FINANCE A ÚVĚR 4/1994
ročník 44

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

© Ministerstvo financí ČR

Adresa redakce: Vinohradská 49
120 74 Praha 2
Telefon: 253 018 nebo: 24 21 00 25, l. 6141
Fax: 253 728

Vedoucí redaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

FINANCE A ÚVĚR 4/1994
Volume 44

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

© Ministry of Finance of the Czech Republik

Editor's Office: Vinohradská 49
120 74 Prague 2
Czech Republic

Editor in Chief: Ivan Kočárník

OBSAH

Jiří POSPÍŠIl: Měnová politika ČNB v roce 1994 145

Aktuální ekonomické otázky Evropské unie

Rudolf OLŠOVSKÝ: Ekonomická a měnová unie zemí Evropské unie 155

Jana MARKOVÁ: Analýza potenciálních nákladů a výnosů měnové unie 162

Martin MANDEL: Měnové a kurzové aspekty fungování euroměnového trhu 175

Roman MATOUŠEK—Bruno S. SERGI: Maastrichtská kritéria a jejich splnitelnost 188

Recenze

Petr ZAHRADNÍK: Německá centrální banka a evropská unifikace (David Marsh) 197

Inzerce 204

CONTENTS

Jiří POSPÍŠIL: Monetary Policy of the CNB in 1994 145

Actual economic issues of the European Union

Rudolf OLŠOVSKÝ: Economic and Monetary Union of European Union Countries 155

Jana MARKOVÁ: Analysis of Potencial Costs and Benefits of Monetary Union 162

Martin MANDEL: Monetary and Exchange Rate Aspects of Eurocurrency Market 175

Roman MATOUŠEK—Bruno S. SERGI: Maastricht's Criteria and Their Sustainability 188

Book-Review

Petr ZAHRADNÍK: The German Central Bank and European Unification (David Marsh) 197

Uprostřed čísla:
R. A. MUSGRAVE—P. B. MUSGRAVEOVÁ: **Veřejné finance v teorii a praxi** (19. část): ss. 561—572

Všechny bibliografické údaje včetně údajů o **autorských právech** jsou uvedeny u prvního pokračování v č. 9/92 tohoto časopisu.

Publikováno po dohodě s vydavatelstvím McGraw-Hill, Inc.

In the middle of this issue:
R. A. MUSGRAVE—P. B. MUSGRAVE: **Public Finance in Theory and Practice** (Part XIX): pp. 561—572

You can find all bibliographical data including **particulars on copyright** in part I of this series in No 9/92 of this journal.

Published by arrangement with McGraw-Hill, Inc.

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

FINANCE A ÚVĚR

4/94

DT: 338.23:336.74 (437)

Měnová politika ČNB v roce 1994

Jiří POSPÍŠIL*

Úvod

Na rozdíl od předcházejících let bude měnová politika České národní banky uskutečňována v klidnějším prostředí ukončené první fáze transformace ekonomiky a nebude nucena reagovat na masivní externí i interní šoky. V tomto smyslu je její úkol jednodušší. Na druhé straně bude úkol centrální banky delikátnější. Bude muset hledat maximální hranici, na kterou je možné ještě vstřícně jít a napomoci růstu výkonu ekonomiky a přitom neztrácet ze zřetele svůj hlavní cíl — měnovou stabilitu.

Nejde v žádném případě o jednoduchou záležitost. Vliv privatizace, která překročila Rubikon, ale není dokončena, na výrobu a zaměstnanost svého vrcholu teprve dosáhne. Proces formování trhů a jejich kultivace, liberalizace a přizpůsobování cen a mezd tržním podmínkám nabídky a poptávky bude pokračovat. Zintenzivní se restrukturalizace ekonomiky. Z této strany vyplývají pro měnovou stabilitu určitá rizika. Nezdají se být ve srovnání s minulými tak významná, nelze je však podceňovat.

V Československu bylo brzy po zahájení radikální transformace ekonomiky rychle dosaženo pozoruhodné makroekonomické stability. Rozdělení federace sice zavdalo příčinu k novým pochybnostem, česká ekonomika však prošla i touto zkouškou úspěšně a makroekonomická stabilita byla velmi rychle upevněna. Vedle toho přinesla transformace ekonomiky některé výsledky, které se zdají odporovat obvyklým schématům a které jsou někdy prezentovány jako stagnace (nedostatečně rychlá) restrukturalizace ekonomiky, jež by ve střednědobém výhledu mohla ve svých důsledcích ohrozit dosaženou makroekonomickou stabilitu.

