FINANCE A ÚVĚR 5/1993
ročník 43

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

© ministerstvo financí ČR

Adresa redakce: Vinohradská 49,
120 74 Praha 2

Telefon: 253 018 nebo 2110, linka 361

Vedoucí redaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

FINANCE A ÚVĚR 5/1993
Volume 43

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

Aleš BULÍŘ: Československá monetární politika po roce 1989 181

Jiří POSPÍŠIL: Východiska české měnové politiky v roce 1993 201

Rudolf OLŠOVSKÝ: Příliv přímých zahraničních investic do ČR 206

Milena HORČICOVÁ: Nové způsoby participace státu na financování potřeb českého zemědělství 212

Finance a úvěr v zahraničí

Tomáš DOUCHA: Úvěrování zemědělství v USA 218

In memoriam
Prof. ing. Jiří Petřivalský, DrSc., člen korespondent ČSAV (8. 6. 1928—19. 2. 1993) 232

Uprostřed čísla:
R. A. MUSGRAVE—P. B. MUSGRAVEOVÁ: **Veřejné finance v teorii a praxi** (8. část): ss. 225—236

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.

CONTENTS

Aleš BULÍŘ: Czechoslovak Monetary Policy after 1989 181

Jiří POSPÍŠIL: Czech Monetary Policy Base for 1993 201

Rudolf OLŠOVSKÝ: Direct Foreign Investment Inflow to the Czech Republic . . . 206

Milena HORČICOVÁ: New Methods of the State Participation in Financing the Czech Agriculture 217

Finance Credit Abroad

Tomáš DOUCHA: Crediting of Agriculture in the U.S.A. 218

In the middle of this issue:
R. A. MUSGRAVE—P. B. MUSGRAVE: **Public Finance in Theory and Practice** (Part VIII): pp. 225—236

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, doc. ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., ing.Petr Dvořák, ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., doc. ing. Kamil Janáček, CSc., ing. Miroslav Kerouš, ing. Ivan Kočárník, CSc., ing. Václav Kupka, CSc., ing. Tomáš Ježek, CSc., ing. Jiří Pospíšil, CSc., Vladimír Rudlovčák, CSc., ing. Pavel Štěpánek, CSc., prof. Jan Švejnar, ing. Jan Vít, prof. ing. Karol Vlachynský, CSc.

DT: 338.23: 336.74 (437)

Východiska české měnové politiky v roce 1993

Jiří POSPÍŠIL

V prosinci roku 1991 schválilo Federální shromáždění České a Slovenské Federativní Republiky zákon o Státní bance československé. Za 11 měsíců poté, co vstoupil v účinnost, byl schválen zákon o České národní bance a Státní banka československá po 42 letech zanikla. Jen o jeden měsíc déle žila československá koruna, která — a to je třeba zdůraznit — se během posledních let stala nejstabilnější měnou v reformujících se postkomunistických státech, co do stability srovnatelnou s měnami některých států západní Evropy.

Tato stabilita byla udržena přes dodatečné problémy způsobené rozdělením federace, které znásobily složitost transformace naší ekonomiky.

Po velmi obtížném roce 1991 došlo v roce 1992 k výraznému zrychlení privatizace. Pokračovala adaptace na novou cenovou strukturu, výraznou změnu odbytišť a z toho vyplývající novou úroveň a strukturu agregátní poptávky.

Zejména v I. čtvrtletí hrubý domácí produkt ještě klesal. Pokles se však zmírňoval a objevovaly se signály zastavení poklesu. Při stabilizovaných cenách rostla poptávka domácností podpořená růstem reálných mezd. Objem investic vzrostl. Proti stejnému období r. 1991 se výrazně zlepšil vývoj běžného účtu platební bilance, jenž odráží zahraniční poptávku, a zesiloval se příliv přímých investic.

Na straně nabídky se zpomaloval pokles průmyslové výroby a postupně se zvyšovala stavební výroba. Míra nezaměstnanosti klesala.

Po volbách pozitivní trend „zotavování se" hrubého domácího produktu pokračoval, postupně se však začaly projevovat expektace blížícího se rozpadu federace a zavedení nového systému daní, zejména daně z přidané hodnoty. Tyto expektace se odrazily ve vyšších schodcích obchodní bilance a od konce III. čtvrtletí v postupném poklesu devizových rezerv Státní banky československé. Úpravy některých daní (spolu s dalšími cenovými opatřeními) a silnější poptávka domácností vytvářely prostor pro rychlejší růst cen.

