

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

Šéfredaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

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

© Ministry of Finance of the Czech Republic

Editor's Office: Vinohradská 49

120 74 Prague 2

Czech Republic

Editor in Chief: Ivan Kočárník

OBSAH

Stanislava JANÁČKOVÁ: K některým specifickým měnové politiky v ČR 445

Jiří KINKOR: Měření daňové progresivity 455

Karel JANDA: Modelování rizika akciového portfolia 463

Rozpočtová politika — jaká byla, je a bude — 4. část

Milena HORČICOVÁ—Drahomíra VAŠKOVÁ: Mimorozpočtové fondy a jejich postavení v systému veřejných rozpočtů . . . 473

Bibiana JÍLKOVÁ—Olga NOVOSADOVÁ: K některým souvislostem vládního dluhu v ČR 483

Miroslav HAVEL: Státní rozpočet v roce 1993 a 1994 a střednědobá strategie rozpočtové politiky do roku 2000 488

Recenze

Aleš BULÍŘ: Jak měřit fiskální deficit? (ed.: M. I. Blejer—A. Cheasty) 500

Finance a úvěr v zahraničí

Jana MARKOVÁ: Měnové účinky euroměnového trhu a možnosti jejich eliminace . . . 504

Přehled — Survey

Czech Republic: General Government Fiscal Operations, 1993 (table) 514

CONTENTS

Stanislava JANÁČKOVÁ: Specific Issues of Monetary Policy in the Czech Republic . . 445

Jiří KINKOR: Measurement of Tax Progressivity 455

Karel JANDA: Modelling Risks of Share Portfolio 463

Budgetary Policy — Past, Present and Future — 4th Part

Milena HORČICOVÁ—Drahomíra VAŠKOVÁ: Extrabudgetary Funds and Their Role in General Government Sub-Sector . . 473

Bibiana JÍLKOVÁ—Olga NOVOSADOVÁ: Some Government Debt Implications in the Czech Republic 483

Miroslav HAVEL: The State Budget in 1993 and 1994 and the Medium-Term Fiscal Policy Strategy to 2000 488

Book-Review

Aleš BULÍŘ: How to Measure the Fiscal Deficit? (Eds.: M. I. Blejer—A. Cheasty) . . 500

Finance and Credit Abroad

Jana MARKOVÁ: Monetary Impacts of Euro-Currency Market and Possibilities of Their Elimination 504

Survey

Czech Republic: General Government Fiscal Operations, 1993 (table) 514

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.

DT: 338 23: 336.74 (437)

K některým specifickým měnové politiky v ČR

Stanislava JANÁČKOVÁ*

Stať se ve svých dvou částech zabývá dvěma vybranými, vzájemně souvisejícími problémy měnové politiky, v nichž se projevila specifická pozice české ekonomiky, tedy ekonomiky procházející transformací. Prvá část je věnována působení stabilního měnového kurzu jako nominální kotvy pro transformující se ekonomiku, která prochází výraznými změnami cenových relací. V situaci České republiky, kdy měna nebyla konvertibilní pro kapitálové transakce (a kurz byl podhodnocen vůči paritě kupní síly), prosazovala se ukotvující role kurzu prostřednictvím jiných mechanismů, než je tomu v tržních ekonomikách s plně konvertibilní měnou. To má své implikace i pro další kroky ke konvertibilitě na kapitálovém účtu platební bilance.

Ve druhé části příspěvku je diskutován problém mezipodnikové zadluženosti a druhotné platební neschopnosti. Tento jev je interpretován jako určitá specifická, patologická „finanční inovace“, která byla typická pro počáteční stadium transformace v ČR i v dalších zemích; diskutují se konsekvence tohoto jevu pro měnovou politiku, zejména v souvislosti s inflací.

Stabilní měnový kurz jako ukotvení ostatních cenových veličin

Od počátku transformace, zejména však od roku 1991, stála SBČS a později Česká národní banka před úkolem nalézt adekvátní měnovou politiku pro ekonomiku, ve které v procesu privatizace existujících a vzniku nových podniků násobně rostl počet firem — i počet transakcí. Pod novými tlaky a v důsledku nových příležitostí se měnila finanční struktura firem i jejich chování. Poprvé po téměř 50 letech byl uvolněn pohyb cen. Očekával se pokles hrubého domácího produktu v rozsahu, který bylo těžké odhadnout. Byla zavedena omezená vnitřní konvertibilita měny pro transakce běžného účtu. Do země začal přicházet zahraniční kapitál.

Při hledání adekvátní a důvěryhodné měnové politiky, která by v těchto složitých

* Ing. Stanislava Janáčková, CSc., Institut ekonomie ČNB

Redakce příspěvek obdržela v červnu 1994.

podmínkách zajistila vnitřní i vnější stabilitu měny, našla centrální banka podporu na straně Mezinárodního měnového fondu, Světové banky i Evropského společenství v podobě úvěrů, stand-by úvěrů a odborného poradenství. Základní schopnost orientovat se v průběhu transformačního procesu české ekonomiky však samozřejmě zvětšit implantována být nemohla.

Stabilní měnový kurz byl zvolen jako kotva pro pohyb ostatních ekonomických veličin. I když kurz nebyl oficiálně dlouhodobě fixován, centrální banka od počátku avizovala — a také úspěšně prováděla — politiku stability měnového kurzu.¹ Tato stabilita — pokud jde o Českou republiku — nebyla ohrožena ani procesem dělení federace a měnovou odlukou. V červnu 1994 vstupuje česká ekonomika do 42. měsíce kurzové stability — což ji výrazně odlišuje od prakticky všech ostatních transformujících se ekonomik.