---

* Ing. Jiří Pospíšil, CSc., člen Bankovní rady ČNB a vrchní ředitel ČNB

Redakce příspěvek obdržela 14. 2. 1994, autorská korektura provedena 19. 3. 1994.

Překrývání důsledků různorodých změn, ke kterým v československé a v české ekonomice došlo, a jejich jen těžce rozlišitelný odraz v dostupných statistických datech činí analýzu extrémně náročnou, i když otázky, na které se snaží tato analýza odpovědět, jsou jednoduché:

Jaká je povaha dosažené makroekonomické rovnováhy?

Probíhá transformace české ekonomiky dostatečně účinně?

Povaha dosažené makroekonomické stability

Tabulka č. 1 srovnává změny cen v jednotlivých letech.

TABULKA č. 1 Vývoj cen v letech 1991—1993 v procentním vyjádření

rok	změna spotřebitelských cen		očištění o vliv			základní inflace	změna cen průmyslových výrobců		změna cen zemědělských výrobců
	31. 12. m. r. = 100	stejné období m. r. = 100 (průměr)	liberalizace cen a nových daní	následné liberalizace cen[a]	růstu cen z titulu růstu kvality[a]	31. 12. m. r. = 100	31. 12. m. r. = 100	stejné období m. r. = 100 (průměr)	stejné období m. r. = 100 (průměr)
1991 (ČSFR)	+ 53,6	+ 57,9	− 40,0[b]	− 5,0	− 3,0	+ 5,6	+ 54,8	+ 69,9	x
1992 (ČSFR)	+ 11,5	+ 10,8	−	− 5,0	− 1,0	+ 5,5	+ 8,4	+ 8,6	+ 7,3
1993 (ČR)	+ 18,2	+ 20,8	− 9,0	− 1,0	− 2,0	+ 6,2	+ 11,4	+ 13,1	+ 8,4

poznámky: [a] Údaje nejsou statisticky podchyceny, jedná se o vlastní propočty, event. odhady ČNB.
[b] odhad ČNB provedený na základě vyloučení excesů v cenovém pohybu (vypuštěním období leden až červenec 1991, cenového pohybu na počátku roku 1993 a centrálních cenových úprav), kdy měsíční míra inflace představuje 0,537 %
prameny: statistika FSÚ, ČSÚ, SSÚ

U spotřebitelských cen je proveden odhad vývoje tzv. základní inflace. Základní inflace zahrnuje tu změnu cen, jež není způsobena jednorázovými reformními opatřeními, která se do pohybu cen musejí nezbytně promítnout (např. liberalizace cen při současném zrušení dotací, devalvace kurzu, zvýšení limitních cen, zvýšení či zavedení nových daní). Zahrnuje také hrubý odhad vlivu růstu kvality v cenách (zvýšení užitné hodnoty), který je v některých obdobích odhadován až na 2—3 % celkového růstu cen i v tržních ekonomikách a který u nás po liberalizaci zahraničního obchodu pravděpodobně působil velmi intenzivně. I když chyba odhadu může činit až 1—2 %, je zřejmé, že základní inflace spotřebitelských cen má ve všech letech velmi uspokojivé hodnoty. Tuto skutečnost potvrzují i (neočištěné) stabilní hodnoty změn cen průmyslových a zemědělských výrobců, které mají blíže k základní inflaci (nejsou většinou přímo ovlivňovány další liberalizací cen).

Z *tabulky č. 2* vyplývá, že této stability bylo dosaženo opatrnou měnovou politikou a politikou vyrovnaného státního rozpočtu.

TABULKA č. 2 Změny makroagregátů

rok	změna nominálního HDP[a] [%]	změna peněžní zásoby[b] [%]	saldo státního rozpočtu[c] [mld. Kčs (Kč)]	
			ČSFR	z toho ČR
1991	+ 26,3	+ 27,4	− 17,5	− 13,6
1992	+ 7,6	+ 19,9	− 16,6	− 1,7
1993	+ 17,0	+ 17,5	x	+ 1,1

poznámka: v r. 1991 a 1992 údaje za HDP a peněžní zásobu za ČSFR, za r. 1993 za ČR

prameny: [a] předběžné údaje ČSÚ za r. 1991 a 1992 a odhad ČNB za r. 1993
[b] bilance obchodních bank a ČNB
[c] státní závěrečný účet za r. 1991 a 1992; za r. 1993 údaje ČNB o pokladním plnění SR

Dosažená makroekonomická stabilita nevychází jen z vhodně zvolené transformační strategie a kombinace makroekonomických politik. Má hlubší kořeny:

