*ročník 50, 2000, číslo 1*

# Finance a úvěr

**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**
**© UK Praha, Fakulta sociálních věd**
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
© Charles University, Prague, Faculty of Social Sciences

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

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

## OBSAH

Zpráva o inflaci – inflační vývoj ve 3. čtvrtletí 1999 pohledem ČNB . . . . . 3

Cevdet DENIZER – Raj M. DESAI – Nikolay GUEORGUIEV: Finanční liberalizace a finanční represe v bývalých socialistických ekonomikách . . . . . 17

**Přehledy**

Kateřina KAŠOVÁ: Hledám strategického partnera: Zn.: střední a východní Evropa . . . . . 40

**Semináře ČSE**

Martin ČIHÁK: Panelová diskuze o postavení centrální banky . . . . . 53

**Daňové judikáty**

Výběr ze soudních rozhodnutí ve věcech daní 1–3/2000 . . . . . 58

## CONTENTS

The Czech National Bank's Inflation Report for Q3 1999 . . . . . 3

Cevdet DENIZER – Raj M. DESAI – Nikolay GUEORGUIEV: Financial Liberalization and Financial Repression in Formerly Socialist Economies . . . . . 17

**Surveys**

Kateřina KAŠOVÁ: Central and Eastern Europe Seeks Strategic Partner . . . . . 40

**CES Seminars**

Martin ČIHÁK: The Status of the Central Bank . . . . . 53

**Tax Judicial Decisions**

Abstract from Court Decisions Concerning Taxation No. 1–3/2000 . . . . . 58

Toto číslo předáno do sazby: 6. 12. 1999 Souhlas k tisku: 6. 1. 2000

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

*Redakce prosí autory, aby při předávání příspěvků uváděli celé své jméno, adresu domů i na pracoviště, telefonní, faxové a e-mailové spojení. K příspěvku je nezbytné přiložit anglické resumé (o rozsahu maximálně 150 slov). Příspěvek by neměl přesahnout 25 normovaných rukopisných stran, a to včetně grafů a tabulek. Pro elektronickou podobu prosíme používejte program Word (až do verze 97).*

*Redakce předpokládá, že příspěvek nabízený k publikaci v tomto časopise je* ***originální,*** *tedy že dosud nebyl nabídnut a bez souhlasu redakce ani nebude nabídnut k publikaci jiné redakci nebo jinému vydavateli. Pokud tomu tak není, prosíme o písemné sdělení této skutečnosti.*

DT: 336.76 (4-664); 338.23:336.1/.5 (4-664); 338.246.025.2(4-664)
klíčová slova: transformace – veřejné finance – finanční sektor

# Finanční liberalizace a finanční represe v bývalých socialistických ekonomikách

Cevdet DENIZER – Raj M. DESAI – Nikolay GUEORGUIEV*

## Úvod

Proč vlády deformují finanční trhy a staví překážky pohybu kapitálu, i když taková politika bývá neúčinná? Je známo, že finanční systémy v rozvojových zemích mají sklon k restriktivnosti až „represivnosti" v důsledku tíživých povinných rezerv, úrokových stropů, devizových regulací, pravidel předepisujících skladbu bankovních bilancí nebo nejrůznějších forem daní uvalených na finanční sektor. Méně známo je, proč se vlády uchylují k takovým typům regulací finančních trhů, které vedou až k *finanční represi*.

Až do 70. let tohoto století byly finanční restrikce často s oblibou používány v zemích s nedostatkem kapitálu; jako argument byla uváděna snaha zamezit lichvářství, dále lépe řídit peněžní zásobu a navíc dosáhnout vyšších hodnot poměru investic a úspor než v prostředí finančních trhů liberalizovaných. V pozdějších letech byly jako důkaz správnosti těchto argumentů často uváděny rychle rostoucí východoasijské ekonomiky, v nichž vlády manipulovaly finančními systémy tak, aby podpořily zamýšlenou expanzi průmyslu. Nicméně pro většinu systémů uplatňujících přísnou finanční regulaci byl typickým výsledkem ekonomický pokles, a nikoliv udržitelný růst. Toto poznání postupně vedlo ke vzniku určitého makroekonomického konsenzu: finanční represe je v rozvojových zemích uplatňována především proto, aby vlády získaly zdroje pro financování svých deficitních rozpočtů.

V této stati se pokusíme předložit předběžné důkazy pro takovéto tvrzení, jež pocházejí z té části světa, v níž byla finanční regulace zkoumána systematicky jen zřídka, konkrétně z postkomunistických ekonomik střední a východní Evropy a bývalého Sovětského svazu. Ukážeme, že vzhledem k zvláštnostem finančního systému, které mají svůj původ v minulosti, může samotný rámec veřejných financí vysvětlit finanční represi v tranzitivních ekonomikách pouze v omezené míře. Úzká hranice mezi „veřejnou" a „soukromou" sférou financí v tranzitivních ekonomikách znamená, že o skutečných fiskálních aktivitách vlád dává deficit sám o sobě často jen velmi málo informací. Docházíme proto k závěru, že přínosnější bude zkoumat to, jak

* Cevdet Denizer – Světová banka (IBRD) Washington, D. C., Raj M. Desai – Georgetown University, Nikolay Guerguiev – Mezinárodní měnový fond Washington, D. C.

V příspěvku autoři prezentují pouze své vlastní názory, nikoli stanoviska institucí, v nichž působí.

různé politické instituce předurčují výběr finanční politiky. Naše zjištění ukazují, že postkomunistické vlády zabraňují rozvoji finančních institucí spíše proto, aby zajistily adekvátní přísun externího kapitálu do podnikatelského sektoru, než kvůli financování rozpočtového deficitu.

V předkládané stati nejprve definujeme finanční represi, její důvody a historické úvahy o ní, poté zkoumáme roli finanční represe na unikátním příkladu tranzitivních ekonomik a následně ukazujeme empirické výsledky našich odhadů finanční represe v tranzitivních ekonomikách. V závěru předkládáme některé sumarizující postřehy a poznatky.

## Finanční represe a finanční vývoj

*Co je finanční represe?*

Hlavním analytickým základem pro studium role finančního sektoru v rozvoji ekonomiky byla v posledních 25 letech McKinnonova-Shawova teorie ekonomiky „pod represí" (repressed economy). Podle tohoto přístupu je finanční represí soubor politik, zákonů a formálních i neformálních regulací a kontrol, které jsou vládou uvaleny na finanční sektor. Jde přitom o takové zásahy, které deformují ceny na finančních trzích – úrokové sazby a měnové kurzy – a zabraňují finančním zprostředkovatelům využívat svého potenciálu v maximální míře. Hlavními nástroji finanční represe jsou vysoké minimální rezervy a úrokové stropy, tj. kombinace obecně nízkých měr návratnosti aktiv a (vynucených) vysokých objemů rezerv nebo peněz nuceně „odložených stranou". Úspěšná finanční represe podněcuje poptávku po úvěrech a zároveň odrazuje od spoření.

Takovéto podmínky dovolují vládám, aby intervenovaly na finančních trzích třemi způsoby. Zaprvé: uvalení vysokých povinných minimálních rezerv nebo požadavků na likviditu komerčních bank vytváří umělou poptávku po vládních cenných papírech (Agénor – Montiel, 1996, s.152). Za druhé: z důvodu vysoké poptávky po úvěrech začínají vlády přidělovat úvěry soupeřícím žadatelům (credit rationing). Za třetí: v důsledku nízkých vkladatelských pobídek začínají střadatelé přesunovat zdroje z vkladů u domácího bankovního sektoru k zahraničním trhům. Typickými součástmi finanční represe jsou tudíž úvěrová schémata založená na selektivních či odvětvových zvýhodněních, stejně jako kontrola pohybu kapitálu v cizí měně.

Z neoklasického hlediska spočívá hlavní ospravedlnění pro finanční represi v předpokladu dokonalé substituovatelnosti peněz a „produktivního" kapitálu. V Tobinově monetárním růstovém modelu platí, že pokud vzroste návratnost kapitálu relativně k návratnosti peněz, podporuje tato skutečnost v portfoliích domácností přesun zdrojů od peněz ke kapitálu, což vede k růstu podílu kapitálu a práce (capital-to-labor ratio), čímž se zvyšuje produktivita práce (Tobin, 1965). Hlavní implikací této úvahy je, že snižování míry návratnosti peněz – prostřednictvím úrokových stropů, ale také prostřednictvím optimální úrovně inflace (obojí představuje daň uvalenou na reálné peněžní zůstatky) – může zvýšit míru ekonomického růstu.

McKinnon (1973) a Shaw (1973) však zpochybňovali aplikovatelnost neoklasického přístupu na rozvíjející se ekonomiky a vznášeli protiargumenty, že deformace způsobené finanční represí vytlačují z ekonomiky investice

s vysokým výnosem, vytvářejí motivaci pro investice do kapitálově náročných projektů, odrazují od budoucího spoření, a tím snižují jak kvalitu, tak objem investic. V tomto systému jsou peníze a kapitál spíše komplementy než substituty: čím atraktivnější je držet reálné peněžní zůstatky, tím vyšší jsou stimuly k investování. Produktivní investice, a tedy akumulace kapitálu, se objevují *z toho důvodu*, že velká reálná peněžní zásoba vytváří větší objem zdrojů, které lze zapůjčit (McKinnon, 1973, s. 59–61; Shaw, 1973, s. 81). Rozsáhlejší finanční zprostředkování mezi střadateli a investory zvyšuje stimuly ke spoření a investicím a zvyšuje tak i efektivnost investic (Fry, 1982, s. 734). V ekonomice „pod finanční represí" zmenšují nízké reálné depozitní úrokové sazby závazky bankovního systému (tím, jak střadatelé snižují objem svých vkladů v nich) a stejně tak i možnou nabídku investičního financování. Závěry McKinnonovy-Shawovy teorie naznačují, že růst úrokových sazeb až k úrovni rovnováhy zvýší míru ekonomického růstu.

*Finanční represe a tržní selhání*

V osmdesátých letech argumentovali kritici McKinnonovy-Shawovy teorie tím, že rostoucí úrokové sazby mohou velmi negativně ovlivnit úspory, investice, výstup a ekonomický růst. S využitím modelů zahrnujících neúplné úvěrové trhy („curb markets") kritici finanční liberalizace tvrdili, že nedostatek fungujících institucí v rozvojových zemích musí být vyvážen určitým stupněm kontroly státu nad finančním sektorem (Taylor, 1983), (Van Wijnbergen, 1983a, 1983b), (Buffie, 1984). Zkušenosti z nově industrializovaných východoasijských ekonomik hrály významnou roli při testování myšlenek McKinnonovy-Shawovy teorie tím, že naznačovaly obecnou prospěšnost intervencí vlády na finančních trzích (Van Wijnbergen, 1985); (Amsden, 1989); (Wade, 1990). Závěry z doplňujících analýz liberalizace finančních trhů v Latinské Americe však ukazovaly, že pokud se státní zásahy zvyšují bez ohledu na jejich adekvátní míru, mohou křehkou ekonomickou situaci ještě zhoršit (Edwards, 1984), (Díaz-Alejandro, 1985), (Hastings, 1993).