Na podporu pozitivních signálů ve výkonu ekonomiky mohla SBČS v průběhu roku postupně uvolňovat svou měnovou politiku. Zejména v II. a III. čtvrtletí rostl rozsah refinancování, a tím i rozsah úvěrů poskytnutých do ekonomiky. Celkově se úvěry podnikům a domácnostem v ČR v roce 1992 zvýšily o 16,8 %, celková peněžní zásoba vzrostla o 25 %, což bylo výrazně více než růst nominálního HDP. V podstatě celý přírůstek byl poskytnut na potřeby rozvoje soukromého sektoru, jehož podíl na celkových úvěrech dosáhl k 31. 1. 1993, 27,4 % (státní sektor 47,2 %).

---

* Ing. Jiří Pospíšil, CSc., vrchní ředitel České národní banky

Redakce příspěvek obdržela 22. 3. 1993, autorská korektura provedena 26. 4. 1993.

V průběhu roku se zesiloval rozdílný měnový vývoj mezi Českou a Slovenskou republikou. Při vyšším než proporčním podílu poskytovaných úvěrů se téměř veškerý přírůstek peněžní zásoby realizoval v odvětvích České republiky. Postupně však (zejména po volbách) transfer finančních zdrojů českých obchodních bank na Slovensko ochaboval. Poptávka po těchto zdrojích ze slovenské strany naproti tomu rostla, zejména v důsledku zvyšujícího se deficitu slovenského rozpočtu. Peněžní prostředky užité slovenským rozpočtem však nezvyšovaly peněžní zásobu ve Slovenské republice, ale „tlačily se" zpět do České republiky (částečně jako důsledek spekulačních pohybů, částečně jako důsledek vyššího vývozu České republiky na Slovensko). Za této situace se nedostávalo zdrojů na Slovensku a naopak vznikal přebytek v Českých zemích.

Kanálem vyrovnávání této strukturální nerovnováhy se postupně staly téměř výhradně refinanční úvěry Státní banky československé. Snaha některých slovenských bank získat potřebné zdroje tlačila úrokové sazby na trhu refinančních úvěrů vzhůru. Už v závěru roku bylo zřejmé, že udržení společné měny je problematické. Přesto se dařilo měnovou rovnováhu a nezbytnou úroveň likvidity v obou částech federace udržovat.

V závěru roku se začaly projevovat expektace zániku společné měny a devalvace slovenské koruny. Na začátku roku 1993 tyto expektace dále zesílily a vedly k poklesu rezerv České národní banky. Současně se prohlubovala divergence měnového vývoje v České a Slovenské republice. Měnová odluka se stala nevyhnutelnou.

Měnovou odlukou se česká a slovenská koruna vydaly vlastními cestami. Česká národní banka se dostala do nové situace, které nyní musí přizpůsobit svou měnovou politiku. Pro její správné stanovení je nutné:

— přesně zhodnotit současnou situaci,
— rozpoznat rozhodující trendy příštího ekonomického a měnového vývoje.

Situace je v daném okamžiku příznivá, neboť:

— měnová odluka byla realizována úspěšně,
— ihned po jejím provedení se zastavil pokles devizových rezerv a obnovil se jejich růst, takže koncem 1. týdne měsíce března byly devizové rezervy ČNB vyšší než na počátku roku (přesáhly 900 mil. USD),
— dochází k uklidnění vývoje spotřebitelských cen,
— dochází ke zlepšování pozice veřejného sektoru, i když možná jen dočasně.