1. Bez ohledu na „pozůstatky minulosti" je celková zátěž ekonomiky relativně malá (to však neznamená, že v jednotlivých oblastech — teritoriálně nebo v odvětvích — není značná). Důkazem je především nízký
   — vnitřní dluh (8,7 % HDP, celkové zadlužení státu — včetně vnějšího — cca 16 % HDP, tj. nejnižší v Evropě),
   — vnější dluh (hrubý dluh 8,6 mld. USD).
   Z tohoto hlediska tedy základní stabilita narušena být nemůže ani v případě, že by se do budoucna nepodařilo (krátkodobě) běžnou rovnováhu udržovat (pokud by například vznikly deficity rozpočtu, deficit běžného účtu platební bilance).
2. Existuje prostor pro řešení i uvedených „pozůstatků minulosti", protože i když je široce užíváno netradičních privatizačních metod, příjmy z privatizace nejsou zanedbatelné a jsou využívány pro konsolidaci.
3. Je malá pravděpodobnost, že by hospodaření státu mělo tendenci k výraznému deficitu. Důvodem je velmi nadějný výhled na ekonomický růst i konzervativní politika vlády. Ta nespočívá prioritně v obecném omezování výdajů, ale v omezování jejich základny, tj. v rozsáhlé privatizaci, která přinese 2 efekty:
   — celkovou vyšší efektivnost ekonomiky, a tedy následně i zvýšení daňových příjmů státu,
   — pokles výdajů v souvislosti s jejich přechodem do soukromého sektoru.

Pozitivní momenty na straně vnitřní stability české koruny se odrážejí i ve vývoji vnější stability. K reálnému zhodnocení koruny sice došlo, zatím však nevyrovnalo devalvaci koruny v roce 1990 a dramaticky neovlivnilo cenovou konkurenceschopnost exportu. Důležité jsou však i další skutečnosti. Česká republika má nezanedbatelné komparativní výhody (geografická poloha, vysoká kvalita pracovní síly, nízké nejen mzdové, ale i investiční náklady) a významný potenciál neviditelných příjmů (turistika, doprava). Tyto výhody vyústily:

— v rychlé dynamice exportu snižující deficity plynoucí z rychlého růstu dovozu zboží a služeb. V roce 1993 přírůstek exportu do konvertibilní oblasti činil 20 %;

— v kompenzaci deficitu běžného účtu platební bilance příjmy ze služeb a transferů. Deficit obchodní bilance v r. 1993, který odhadem dosáhne cca 500 mil. USD, byl pokryt výnosy ze služeb. Přebytek běžného účtu platební bilance dosáhl cca 600 mil. USD;
— v sílícím přílivu kapitálu, zejména soukromého. V roce 1993 činil celkový přebytek na kapitálovém účtě 2,5 mld. USD, z toho příliv soukromého kapitálu cca 1,7 mld. USD (bez výpůjček ČNB na kapitálových trzích a výpůjček u mezinárodních organizací). V příštím roce se odhaduje příliv soukromého kapitálu na více než 2,6 mld. USD.

Zahraniční kapitál směřuje do přímého investování (což znamená tvorbu hrubého domácího produktu v budoucnu) i na kapitálový trh (což posiluje důvěru v tento trh a vytvoří širší možnosti financování tuzemských firem zde i v zahraničí).

Sílící příliv kapitálu vytváří tlak na snižování úrokových sazeb z tuzemských zdrojů. Tento vývoj umožní pravděpodobně i v budoucnu zachovat stabilní kurz, jenž zůstává nezměněn už čtvrtý rok.

Formy a tempo transformace české ekonomiky

Situace kolem měnové odluky, která vznikla koncem roku 1992, a její rychlé rozuzlení je všeobecně známé. Následovalo obnovení růstu devizových rezerv, což signalizovalo obnovování důvěry v naši měnu a její budoucí vývoj.

Důvěra trhů dále vzrostla, když se začalo ukazovat, že vývoj cen se po výraznějším přírůstku v lednu (spotřebitelské ceny + 8,5 %) opět rychle stabilizoval na úrovni pod 1 % měsíčně. Nad očekávání dobře se vyvíjel státní rozpočet. Přebytky se udržely od února po celou zbývající část roku na úrovni kolem 5 mld. Kč a potvrzovaly stabilní situaci ve fiskální oblasti (při rostoucí úrovni veřejných výdajů v průběhu roku). Tak bylo jasné, že jak vnější, tak vnitřní rovnováha ekonomiky nebyla narušena, naopak ve smyslu fiskálním (přerušením finančního transferu na Slovensko) posílena.