Zastánci „optimální" finanční represe tvrdí, že finanční regulace mohou napravit tržní selhání na finančních trzích, snížit kapitálové náklady pro společnosti a zlepšit kvalitu žadatelů o úvěr eliminací vysoce rizikových projektů. Pokud je navíc finanční represe použita společně s proexportními opatřeními nebo určitými preferenčními úvěrovými schématy, může podpořit tok kapitálu do sektorů s pozitivními technologickými externalitami (Stiglitz, 1989, 1994). Je samozřejmě obrovský rozdíl mezi tvrzením, že finanční represe *může* být efektivní, a tím, že *bude* efektivní. Ačkoliv výzkum úvěrové regulace v Japonsku, Jižní Koreji a na Tchaj-wanu naznačil, že finanční represe přispěla k vysoké výkonnosti těchto ekonomik, není toto tvrzení přijímáno všeobecně. Navíc při zvážení systematičtějších mezinárodních údajů zjistíme, že existují negativní korelace mezi nízkými reálnými úrokovými sazbami, vysokými minimálními rezervami a nízkým stupněm finančního zprostředkování na jedné straně a investicemi a ekonomickým růstem na straně druhé.[1]

[1] Studie formulující tento vztah jsou tyto: (Lanyi – Saracolu, 1983), (World Bank, 1989), (Roubini – Sala-i-Martin, 1992), (Easterly, 1993), (Levine, 1993), (King – Levine, 1993a, 1993b). K posouzení: (Levine, 1996).

*Přístup z hlediska veřejných financí*

Většina odborníků z oblasti financí odmítla tvrzení, že finanční represe bývá přijata pouze na základě argumentu maximalizace blahobytu. Makroekonomové zabývající se ekonomickým růstem dosáhli konsenzu, pokud jde o důvody vedoucí k finanční represi: jsou jimi spíše fluktuace v příjmech vlády. Finanční sektor, na který jsou uvaleny administrativní restrikce, je potenciálním zdrojem snadno dostupných peněz pro státní rozpočet. V klasických případech finanční represe bývají podporovány takové finanční instrumenty, jejichž prostřednictvím mohou vlády získávat ražebné. Zejména jde o oligopolní bankovní systém, protože komerčním bankám může být uložena povinnost držby vládních dluhopisů. Trhy s privátními cennými papíry jsou pak potlačovány prostřednictvím nejrozličnějších daní, neboť ražebné nelze z těchto trhů získat tak snadno (Fry, 1995, s. 20–22). Stručně řečeno, finanční represe má obecně dopad na transfer zdrojů z finančního systému k veřejnému sektoru jako vypůjčovateli.

Fiskální volba, kterou vlády činí při výběru stupně finanční represe z hlediska dopadů na veřejné finance, závisí na ztrátách příjmů vzniklých v důsledku selhání standardních přímých daňových instrumentů. Někdy bývá argumentace vedena tak, že ekonomiky vystavené velkým daňovým únikům u daně z příjmu se pravděpodobně obrátí k implicitnímu zdanění ve formě inflační daně, k nepřímým daním uvaleným na finanční sektor v podobě úrokových stropů či vysokých minimálních rezerv nebo případně ke kombinaci obou variant (Roubini – Sala-i-Martin, 1995). V rozvojových ekonomikách čelících trvalým deficitům bývají vlády v důsledku propustných nebo slabých systémů výběru rozpočtových příjmů nuceny spoléhat na inflační daň. Pokud však vláda dovolí finančnímu systému, aby se plně rozvinul, redukuje u lidí nutnost držet hotovost a narušuje tím základnu inflační daně, jakož i příležitostí pro výnos z ražebného. Prosazováním regulací v oblasti aktivit, služeb nebo produktů finančních institucí se na druhé straně vlády snaží udržovat základnu pro inflační daň v pohotovosti.

Implikace pro finanční represi jsou z hlediska veřejných financí jednoduché. Zaprvé, efektivní využití inflační daně vyžaduje určitá represivní opatření zvyšující poptávku po penězích (Giovannini – de Melo, 1993), (Bencivenga – Smith, 1992), (Brock, 1989). Za druhé: vláda, která je nucena monetizovat vyšší deficity v průběhu delšího časového období (za předpokladu neměnnosti všech ostatních podmínek), pravděpodobně vybere nějakou formu finanční represe nejen proto, aby zvýšila poptávku po penězích, ale také proto, aby mohla financovat deficit za nižších úrokových sazeb. Otázku lze pro potřeby této stati formulovat takto: Může být přístup z hlediska veřejných financí k pochopení finanční represe v postkomunistických tranzitivních ekonomikách podpořen teoreticky či empiricky? Na obě varianty se stručně podíváme v následující části textu.

## Finanční regulace v teorii a praxi

Naše hlavní koncepční námitka proti tezi o jednoduché dostupnosti peněz pro vládu zní, že tato teze v jádru poskytuje pouze nekompletní obraz o tom, jak probíhá volba finanční politiky vlády. Pokud budeme předpokládat, že vlády reagují na potenciální nedostatek příjmů podobným způso-

bem, pak uvedený přístup selhává ve vysvětlení toho, proč různé vlády mohou i při stejných rozpočtových omezeních volit rozdílný způsob regulace finančních systémů. Tento víceméně axiomatický popis procesu politického rozhodování je zpochybňován na základě výzkumu jak domácích, tak mezinárodních aspektů tvorby finanční politiky země. Institucionální rozdíly mezi politickými systémy mají své ekonomické dopady – to je závěr vyplývající jak z výzkumů komparativní politické ekonomie v posledním čtvrtstoletí, tak i z novějších empirických studií finanční regulace (Quinn – Inclán, 1997), měnové politiky (Hall – Franzese, 1996), (Iversen, 1996) a fiskální politiky (Alesina – Rosenthal, 1995). Ve své podstatě představuje finanční represe výběr konkrétní politiky, a je tedy ovlivněna omezeními, která jsou uvalena na tvůrce hospodářské politiky.

Vážnější námitkou je, že vysvětlení finanční represe z hlediska veřejných financí staví do druhořadé role zvýhodňující úvěrovou politiku. Z hlediska veřejných financí jsou zvýhodněná úvěrová schémata nezamýšleným důsledkem kontroly úrokových sazeb, a nikoli jejich příčinou. Standardně tedy probíhá takovýto hypotetický sled událostí: vlády čelící velkým deficitům veřejného sektoru zavádějí nejrůznější finanční restriktivní opatření, a to včetně úrokových stropů, které umožňují financování deficitu za nižších úrokových sazeb. Vzhledem k tomu, že regulace úrokových sazeb způsobí prudké zvýšení poptávky po úvěrech, je vláda vtažena do procesu alokace úvěrových zdrojů mezi jednotlivé žadatele. Nicméně významná část případových studiích ukazuje, že uvedená selektivní úvěrová schémata jsou sama o sobě primárním důvodem toho, proč vlády utlačují finanční systémy svých zemí (Haggard – Lee – Maxfield, 1993), (Lukauskas, 1994), (Haggard – Lee, 1996). Jde přesně o ta témata, která podle nás stojí za to zkoumat v kontextu postkomunistických ekonomik.

*Fiskální a měnová politika v postkomunistických ekonomikách*

Závěr, že příjmové ztráty v jistém mezidobí mohou předjímat míru finanční represe, ale předpokládá, že zodpovědnost státu ve fiskálních záležitostech je dobře definována, je vynutitelná a že jakékoliv finanční toky z veřejného do soukromého sektoru jsou kontrolovány a objevují se v konsolidovaných bilancích vlády. Jinými slovy, fiskální majetková práva jsou chápána jako výlučná.[2] Z tohoto důvodu teorie veřejných financí poskytuje, pokud jde o bývalé socialistické ekonomiky střední a východní Evropy a Sovětského svazu, vysvětlení finanční represe jen částečné.

V praxi se však vlády mohou angažovat v nejrůznějších aktivitách, které činí samotné deficity bezvýznamnými. Nerozpočtové výdaje, tedy výdaje mimo dohled ministerstva financí, jsou v rozvojových zemích typické (Pradhan, 1996), (Campos – Pradhan, 1996). Ostatní kvazifiskální výdaje zahrnují: implicitní subvence s devizovou garancí a implicitní subvence na poskytování úvěrů bankám a firmám za negativní úrokové sazby. V postkomunistických tranzitivních zemích může být navíc finanční represe užívána spíše jako prostředek k udržení měkkého bankovního systému, který v krátkém období absorbuje ztráty podnikatelského sektoru, než jako zdroj levných peněz pro financování deficitů veřejných rozpočtů.

[2] Blíže ke konceptu fiskálních majetkových práv viz (Tanzi, 1993a, 1993b).

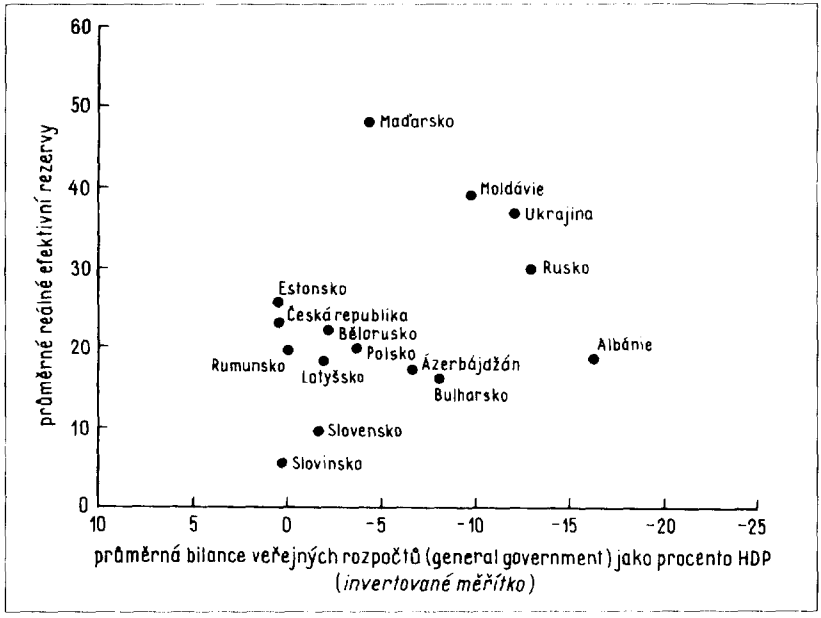
Dědictví socialistického finančního systému by tuto možnost naznačovalo. Zaprvé: bankovní sektor zůstává mezi těmi částmi ekonomiky, které jsou řízeny vládou ve větší míře (pouze málo vlád činí kroky k jejich plné komercializaci). Hranice mezi veřejnými a soukromými financemi tedy zůstává často zamlžená a vlády prostřednictvím kontroly úrokových sazeb nebo přímo prostřednictvím řízených úvěrových programů tlačí banky do funkcí kvazifiskálních agentů státu. Za druhé: i v těch několika málo případech, kdy byly banky plně nebo alespoň částečně privatizovány, jsou úvěrová portfolia, která původně státní banky zdědily, koncentrována pouze mezi několik firem nebo průmyslových sektorů. Navíc všechny bývalé státní banky zdědily špatné úvěry poskytnuté podnikům veřejného sektoru – úvěry, které zůstávají na aktivní straně bankovních bilancí. Za takových okolností uplatnění zástav u největších dlužníků často ohrožuje samotné banky (Desai – Pistor, 1997). Konečně, vymáhání dluhů je ve většině případů problematické z důvodu nedostatečných kapacit soudů, nejasností v legislativě týkající se bankrotů a ad hoc intervencí vlády v případě některých společností.[3]