Způsob, jakým stabilní měnový kurz plnil svou roli nominální kotvy, však byl specifický právě proto, že se jednalo o transformující se ekonomiku. V tržních ekonomikách s plně konvertibilní měnou a liberalizovaným kapitálovým účtem je smyslem protiinflační kurzové kotvy pevné navázání kurzu na měnu některé země (skupiny zemí) s nízkou mírou inflace. V podmínkách liberalizovaných kapitálových toků je pak domácí měnová politika nucena vzdát se své samostatnosti. Chce-li dosáhnout svému závazku pevného kurzu, musí následovat měnovou politiku země (zemí), na jejíž měnu je kurz vázán: na rozdíl v měnové, a zejména úrokové politice by totiž kapitálové toky okamžitě reagovaly a přes platební bilanci by velmi rychle ohrozily pevný kurz. Hovoří se pak o „dovozu stability“ nebo o tzv. disciplinujícím efektu, kterým působí závazek pevného kurzu na domácí měnovou politiku, a tím na domácí inflaci. Tento mechanismus samozřejmě předpokládá, že inflace je převážně peněžní jev, zvládnutelný měnovou politikou.

Pro transformující se českou ekonomiku by však tento mechanismus byl na jedné straně nerealistický, na druhé straně nevhodný. Za prvé zde byla řada specifických inflačních impulsů souvisejících s transformací, které nebyly plně zvládnutelné měnovou politikou: zásadní změny cenových relací v podmínkách omezené pružnosti cen směrem dolů; specifická situace na trhu práce; řada institucionálních změn jako zavedení nového daňového systému. Za druhé, dokud česká měna není konvertibilní pro kapitálové transakce a některé kapitálové toky jsou regulovány, zůstává mobilita kapitálu přes hranice omezená. V důsledku toho nemůže stabilní kurz hrát svou „disciplinující“ roli prostřednictvím úrokových sazeb. Za třetí, nemohl se zde plně prosadit ani další potenciální „disciplinující“ mechanismus, který působí pomaleji, a to přes běžný účet platební bilance: hrozba, že inflační diference oproti zemím, k nimž máme stabilní kurz, podkopá konkurenční schopnost českých výrobců. Tento potenciální „disciplinující“ efekt byl úmyslně utlumen podhodnocením měny oproti paritě kupní síly.

Přesto byl stabilní měnový kurz využíván jako protiinflační kotva pro pohyb cenových veličin. Jeho působení bylo koncipováno prostřednictvím běžného účtu platební bilance — ovšem poněkud odlišným mechanismem. V transformační koncepci sloužil stabilní měnový kurz jako kotva pro ceny dováženého zboží — a díky otevření se vůči zahraniční konkurenci i pro ceny veškerého zboží, které procházelo nebo potenciálně mohlo procházet zahraničním obchodem (tzv. tradables). Tím měl kurz ukotvující vliv na celou cenovou hladinu.²

Ukotvení pohybu cen mělo zásadní význam pro liberalizaci cen v lednu 1991, kdy trh začal hledat nové, racionální cenové relace, jež by odrážely i strukturu

¹ Kurz koruny byl definován vůči koši měn (USD, DEM, ATS, CHF, FRF); v r. 1993 byl počet měn v koši snížen na dvě (DEM 65 %, USD 35 %), což odráží měnovou strukturu většiny transakcí ČR se zahraničím.

² V zahraniční literatuře Williamson [1991] také implicitně rozlišuje mezi těmito dvěma koncepcemi kurzu jako měnové kotvy.

světových cen. I když celková nerovnováha na trhu byla již zmírněna stabilizační politikou v roce 1990, bylo nutné počítat s určitým převisem poptávky a s tlakem na růst cenové hladiny. Samy výrazné změny cenových relací se také většinou neobejdou bez určitého růstu celkové cenové hladiny, neboť alespoň některé ceny jsou méně pružné směrem dolů. Při změnách relací veškerých cenových veličin v české ekonomice měl právě stabilní kurz měny za úkol tvořit jediný pevný bod, kolem něhož se utváří nová cenová struktura a který brzdí růst cenové hladiny.³ Toto působení bylo důležité i v dalších letech, včetně období po zavedení nového daňového systému, kdy opět došlo k vlně výraznějších cenových pohybů, institucionálně podmíněných. Empirické potvrzení působnosti kurzové kotvy je samozřejmě velmi obtížné. Silný nepřímý důkaz však poskytuje srovnání míry inflace v české ekonomice a např. v Maďarsku nebo Polsku, které — jak známo — stabilní kurz neudržely a prováděly opakované devalvace.