I když trhy uznaly makroekonomickou stabilitu české ekonomiky, objevily se některé zdánlivě rozporné skutečnosti:
— růst HDP zaznamenaný ve II. čtvrtletí se v další části roku neudržel;
— pokles nezaměstnanosti, která se z 3 % v lednu snížila do června na 2,6 %;
— poměrně rychlý růst nominálních průměrných mezd — v prvních dvou čtvrtletích rostla průměrná nominální mzda od počátku roku 1991 dosud nejrychlejším tempem. (Její reálný růst byl však ve srovnání s 1. pololetím roku 1992 poloviční!);
— nejasná situace v podnicích privatizovaných kuponovou metodou z hlediska působení nových vlastníků (zda převládnou krátkodobá hlediska rozhodování, či žádoucí dlouhodobá zainteresovanost);
— proti očekávání nenastala vlna bankrotů a po uzákonění příslušných procedur se počet žádostí na vyhlášení konkurzů zvyšoval jen zanedbatelně.

Vzhledem k poklesu výkonu ve 2. polovině roku se objevily spekulace o stagnaci restrukturalizace v podnikové sféře.

Vývoj některých ukazatelů byl tak překvapivý, že rostla i pochybnost o přesnosti dat o HDP (z významné části kompletovány z odhadů). Tomuto vysvětlení by odpovídalo i to, že v průběhu roku 1993 začalo nepochybně docházet k zotavování soukromé a veřejné spotřeby.

Zdaleka nejvýznamnější však byl silný růst zahraniční poptávky, a to i navzdory celosvětové recesi, která se v roce 1993 proti předchozímu roku dále prohloubi-

la. Export, který v roce 1992 vzrostl o 6 %, dosáhl v roce 1993 přírůstku 20 %. Pozitivně se vyvíjela struktura vývozu ve prospěch zboží a výrobků s vyšší přidanou hodnotou. Směnné relace se zlepšily o 4,1 %. Zejména povzbuzující je zlepšování vývozních cen strojírenského zboží o 4,6 %.

Dále se zlepšila i teritoriální struktura exportu. (ES dosáhlo v roce 1993 podílu 55 %, ESVO 11 %.) Velmi důležitá je i postupně se obnovující přítomnost českých podnikatelů na tradičních trzích (např. Čína) a jejich vstup na nové trhy rozvojových zemí. To vše lze považovat za projev transformace ekonomiky na mikroúrovni. Skutečnost, že navzdory tomu dochází stále ještě k poklesu HDP, to spíše potvrzuje, než vyvrací. Je totiž zřejmé, že vedle firem, které restrukturalizaci provádějí nebo už provedly a které s ohledem na malý rozměr domácího trhu musejí spojovat svůj úspěch (až na výjimky) s exportní expanzí, musejí existovat současně i firmy, u kterých podmínkou jejich restrukturalizace je nejprve redukce jejich výrob, nalezení trhů a následné přebudování jejich kapacit. Tato skupina v roce 1993 stále převažovala. Souvisí to i s faktem, že v průmyslové výrobě byla dosud ve zprivatizovaných podnicích realizována menší část výroby 23 % a zlom se čeká teprve v roce 1994. Naopak odvětví jako obchod a služby, kde převládá výrazně soukromý sektor, rostly a vyplňovaly tak prostor daný poptávkou. V těchto posunech se odrážela náprava dříve zcela zdeformovaných relací mezi primární, sekundární a terciární sférou.

Jakoby v rozporu s tímto se zdá být stavební výroba, která — i když z větší části privatizována — zaznamenala v roce 1993 pokles. Fakt, že v tomto odvětví dochází k růstu počtu pracovníků a mezd, však spíše ukazuje na strukturální změnu odrážející současnou poptávku, nikoli na nedostatečnou restrukturalizaci (pokles objemů materiálově náročných výkonů při růstu podílu výkonů náročných na práci).

Vzdáme-li se vysvětlení rozdílu mezi agregátní poptávkou a nabídkou potížemi s evidencí jako hlavního důvodu možného rozdílu nabídkové stránky ekonomiky (tvorby HDP), zbývá vysvětlit, z čeho je rozdíl kryt. Pravděpodobně poklesem tvorby fixního kapitálu (zdá se, že spíše zásob).

Likvidace nadměrného rozsahu zásob (což byl po desetiletí jeden z klíčových problémů československé ekonomiky, signalizující rozpor mezi strukturou výroby a agregátní poptávkou), stejně jako růst importu také spíše nasvědčují restrukturalizaci výroby.