Je důležité poznamenat, že ačkoliv vlády v tranzitivních zemích úmyslně udržují negativní reálné úrokové sazby, aby trvale zachovávaly přesun zdrojů od vkladatelů k dlužníkům (kteří čerpají úvěry), většinou se dostaly do finanční restrikce nebo represe v důsledku vysoké inflace. V těchto případech (typickým příkladem jsou země bývalého Sovětského svazu) objem kvazifiskálních toků v ekonomice expandoval s tím, jak nominální úrokové sazby nestačily udržovat krok s prudkým nárůstem stále akcelerující inflace. Je těžké spolehlivě odhadnout velikost přímo přidělovaných úvěrů v bankovních systémech tranzitivních ekonomik; zkušenosti z Ruska však naznačují, jak obrovské mohou být. Hyperinflace v postsovětském Rusku narušila úspory domácností, které ale obdržely jen zanedbatelné objemy nových úvěrů. Odhady ukazují, že ztráty příjmů domácností z bankovních vkladů z důvodu vysokých negativních úrokových sazeb (přibližně –78 % v roce 1992) dosáhly 12 % ruského HDP. Ztráty podniků, které rovněž měly prostředky na bankovních účtech, činily v roce 1992 okolo 18 % HDP. Na rozdíl od domácností však byly podniky primárními příjemci negativně úročených úvěrů odhadovaných na 16 % HDP v roce 1992 (Easterly – Vieira da Cunha, 1994). Jednoduchá aritmetika finanční represe ukazuje, že čistá inflační daň, kterou nesly podniky, byla 2 % HDP ve srovnání s 12 %, které nesly domácnosti; to znamená jednak čistý transfer zdrojů od individuálních střadatelů k podnikům *a také* nepoměrně vyšší podíl inflační daně placené domácnostmi.

Dalo by se očekávat, že deficity a ztráty příjmů budou pro postkomunistické vlády prvořadé. Většina z nich byla svědkem epidemie daňových úniků, které následovaly po zboření socialistického aparátu pro výběr daní, znásobení počtu plátců daní po privatizaci a poklesu informací dostupných daňovým autoritám (Barbone – Marchetti, 1995), (IMF, 1995).[4] Ve stejném okamžiku, kdy byly systémy veřejných financí restrukturalizovány, čelily vlády v těchto regionech nejtvrdším rozpočtovým tlakům v posledních de-

[3] V dlouhém období by samozřejmě neschopnost nesolventních podniků splácet úvěry měla vést komerční banky k tomu, aby je jako klienty vyloučily. V krátkém období však tyto faktory v tranzitivních ekonomikách mohou ve skutečnosti vést banky k tomu, aby ztrátovým firmám půjčovaly více.

GRAF 1 Deficity a míry rezerv ve vybraných tranzitivních ekonomikách (průměry let 1989–1996)




setiletích, neboť byly nuceny přijmout zodpovědnost i za oblasti, které dříve mnohdy vykonávaly podniky (lékařská péče a sociální péče). Pokud byly tyto příjmové a výdajové okolnosti primárním důvodem pro přijetí restriktivní kontroly aktivit finančních institucí, pak by důvody inflační daně současně s těmito restrikcemi ospravedlňovaly v tranzitivních zemích hypotézu přístupu z hlediska veřejných financí. Grafické znázornění vztahu mezi rezervami v bankovním systému (jako indikátorem finanční represe) a deficity v letech 1989 až 1996 nedává jednoznačnou odpověď. *Graf 1* ukazuje dvě skupinky zemí, první v nižší levé části grafu a druhou dále vpravo nahoře. Na grafu lze pozorovat uvnitř každé skupiny negativní vztah mezi velikostí deficitu a mírou rezerv. Nedostatek dat však komplikuje systematičtější hodnocení.

Jako druhý test aplikovatelnosti přístupu veřejných financí budeme zkoumat některé předpokládané vztahy mezi finanční restrikcí a vybranými fiskálními indikátory. Výsledné korelace založené na ročních datech z 25 tranzitivních ekonomik jsou uvedeny v *tabulce 1*. Dva výsledky, jak se zdá, potvrzují tezi veřejných financí: (1) daňové ztráty jsou spojeny s vyššími mírami reálných rezerv v bankách a (2) kladná salda rozpočtů jsou spojena s vyššími reálnými diskontními sazbami. Tyto korelace však skrývají něco, co je v rozporu s intuicí, a proto stojí za vysvětlení, totiž rozdíly mezi jed-

[4] Výběr daní v klasickém socialistickém systému byl do velké míry usnadněn jednotnou organizací stranického státu a relativně malým počtem daňových instrumentů – jako byl obrat, zisk a daně ze mzdy placené malým počtem velkých státem vlastněných organizací pod dohledem ředitelství. Další informace viz (Kornai, 1992), (Garvy, 1977).

TABULKA 1 Korelace mezi vybranými fiskálními agregáty a nástroji měnové politiky

| | reálná efektivní míra rezerv | míra rezerv – prostý průměr | reálné diskontní sazby centrálních bank |
|---|---|---|---|
| celkové daňové příjmy/HDP | –0,195* (0,041) | –0,332** (0,000) | 0,071 (0,420) |
| saldo rozpočtu/HDP | –0,195* (0,037) | –0,151 (0,101) | 0,251** (0,003) |
| poměr úvěru vlády vůči celkovým domácím úvěrům | 0,139 (0,279) | 0,065 (0,639) | 0,149 (0,219) |

*pramen:* Mezinárodní měnový fond, *International Financial Statistics* [IFS].

*poznámky:* Korelace jsou založeny na ročních datech pro 25 tranzitivních ekonomik, roky 1990–1996.
Testy významnosti jsou oboustranné: * $p <= 0{,}05$, ** $p >= 0{,}01$
Reálné efektivní míry rezerv jsou počítány následovně [čísla řádků z IFS jsou uvedena v závorkách]:

$$\frac{\textit{rezervní peníze [14]} - \textit{oběživo mimo banky [14a]}}{\textit{peníze[34]} + \textit{kvazipeníze[35]} - \textit{oběživo mimo banky [14a]}}$$

Reálné diskontní sazby ($R$) jsou počítány následovně ($n$ je nominální úroková míra a $\pi$ je inflace):

$$R = \frac{(1 + n)}{(1 + \pi)} - 1$$

notlivými zeměmi. V Brockově práci (1989) výsledky pro vybrané rozvojové i průmyslově vyspělé země ukazují obecně robustní pozitivní, signifikantní korelaci mezi inflací a rezervami bank. Výsledky výzkumu z tranzitivních ekonomik je však, pokud se týče vztahu mezi inflační daní a finanční represí, přinejlepším neprůkazná. Jako ještě důležitější se však jeví to, že pouze jedna země (Estonsko) podporuje hypotézu veřejných financí, tedy že nižší reálné diskontní sazby podporují větší výpůjčky vlády.

Navrhujeme proto alternativní přístup k chápání finanční regulace. Naším záměrem je zde poskytnout co nejsystematičtější analýzu ekonomie finanční liberalizace v postkomunistickém regionu, která by vysvětlovala, jak jsou různá politická rozhodnutí dosahována v různých politických podmínkách.

### *Modelování finanční politiky*

Současné studie toho, jakým způsobem politické instituce formují hospodářskou politiku, lze podle zastávaného názoru rozdělit do dvou skupin. Podle prvního názoru jsou na politických systémech podstatné dva rysy: stabilita a polarizace. Nestabilní vlády jsou nuceny chovat se více krátkozrace, tzn. že ignorují budoucnost ve větší míře než stabilnější systémy. Polarizované vlády se na druhé straně potýkají s problémy koordinace, které jsou při přijímání ekonomických reforem neodmyslitelné a vedou pak do zdlouhavých patových situací (Rodrik, 1993). Vlády, u kterých je vyšší pravděpodobnost neúspěchu v budoucích volbách, a vlády, které jsou charakterizovány silnou opozicí ze strany tvůrců alternativní politiky, budou s větší pravděpodobností zpožďovat přijetí stabilizačních programů (Alesina – Drazen, 1991) a jsou rovněž náchylnější k deficitnímu financování (Roubini – Sachs, 1989), (Alt – Lowry, 1994), (Grilli – Masciandaro – Tabellini, 1991). Ukazuje se, že tyto modely ekonomické politiky shledávají procedurální a strukturální rysy demokratické vlády, jako je decentralizace, volební boj

a vláda různých názorů, jako ne příliš efektivní. „Vícebarevná" nebo „fragmentovaná" vláda se také často stane obětí protireformních sil a zájmů, které mohou mobilizovat blokování reformních programů snadněji než v situaci, kdy je moc soustředěna v silně autonomních vládních institucích. Komparativní případové studie reformních období naznačují, že centralizovaná moc, sjednocený systém stran a silná exekutiva jsou typickými charakteristikami politické základny pro ekonomické změny (Nelson, 1990), (Haggard – Webb, 1993), (Williamson, 1994), (Haggard – Kaufman, 1995).

Novější pohled přichází s argumentem, že pro liberalizaci je nezbytná silná a centralizovaná vláda. Tento alternativní názor tvrdí, že ekonomické reformy jsou vedlejším produktem bojů o politickou moc, a tedy že hlavní překážkou ekonomické liberalizace nejsou slepé uličky mezi skupinkami bojujícími o rozdělení nákladů a výnosů reformy, ale *vnitřní opozice* vůči takovým reformám uvnitř vlády. Reformy se objeví tím pravděpodobněji, čím větší výzvou pro politiky u moci budou politici opoziční (Bates – Kreuger, 1993), (Geddes, 1994), (Hellman, publikace připravována). Tudíž struktura politických institucí, která určuje, jak budou probíhat vnitřní vládní boje a jak budou skloubeny konkurenční zájmy, hraje při vytváření politických rozhodnutí rozhodující úlohu.

Tento druhý přístup byl použit při snaze vysvětlit zpoždění stabilizace v případě tranzitivních ekonomik. Hellman (publikace připravována) zkoumal efekt fragmentace politických stran, koaliční strukturu a sílu exekutivy a zjistil, že země charakteristické necelistvým vícebarevným parlamentem, koaličními vládami složenými z několika stran a slabou exekutivou se stabilizují rychleji než ty země, ve kterých fungují politické instituce s jednotnou stranickou strukturou a většinovou vládou nebo vládou jedné strany a autoritativní exekutivou.

V následující části budeme analyzovat dopad různých politických struktur na finanční politiku a finanční liberalizaci, přičemž se zaměříme na tři hlavní institucionální znaky zákonodárných sborů v 25 tranzitivních zemích: podíl křesel komunistické strany nebo jejich přímých nástupců, stupeň politické fragmentace a stupeň parlamentní podpory vládě. První ukazatel považujeme za odhad protireformního vlivu držitelů moci; druhý za ukazatel polarizace a třetí za měřítko očekávané stability. V souladu s Hellmanem jsme uvažovali u každého institucionálního faktoru jeho účinek na finanční represi zvlášť, a to tak, aby byla testována širší hypotéza o vztahu mezi charakteristikami politických institucí a hospodářskou politikou. Finanční politiky tranzitivních zemí vykazují významné odlišnosti v letech 1989 až 1996 (World Bank, 1996), (Begg, 1996). Příčiny těchto rozdílů a zvláště vazby mezi politicko-institucionálními proměnnými a výsledky politiky ještě musejí být komplexněji analyzovány.