Stabilní měnový kurz zřejmě pomáhal brzdit také inflační impulzy pocházející ze mzdových tlaků. S vysokou pravděpodobností by tlak na růst mezd byl silnější v klimatu opakovaných devalvací měny. Stabilita kurzu nepochybně vytvářela i příhodný rámec pro strukturální změny v ekonomice, pomohla zmírnit nepříznivý vliv ztráty tradičních trhů a provést rychlou reorientaci na trhy vyspělých zemí.⁴

Přes tyto mechanismy brzdění růstu cen bylo nutné počítat s tím, že míra inflace v prvních letech transformace bude vyšší než ve vyspělých tržních ekonomikách. Pro hodnověrnost úmyslu udržovat stabilní měnový kurz bylo proto klíčovou otázkou správné stanovení výchozí úrovně kurzu: ta musela poskytovat určitý prostor pro následný postupný růst reálného efektivního kurzu, aniž by pro obnovení konkurenceschopnosti bylo nutné sahát k devalvacím.⁵ Zvolený kurz — 28 Kčs za USD — byl podhodnocený vůči paritě kupní síly, která byla v lednu 1991 odhadována zhruba na 10 Kčs za USD. Podhodnocení napomáhalo rovnováze obchodní bilance (zvláště na počátku transformace měl zvolený kurz výrazné antiimportní a proexportní účinky).

Pro ekonomiku byl tím vytvořen jistý „polštář“ cenové konkurenceschopnosti. Další „polštář“ byl vytvořen v r. 1991 poklesem reálných mezd o 24 %; reálné mzdy se tak dočasně dostaly pod úroveň, která by byla udržitelná z hlediska produktivity.⁶ Díky tomuto prostoru pak další pokles produktivity, který provázel mikroekonomickou restrukturalizaci, neohrozil přímo konkurenční schopnost české ekonomiky. Byly tím bržděny i inflační účinky simultánního poklesu produktivity a růstu reálných mezd, který nastal v roce 1992.

Modifikovaný mechanismus působení kurzové kotvy v transformující se ekonomice vytvářel samozřejmě také odlišné implikace pro měnovou politiku. Jak už bylo uvedeno výše, v transformující se ekonomice nebylo možné „dovážet“ dostatečnou vnitřní měnovou stabilitu prostřednictvím fixace kurzu vůči měně země s nízkou mírou inflace; značná část inflace zde nebyla čistě peněžním jevem. Specifické inflační impulzy spojené s transformací nemohly být zvládány jen restriktivní peněžní politikou. Názor, že inflace nemůže nastat, pokud centrální banka „neakomoduje“ inflační tlaky, by byl v těchto podmínkách iluzí.⁷

³ [Klaus 1993]

⁴ Podíl vyspělých tržních ekonomik v exportu ČSFR vzrostl z 30 % v r. 1989 na 52 % v r. 1991 a 64 % v r. 1992, v roce 1993 dosáhl 70 % (55 % do zemí EU). Během roku 1993 vzrostl export ČR o 20 %, dovoz o 2,7 % (bez obchodu se Slovenskem). Podíl exportu na HDP dosáhl kolem 40 %.

⁵ Jak známo, zavedení omezené vnitřní konvertibility v lednu 1991 předcházely tři devalvace Kčs vůči konvertibilním měnám během roku 1990. Kčs byla devalvována o 16,6 % dne 8. 1. 1990, o 55,3 % dne 15. 10. 1990 a o 15,98 % dne 28. 12. 1990 — takže hodnota vůči USD klesla prakticky na polovinu.

⁶ [Klaus 1993]

⁷ Tato otázka souvisí také s problémem mezipodnikové zadluženosti a jeho vlivem na měnovou politiku — viz dále.

TABULKA č. 1 Základní makroekonomické ukazatele: Česká republika, Polsko a Maďarsko, 1993

	ČR	Polsko	Maďarsko
růst HDP [%]	-0,3	4,0	-1,5
nezaměstnanost (prosinec) [%]	3,5	15,7	11,0
inflace [%]	20,8	37,8	21,1
přebytek (+) nebo deficit (-) státního rozpočtu jako % HDP	+0,1	-6,8	-5,1

prameny: ČSÚ; Česká národní banka; OECD; The Economist

Na druhé straně bylo v této specifické situaci výhodou, že ani při stabilním měnovém kurzu nebyl uzavřen prostor pro samostatnou měnovou politiku přizpůsobenou vnitřním potřebám a cílům. Díky omezené konvertibilitě a částečné regulaci kapitálových toků byla mobilita kapitálu přes hranice nižší, vliv zahraničních podmínek byl mnohem zprostředkovanější a nepůsobil přímo jako omezení pro domácí měnovou politiku. Odložení konvertibility na kapitálovém účtě platební bilance tak umožnilo využívat stabilní kurz jako kotvu, aniž by byla obětována nezávislost domácí měnové politiky.⁸ Z hlediska běžného účtu platební bilance podporovalo ve střednědobém horizontu možnost nezávislé měnové politiky i podhodnocení kurzu. V současné době tímto směrem působí nižší úroveň jednotkových mzdových nákladů ve srovnání s hlavními obchodními partnery.

Můžeme tedy shrnout, že v české ekonomice existovala jak potřeba nezávislé měnové politiky, tak i podmínky pro její uplatňování. Nalezení adekvátní měnové politiky ovšem bylo nesmírně složitým úkolem — tváří v tvář násobně rostoucímu objemu transakcí a změnám parametrů, které v normální tržní ekonomice lze považovat za víceméně konstantní (jako rychlost oběhu peněz nebo úvěrové postoje komerčních bank).