Změna vývoje míry nezaměstnanosti (zhruba od pololetí růst) to potvrzuje a ztlumení mzdového růstu v závěru roku nemusí nezbytně vyplývat (s ohledem na její faktickou nízkou účinnost) jen ze zavedení mzdové regulace, ale může být i výsledkem lepšící se nákladové disciplíny v podnikové sféře.

Rozumné vysvětlení lze nalézt i pro zatím omezený počet bankrotů. Především je třeba připomenout, že k likvidaci firem dochází, avšak jinými formami než konkurzem. Odpověď na otázku o nízkém počtu konkurzů pravděpodobně leží ve velmi diverzifikované průmyslové základně české ekonomiky. Změny v její struktuře byly ve 20. století spíše permanentním jevem. Silně industriální byla už v době odtržení od Rakouska. Celé období tzv. první republiky se v Československu formovala jako ekonomika nového státního útvaru. Druhá světová válka znamenala její začlenění do válečné mašinerie Německa a další industrializaci. V padesátých letech bylo Československo přebudováno na „kovárnu socializmu". 70. a 80. léta znamenala postupný vznik průmyslových gigantů zaměřených na „řízenou" dělbu práce v rámci RVHP, na velké dodávky do Sovětského svazu, na integrační akce apod.

V uplynulých třech letech vlastně probíhal a stále probíhá proces přizpůsobování struktury ekonomiky nové situaci a novým trhům. Dochází ke zmenšování velikosti firem. Průměrný dnešní průmyslový podnik má čtvrtinu a stavební pod-

nik šestinu velikosti oproti výchozímu roku reformy. Proces je usnadněn širokou sortimentní strukturou mnoha bývalých státních firem, která přetrvala jako výraz nespolehlivosti plánovacího systému a souhrnně se projevovala a ještě projevuje ve vysoké autarkii české ekonomiky.

Zdá se také, že značný rozsah nevyužitých aktiv a pracovních sil, které takto vznikají, je využitelný v poddimenzovaných oblastech, zejména v sekundární a terciární sféře ekonomiky. Růst produktivity ovšem vyžaduje zužování sortimentu a shromažďování výrob (což je u většiny podniků podmíněno vývozní expanzí). Značná dynamika vývozu na netradiční (západní) trhy, jež pokračuje už třetím rokem, potvrzuje, že k tomu dochází.

Tento proces nelze urychlovat přímými zásahy v mikrosféře, snad s výjimkou největších podniků, k čemuž postupně dochází, ale i zde formou zmenšení či útlumu, nikoliv likvidací společností; v poslední době i finanční podporou (garance) investičních programů zaměřených na změnu výrobní struktury podniků, na zvýšení jejich hodnoty před privatizací.

Pozitivní posun, i když velmi pozvolný, se jeví i ve finanční restrukturalizaci. V peněžních agregátech se projevuje růstem podílu depozit podnikové sféry — zejména soukromého sektoru — v celkové peněžní zásobě. V prosinci 1993 byl tento podíl o 3 % vyšší než v prosinci 1992.

Podmínky roku 1994

Z předchozí analýzy vyplývá, že bylo dosaženo makroekonomické rovnováhy, která je stabilní i ze střednědobého hlediska. Transformace na úrovni mikrosféry, i když nemá dramatické projevy, probíhá. Má své nezrychlitelné tempo, které odráží výchozí strukturu ekonomiky, zvolené formy privatizace i sociální zvyklosti a zvláštnosti české ekonomiky. Dosažené výsledky vytvářejí dobrá východiska pro další pokrok v roce 1994.

Vzhledem k velikosti ekonomiky — jejíž současné kapacitní možnosti výrazně přesahují potřeby relativně malého vnitřního trhu — je další ekonomický rozvoj závislý na úspěšnosti exportu. Pro posouzení konkrétních perspektiv české ekonomiky v roce 1994 jsou tedy důležité zejména vnější podmínky.

Prognózy prováděné různými mezinárodními organizacemi signalizují mírné zlepšení světové konjunktury, přičemž ekonomický růst je očekáván z ekonomicky rozhodujících oblastí pouze v Severní Americe a v některých nově se rozvíjejících zemích východní a jihovýchodní Asie (bez Japonska). Ekonomiky zemí EU a ESVO, zejména ty, které jsou pro nás nejdůležitější, budou spíše stagnovat s náznaky možného zlepšení situace ve druhé polovině roku. Kromě toho lze očekávat oslabování některých měn vůči koruně.

Nepříjemný pro Českou republiku je v posledních letech značný pokles vzájemného obchodu se střední a východní Evropou (cca 15 % obratu zahraničního obchodu). Vzhledem k předpokládanému hospodářskému vývoji v těchto zemích se obrat neočekává.