## Data, modely a výsledky

### *Měření finanční represe*

Finanční represe je specifickým souborem politik, který zahrnuje nejrůznější kontroly aktivit hlavních finančních institucí v ekonomice. Samotná systematická analýza ovšem není nijak jednoduchá. Zaprvé, finanční restrikce mohou být implicitně zakotveny v komplikovaných daňových zá-

nech nebo různých typech finačních regulací. Za druhé, vznikají problémy při klasifikaci a vzájemně srovnatelném třídění takových typů politik v rámci jednotlivých zemí, a to zvláště tehdy, když dotyčné země postrádají precedenty či pravidla potřebná pro stanovení vodítka, jehož pomocí by se odlišnosti v politikách daly měřit. A konečně za třetí, ekonomika pod finanční represí může vykazovat určité znaky, jako jsou nízké úrokové sazby pro finanční transakce, deformace ve spoření a investicích a nízká úroveň finančního zprostředkování, které mohou, ale nemusejí být charakteristickým rysem těchto politik. V grafu 1 je například uvedeno několik zemí, v nichž bankovní systém udržuje extrémně vysoké rezervy, i když zákonem stanovené povinné rezervy jsou poměrně mírné. V Maďarsku, Estonsku a České republice jsou reálné míry rezerv 48 %, 27 %, resp. 20 %, přestože požadovaná míra rezerv je v těchto zemích[5] běžně okolo 10 %. Je tedy žádoucí vzít v úvahu paletu nejrůznějších indikátorů finanční represe.

Naším řešením je zkoumání tří proxy proměnných charakterizujících finanční represi a finanční liberalizaci. Dvě z nich popisují samotný typ politiky a jedna měří hypotetický efekt takových politik. Prvním ukazatelem jsou *řízené úvěry*, se kterými jsme pracovali jako s binární proměnnou. V souladu s dřívějšími studiemi jsme zemím, u nichž tyto úvěry činily více než 25 % celkového objemu úvěrů v ekonomice, přiřadili hodnotu 1 a všem ostatním zemím pak hodnotu 0 (IMF, 1996), (de Melo – Denizer, 1997). Programy řízených úvěrů používané bývalými socialistickými vládami k udržování určité úrovně zaměstnanosti ve vybraných průmyslových odvětvích představují poměrně přísné restrikce portfoliové skladby bilancí bank. V rámci typických schémat řízených úvěrů jsou banky nuceny půjčovat určitým ekonomickým sektorům nebo určitým podnikům danou část svých celkových aktiv v určeném časovém období. Tyto kvantitativní restrikce spolu s regulací úrokových sazeb, která často tuto politiku doprovází, vedou k roztříštění finančních trhů v těchto zemích a vytvářejí tak překážky pro jejich rozvoj.

Druhou proměnnou je reálná diskontní sazba užívaná centrálními bankami pro refinanční operace. Vzhledem k tomu, že diskontní nebo refinanční sazby představují opatření, které centrální banky používají podle vlastního uvážení, a že tyto sazby bývají základem pro ostatní sazby, jde pravděpodobně o lepší indikátor postoje dané politiky než sazby z vkladů nebo úvěrů. *Reálné diskontní sazby* představují nominální diskontní sazby deflované anualizovaným růstem cenové hladiny.

Třetí proměnná měří efekt finanční represe na úroveň finančního zprostředkování. Nejpřesnější cestou ke změření tohoto účinku by byl odhad křivky poptávky po penězích v různých časových periodách tak, aby bylo možné změřit posun křivky spolu se změnami v cenové a důchodové elasticitě (Fry, 1995, s. 21). Takový odhad je však složitý vzhledem k malému počtu pozorování a krátkému časovém horizontu v tranzitivních zemích. Namísto toho jsme proto použili poměr peněžní zásoby (definované jako oběživo, vklady na viděnou a termínované vklady nebo M2) k HDP, což je standardní měřítko finanční „hloubky", které bývá logicky vyšší v tržních

[5] V některých zemích drží banky často více rezerv, než kolik činí požadované rezervy podle zákona, jako určité zajištění proti špatně vymahatelným právům věřitelů. Jde tedy o následek nedostatků v zákonech o bankrotu, zdlouhavosti soudních procedur a omezeného výběru finančních nástrojů, které mohou nést přiměřené výnosy upravené o riziko.

ekonomikách (což ukazuje, že většina transakcí je zprostředkovávána v rámci formálních finančních systémů) a nižší v ekonomikách pod finanční represí (Barro, 1991), (King – Levine, 1993b).

*Vysvětlující proměnné a odhady*

Odhadujeme tyto proměnné s použitím průřezové analýzy časových řad s jednotkami pozorování v podobě země a příslušných zkoumaných let. Takovýto soubor dat má kromě vyšších stupňů volnosti výhodu rovněž ve vyšší citlivosti na intertemporální vlastnosti vzorku, než by měly průměry pro každou jednotlivou zemi. Náš panel není standardní, protože byla vybrána pouze pozorování pro roky následující po parlamentních volbách a naše volební proměnné jsou ve vztahu k závislým proměnným zpožděné. Takovéto srovnávání preferujeme před standardním panelem, neboť data vykazují jen omezené odchylky mezi jednotlivými volbami. Ve standardním panelu by vznikal problém se standardními chybami. Jednotky časových řad v našich panelech proto reprezentují volební období spíše než kalendářní roky. Ačkoliv takto ztrácíme údaje pro závisle proměnné (a některé nezávislé proměnné) v obdobích mezi volbami, uchovali jsme všechny intertemporální odchylky ve výběrovém vzorku a eliminovali většinu „hluchých" částí řad (vysvětlení určitých problémů s odhady a jejich řešení jsou obsahem přílohy).

S využitím volební databáze sestavené v připravované práci Hellmana jsme spočítali tři indikátory parlamentní struktury.[6] Naše první proměnná představuje podíl křesel v parlamentu držených členy komunistické strany nebo jejich přímými nástupci (*COMMP*). Vysoký podíl *COMMP* může být za předpokladu ceteris paribus interpretován jako indikátor několika věcí, včetně předem uzpůsobené legislativy zvýhodňující existující politické strany, nízkého rozvoje systému politických stran, nedostatečného střídání politických stran v parlamentu apod. Obecně jsme uvažovali *COMMP* jako proměnnou měřící stupeň odolnosti a uchovalosti předreformních struktur v oblasti legislativy. Pro měření stupně polarizace v parlamentu jsme použili Raeův index frakcionalizace (*FRACTION*), který měří pravděpodobnost, že dva náhodně vybraní zákonodárci budou patřit k různým politickým stranám.[7]

Panel *FRACTION* má nevyhnutelně dvě vady: nefunguje v případě velkého počtu nezávislých členů parlamentu ani nezahrnuje změny v členství ve straně nebo jiné stranické jednotce v období mezi volbami. Pokud se strany mezi volbami rozdělí, odrazí se to ve zvýšeném Raeově indexu v dalším volebním období.[8] Nakonec jsme spočítali parlamentní podporu vládě jednoduchým sečtením všech křesel vládní koalice vydělených celkovým počtem křesel v parlamentu (*GOVSTR*). Tento ukazatel může být interpretován jako proxy proměnná pro stabilitu vlády, neboť nízká hodnota indikuje

[6] Kompletní sada politicko-institucionálních ukazatelů by měla přirozeně zahrnovat také nějaké měření exekutivní moci. Hellman (publikace připravována) dělí tranzitivní země podle stupně moci prezidenta nebo předsedy vlády s použitím metodiky Shugarta a Careye (1992). Zahrnuli jsme tyto proměnné do našich odhadů, ale v žádném výpočtu se neukázaly významné, a to nezávisle ani ve spojení s proměnnými charakterizujícími parlamentní strukturu.

[7] Raeův index je definován jako $1 - \Sigma_{i=1}^{N} (p_i)^2$, kde $p_i$ je podíl křesel $i$-té strany (Rae, 1967).

vyšší pravděpodobnost, že za předpokladu ceteris paribus může být současná vláda za nějakou dobu vyměněna.

Předpokládáme, že vliv volebních změn by se měl nejsilněji projevovat v určitém omezeném období po proběhnutí voleb. Pokud vezmeme v úvahu, že volby se konají v různých měsících roku a že existuje nezbytné adaptační období několika měsíců, během něhož se provedou změny ve složení parlamentu a vlády vzešlé z voleb, pak daný volební rok není nejlepší časovou volbou pro nezávisle proměnnou. Po prvním kompletním roce mohou kromě toho okolnosti týkající se budoucích voleb změnit chování politiků. Z uvedených důvodů jsou všechny naše relevantní politické proměnné ve vztahu k závislým proměnným zpožděny o jedno období.

Do modelu je zahrnuto několik podmiňujících proměnných nutných k ošetření některých faktorů v regresi (viz příloha ke zdrojům dat): logaritmus HNP na hlavu (založený na metodě Světové banky) řeší předpoklad, že bohatší země uplatňují represi na své finanční systémy méně; podíl salda rozpočtu k HDP testuje tvrzení teorie veřejných financí, že země s vyššími deficity budou uplatňovat finanční represi více; známá dummy proměnná *post-soviet* (nabývající hodnoty 1, pokud daná země patřila do bývalého SSSR, jinak 0) zahrnuje společné politické, ekonomické, sociální a strukturální rysy, které mohou republiky bývalého SSSR mít.[9] Do regrese hloubky finančního systému a reálné diskontní sazby zahrnujeme logaritmus růstu měnové báze, který by měl ošetřit problém konverze oběživa a změn ve skladbě peněžních portfolií domácností, které se dají očekávat v obdobích rapidního růstu peněžní zásoby. Do regrese řízené úvěrové emise jsme zahrnuli index svobody publikovaný společností Freedom House, který člení země podle jejich ochrany občanských a politických svobod, a to z toho důvodu, aby byl testován dopad otevřenosti daného režimu na vztahy státu a podnikového sektoru.[10] S výjimkou příjmu na hlavu (zpožděného o jedno období) jsou všechny nezávisle proměnné vůči závislým proměnným nezpožděné.