Měnová politika SBČS a ČNB byla podrobněji rozebrána v řadě statí v odborném tisku.⁹ Její výsledky, pokud jde o vnitřní a vnější stabilitu měny, jsou nezávislými odborníky v zahraničí považovány za významný úspěch: inflace byla podstatně nižší než v ostatních transformujících se ekonomikách. Nejvyšší míra inflace v průběhu první fáze transformace byla v ČSFR v roce 1991, kdy dosáhla 57,9 %. To je možné srovnat s nejvyšší roční mírou inflace např. v Polsku, která v roce 1989 dosáhla 640 %. V České republice činil kumulativní růst spotřebitelských cen během celých počátečních čtyř let transformace (1990—1993) celkem 126 % — tedy výrazně méně než v Polsku za jediný rok. Přestože Polsko i Maďarsko zahájily transformační proces dříve, měly ještě v roce 1993 vyšší míru inflace než ČR (viz *tabulka č. 1*). V ČR byly celkově příznivější i další makroekonomické ukazatele (s výjimkou růstu HDP, který byl v Polsku v roce 1993 již pozitivní).

Vývoj v čs. (české) ekonomice byl přitom charakterizován dvěma výraznými cenovými skoky, které však byly rychle utlumeny a nepřerostly do inflační spirály: po liberalizaci cen v prvním čtvrtletí 1991 (skok o zhruba 40 %) a po zavedení daně z přidané hodnoty počátkem r. 1993 (skok o zhruba 8,5 %). Dlouhodobá míra tvořící „jádro“ inflace po odpočtení těchto mimořádných vlivů však, v měsíčních údajích, nikdy během transformačního procesu nepřekročila 1 %, v ročních údajích byla pod 10 %. Nominální kurz měny zůstal stabilní; reálný efektivní kurz, měřený cenovými indexy, vzrostl během období 1991—93 zhruba o 65 %; údaje o exportu však naznačují, že tento růst dosud nepodkopával konkurenční schop-

⁸ [Klaus 1994 b]; [Frenkel 1986]

⁹ např. [Buliř 1993]; [Pospíšil 1993]

nost českého exportu — k čemuž přispívají také relativně nízké jednotkové mzdové náklady.

Vzhledem k tomu, že „jádro“ inflace v ČR v letech 1991—93 nepřekročilo 10 % ročně a na rok 1994 se neočekávají žádná opatření vedoucí k cenovým skokům, odhadují ČNB a vláda, že bude možné v tomto roce udržet míru inflace pod hranici 10 %. Nižší míra inflace výrazně usnadňuje udržování stabilního kurzu a otvírá cestu mimo jiné i k dalším krokům v oblasti konvertibility měny.

Pro každý další krok ke konvertibilitě musí být zvažovány potenciální přínosy i náklady či rizika. V tomto směru je možné mnohé vyvodit ze zkušenosti jiných zemí. Zároveň pro ČR — jako transformující se ekonomiku — vyvstává v souvislosti s kroky ke konvertibilitě na kapitálovém účtu platební bilance i specifická otázka. Je to aspekt kompatibility stabilního kurzu jako kotvy s peněžní politikou nezávislou na měnové politice dalších zemí.

Při plné konvertibilitě a liberalizovaných transakcích se role stabilního kurzu jako nominální kotvy začne prosazovat standardní cestou. Cíl stability kurzu si vynutí přizpůsobení domácí měnové politiky jejímu vývoji v zemích, k nimž je kurz koruny vztážen. Pokud by se např. centrální banka rozhodla podpořit domácí růst snížením úrokových sazeb oproti zahraničním,¹⁰ bude tím vyvolán odliv kapitálu, který ohrozí stabilní kurz; kroky centrální banky na podporu kurzu budou snižovat domácí peněžní zásobu a eliminovat tak účinky nižších úrokových sazeb. Ztráta nezávislosti domácí měnové politiky může být v transformující se ekonomice, se specifickými domácími cíli, argumentem proti zavedení plné konvertibility.¹¹

Otázkou ovšem je, zda již dosažená úroveň liberalizace kapitálových toků v ČR se v blízké budoucnosti tak jako tak neprojeví jako překážka nezávislé měnové politiky (při stabilním kurzu). S dalším rozvojem domácího kapitálového trhu mohou některé potenciálně destabilizující kapitálové toky, které již dosavadní právní úprava umožňuje, nabýt větších rozměrů a vynucovat si přizpůsobení měnové politiky. Zároveň může klesat účinnost regulace, která se vůči některým kategoriím kapitálových toků dosud uplatňuje.¹² Pak bude nutné, aby domácí úrokové sazby více respektovaly vývoj na zahraničních kapitálových trzích; vzroste také tlak na to, aby byl kurz stabilizován spíše v určitém předem stanoveném intervalu.

Je v každém případě náléhavým zájmem české ekonomiky připravovat se na budoucí větší propojenost se světem i v oblasti kapitálových toků. Znamená to mimo jiné neustálé úsilí o snížení míry inflace na úroveň existující ve vyspělých tržních ekonomikách. Podstatná je v této souvislosti i další finanční konsolidace podnikové sféry, včetně řešení problému mezipodnikové zadluženosti.

Měnová politika a mezipodniková zadluženost

Během celého čtyřletého období první fáze transformace byla měnová politika SBČS a ČNB koncipována jako restriktivní nebo neutrální. Pro objektivní posouzení skutečné míry restriktivnosti měnové politiky bychom však museli disponovat větší mírou znalostí o změnách v objemu transakcí (transakční poptávky po penězích) a o změnách rychlosti oběhu peněz.