Naproti tomu výhled je méně zřetelný, protože:

— budoucí ekonomickou situaci ovlivní další vývoj obchodu mezi ČR a SR;
— při jeho trvalejším poklesu lze jen těžko odhadnout, jakou část je v krátkém časovém horizontu možné přesměrovat na jiné trhy;
— velmi obtížně lze analyzovat důsledky 1. vlny velké privatizace. Může to být rychlý růst investic, omezování přezaměstnanosti s případným dopadem do nižší soukromé spotřeby. Přes výplaty dividend však může být výsledek i opačný, tj. vyšší soukromá spotřeba. Také zpeněžení (odprodeje) akcií investičním fondům, ale i prodeje mimo nebo uvnitř sektoru obyvatelstva mohou zvyšovat poptávku domácností, a tím podněcovat růst ekonomiky. Mohou se však projevit i jiné měnové důsledky, které je těžké odhadovat;
— stejné problémy vznikají i s oceněním důsledků novelizace zákona o konkursu a vyrovnání, s kterou je spojován začátek procesu bankrotů;
— také celkové důsledky zavedení daňové soustavy se budou projevovat postupně v průběhu roku. Vliv na ceny, který se — jak se zdá — již vyčerpává, je jenom okamžitým, a to negativním aspektem jejího zavedení. Před námi jsou však pozitivní účinky, spojené se změnou struktury daňového zatížení a se snížením daňového zatížení podnikového sektoru, které mohou významně stimulovat investice, a tím hospodářskou aktivitu.

Z toho vyplývá, že měnovou politiku České národní banky je nutné koncipovat v současnosti jen jako politiku východiskovou, která musí být podle dalšího ekonomického vývoje pružně modifikována. Tato měnová politika vychází z toho, co je nezbytné, tj. vybudovat důvěru v novou českou korunu. Přitom rozhodujícími prvky budování důvěry jsou výrazné zpomalení dalšího pohybu cen (na úroveň pod 15 % v roce 1993) a zvýšení devizových rezerv (kryjící více než dvouměsíční potřebu dovozu).

Při stanovení neinflačního přírůstku peněžní zásoby a celkových úvěrů, které by těmto cílům odpovídaly, je třeba vzít v úvahu pravděpodobný růst hrubého domácího produktu, vývoj té části inflace, která není ovlivnitelná měnovou a fiskální politikou, resp. jinými nástroji (tj. která souvisí s deregulací cen, resp. letos se zavedením nové soustavy daní), vývoj externí výkonnosti ekonomiky a vývoj hospodaření rozpočtové soustavy.

Dále je třeba brát v úvahu situaci v bankovní a finanční soustavě, neboť kumulace rizik zde může záměry měnové politiky výrazně ovlivnit.

Důležitou oblastí je i zdokonalení nástrojů měnové politiky, jejich techniky a účinnosti.

Rozhodujícím faktorem, který ovlivní vývoj ekonomického výkonu České republiky v roce 1993, bude obchod se Slovenskou republikou. Ačkoliv došlo k takřka úplnému institucionálnímu oddělení (s výjimkou celní unie), z ekonomického hlediska tento proces teprve začal. Vznik dvou států s vlastními zájmy obnažil do té chvíle neexistující problém vzájemného obchodního schodku a jeho financování. Slovenská ekonomika celkově více dováží, než vyváží; proto musí snížit vnitřní spotřebu a posílit exportní výkon. To si však vyžádá určitý čas. Slovenská strana může zvolit lepší či horší způsob dosažení rovnováhy (od devalvace až k různým formám omezení importu), ale oba budou znamenat, alespoň v počáteční fázi, menší vývoz i z Českých zemí. To se dotkne řady odvětví. Pro oba partnery by bylo lepší, aby proces přizpůsobení probíhal pozvolna. To však vyžaduje zvýšené úvěrování, což souvisí s otázkou zajištění našich už existujících a nově vznikajících pohledávek a dále s omezeními úvěrové kapacity české ekonomiky v tomto období.

Přesměrování našeho exportu je obtížné z řady důvodů, mimo jiné i vzhledem k situaci na našem největším odbytišti, tj. v evropských zemích, které se potýkají se stále se prodlužující recesí.

Současné odhady ČNB vymezují meziroční růst HDP ve stálých cenách cca do 1 % a opírají se přitom o mírný růst celkové agregátní poptávky, zejména domácí. Tento odhad ovšem vychází pouze z mírného poklesu našeho obchodu se Slovenskem.

V návaznosti na růst mzdových příjmů a důchodů obyvatelstva (zejména u soukromého podnikání) poroste soukromá spotřeba. Její růst bude mírnější než v minulém roce v důsledku určitého předzásobení z konce roku 1992 a v důsledku pohybu cen v lednu 1993.