Naše regrese má tedy následující tvar:

$$\varphi_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 (C)_{i,t} + \beta_2 (POL)_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\varphi_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 (C)_{i,t} + \beta_3 (POL)_{i,t-1} \cdot (EE) + \beta_4 (POL)_{i,t-1} \cdot (FSU) + \varepsilon_{i,t}$$

kde $\varphi_{i,t}$ představuje relevantní vyjádření buď finanční represe, nebo libera-

[8] Jak Hellman poznamenává, toto je nejobvyklejší případ v zemích, kde široké antikomunistické hnutí vyhrálo v jistých kritických volbách (v roce 1990 v Československu, Estonsku, Lotyšsku, Litvě, Makedonii, Moldávii, Rumunsku, Slovinsku, v roce 1991 pak v Rusku), ale rozdělilo se krátce poté. Ve většině těchto zemí Raeův index vzrostl ve volebním období, které přišlo v následujících dvou letech, a to ve všech případech s výjimkou Lotyšska (tři roky) a Makedonie (čtyři roky). Pouze v Litvě (mezi lety 1990 a 1992) a Makedonii (mezi lety 1990 a 1994) se hodnota frakcionalizace snížila. Toto jisté může skrýt nebo v horším případě i zvrátit některé z mezičasových rozdílů, které se ve vzorku objevují, ale spolehlivý postup při počítání s těmito změnami neexistuje. Část tohoto problému je nicméně vyřešena pomocí zvolených panelů pozorování.

[9] Podle daných konvencí jsme neoznačovali pobaltské státy jako postsovětské, protože by to mohlo uměle vnést do výsledků určité odchylky. Nicméně, přiřadíme-li jim hodnotu 1, nijak významně to naše výsledky nemění.

[10] V tomto smyslu je index svobody proxy proměnná pro „přístup" k autoritám a jeho zahrnutí sleduje rozdíly mezi jednotlivými zeměmi.

TABULKA 2 Souhrnný odhad metodou probit pro přímý úvěr

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| konstanta | −2,921 (0,709)** | −2,726 (0,794)** | −0,625 (0,902) | −2,488 (1,462)* | −4,013 (1,169)** | −3,717 (1,651)* |
| země bývalého SSSR | 0,733 (0,500) | 0,441 (0,762) | 0,809 (0,486) | 3,270 (1,617)* | 0,125 (0,813) | −0,411 (2,327) |
| index svobody$_t$ | 0,213 (0,099)* | 0,214 (0,100)* | 0,193 (0,096)* | 0,220 (0,101)* | 0,242 (0,150) | 0,245 (0,151) |
| $COMMP_{t-1}$ | 2,210 (0,774)** | | | | | |
| $COMMP_{t-1} \cdot EE$ | | 1,682 (1,295) | | | | |
| $COMMP_{t-1} \cdot FSU$ | | 2,501 (1,012)** | | | | |
| $FRACTION_{t-1}$ | | | −2,113 (0,908)* | | | |
| $FRACTION_{t-1} \cdot EE$ | | | | 0,483 (1,794) | | |
| $FRACTION_{t-1} \cdot FSU$ | | | | −3,256 (1,390)* | | |
| $GOVSTR_{t-1}$ | | | | | 2,689 (1,643) | |
| $GOVSTR_{t-1} \cdot EE$ | | | | | | 2,206 (2,545) |
| $GOVSTR_{t-1} \cdot FSU$ | | | | | | 2,997 (2,093) |
| pozorování | 70 | 70 | 70 | 70 | 43 | 43 |
| pravděpodobnost (log) | −26,826 | −26,701 | −28,506 | −27,060 | −15,204 | −15,174 |
| $R2$ | 48,472 | 49,006 | 45,859 | 48,563 | 47,957 | 48,630 |
| podíl správných predikcí | 78,571 | 80,000 | 80,000 | 77,143 | 81,395 | 86,047 |

*poznámky:* Koeficienty jsou získány pomocí odhadů metodou probit.
Standardní chyby jsou uvedeny v závorkách: $^*p < = 0{,}05$, $^{**}p > = 0{,}01$.
Testy významnosti jsou oboustranné.

lizace, $C_{i,t}$ je vektor nezpožděných nezávislých proměnných, $POL_{i,t-1}$ představuje relevantní vyjádření parlamentní struktury (zpožděné o jedno období), $\beta_0$ je konstanta, $\beta_k$ pro $K>0$ je koeficient nebo vektor koeficientů pro každou proměnnou (nebo vektor proměnných), $\varepsilon_{i,t}$ je náhodná složka a kde $i=1, \ldots, N$; $t=1, \ldots, T$, přičemž $N$ reprezentuje země a $T$ časová období. Pro odhad rozdílných vlivů politických proměnných mezi zeměmi bývalého SSSR a zeměmi východní Evropy jsme testovali druhý model, ve kterém byla proměnná $POL_{i,t-1}$ dezagregována na dva vzájemně působící členy. Jeden s východoevropskou dummy proměnnou (*EE*) a druhý s postsovětskou dummy proměnnou (*FSU*). Na všechny regresní rovnice – s výjimkou odhadu řízených úvěrů – byla aplikována metoda nejmenších čtverců.

*Výsledky*

Tabulky 2, 3 a 4 ukazují naše výsledky odhadů pro každou závislou proměnnou. V *tabulce 2* jsou výsledky pro řízené úvěry získané metodou probit, pomocí níž jsme odhadovali pravděpodobnost, že daná země bude implementovat program řízených úvěrů. V našem prvním modelu je jak index svobody[11], tak podíl křesel obsazených komunisty významný. Poznamenej-

me, že proměnná *COMMP* sama o sobě je významná a má očekávané kladné znaménko. Pokud rozdělíme tuto proměnnou na země bývalého SSSR a ostatní východoevropské země, zjistíme, že pouze koeficient u postsovětských zemí je významný. To platí i při zahrnutí postsovětské dummy proměnné (dává robustní výsledky). V dalším kroku jsme analyzovali frakcionalizaci, která je statisticky významná a vykazuje záporné znaménko, což naznačuje, že vícebarevný parlament pravděpodobně bude mít menší tendenci implementovat programy řízených úvěrů. Frakcionalizace má rovněž rozdílný dopad při srovnání států bývalého SSSR a ostatních zemí, protože se ukazuje, že větší fragmentace politických stran nemá v případě východoevropských zemí za následek zvýšení pravděpodobnosti, že budou uplatňovat program řízených úvěrů, zatímco v případě zemí bývalého SSSR platí opak. Pokud provedeme obdobné kroky s proměnnou síly vlády (*GOVSTR*), pak zjistíme, že tato proměnná nemá dostatečnou vysvětlující sílu.

Pro zbývající dvě regrese jsme potom testovali reálné ukazatele – poměr peněžní zásoby k HDP a reálné diskontní sazby. Začali jsme s průměrnými hodnotami. Pro každou parlamentní proměnnou jsme uvažovali průměry za každou zemi v takovém časovém období, pro které byla data k dispozici. Poté jsme rozdělili vzorek do kategorií „vysoké" a „nízké" podle toho, zda daná země byla nad nebo pod mediánem. Nakonec jsme spočítali odpovídající poměr M2/HDP a průměry reálných diskontních sazeb pro odpovídající vzorek zemí za stejné časové období. Z tohoto hrubého výpočtu jsme zjistili, že vysoký procentní podíl křesel držených komunistickou stranou, vysoká úroveň jednolitosti politických stran (tedy nízká úroveň frakcionalizace v parlamentu) a vysoký stupeň vládní podpory, to vše koresponduje s nižšími reálnými diskontními sazbami a mírně vyšší úrovní finanční hloubky; rozdíly v reálných diskontních sazbách jsou daleko zřetelnější než rozdíly v poměru M2/HDP.

Při systematičtějším testování těchto vztahů se nejprve zaměříme na poměr M2/HDP (*tabulka 3*) a provedeme stejnou sérii testů, jakou jsme udělali v případě řízených úvěrů a liberalizace. Nejdříve sestavíme rovnici, která může být považována za test ekonomické smysluplnosti modelu a zahrnuje pouze vysvětlující proměnné a postsovětskou dummy proměnnou. Pouze členství zemí v bývalém Sovětském svazu se ukazuje být statisticky signifikantní (s očekávaným negativním znaménkem), zatímco příjem na hlavu, saldo rozpočtu či růst měnové báze významnými proměnnými nejsou. Stejným postupem jako v případě prvních dvou regresí jsme individuálně přidali proměnné charakterizující podíl křesel komunistické strany v parlamentu, frakcionalizaci a sílu vlády při rozdělení každého z ukazatelů na země východní Evropy a postsovětského regionu. S výjimkou síly vlády je koeficient u každé proměnné významný. Poznamenejme, že statisticky významné koeficienty pro proměnné *FRACTION* a *COMMP* mají znaménka, která jsme očekávali. Podle našich výsledků země s vyšším procentním podílem komunistů v legislativních sborech mívají skutečně vyšší poměr M2/HDP než země ostatní. Při rozdělení této proměnné zůstává významná pouze proměnná pro země bývalého SSSR (FSU), i když pozitivní výsledek je poněkud překvapující, zvláště když postsovětská dummy proměnná je významně negativní. To by předpokládalo, že země bývalého Sovětského svazu jako celek mají sklon k nižším hodnotám poměru M2/HDP,

[11] Index svobody: míra svobody je měřena na invertovaném měřítku, tedy nižší hodnoty ukazují větší politickou svobodu.

TABULKA 3 Souhrnné výsledky regrese pro odhad finanční hloubky (M2/HDP)

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| konstanta | 0,058 | −0,038 | 0,155 | 0,117 | 0,116 | −0,796 | −0,812 |
| | (0,364) | (0,356) | (0,382) | (0,344) | (0,350) | (0,296) | (0,661) |
| příjem na hlavu$_{t-1}$ | 0,040 | 0,047 | 0,029 | 0,058 | 0,057 | 0,124 | 0,125 |
| | (0,048) | (0,046) | (0,048) | (0,046) | (0,050) | (0,072) | (0,075) |
| saldo rozpočtu$_t$ | −0,001 | −0,007 | −0,011 | −0,007 | −0,008 | −2,077 | −2,080 |
| | (0,010) | (0,011) | (0,011) | (0,010) | (0,011) | (0,726)** | (0,743)** |
| růst měnové báze$_t$ | −0,006 | −0,032 | −0,044 | −0,036 | −0,036 | −0,097 | −0,094 |
| | (0,040) | (0,040) | (0,041) | (0,039) | (0,040) | (0,090) | (0,100) |
| země bývalého SSSR | −0,175 | −0,188 | −0,284 | −0,180 | −0,171 | −0,165 | −0,142 |
| | (0,071)** | (0,069)** | (0,100)** | (0,067)** | (0,212) | (0,119) | (0,380) |
| *COMMP*$_{t-1}$ | | 0,180 | | | | | |
| | | (0,097)* | | | | | |
| *COMMP*$_{t-1}$ · *EE* | | | 0,003 | | | | |
| | | | (0,165) | | | | |
| *COMMP*$_{t-1}$ · *FSU* | | | 0,274 | | | | |
| | | | (0,120)* | | | | |
| *FRACTION*$_{t-1}$ | | | | −0,263 | | | |
| | | | | (0,110)* | | | |
| *FRACTION*$_{t-1}$ · *EE* | | | | | −0,251 | | |
| | | | | | (0,288) | | |
| *FRACTION*$_{t-1}$ · *FSU* | | | | | −0,265 | | |
| | | | | | (0,121)* | | |
| *GOVSTR*$_{t-1}$ | | | | | | 0,323 | |
| | | | | | | (0,222) | |
| *GOVSTR*$_{t-1}$ · *EE* | | | | | | | 0,334 |
| | | | | | | | (0,289) |
| *GOVSTR*$_{t-1}$ · *FSU* | | | | | | | 0,302 |
| | | | | | | | (0,389) |
| pozorování | 43 | 43 | 43 | 43 | 43 | 30 | 30 |
| upravené *R*2 | 19,104 | 24,005 | 25,454 | 28,048 | 26,053 | 31,169 | 28,189 |

*poznámky:* Koeficienty jsou odhadovány za použití standardní metody nejmenších čtverců (OLS).
Standardní chyby jsou uvedeny v závorkách.
* $p < =0,05$, ** $p > = 0,01$.
Testy významnosti jsou oboustranné.

ale na druhé straně v rámci tohoto regionu má existence větší skupiny komunistů v parlamentu na tento podíl pozitivní vliv. To ale neplatí v případě východoevropských zemí, kde podíl křesel obsazených komunisty nemá na tuto testovanou proměnnou žádný významnější vliv. Proto použití dummy proměnné pro země bývalého SSSR, které bývá obvyklé, nemusí být nutně užitečné. Naše výsledky naznačují, že existují poměrně významné rozdíly uvnitř postsovětského bloku, které nesvědčí pro zařazování těchto zemí do jedné kategorie. Obdobně parlamenty s vyšší úrovní fragmentace politických stran jsou rovněž spojovány s nižší úrovní finanční hloubky. Na závěr poznamenejme, že příjem na hlavu a růst měnové báze nejsou signifikantní a že se zdá, že pozitivní salda rozpočtů vedou k nižším úrovním finančního zprostředkování (rovnice 6 a 7), což je opět v protikladu s teorií veřejných financí.