Není problémem změřit rychlost oběhu peněz ex post — ve vztahu k hrubému

¹⁰ Pro domácí subjekty jsou přitom rozhodující reálné úrokové sazby. Pro zahraniční kapitál mohou být v krátkém období rozhodující sazby nominální, avšak reálné úrokové sazby vstupují do jejich rozhodování také: pokud existuje velká odchylka nominálních sazeb od reálných způsobená vysokou mírou inflace, vyvolává to u zahraničních investorů na domácím kapitálovém trhu devaluační expektace, které pak započítávají do svých rozhodnutí o případném přesunu kapitálu jinam.

¹¹ [Klaus 1994]

¹² [Dědek 1993]

domácímu produktu. Takové údaje však jsou pochybné, pokud nominální HDP přestane být dobrou aproximací celkového objemu transakcí, které peníze musejí obsloužit. Tento případ nastal v české ekonomice, kde v souvislosti s transformací výrazně vzrostla potřeba transakčních peněz na jednotku nominálního HDP.¹³ Se vznikem soukromých aktivit se znásobil počet firem (jen během let 1990 a 1991 jejich počet vzrostl z 1,5 tisíce na 11 tisíc); mnohé vnitrofiremní transakce se změnily na mezifiremní, když byly velké podniky rozčleněny na menší; vlastnické změny vyvolaly množství finančních transakcí, jejichž objem neměl bezprostřední vztah k velikosti HDP. Je možné, že skutečná rychlost oběhu peněz de facto vzrostla i v obdobích, kdy rychlost měřená k nominálnímu HDP se zdála klesnout (M2 rostl rychleji než nominální HDP). Přesto není jasné, zda růst rychlosti oběhu mohl být natolik velký, aby plně kompenzoval růst objemu transakcí na jednotku HDP. Jinými slovy, vynořuje se otázka, zda finanční systém zajistil pro ekonomiku dostatečnou likviditu.

Zajišťovala specifická forma nedobrovolného obchodního úvěru — mezipodniková zadluženost — ve skutečnosti tu dodatečnou likviditu, která jinak ekonomice chyběla? Byla tvrdá úvěrová politika bank primární příčinou velkého nárůstu mezipodnikové zadluženosti a druhotné platební neschopnosti?

Začneme od druhé otázky. Ačkoliv se zdá být lákavé odpovědět na ni kladně, bližší analýzy příčin nárůstu mezipodnikových dluhů v různých transformujících se ekonomikách dospěly naopak k odpovědi negativní.¹⁴ V České republice představoval růst mezipodnikové zadluženosti málo potěšující mikroekonomický kontrast k její úspěšné makroekonomické politice; stejný problém se však v první etapě transformace objevil i v ostatních zemích. Prakticky všude byl primární příčinou pokles poptávky a růst cen, na který se podniky nebyly schopny rychle adaptovat. Zároveň došlo ke „kolapsu finanční disciplíny a ke vzniku nové struktury stimulů, která v praxi odměňovala podniky za odklad plateb“.¹⁵

Statistická data ukazují dramatický vzestup mezipodnikových pohledávek po lhůtě splatnosti téměř ve všech transformujících se ekonomikách. Také v Československu byl začátek transformačního procesu doprovázen tímto jevem, který brzy vyústil do řetězců druhotné platební neschopnosti. Mezipodnikové pohledávky po lhůtě splatnosti, po mírném zrychlení svého růstu v druhé polovině 1990, narostly dramaticky během roku 1991: jejich objem se zvýšil z 50 mld. Kčs na počátku roku na více než 170 mld. Kčs na jeho konci (což představovalo 25 % veškerých bankovních úvěrů podnikové sféře nebo téměř 18 % HDP).

Přestože vláda přijala během roku 1991 určitá opatření k zmírnění problému platební neschopnosti (úvěry na trvale se obracející zásoby byly v březnu 1991 převedeny do Konsolidační banky, se splatnosti 8 let; v říjnu 1991 bylo vydáno 50 mld. Kčs na rekapitalizaci bank a na odpisy některých podnikových dluhů), objem pohledávek po lhůtě splatnosti dále rostl. Jejich růst se zastavil až během roku 1992 — ve druhé polovině roku pak mírně klesly na 158 mld. Kčs. Srovnatelné údaje za rok 1993 bohužel nejsou k dispozici. Expertní odhady naznačují, že od druhé poloviny roku 1992 už v České republice mezipodniková zadluženost po lhůtě splatnosti nerostla, nýbrž že naopak i v r. 1993 poněkud klesla.¹⁶

Pro srovnání uveďme některé údaje ze studie zpracované pro MMF.¹⁷ V Maďarsku dosáhl v dubnu 1992 hrubý objem mezipodnikových dluhů po lhůtě splat-

¹³ [Klaus 1994a]

¹⁴ [Bigman—Leite 1993]; [Clifton—Khan 1993]; [Janáčková 1992]; [Hrnčíř—Klacek 1994]

¹⁵ [Bigman—Leite 1993, s. 5]

¹⁶ [Hrnčíř—Klacek 1994]