Perspektiva pokračování hospodářského poklesu na Slovensku nepovede k zlepšení podmínek pro vývoz ani na toto teritorium. Dosahované deficity Slovenska na clearingovém účtu s Českou republikou signalizují nezbytnost nových opatření k upevnění rovnováhy. Značný rozsah reexportů financovaných tímto kanálem (odhad 400 mil. USD) z konvertibilní oblasti ukazuje, že se nejedná jen o problém bilaterální platebně-finanční nerovnováhy, ale že jde o problém obecnější. Dosud provedené i možné kurzové úpravy slovenské koruny ztěžují nejen podmínky českého vývozu, ale zvýrazňují otázku kurzového rizika a potřebu našich firem krýt se proti možným ztrátám. Rozsah případného dalšího poklesu vý-

vozu však bude zmírňovat stále ještě v průměru vyšší cenová konkurenceschopnost českých výrobců a setrvačně působící komplementarita české a slovenské ekonomiky. I v dalším roce lze tedy předpokládat růst vývozu do konvertibilní oblasti o cca 10—15 % a stagnaci, resp. mírný pokles vývozu na Slovensko.

Vnitřní podmínky budou ovlivňovány zejména rostoucí investiční poptávkou, proti minulému roku mírně rostoucí spotřebou veřejnou i soukromou, tedy růstem agregátní poptávky v důsledku výrobní a finanční restrukturalizace privatizovaných podniků, podpořené snížením daní i vyššími výdaji veřejného sektoru a mírným růstem reálných mezd.

Z řady signálů vyplývá, že na straně domácí nabídky dojde v roce 1994 k výraznější odezvě. Rozvoj služeb si udrží svou dynamiku. V zemědělství se už neočekává výraznější pokles. Zrychlí se dynamika v oblasti stavebnictví. Nejasný je celkový vývoj v průmyslu, kde sice patrně už nedojde k poklesu, ale zotavení bude probíhat postupně, se zrychlenou dynamikou až ke konci tohoto roku a v roce 1995.

Celkově lze očekávat mírný růst hrubého domácího produktu o cca 2 %, přičemž v jednotlivých čtvrtletích může docházet ještě i k poklesu proti srovnatelnému období minulého roku. Zotavování ekonomického růstu však bude provázeno růstem nezaměstnanosti v návaznosti na pokračování restrukturalizace.

Tento výhled hospodářského vývoje při zmírňování inflačních tlaků vytváří dobrý základ pro mírnější měnovou politiku. Státní rozpočet je koncipován jako vyrovnaný a z Generální dohody vyplývá závazek sociálních partnerů udržovat vývoj mezd v souladu s vývojem produktivity. I když vývoj dovozních cen, zejména surovin, nebude asi tak příznivý jako v minulém roce, k výraznému zvýšení dovozních cen asi nedojde.

Předpokládá se pokles inflace pod úroveň 10 % (vyjádřeno změnou spotřebitelských cen), do níž se „vejdou" i další liberalizační kroky. Rychleji porostou ceny zboží a služeb mezinárodně neobchodovatelných. Jisté výkyvy patrně přetrvají u zemědělských produktů. Pohyb cen bude negativně ovlivňovat rozdílná situace na jednotlivých trzích, s velmi rozdílnou úrovní konkurence. Daleko více než na makroregulaci to klade požadavky na rozsah a hloubku aktivity příslušných státních institucí ve směru zvyšování soutěže na trzích.

Lze předpokládat vlnovitý pohyb kurzů akcií směrem vzhůru, odrážející zlepšující se hospodářské klima a nízkou úroveň cen domácích aktiv a z toho důvodu rostoucí poptávku ze zahraničí.

Parametry měnového programu na rok 1994

Vzhledem ke stabilizaci ekonomické situace a ke zhruba vyváženému působení faktorů ovlivňujících rychlost peněz v ekonomice lze považovat za žádoucí vývoj peněžní zásoby v koridoru 12—15 %. Vývoj peněžní zásoby v uvedeném koridoru by měl zajistit stabilitu měny a zároveň vytvořit dostatečný prostor pro očekávané oživení ekononomiky.