Nakonec se podíváme na reálnou diskontní sazbu uvedenou v *tabulce 4*. Náš základní ekonomický model zahrnuje stejné vysvětlující proměnné jako v předchozí sadě regresí: logaritmus příjmu na hlavu a růstu měnové báze, saldo rozpočtu ve formě podílu na HDP a dummy proměnnou pro země bývalého SSSR. Při této specifikaci modelu je významný pouze růst báze, který zůstává silně negativní pro všechny naše odhady a ukazuje tak, že jeho zvýšení je korelováno s nižší reálnou diskontní sazbou, jak bychom očekávali. Pokud se individuálně přidají proměnné *COMMP*, *FRACTION* a *GOVSTR*, objeví se obvyklé schéma. Sama o sobě má každá proměnná významný koe-

TABULKA 4 Souhrnné výsledky regrese pro reálnou diskontní sazbu centrálních bank

| | (1) | (2) | (3) | (4)† | (5)† | (6)† | (7)† |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| konstanta | 0,120 | 0,432 | −0,055 | 0,113 | 0,143 | 1,838 | 1,226 |
| | (0,551) | (0,503) | (0,496) | (0,427) | (0,421) | (0,586)** | (0,538)* |
| příjem na hlavu$_{t-1}$ | −0,007 | −0,035 | 0,010 | −0,065 | −0,032 | −0,161 | −0,115 |
| | (0,072) | (0,065) | (0,062) | (0,057) | (0,061) | (0,071)* | (0,062)* |
| saldo rozpočtu$_t$ | 0,007 | 0,018 | 0,029 | 0,020 | 0,024 | −0,144 | −0,318 |
| | (0,147) | (0,014) | (0,013)* | (0,012) | (0,012)* | (0,697) | (0,593) |
| růst měnové | −0,352 | −0,295 | −0,249 | −0,293 | −0,282 | −0,548 | −0,456 |
| báze$_t$ | (0,061)** | (0,058)** | (0,056)** | (0,049)** | (0,049)** | (0,089)** | (0,081)** |
| země bývalého | 0,017 | 0,029 | 0,249 | 0,029 | −0,303 | 0,199 | 1,010 |
| SSSR | (0,144) | (0,103) | (0,126)* | (0,089) | (0,249) | (0,113)* | (0,293)** |
| $COMMP_{t-1}$ | | −0,411 | | | | | |
| | | (0,138)** | | | | | |
| $COMMP_{t-1} \cdot EE$ | | | 0,057 | | | | |
| | | | (0,262) | | | | |
| $COMMP_{t-1} \cdot FSU$ | | | −0,666 | | | | |
| | | | (0,159)** | | | | |
| $FRACTION_{t-1}$ | | | | 0,636 | | | |
| | | | | (0,137)** | | | |
| $FRACTION_{t-1} \cdot EE$ | | | | | 0,211 | | |
| | | | | | (0,328) | | |
| $FRACTION_{t-1} \cdot FSU$ | | | | | 0,719 | | |
| | | | | | (0,147)** | | |
| $GOVSTR_{t-1}$ | | | | | | −0,854 | |
| | | | | | | (0,214)** | |
| $GOVSTR_{t-1} \cdot EE$ | | | | | | | −0,460 |
| | | | | | | | (0,226)* |
| $GOVSTR_{t-1} \cdot FSU$ | | | | | | | −1,590 |
| | | | | | | | (0,310)** |
| pozorování | 36 | 36 | 36 | 36 | 36 | 25 | 25 |
| upravené $R2$ | 62,898 | 70,400 | 75,279 | 77,718 | 78,449 | 78,493 | 84,615 |

*poznámky:* Koeficienty jsou odhadovány pomocí standardní metody nejmenších čtverců (OLS).
Standardní chyby jsou uvedeny v závorkách.
† Aplikována Whiteova korekce. (heteroskedasticita – standardní chyby jsou uvedeny v závorkách).
* $p < = 0,05$, ** $p > = 0,01$.
Testy významnosti jsou oboustranné.

ficient se znaménkem, které jsme očekávali. To znamená, že vyšší podíl křesel držených komunisty a bývalými komunisty, větší jednolitost politických stran a větší vládní síla vedou k nižším reálným diskontním sazbám. Pokud oddělíme východoevropské země od zemí bývalého SSSR, jsou tyto vlivy významnější ve druhé skupině zemí (s výjimkou vládní moci, která je významná ve spojení s oběma regionálními dummy proměnnými). Co se týče bývalého SSSR, zjistili jsme opět dvě překvapující věci. Zaprvé, tato dummy proměnná má v každé specifikaci modelu, kde je významná, kladné znaménko. Překvapivě to tedy znamená, že bývalé postsovětské republiky zvýšily své reálné diskontní sazby více než země, které do bývalého SSSR nepatří. Za druhé, ve dvou ze tří rovnic, v nichž je postsovětská dummy proměnná významná (rovnice 3 a 7), má koeficient *opačné* znaménko než koeficient u postsovětské proměnné. Zatímco země bývalého SSSR by mohly nastavit vyšší diskontní sazby, větší stranická jednotnost a vyšší vládní síla vedou k nižším sazbám. Tento výsledek opět ukazuje, že existují významné odchylky v měnové politice mezi bývalými svazovými republikami, které nejsou zachyceny při členění do skupin. Tato poslední sada regresí paradoxně dává nejlepší celkový odhad i při nejmenším počtu stupňů volnosti.

Tyto výsledky příliš nepodporují tezi, že finanční liberalizace bude nižší v politicky nestabilních nebo polarizovaných systémech. Prezentované regresní odhady ve skutečnosti ukazují, že celková finanční represe je vyšší

v zemích s vyšším podílem komunistů v parlamentu, nižší stranickou frakcionalizací a větší vládní podporou. Vidíme, že proměnné *COMMP* a *FRACTION* jsou významné pro všechny tři závislé proměnné, *GOVSTR* pro dvě z nich. Navíc s výjimkou našeho odhadu finanční hloubky jsou vyšší hodnoty *COMMP*, nižší hodnoty *FRACTION* a vyšší hodnoty *GOVSTR* korelovány s vyšším stupněm finanční represe.

Role deficitního financování je již méně přesvědčivá. V některých specifikacích modelu je saldo rozpočtu významnou proměnnou, ve dvou odhadech pro M2/HDP a v dalších dvou odhadech pro index liberalizace byla salda rozpočtu korelována se závislou proměnnou. Ve všech čtyřech rovnicích je však znaménko koeficientu jiné, než jaké bylo předpokládáno: vyšší kladné saldo rozpočtu je korelováno s *nižší* úrovní finanční hloubky a s nižším stupněm celkové liberalizace. Je navíc zajímavé, že v těchto rovnicích pouze v případě přidání proměnné *GOVSTR* vykazuje saldo rozpočtu významnou zápornou korelaci, což ukazuje, že účinek deficitu rozpočtu na liberalizaci a finanční liberalizaci je do jisté míry *podmíněn* silou vlády. Co se týče síly vlády (měřené její parlamentní podporou), je nutné připustit, že vlády spoléhající na deficitní financování *mnohem pravděpodobněji* liberalizují a rozvíjejí své finanční systémy. Pokud se díváme na ostatní politické proměnné, deficit rozpočtu nemá žádný vliv. Shledali jsme, že ve skutečnosti pouze dva odhady podporují hypotézu veřejných financí. Ve dvou regresních rovnicích pro reálnou diskontní sazbu byla kladná salda hospodaření rozpočtu korelována s vyššími reálnými diskontními sazbami. Pokud se ale opět podíváme na sílu vlády, významnost tohoto koeficientu mizí.

## Závěry: Vlády a finanční trhy

Tato stať prezentuje analýzu vzájemných vztahů politiky a finanční represe v tranzitivních ekonomikách. Zkoumali jsme některé předběžné důkazy teze, že při existenci příliš vysokých nákladů na přímé zdanění uvalí vlády na domácí finanční trhy daně implicitní. Takové tvrzení nebylo ovšem plně potvrzeno daty. Ukázali jsme, že v důsledku unikátních vlastností původního socialistického finančního systému má rámec veřejných financí v postkomunistických ekonomikách pouze omezenou aplikovatelnost.

Proto jsme jako alternativu načrtli rudimentární přístup, který zkoumá vliv koncentrace politické síly vlády na volbu finanční politiky. Shledali jsme, že v prostředí zákonodárných sborů s větším proporcionálním podílem komunistů, nižší konkurencí mezi stranami a menší opozicí existuje tendence získávat renty z finančních trhů ve formě finanční represe. To, zda bude vláda v tranzitivní ekonomice liberalizovat finanční trhy, lze nejsnáze předpovídat prostřednictvím stupně komunistického ovládnutí parlamentu a stupně parlamentní polarizace, které jsme shledali významnými ve většině našich modelů. Komunisté a jejich nástupci jsou v souladu s očekáváním největšími odpůrci liberalizace. Překvapivé je však zjištění, že polarizované, vícebarevné parlamenty budou liberalizovat a rozvíjet finanční systém s větší pravděpodobností než parlamenty jednotnější. Bylo také zjištěno, že ukazatel vládní stability liberalizaci finančních trhů spíše zpomaloval. Naše důkazy se zdají podporovat stanovisko, že reformní periody se budou vyskytovat v okamžicích, kdy politici bojují o zvýšení své autority a snaží se převzít kontrolu nad fiskální a měnovou sférou od bývalých předreformních struktur.