¹⁷ [Bigman—Leite 1993]

nosti cca 8 % HDP a 17 % široké peněžní zásoby. Tento údaj je nicméně podhodnocen, neboť zahrnuje jen dluhy podniků, které byly Maďarskou národní bankou skutečně prohlášeny za insolventní. Pro Polsko nejsou údaje o mezipodnikových pohledávkách po lhůtě splatnosti k dispozici. Pokud jde o celkový objem mezipodnikových úvěrů, dosáhl na počátku roku 1990 v Polsku úrovně cca 160 % celkových bankovních úvěrů podnikům; koncem roku 1991 klesl na 125 % celkových bankovních úvěrů podnikům neboli 17 % HDP. V Bulharsku se podařilo zabránit akumulaci pohledávek po lhůtě splatnosti přísnými disciplinárními opatřeními. V Rumunsku narostly hrubé mezipodnikové dluhy po lhůtě splatnosti během roku 1991 téměř 18krát a dosáhly tak úrovně 53 % HDP a více než 200 % široké peněžní zásoby. V Rusku během první poloviny r. 1992 vzrostly mezipodnikové dluhy po lhůtě splatnosti z necelých 3 % na více než 150 % široké peněžní zásoby, tedy zhruba o 2 triliony rublů; jejich růst pak pokračoval přes značnou snahu centrální banky urychlit platby a přes velký růst bankovních úvěrů. „Ani technická opatření k urychlení platebního styku, ani úvěrové operace nemohou samy o sobě vyřešit tento problém, pokud nejsou doprovázeny opatřeními zavádějícími do systému finanční disciplínu a urychlujícími nutné strukturální změny ve státních podnicích.“¹⁸

V Československu podniky vstoupily do transformace s břemenem špatných dluhů a s inherentním likviditním rizikem, způsobeným tím, že v 70. letech byla část jejich vlastních finančních prostředků centralizována a nahrazena tzv. úvěrem na trvale se obracející zásoby. Banky byly na počátku transformace podkapitalizovány. Přibližně čtvrtinu jejich úvěrů představovaly úvěry špatné nebo vysoce rizikové. Banky proto v tomto období uplatňovaly poměrně tvrdou úvěrovou politiku: celkový objem úvěrů byl pod limity zadanými centrální bankou.

Avšak hlavní příčinou prudkého vzestupu mezipodnikové zadluženosti nebyly minulé dluhy ani běžný nedostatek bankovních úvěrů, nýbrž výrazný pokles poptávky a hrozba tvrdého rozpočtového omezení. Celý problém měl své kořeny v chování podniků. Podniky — spoléhající na státní paternalismus a uvyklé na podmínky nedostatkové ekonomiky se zdánlivě neomezenou poptávkou a měkkým rozpočtovým omezením — reagovaly na první transformační kroky způsobem, který jen prohloubil jejich problémy s likviditou; zároveň velice rychle odhalily, že jim nehrozí tvrdý postih za nedostatek finanční disciplíny.¹⁹

Koncem roku 1990, v očekávání růstu cen po jejich liberalizaci, podniky hromadily zásoby. Tato strategie se ukázala jako krátkozraká. V roce 1991 došlo z vnitřních i vnějších příčin k výraznému poklesu poptávky a k růstu nominálních úrokových sazeb. Zároveň bylo rozpočtové omezení podniků přitvrzeno i snížením subvencí. Podniky reagovaly voláním po státní pomoci a tím, že přestaly platit své závazky vůči daňovým orgánům, bankám, ale především vůči dodavatelům. Jako dodavatelé naopak podniky raději dále vyráběly a „prodávaly“ odběratelům, o nichž věděly, že jsou insolventní, než aby omezily výrobu a zaměstnanost pod tlakem poklesu poptávky, když se jim nedařilo najít nové výrobny a odbytové příležitosti.

Úvěr nedobrovolně poskytovaný obchodními partnery byl daleko levnější než bankovní úvěr. Nedobrovolní věřitelé přenášeli toto břemeno dále — na své dodavatele. Manažeři podniků, které nedostály svým závazkům, doufali, že vláda nakonec zasáhne a finančně jim vypomůže.

Tento způsob chování byl podmíněn dobou, kdy privatizace teprve začínala a neexistoval zákon o bankrotech.²⁰ Jeho neexistence však nebyla jen problé-

¹⁸ [Bigman—Leife 1993, s. III]

¹⁹ [Janáčková 1992]

mem právního rámce ekonomiky. Stěží bylo možné „pustit“ do ekonomiky zákon o bankrotech v situaci, kdy cenové relace byly ještě natolik poznamenány 40 lety neracionality, že momentální finanční situace podniku nebyla kritériem pro posouzení jeho kvality a životaschopnosti. Uvolnění finanční disciplíny tak bylo zároveň příznakem období hledání nové cenové struktury a neexistence kritérií pro selekci neefektivních podniků.

V důsledku (zčásti) úmyslného neplacení závazků pak platební neschopnost podniků (původně související převážně se špatnými úvěry z minulosti) začala narůstat. Vznikaly dlouhé řetězce „druhotné platební neschopnosti“, která byla vyvolávána vynucenými mezipodnikovými úvěry.²¹ Nedobrovolný mezipodnikový úvěr reprodukoval měkké rozpočtové omezení pro dlužníky a dodával do ekonomiky specifickou formu „dodatečné likvidity“. Jak uvádějí Clifton a Khan v analýze publikované Mezinárodním měnovým fondem: „Mezipodnikové úvěry po lhůtě splatnosti byly samozřejmě také likviditou, likviditou dodávanou do systému navíc, vedle normální zásoby peněz.“²²

Výše uvedení autoři také docházejí k závěru, že vliv této dodatečné likvidity na ekonomiku může být posouzen, připočteme-li mezipodnikovou zadluženost k široké peněžní zásobě — a vycházejí přitom alternativně z hrubé i čisté mezipodnikové zadluženosti. To ponechává řadu otázek otevřenou. Nicméně nelze popřít, že řetězce vzájemných vynucených úvěrů přidávaly do ekonomiky specifickou formu likvidity tím, že de facto umožňovaly uskutečňovat transakce mezi podniky bez hotových peněz, depozit či bankovních úvěrů. Tato forma likvidity je patologická tím, že její objem může nekontrolovatelně narůstat: v základě vynuceného „úvěru“ nemusí ležet nějaká forma peněžních aktiv u věřitele.