Ve struktuře faktorů ovlivňujících růst peněžní zásoby bude hrát dominantní úlohu sektor zahraničí. Při prognózování vývoje vnějšího sektoru se počítá s růstem čistých zahraničních aktiv ve výši více než cca 60 mld. korun (2 mld. USD), které by se měly promítnout do růstu devizových rezerv centrální banky. Jejich zdrojem bude kapitálový účet platební bilance (růst úvěrů podnikové sféře, přímé investice a portfolio investice). Běžný účet by měl být zhruba vyrovnaný. Zároveň je však ČNB připravena reagovat na příznivější vývoj vnějšího sektoru, neboť je možný i mírný přebytek běžného účtu a vyšší příliv zahraničního kapitálu (až 90 mld. Kč).

Dosud provedené analýzy ukazují, že příliv kapitálu ze zahraničí je spjat spíše s růstem domácího produktu v budoucnosti. Pokud tento trend bude potvrzen, nebude třeba příliš rozsáhlé měnové sterilizace a mohl by být akceptován i rychlejší růst peněžní zásoby.

S čistým přírůstkem úvěrů se počítá v rozsahu kolem 6—7 %. Tento relativně nízký čistý přírůstek je dán jednak nižším růstem peněžní zásoby ve srovnání s předcházejícími roky, jednak značnou emisí peněz v souvislosti s přílivem zahraničního kapitálu. Nižší netto přírůstek by však neměl být způsoben poklesem poskytnutých úvěrů, ale spíše růstem objemu splátek úvěrů, což by odpovídalo nezbytné postupné kapitalizaci firem (snižování cizích zdrojů v jejich bilancích) a zesilování distribuce finančních prostředků prostřednictvím kapitálového trhu.

Instrumenty měnové politiky

V souvislosti s očekávaným měnovým vývojem budou v roce 1994 využívány především nástroje sloužící k regulaci objemu likvidity bankovního sektoru, zejména operace na volném trhu.

V minulém roce si Česká národní banka vybudovala široké instrumentarium. Připomeňme, že ve III. čtvrtletí roku 1992 byly odstraněny úvěrové limity a nahrazeny nepřímými formami regulace, nejprve aukčními formami refinancování (tendry refinančních úvěrů při použití různých technik). Souběžně bylo zdokonaleno decentralizované refinancování (reeskont směnek prostřednictvím poboček ČNB).

V roce 1993 významně pokročil rozvoj peněžního a devizového trhu. Ministerstvo financí uskutečnilo nejen několik emisí státních dluhopisů, ale i krátkodobých podkladničních poukázek. Vzhledem k postupnému nárůstu objemu pokladničních poukázek mohla Česká národní banka přikročit k postupné kolateralizaci refinancování (proti poskytnutému aukčnímu refinančnímu úvěru je požadováno zatím částečné — nyní 60%ní — krytí pokladničními poukázkami). ČNB začala vystupovat v roli „market makera" peněžního trhu. Tato funkce ČNB spočívá v závazku, že prodá nebo nakoupí krátkodobé cenné papíry v kurzu, který průběžně kótuje. To umožnilo ČNB provádět i operace na volném trhu a svými technikami se přiblížit běžným standardům jiných centrálních bank vyspělých zemí.

Dnes ČNB disponuje uceleným systémem krátkodobého měnového řízení, který zahrnuje schopnost zpracovávat poměrně přesné krátkodobé (týdenní) predikce likvidity v bankovním sektoru na základě prognóz vývoje autonomních faktorů měnové báze.

Na tomto základě může ČNB bankám na peněžním trhu nabízet operace, kterými ovlivňuje likviditu bank a následně vývoj úrokových sazeb, strukturu portfolia komerčních bank, a tím nepřímo i vývoj peněžních agregátů a úrokových sazeb poskytovaných klientům.

Pro rok 1994 se uvažuje s dalším zdokonalováním tohoto instrumentaria. Aby došlo k omezení výkyvů v likviditě bank a v úrokových sazbách, bude zpřesněna metodika výpočtu povinných minimálních rezerv. Bude dosažena plná kolateralizace operací ČNB na peněžním trhu.

Vedle sazeb peněžního trhu zůstávají klíčovými úrokovými sazbami sazba diskontní a lombardní.

Diskotní sazba bude do budoucna plnit zejména stimulační a signální funkci. Signální úloha spočívá především v indikaci změn měnové politiky změnami této sazby. Stimulační úloha je dána tím, že se jedná o nejlevnější úvěrový zdroj, který bude využíván zejména k podpoře některých segmentů ekonomiky (zejména

export a zemědělství — formou reeskontu, resp. eskontu směnek) a k rozšíření obchodního úvěru v ekonomice. Stimulace se bude projevovat tím, že tato sazba bude ještě nějakou dobu v reálném vyjádření záporná.

Lombardní sazba by měla představovat nejdražší běžnou formu získávání zdrojů pro komerční banky. Bude znamenat horní sazbu v příslušném časovém pásmu, nad kterou bude ČNB připravena na trhu intervenovat (zvyšovat nabídku fondů).