Uvedená zjištění naznačují, že finanční represe mohou být vyžívány nikoliv kvůli levnějšímu financování rozpočtových deficitů, ale kvůli udržení moci. V zemích, kde jsou předreformní skupiny silněji zastoupeny v legislativních strukturách, kde je konkurence uvnitř politických stran nízká a kde jsou vládnoucí strany poměrně dobře zastoupeny v parlamentu, je bývalá elita schopna dále udržovat systém implicitních subvencí prostřednictvím změkčování prostředí ve finančním sektoru, aby tak byl i nadále zajištěn tok levných úvěrů vybraným dlužníkům. Ti, kdo z této politiky hlavně získávají – velká dříve státem vlastněná průmyslová odvětví s těsnými finančními vazbami na největší obchodní banky –, jsou tak schopni transformovat své nároky na veřejné zdroje do přednostního přístupu k privátním či poloprivátním úvěrovým linkám.

Pokud je uvedený závěr správný, pak finanční represe v tranzitivních ekonomikách plní zvláštní funkci mechanizmu zpevňujícího vztahy mezi bankami a podniky. Kombinací částečného státního vlastnictví finančních institucí a kontroly úrokových sazeb vlády zajišťují, že komerční banky budou udržovat největší podniky jako své hlavní klienty, a to dokonce i po privatizaci. Obecně naše výsledky poskytují určitou podporu tvrzení menších a finančně slabších východoevropských podnikatelů, že obchodní banky převzaly roli dřívějších plánovacích ministerstev.

Naše výsledky poukázaly na velké rozdíly ve finančních politikách postsovětských republik a zpochybnily smysluplnost zobecňování v případě bývalého SSSR. Navíc jedním z našich překvapivých zjištění bylo, že postsovětské republiky mající vládu s větším zastoupením komunistů mívají spíše hlubší, více rozvinuté finanční systémy než země bývalého SSSR, kde se komunisté vyskytují méně. To však nebyl případ východoevropských zemí. Tento výsledek může být v rozporu s nelineární podmínkou, za které jsme prováděli analýzu, totiž že vzhledem k určitým dalším faktorům existuje optimální stupeň účasti bývalých předreformních skupin nutných pro finanční reformy.

Pokud uvedené platí, nabízí se možné vysvětlení rozdílů mezi regiony bývalých socialistických zemí a např. Latinskou Amerikou či jinými rozvojovými zeměmi, ve kterých finanční reformy spíše následovaly po konsolidaci politické síly, než že by jí předcházely. Je pravděpodobné, že střety, kterým reformátoři čelí při tvorbě finanční politiky a obecně i při tvorbě hospodářské politiky, jsou podmíněny zvláštnostmi politického uspořádání, v jehož rámci operují; z nich nejdůležitější jsou vztahy mezi protireformními strukturami a existujícími finančními institucemi. Silná koncentrace předreformních struktur v komunistickém státním aparátu v tranzitivních ekonomikách, včetně byrokracie a státem vlastněného podnikového sektoru, znamenaly velmi pevné vazby mezi těmito institucemi a několika málo obchodními bankami. V takovém uspořádání povedou s větší pravděpodobností k úspěšné implementaci finančních reforem síly, jež usilují o rozmělnění politické autority jedné strany a ústřední vlády. Naproti tomu v zemích, v nichž síla protireformních struktur byla více roztříštěná podle regionálních, etnických či jazykových kritérií, nebo v zemích, kde zdrojem autority byla těsnější vazba na majetkové vlastnictví a finanční instituce měly spíše regionální povahu či byly napojeny na lokální průmyslová odvětví nebo na držbu půdy, by se mohlo jevit jako nutné, aby ještě před spuštěním finančních reforem byla politická autorita centralizována. Tuto možnost zde můžeme pouze naznačit a její systematičtější analýzu ponecháváme dalšímu výzkumu.

# Příloha

**Proměnné, definice, měření a zdroje**
(závislé proměnné vyznačeny tučně)

| proměnná<br>průměr (směrodatná odchylka) | definice | jednotky a měření | zdroj |
|---|---|---|---|
| ***řízené úvěry***<br>0,479 (0,503) | dummy proměnná pro program řízených úvěrů | 1, pokud hodnota úvěrů je >=25 % z celkových úvěrových toků, jinak 0 | 1989–1994: (de Melo – Denizer, 1997); 1995–1996: údaje jsou počítány na základě bulletinů centrálních bank a zpráv z jednotlivých zemí MMF |
| ***finanční hloubka***<br>0,326 (0,225) | podíl finančních transakcí v ekonomice zprostředkovaný formálními finančními institucemi | podíl M2 k HDP, v % | MMF, *International Financial Statistics* (různá vydání), bulletiny centrálních bank a zprávy z jednotlivých zemí MMF |
| ***reálná diskontní sazba***<br>–0,350 (0,412) | základní sazba pro obchodní banky stanovovaná centrální bankou | diskontní sazba $n$ deflovaná anualizovanou změnou v cenové hladině $\pi$, v %: $(1+n / 1+ \pi)-1$ | viz výše |
| *COMMP*<br>0,383 (0,311) | komunistické strany v legislativě | podíl křesel v parlamentu držených členy komunistické strany nebo jejími následovníky, v % (zpožděná proměnná) | počítána na základě dat v (Hellman – publikace připravována), aktualizováno autory |
| *FRACTION*<br>0,601 (0,271) | index frakcionalizace politických stran | Herfindahlův index podílu křesel držených jednotlivými stranami v parlamentu – odečteno od celkového počtu křesel (zpožděná proměnná) | viz výše |
| *GOVSTR*<br>0,649 (0,192) | síla vlády | podíl křesel v parlamentu držených stranou či stranami zastoupenými ve vládní koalici, v % (zpožděná proměnná) | viz výše |
| *post–soviet (FSU–EE)*<br>0,464 (0,502) | dummy proměnné východní Evropy a zemí bývalého SSSR | 1, pokud země je bývalou republikou SSSR (s výjimkou pobaltských zemí), jinak 0 (u východní Evropy – kódováno opačně) | kódování dle autorů |
| *index svobody*<br>7,466 (3,211) | index politické svobody (nezpožděný) | zařazuje země od 1 (nejsvobodnější) do 14 (nejméně svobodné) | Freedom House, *Freedom in the World* (různá vydání) |
| *příjem na hlavu*<br>2124,6 (1202,9) | HNP vydělený počtem obyvatel | log (HNP na hlavu), kde HNP je v USD; založeno na metodě Světové banky (World Bank Atlas) (zpožděná proměnná) | Světová banka, *World Development Indicators* |
| *růst měnové báze*<br>3,033 (6,909) | změna v peněžních zůstatcích držených měnovými autoritami | log $(1+\Delta M/M)$, kde $M$ je měnová báze (nezpožděná proměnná) | MMF, *International Financial Statistics* (různá vydání), zprávy MMF z jednotlivých zemí |
| *saldo rozpočtu*<br>–0,320 (2,242) | bilance konsolidovaných veřejných rozpočtů | roční přebytek/deficit jako procento HDP (nezpožděná proměnná) | MMF, *Government Financial Statistics* (různá vydání), zprávy MMF z jednotlivých zemí |

### Odhady s „párovými" pozorováními

Soubor použitý při odhadech relevantních závislých proměnných se skládá výhradně z pozorování z volebních roků a z let následujících okamžitě po volbách. Ostatní roky mezi volbami jsou ze souboru vynechány. To jsme provedli z několika důvodů.

V nekorigovaném souboru by se ekonomické ukazatele měnily z roku na rok, zatímco naše politicko-volební proměnné (síla komunistické strany, frakcionalizace a vládní síla) by v letech mezi volbami zůstávaly konstantní. V určitém smyslu by tyto politické proměnné fungovaly jako další konstanty nebo dummy proměnné. Ale i počet voleb je relativně malý ve srovnání s počtem let ve vzorku (např. pokud období mezi volbami je relativně dlouhé). Příspěvek těchto proměnných k vysvětlení rozdílů závislých proměnných by se dramaticky snížil jednoduše proto, že proměnné založené na volbách se dostatečně neliší. Takže zde budou existovat technicky způsobené deformace při vysvětlování statistických odchylek závislých proměnných. Vezmeme-li ale pouze ty body, kde se politické proměnné *mění*, pak tento problém eliminujeme.

Tato technika porovnávání nezávislých a závislých proměnných snižuje samozřejmě délku časových řad a uvaluje určitá omezení na testy robustnosti. Zaprvé jsme nuceni ignorovat jakékoliv možné současné korelace mezi stejnými proměnnými v různých zemích. To by byl problém ve standardním panelu pro uvedené země ve formě $NxT$ , protože $N$ (počet jednotek – zemí) je 25, zatímco $T$ (počet časových jednotek) se pohybuje mezi 4 a 6, což ztěžuje odhadování korelací. Za druhé je těžší testovat sériové korelace v omezených $T$-panelech. Zkoušeli jsme provést odhad koeficientu jednoduché autokorelace prvního řádu metodou maximální pravděpodobnosti, ale neukázal se být významný při žádné specifikaci. Za třetí je složité testovat tzv. panelovou hetoroskedasticitu tam, kde je u pozorování pro stejnou jednotku předpokládána homoskedasticita, ale různé jednotky pozorování mohou mít různé rozptyly (Beck – Katz, 1995). Jako nedokonalý substitut jsme aplikovali Whiteův a Breuschův-Paganův test heteroskedasticity. Tyto testy jsou obecnější, protože jejich alternativní hypotéza je, že každé pozorování bude mít různé rozptyly; nepochybně by tak panelová heteroskedasticita nebyla tímto testem zamítnuta. S jedinou výjimkou na 10% hladině spolehlivosti nemohly tyto testy zamítnout nulovou homoskedasticitu, takže odhady jsou prováděny standardní metodou nejmenších čtverců (OLS). V jednom případě, kde se objevilo podezření na heteroskedasticitu, byla aplikována Whiteova korekce modifikovaná pro malé výběrové vzorky.

*Přeložili: Miroslava Dostálová a Mojmír Hampl*

## LITERATURA


AGÉNOR, P.-R. – MONTIEL, P. J. (1996): *Development Macroeconomics*. Princeton, N.J., Princeton University Press, 1996.

ALESINA, A. – DRAZEN, A. (1991): Why are Stabilizations Delated? *American Economic Review*, 81, 1991, no. 5, pp. 1170–1188.

ALESINA, A. – ROSENTHAL, H. (1995): *Partisan Politics, Divided Government, and the Economy*. Cambridge, Cambridge University Press, 1995.

ALT, J. E. – LOWRY, R. C. (1994). Divided Government, Fiscal Institutions, and Budget Deficits: Evidence from the States. *American Political Science Review*, 88, 1994, no. 4, pp. 811–828.

AMSDEN, A. H. (1989): *Asia's Next Giant: South Korea and Late Industrialization*. New York, Oxford University Press, 1989.

BARBONE, L. – MARCHETTI, D. Jr. (1995): Transition and the Fiscal Crisis in Central Europe. *Economics of Transition*, 3, 1995, no.1, pp. 59–74.

BARRO, R. J. (1991): Economic Growth in a Cross–Section of Countries. *Quarterly Journal of Economics*, 106, 1991, no. 2, pp. 407–443.

BATES, R. H. – KREUGER, A. O. (1993): Generalizations Arising from the Country Studies. In: Bates, R. H. – Kreuger A. O. (eds): *Political and Economic Interactions in Economic Policy Reform*. Cambridge, Mass., Blackwell, 1993.

BECK, N. – KATZ, J. N. (1995): What to Do (and Not to Do) with Time-Series-Cross-Section Data in Comparative Politics. *American Political Science Review*, 89, 1995, no. 3, pp. 634–47.