Nedostatek finanční disciplíny nezůstal omezen na státní podniky. Období, kdy se teprve ustavovala kritéria a dotvářely právní předpoklady pro selekci neefektivních podniků, vytvářelo podhoubí pro šíření této choroby i do podniků již privatizovaných a do nově vzniklých soukromých firem. Mezipodniková zadluženost a druhotná platební neschopnost vedly i k vyvolanému nárůstu bankovních úvěrů (staré úvěry byly obnovovány a byl k nim přidáván úrok). Dodatečná likvidita překračovala rámec podnikové sféry (podniky „financovaly“ výplaty mezd, popř. i platby daní, nuceným úvěrem od dodavatelů). To vše komplikovalo měnovou politiku centrální banky.

Můžeme tedy učinit závěr, že nucený mezipodnikový úvěr představoval jakousi velmi specifickou „finanční inovaci“ ze strany podniků, typickou pro prvou fázi transformace: zmírňoval tvrdost rozpočtového omezení; vytvářel v ekonomice dodatečnou likviditu; negativně ovlivňoval možnost centrální banky bojovat proti inflaci restriktivní peněžní politikou.

Otevřenou zůstává otázka, zda přetrvávání mezipodnikové zadluženosti bylo také *podporováno* restriktivní měnovou politikou, resp. úvěrovou politikou komerčních bank, které poskytovaly do ekonomiky méně úvěrů, než dovolovaly nástroje měnové politiky centrální banky. Tato otázka má však nejméně dva aspekty. Na jedné straně nelze vyloučit, že (z důvodů uvedených výše a souvisejících zejména s procesem privatizace) objem transakcí na jednotku nominálního HDP

²⁰ Jak známo, první verze zákona o bankrotech byla schválena až na podzim 1991 a jeho plná platnost byla odložena. Teprve v dubnu 1993 — po úpravě, která měla omezit nebezpečí řetězových bankrotů — vstoupil zákon plně v platnost.

²¹ Dobrovolný mezipodnikový úvěr byl nicméně také vykazován jako pohledávky po lhůtě splatnosti, protože standardní obchodní úvěr z právního hlediska v daném institucionálním uspořádání neexistoval.

²² [Clifton—Khan 1993, s. 687]

vzrostl do té míry, že potřeba transakčních peněz skutečně nebyla plně kryta faktickým růstem peněžní zásoby.

I kdyby ovšem bylo možné růst transakční poptávky po penězích v těchto podmínkách dostatečně přesně odhadnout, je tu ještě druhá stránka věci. V době, kdy započaly procesy vyvolávající nárůst počtu transakcí, byla již v ekonomice přítomná rozsáhlá mezipodniková zadluženost a druhotná platební neschopnost. Dokud zde existovalo také *chování podniků*, které tyto jevy reprodukovalo, bylo by uvolnění měnové politiky spojeno s nebezpečím nekontrolovatelné inflace. Nebylo by reálné očekávat, že by „zdravé peníze“ prostě vytlačily a nahradily tuto „patologickou“ formu likvidity. K tomu nemohlo dojít bez podstatné změny chování podniků, podpořené reálnou hrozbou bankrotů.

Přesto pro podnikový sektor jako celek nárůst mezipodnikové zadluženosti zajistil i vyšší čistý příliv fondů. Vzhledem k tomu, že dluhy po lhůtě splatnosti vyvolaly rozsáhlou druhotnou platební neschopnost, vláda opakovaně přijímala opatření, která měla tento problém zmírnit. Tato opatření byla orientována jak na mezipodnikové dluhy, tak na dluhy podniků u bank. Zejména díky částečným odpisům dluhů se podnikovému sektoru podařilo vsát do sebe značné dodatečné finanční prostředky. I z tohoto hlediska jsou relativně nízké míry inflace v ČR (v porovnání s ostatními transformujícími se ekonomikami) zřetelným úspěchem.²³

V posledním období lze důvodně předpokládat, že díky pokračující restrukturalizaci a konsolidaci podnikové sféry se i charakter mezipodnikové zadluženosti mění nebo bude měnit. V situaci, kdy (přes pomalost soudních řízení) již existuje reálná hrozba bankrotu, lze očekávat, že bude klesat ta část mezipodnikové zadluženosti, která odráží nízkou finanční disciplínu. Naopak by měla růst ta část, kterou lze interpretovat spíše jako dobrovolný obchodní úvěr podložený zdravou finanční situací věřitele. Zároveň se zlepšují i předpoklady pro nahrazení části mezipodnikových dluhů bankovním úvěrem nebo finančními prostředky získávanými na kapitálovém trhu (kde by se mělo postupně rozšiřovat spektrum finančních nástrojů, které budou moci podniky využívat).²⁴ Vzájemné zápočty pohledávek a dluhů prozatím představovaly spíše dočasné řešení. Trvalost výsledku závisí na posilování finanční disciplíny. Dalšími opatřeními, která by měla daný problém zmírnit, je odkup pohledávek speciálními firmami, mimosoudní opatření státu na finanční restrukturalizaci některých firem a — v konečném extrému — bankroty části podniků, které zároveň posílí finanční disciplínu ostatních.²⁵