Bankovní sektor

Vhodná měnová politika, jež zajišťuje prostřednictvím účinného intrumentaria parametry makroekonomické rovnováhy v krátkém období, je pouze jednou stranou mince. Druhou, neméně důležitou, je stabilita a výkonnost bankovního sektoru, jehož prostřednictvím dochází k alokaci rozhodující části volných finančních zdrojů.

Počet bank (téměř 60) ani počet jejich pracovníků (49 tisíc) v České republice nelze hodnotit jako nadměrný. V Maďarsku působí 250 bank, v menším Rakousku pracuje v bankách 70 tisíc osob. Ke kvantitativnímu rozvoji bude tedy ještě docházet, ale pomalejším tempem. Především dojde k výraznému zlepšení bankovních služeb poté, co budou do provozu uvedeny nové platební systémy podpořené investicemi do nové výpočetní techniky.

Rozhodující jsou však nyní charakteristiky kvalitativní, které vypovídají o schopnosti bank optimálně alokovat svěřené prostředky. O funkci bankovního systému podávají asi nejsyntetičtější informaci úrokové marže a rozsah rizikových úvěrů. Od úrokových marží se odvíjí zisk bank (tedy i schopnost tvorby rezervních fondů), ale i míra zátěže podnikatelského sektoru. Příliš vysoké marže mohou svědčit o „plýtvavém" bankovnictví a malém konkurenčním tlaku v tomto odvětví. Vysoký rozsah rizikových úvěrů a jejich struktura může vypovídat o malé schopnosti oceňovat rizika.

Náš bankovní systém vykazuje obě charakteristiky — velké úrokové marže (i když menší než např. v Maďarsku) a rostoucí objem rizikových úvěrů. Je spravedlivé zdůraznit, že bankovní systém nesl a v nejbližší době ponese největší finanční zátěž transformace a strukturálních změn. Pro ilustraci: jen v období mezi lednem a listopadem 1993 poskytly naše banky nové úvěry v celkové hodnotě cca 360 mld. Kč. Přitom v tomto období bylo fakticky skončeno období malé privatizace (kdy poptávka po úvěrech byla extrémní). Dnes dosáhl podíl úvěrů poskytnutých do soukromého sektoru 55 % (v roce 1990 byl zanedbatelný). To vysvětluje růst rizikových úvěrů v roce 1993 a zdůvodňuje výši dnešních úrokových marží.

Významným úkolem ČNB v letošním roce je využít svých pravomocí ke konsolidaci bankovního sektoru, a to nejen z hlediska jeho bezpečnosti, ale návazně na to i z hlediska snížení úrokových marží tak, aby na uvolnění měnové politiky a z tohoto titulu na nižších úrokových sazbách z úvěrů mohl více participovat soukromý nebankovní sektor.

SUMMARY

Monetary Policy in 1994

Jiří POSPÍŠIL, member of Bank Council and director general of the CNB

The article deals with the expected economic development and monetary policy of the Central Bank of the Czech Republic (Czech National Bank) in 1994.

In the first part, it analyses the nature of the macroeconomic stability. It concludes that this stability is not threatened in the medium-term outlook, as it is not only the result of a properly implemented reform strategy and effective macroeconomic regulation, but is based on quite positive initial conditions in the Czech economy (very low external and internal debts and relative comparative advantages of the Czech economy).

The medium-term macroeconomic stability is also supported by the reconstruction of the economy. An absence of dramatic displays in this process (such as a surge of bankruptcies or growth in unemployment) which exist in other reforming countries doesn't mean stagnation of changes in the Czech economy. This could be explained by the industrial structure, insufficiently developed trade and services sectors, and the great absorbent ability of the speedy privatisation progress and other particular Czech factors.

In its second part the article examines conditions of 1994. A significant fall of inflation, a recovery in the economy and a quick inflow of foreign capital are anticipated. This expected development and a balanced state budget will allow the implementation of a more easier stance of the monetary policy which will contribute to a drop of interest rates and to a general revival of the economy. The policy of the central bank and effectiveness of its intruments will be supported also by the quick progress in both money and capital markets.

Following the strenuous development of the banking sector during the last three years reacting to the intensive growth of demand on banking services and products, the stress in 1994 will be on stabilisation and consolidation of the banking sector. Many steps have already been taken in the area of old credits which have helped to consolidate the situation in existing banks, particularly the larger banks. Consolidation of newly emerged financial institutions and improvement of credit risk management are priorities for the present.