BEGG, D. K. H. (1996): Monetary Policy in Central and Eastern Europe: Lessons After Half a Decade of Transition. *IMF Working Paper*, 108, 1996.

BENCIVENGA, V. – BRUCE, D. S. (1992): Deficits, Inflation, and the Banking System in Developing Countries: The Optimal Degree of Financial Repression. *Oxford Economic Papers*, 44, 1992, no. 4, pp. 767–790.

BROCK, P. L. (1989): Reserve Requirements and the Inflation Tax. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 21, 1989, no. 1, pp. 106–121.

BUFFIE, E. F. (1984): Financial Repression, the New Structuralists, and Stabilization Policy in Semi-Industrialized Economies. *Journal of Development Economics*, 14, 1984, no. 3, pp. 305–322.

CAMPOS, E. – PRADHAN, S. (1996): Budgetary Institutions and Expenditure Outcomes. *Policy Research Working Paper*, no. 1646 (The World Bank, Washington, D.C.), 1996.

DE MELO, M. – DENIZER, C. – GELB, A. (1996): From Plan to Market: Patterns of Transition. *World Bank Economic Review*, 10, 1996, no. 3, pp. 397–424.

DE MELO, M. – GELB, A. (1997): A Comparative Analysis of Twenty–Eight Transition Economies in Europe and Asia. *Post-Soviet Geography and Economics*, 37, 1997, no. 5, pp. 265–285.

DE MELO, M. – DENIZER, C. (1997): Monetary Policy during Transition: An Overview. *Policy Research Working Paper*, 1706 (The World Bank, Washington, D.C.), 1997.

DESAI, R. M. – PISTOR, K. (1997): Financial Institutions and Corporate Governance. In: Lieberman, I. W. – Nestor, S. S. – Desai, R. M. (eds.): *Between State and Market: Mass Privatization in Transition Economies*. Washington, D.C., The World Bank, 1997.

DÍAZ-ALEJANDRO, C. (1985): Goodbye Financial Repression, Hello Financial Crash. *Journal of Development Economics*, 19, 1985, no. 1–2, pp. 1–24.

EASTERLY, W. – VIEIRA DA CUNHA, P. (1994): Financing the Storm: Macroeconomic Crisis in Russia. *Economics of Transition*, 2, 1994, no. 4, pp. 443–465.

EASTERLY, W. (1993): How Much do Distortions Affect Growth? *Journal of Monetary Economics*, 32, 1993, no. 4, pp. 187–212.

EDWARDS, S. (1984): The Order of Liberalization of the External Sector in Developing Countries. *Princeton Essays in International Finance*, 156, Princeton University, Princeton, N.J., 1984.

FRY, M. J. (1995). *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, 2nd Ed. Baltimore, Johns Hopkins University Press, 1995.

FRY, M. J. (1982): Models of Financially Repressed Developing Economies. *World Development*, 10, 1982, no. 9, pp. 731–750.

GARVY, G. (1977): *Money, Financial Flows, and Credit in the Soviet Union*. Cambridge, Mass., Ballinger, 1977.

GEDDES, B. (1994): Challenging the Conventional Wisdom. *Journal of Democracy*, 1994, 5 (October), pp. 104–118.

GIOVANNINI, A. – DE MELO, M. (1993): Government Revenue from Financial Repression. *American Economic Review*, 83, 1993, no. 4, pp. 953–963.

GRILLI, V. – MASCIANDRO, D. – TABELLINI, G. (1991): Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries. *Economic Policy*, 6, 1991, no. 2, pp. 341–392.

HAGGARD, S. – LEE, CH. H. – MAXFIELD, S. (eds.) (1993): *The Politics of Finance in Developing Countries*. Ithaca, N.Y., Cornell University Press, 1993.

HAGGARD, S. – WEBB, S. B. (1993): What Do We Know About the Political Economy of Economic Policy Reform? *World Bank Research Observer*, 8, 1993, no. 2, pp. 143–168.

HAGGARD, S. – KAUFMANN, R. R. (1995): *The Political Economy of Democratic Transitions*. Princeton, N. J., Princeton University Press, 1995.

HALL, P. A. – FRANZESE, R. J., Jr. (1996): *Mixed Signals: Central Bank Independence, Coordinated Wage-Bargaining, and European Monetary Union*. Unpublished.

HASTINGS, L. (1993): Regulatory Revenge: The Politics of Free-Market Financial Reforms in Chile. In: Haggard, S. – Lee, Ch. H. – Maxfield, S. (eds.): *The Politics of Finance in Developing Countries*. Ithaca, N. Y., Cornell University Press, 1993.

HELLMAN, J. S. (forthcoming): Competitive Advantage: Political Competition and Economic Reform in Post-Communist Transitions. *British Journal of Political Science*.

International Monetary Fund (1995): Weakening Performance of Tax Revenues. *Economic Systems,* 19, 1995, no. 2, pp. 101–124.

IVERSEN, T. (1996): *The Real Effects of Money.* Paper presented to the Political Economy of Integration Study Group, University of California, Berkeley, 1996.

KING, R. G. – LEVINE, R. (1993a): Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *Quarterly Journal of Economics,* 108, 1993, no. 3, pp. 717–738.

KING, R. G. – LEVINE, R. (1993b): Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence. *Journal of Monetary Economics,* 32, 1993, no. 3, pp. 513–542.

KORNAI, J. (1992): *The Socialist System: The Political Economy of Communism.* Princeton, N. J., Princeton University Press, 1992.

LANYI, A. – SARACOGLU, R. (1983): Interest Rate Policies in Developing Countries. *Occasional Paper,* 22, International Monetary Fund, Washington, D. C., 1983.

LEVINE, R. (1996): Financial Development and Economic Growth. *Policy Research Working Paper,* 1678, The World Bank, Washington, D. C., 1996.

LEVINE, R. (1993): Financial Structures and Economic Development. *Revista de Análisis Economico,* 8, 1993, no.1, pp. 113–129.

LUKAUSKAS, A. J. (1994): The Political Economy of Financial Restriction: The Case of Spain. *Comparative Politics,* 27, 1994, no. 1, pp. 67–89.

McKINNON, R. I. (1973): *Money and Capital in Economic Development.* Washington, D. C., Brookings Institution, 1973.

NELSON, J. M. (1990): The Politics of Adjustment in Developing Nations. In: Nelson, J. M. (ed.): *Economic Crisis and Policy Choice.* Princeton, N. J., Princeton University Press, 1990.

PRADHAN, S. (1996): Evaluating Public Spending: A Framework for Public Expenditure Reviews. *Discussion Paper,* 323, The World Bank, Washington, D. C., 1996.

QUINN, D. P. – INCLÁN, C. (1997): The Origins of Financial Openness: A Study of Current and Capital Account Liberalization. *American Journal of Political Science,* 41, 1997, no. 3, pp. 771–813.

RAE, D. (1967): *The Political Consequences of Electoral Laws.* New Haven, Conn., Yale University Press, 1967.

RODRIK, D. (1993): The Positive Economics of Policy Reform. *American Economic Review,* 83, 1993, no. 2, pp. 356–361.

ROUBINI, N. – SACHS, J. D. (1989): Political and Economic Determinants of Budget Deficits in the Industrial Democracies. *European Economic Review,* 33, 1989, no. 5, pp. 903–933.

ROUBINI, N. – SALA-I-MARTIN, X. (1995): A Growth Model of Inflation, Tax Evasion, and Financial Repression. *Journal of Monetary Economics,* 35, 1995, no 2, pp. 275–301.

ROUBINI, N. – SALA-I-MARTIN, X. (1992): Financial Repression and Economic Growth. *Journal of Development Economics,* 39, 1992, no. 1, pp. 5–30.

SHAW, E. S. (1973): *Financial Deepening in Economic Development.* New York, Oxford University Press, 1973.

SHUGART, M. S. – CAREY, J. M. (1992). *Presidents and Assemblies: Constitutional Design and Electoral Dynamics.* New York, Cambridge University Press, 1992.

STIGLITZ, J. (1994): The Role of the State in Financial Markets. *Proceedings of the Annual World Bank Conference on Development Economics.* Washington, D. C., The World Bank, 1994.

STIGLITZ, J. (1989): Financial Markets and Development. *Oxford Review of Economic Policy,* 1989, 5 (October), pp. 55–68.

TANZI, V. (1993a): Fiscal Policy and the Economic Restructuring of Economies in Transition. *IMF Working Paper,* 22, International Monetary Fund, Washington, D. C., 1993.

TANZI, V. (1993b): Financial Markets and Public Finance in the Transformation Process. In: Tanzi, V. (ed.): *Transition to Market: Studies in Fiscal Reform.* Washington, D. C., International Monetary Fund, 1993.

TAYLOR, L. (1983): *Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World.* New York, Basic Books, 1983.

TOBIN, J. (1965): Money and Economic Growth. *Econometrica,* 33, 1965, no. 4, pp. 671–684.

VAN WIJNBERGEN, S. (1983a): Credit Policy, Inflation, and Growth in a Financially Repressed Economy. *Journal of Development Economics,* 13, 1983, no. 1–2, pp. 45–65.

VAN WIJNBERGEN, S. (1983b): Interest Rate Management in LDCs. *Journal of Monetary Economics,* 12, 1983, no. 3, pp. 433–452.

VAN WIJNBERGEN, S. (1985): Macroeconomic Effects of Changes in Bank Rates: Simulation Results for South Korea. *Journal of Development Economics*, 18, 1985, no. 2–3, pp. 541–554.

WADE, R. (1990): *Governing the Market: Economic Theory and the Role of Government in East Asian Industrialization*. Princeton, N. J., Princeton University Press, 1990.

WILLIAMSON, J. (ed.) (1994): *The Political Economy of Policy Reform*. Washington, D. C., Institute for International Economics, 1994.

World Bank (1996): *World Development Report: From Plan to Market*. Washington, D. C., 1996.

World Bank (1989): *World Development Report: Financial Systems in Developing Countries*. Washington, D. C., 1989.

## SUMMARY

JEL Classification: H3, P26, P35
Keywords: transition – public finance – financial sector

# Financial Liberalization and Financial Repression in Formerly Socialist Economies

Cevdet DENIZER – The World Bank
Raj M. DESAI – Georgetown University
Nikolay Gueorguiev – International Monetary Fund

The financial systems of developing countries tend to be „restricted" or „repressed" by burdensome reserve requirements, interest-rate ceilings, foreign-exchange regulations, constraints on banks' balance sheets, and the heavy financial-sector taxation. This article explores preliminary evidence from the post-communist economies of Eastern Europe and the former Soviet Union. Using data from 25 countries between 1991 and 1996, we find that the standard public-finance framework has limited applicability to the transition economies. It is more fruitful to examine how political institutions affect financial policy. Our findings suggest that post-communist governments may adopt repressive financial controls to ensure the survival of those in power. In countries where the pre-reform elite are abundant in legislative bodies and where interparty competition is low, such elite have perpetuated a system of implicit subsidies. The main beneficiaries of these policies are large, formerly state-owned industries with close financial links to the largest commercial banks. These results lend support to the claim that the commercial banks have „taken over the role of the old planning ministries."