Vzroste mírně i poptávka veřejného sektoru, zejména v důsledku zvýšení spotřeby ve zdravotnictví, školství a růstu výdajů v sociální oblasti.

Na meziroční růst investiční poptávky bude výrazněji působit zejména rozvoj soukromého sektoru a jeho aktivit po ukončení malé privatizace a 1. vlny velké privatizace. Pozitivně by se měl projevit i příliv zahraničního kapitálu a poskytnutí již dříve sjednaných úvěrů na investiční rozvoj (zejména v oblasti energetiky, pošt, telekomunikací, dopravy a životního prostředí).

Stagnaci lze očekávat u zahraniční poptávky, zejména z vyspělých zemí. Podle odvětví by se na růstu HDP v roce 1993 měl podílet růst stavební výroby o cca 7 %, služeb o 5 %, vnitřního obchodu o 4 % při stagnaci průmyslové výroby a poklesu zemědělské výroby o cca 4 %.

Prognóza platební bilance se opírá o předpokládaný mírný růst v zemích OECD o 1,8 %, v USA o 2 %, v západní Evropě nejvýše v průměru 1 %. Inflace v těchto zemích bude nízká, neuvažuje se s výraznějšími změnami cen základních surovin, zejména ropy. Přes tato skromná čísla hospodářského růstu očekáváme, že se udrží rozsah vývozu do vyspělých tržních ekonomik minimálně na úrovni roku 1992.

Pokračující pokles hospodářské aktivity v bývalém SSSR a stagnace v Polsku a Maďarsku dovolují počítat maximálně s udržením vzájemného obchodu na úrovni roku 1992. Mezi pozitivní faktory lze však pro letošní rok počítat prodloužení dohody s ES, nové kontrakty s Čínou a ratifikaci dohody s ESVO (EFTA), která přinese především další rozvoj obchodu s Rakouskem.

Spolu s očekávaným růstem poptávky po investičních dovozech lze předpokládat schodek obchodní bilance ve výši cca 600—800 mil. USD. Přitom se nepředpokládá výraznější změna směnných relací. Běžný účet platební bilance by měl dosáhnout mírného přebytku (v rozmezí 0—300 mil. USD) v důsledku aktiva v bilanci služeb.

Přímé kapitálové investice lze odhadovat na úrovni 1,1 mld. USD, případně i vyšší. V rozsahu 0,6—1,0 mld. USD lze předpokládat čerpání vnějších zdrojů oficiálních i soukromých. Při dosažení těchto předpokladů by devizové rezervy stouply o cca 1,5 mld. USD proti počátku roku 1993.

V roce 1992 vzrostly spotřebitelské ceny v ČR o 12,7 %, v roce 1993 očekáváme růst o cca 14—16 %, přitom nejméně 8—9 % připadne na cenové pohyby v důsledku zavedení nové daňové soustavy, uvolnění cenové regulace (již schválené úpravy maximálních cen energie, tarifů spojové služby, případného zvýšení cen v dopravě). Měsíční přírůstky bazické inflace lze pravděpodobně udržet na úrovni cca 0,5 %.

V mzdové oblasti lze počítat s růstem nominální průměrné mzdy o cca 20 % (mírnější dynamika proti roku 1992, kdy došlo k růstu o 22 %), přičemž růst reálné mzdy bude stagnovat, resp. poroste jen mírně o cca 1—2 %.

Vývoj celkových mzdových prostředků však bude ve srovnání s vývojem nominální mzdy nižší, vzhledem k poklesu zaměstnanosti. Ten bude způsoben zkvalitňováním podnikového managementu zprivatizovaných podniků a relativně vysokými náklady soukromých zaměstnavatelů na pracovní sílu. Dále se projeví i pokles zaměstnanosti v zemědělství a likvidace neprosperujících podniků. Míru nezaměstnanosti lze odhadovat mezi 5—6 % koncem roku 1993.

Schválený rozpočet na rok 1993 předpokládá rovnováhu mezi příjmy a výdaji. Proti roku 1992 dochází ke snížení podílu rozpočtových výdajů ve vztahu k hrubému domácímu produktu z 46,1 % na 41,6 % při současném nominálním růstu objemu veřejných rozpočtů. Záměry rozpočtové politiky budou zásadně ovlivněny realizací daňové reformy, přerušením rozpočtových transferů na Slovensko, novým pojetím hospodaření místních rozpočtů a přechodem rozhodující části financování zdravotnictví na zdravotní pojišťovnu.