Z hlediska měnové politiky bylo nejnebezpečnější období rychlého nárůstu mezipodnikové zadluženosti. Její stabilizovaná nebo klesající úroveň už vyvolává méně rizik. Přesto postupné řešení problému mezipodnikové zadluženosti odstraní z hlediska měnové politiky významný komplikující element. Posílí tak i předpoklady pro další snižování míry inflace v té složce, která je kontrolovatelná měnovou politikou.

²³ Příčin relativně nižší míry inflace v ČR byla jistě celá řada. Souvisely nejen s monetární, ale i s fiskální politikou. Jedním z faktorů byla pozitivní role stabilního kurzu jako kotvy, kterou se právě v ČR dařilo udržet. Další možné parciální vysvětlení je, že i vliv nekontrolovatelné likvidity mohl být v ČR relativně méně významný. Vynucené mezipodnikové úvěry přidávaly nekontrolovatelnou likviditu ve všech transformujících se ekonomikách. V ČR však zřejmě tento vliv do jisté míry kompenzovala rychlejší privatizace, která zvyšovala transakční poptávku po penězích, a tím tuto dodatečnou likviditu zčásti absorbovala.

²⁴ V. Kupka v: [Janáček—Klvačová 1994]

²⁵ Přesto je škoda, že pro rok 1993 nejsou k dispozici srovnatelné údaje o mezipodnikové zadluženosti. Její sledování odděleně od ostatních dluhů podnikového sektoru mělo svůj smysl, jak naznačuje tato stat.

- BIGMAN, D.—LEITE, S. P.: Enterprise Arrears in Russia: Causes and Policy Options. IMF Working Paper, č. 64, August 1993.
- BULÍŘ, A.: Československá monetární politika po roce 1989. Finance a úvěr, 1993, č. 5.
- CLIFTON, E. V.—KHAN, M. S.: Interenterprise Arrears in Transforming Economies, The Case of Romania. IMF Staff Papers, vol. 40, č. 3, September 1993.
- FRENKEL, J. A.: International Interdependence and the Constraints on Macroeconomic Policies. Weltwirtschaftliches Archiv, 1986, č. 4.
- GREENE, J. E.—ISARD, P.: Currency Convertibility and the Transformation of Centrally Planned Economies. IMF Occasional Paper, č. 81 (Washington) 1991.
- HRNČÍŘ, M.—KLACEK, J.: Inter-enterprise Indebtedness and Performance of Banking System — the Czech Case. Paper for a ACE workshop, Prague, February 1994.
- HRNČÍŘ, M.—KLACEK, J.: Stabilization Policies and Currency Convertibility in Czechoslovakia. European Economy, special edition, 2, 1991.
- JANÁČEK, K.—KLVAČOVÁ, E.: Restrukturalizace, anebo bankroty. Ekonom, 1994, č. 13.
- JANÁČKOVÁ, S.: Microeconomic Aspects of Transformation. Prague Economic Papers, 1992, č. 3.
- KLAUS, V.: Makroekonomická stránka systémových změn: poučení z české zkušenosti. [Přednáška při udělení čestného doktorátu.] Praha 1994a.
- KLAUS, V.: Pár slov o konvertibilitě české koruny. Lidové noviny 5. 4. 1994b.
- KLAUS, V.: Transformační pravidla: hypotéza dvou polštářů. [Přednáška pro Českou ekonomickou společnost.] Praha, listopad 1993.
- MATHIESON, D. J.—ROJAZ-SUÁREZ, L.: Liberalization of the Capital Account. IMF Occasional Paper, 1993, č. 103.
- POSPÍŠIL, J.: Východiska české měnové politiky v roce 1993. Finance a úvěr, 1993, č. 5.
- WILLIAMSON, J. (ed.): Currency Convertibility in Eastern Europe. Washington, Institute for International Economics 1991.
- WOLF, T. A.: The Exchange Rate and the Price Level in Socialist Economies. In: Commander, E. (editor): Managing Inflation in Socialist Economies in Transition. The World Bank, Washington, D. C. 1991.

SUMMARY

Specific Issues of Monetary Policy in the Czech Republic

Stanislava JANÁČKOVÁ, Institute of Economics of the CNB

The paper analyzes two selected issues of monetary policy which stem from the specific position of the Czech Republic as a transforming economy. In the first part, the author examines the role of stable exchange rate as a nominal anchor. It is shown that the anchor works through specific mechanisms in a transforming economy where relative prices are changing substantially, the currency is undervalued in relation to purchasing power parity, and non-convertible for capital account transactions.

In the second part, the issue of interenterprise arrears is discussed. The phenomenon is interpreted in the paper as a specific, pathological "financial innovation" typical for the initial stage of transformation in the post-communist countries. Chains of involuntary interenterprise credit bring additional, uncontrollable liquidity into the economy; consequences for monetary policy are discussed.