Přestože souběh všech těchto změn a pokračování ekonomické transformace mohou způsobovat napětí mezi příjmy a výdaji, měnová politika ČNB předpokládá, že rovnováha rozpočtu bude zajištěna.

Základním úkolem hospodářské politiky v roce 1993 bude překonat problémy spojené se vznikem nového státu a navázat na pozitivní trendy vývoje ekonomiky, které se začaly projevovat v průběhu roku 1992. Půjde o „nastartování" stabilního růstu. Mezi základní podmínky takového vývoje patří i adekvátní měnová politika.

Výchozí cíle měnové politiky se koncentrují do růstu peněžní zásoby o cca 17 % a přírůstku úvěrů podnikům a domácnostem o 11 % v ročním přepočtu. To je sice v souladu s uvažovaným růstem nominálního produktu v roce 1993, ale výrazně

méně než v roce 1992, kdy tyto agregáty dosáhly hodnot cca 25 a 20 %. Současná měnová situace však více neumožňuje. Ve vztahu ke Slovenské republice se uvažuje s růstem úvěrové angažovanosti až do cca 10 mld. Kč ke konci roku 1993.

Tyto cíle budou zajišťovány opatrnou refinanční politikou v prvním pololetí. Další zlepšení funkce a účinnosti měnových nástrojů by mělo vyloučit přílišné výkyvy úrokových sazeb na refinančním mezibankovním trhu.

Úrokové sazby v současnosti kulminují. Pokud bude ztlumena inflace (což je již signalizováno) a potvrdí se předpoklady o výkonu ekonomiky, bude možné prioritu udělit prorůstovému působení měnové politiky. Její uvolnění by následně znamenalo pokles úrokových sazeb.

Důležitou součástí měnové politiky je i pro rok 1993 politika stabilního devizového kursu jako nominální kotvy v ekonomice, která se osvědčila již v předchozích letech. Jsou proto vytvořeny předpoklady jak ve vývoji běžného účtu platební bilance, tak v obnoveném růstu devizových rezerv ČNB, které ukazují, že tlak na devizové rezervy měl dočasný, spekulativní charakter spojený se ztrátou důvěry v dlouhodobější přetrvání společné měny.

To však nevylučuje úpravy kursu české koruny vůči clearingovému ECU se Slovenskou republikou (viz revalvace 8. března o 2 %). Podle vývoje čerpání mezního úvěru lze předpokládat další úpravy. Tato opatření jsou zaměřena na podporu dosažení rovnováhy v obchodu se Slovenskou republikou.

Ze srovnání hodnot zatím uvažovaného vývoje měnových agregátů (peněžní zásoby a úvěrů) pro rok 1993 s hodnotami dosaženými v roce 1992 vyplývá restriktivnější profil měnové politiky ČNB. Vybudování důvěry v novou českou měnu, stabilizace cenové hladiny a zvýšení devizových rezerv jinou měnovou politiku pro nejbližší období nedovolují. Vývoj v prvních týdnech po měnové odluce i předběžné údaje o vývoji cen v únoru zatím naznačují, že předpokladů nutných pro uvolňování měnové politiky může být dosaženo poměrně rychle.

SUMMARY

Czech Monetary Policy Base for 1993

This article deals with monetary policy goals after the split of the Czechoslovak currency. It describes also changes which led to the split.

The economic development in 1993 will be influenced by several factors among other the most important are: the decline in the mutual trade between the Czech Republic and the Slovak Republic, the impacts of the new tax system, the procpects of growth in our main foreign trade partners, the end of small privatisation and the results of first wave of the large privatisation.

Many things to which the monetary policy should respond are uncertain. That means the monetary policy goals must be fluently adjusted during the year. The monetary policies will seek or built up foreign exchange reserves to stabilize the Czech crown, to maintain stable level of foreign exchange rate.

The money supply is expected to grow by 17 %, and the increase of total credit to enterprises and households by 11 %. According to the economic development the rather tight monetary policy might be released.