

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

Tel.: (02) 253 018 nebo: (02) 24 21 00 25, l. 6141
Fax: (02) 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

Pavel DVOŘÁK—Martin MANDEL: K typologii rozpočtových deficitů (1. část) . . . 533

Aktuální ekonomické otázky Evropské unie

Josef MERVART: Vývoj Evropské unie a předpoklady vstupu ČR 540

Přemysl MIČKA: Evropská dohoda a její naplňování v českém bankovníctví . . . 550

Stephany GRIFFITH-JONES—E. V. K. FITZGERALD: Rozvoj finančního sektoru ve střední a východní Evropě 560

Z historie

Ladislav MINČIČ: Ke zkušenostem předválečného Československa s rozpočtovým určením výnosu daní 578

Recenze

Jiří JONÁŠ: Evropská učebnice makroekonomie (M. Burda—Ch. Wyplosz) 583

Informace

Leoš VÍTEK—Marek BEROUNSKÝ: Konference „Teoretické a praktické aspekty veřejných financí v ČR“ 591

Contents

Pavel DVOŘÁK—Martin MANDEL: The Typology of Budget Deficits (1st Part) . . . 533

Actual Economic Issues of the European Union

Josef MERVART: The Development of the European Union and the Supposition of the CR for Integration 540

Přemysl MIČKA: The European Union Association Agreement and the Czech Banking System 550

Stephany GRIFFITH-JONES—E. V. K. FITZGERALD: Financial Sector Development in Central and Eastern Europe 560

History

Ladislav MINČIČ: The Czechoslovak Experience with the Tax Revenue Destination before the World War II 578

Book-Review

Jiří JONÁŠ: A European Textbook of Macroeconomics (M. Burda—Ch. Wyplosz) . . . 583

Information

Leoš VÍTEK—Marek BEROUNSKÝ: The Conference on Theoretical and Practical Issues on Public Finance in the Czech Republic 591

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., Prof. Jan Švejnar, Ph.D., Doc. Dr. František Vencovský, Ing. Jan Vít, Prof. Ing. Karol Vlachynský, CSc.

Rozvoj finančního sektoru ve střední a východní Evropě*

Stephany GRIFFITH-JONES — E. V. K. FITZGERALD**

I. Problém špatných úvěrů

Rozvoj finančního sektoru v reformujících se ekonomikách ve střední a východní Evropě stojí před závažnými krátkodobými i dlouhodobými problémy.

Mezi krátkodobými problémy se zdá být klíčovým způsob, jakým se přistupuje ke špatným úvěrům (bad loans) — jak starým, tak novým — včetně fiskálních důsledků a dopadů pro budoucí strukturu finančního sektoru a výkon vlastnických práv v podnikové sféře.

Mnoho analytiků přikládá vyřešení tohoto problému rozhodující význam; vidí v něm pro tranzitivní ekonomiky klíčový předpoklad pro nasměrování úspor do produktivních investic. Například Dittus¹ tvrdí, že „restrukturalizace státních podniků a přetnutí pupeční šňůry s bankovní soustavou představují nejzávažnější z nevyřešených problémů, jež podkopávají perspektivu růstu“. Dittus [1994] i další dále tvrdí, že pokud nebudou přijata potřebná opatření, úspory budou nadále mizet v „černé díře“ podnikových ztrát a nevytvoří tedy základnu pro návrat na růstovou trajektorii. Dalším mimořádně závažným problémem, i když v literatuře méně zdůrazňovaným, je nezbytnost ochrany stability bankovní soustavy. To je důležité vždy, ale v tranzitivních ekonomikách obzvláště.

Naše případové studie potvrzují, že rozsah tohoto problému — ačkoli je velmi obtížné přesně ho kvantifikovat — je velmi znepokojivý (údaje a odhady rozměru špatných úvěrů jsou obsaženy v *tabulce 9.1*).

Je však zajímavé, že alespoň v jedné ze tří zemí analyzovaných v případových studiích (v České republice) se dimenze tohoto problému dokonce snížila. Podle dat uvedených v *tabulce 9.1* se tedy zdá, že problém špatných úvěrů se v České republice v roce 1993 zmenšil, částečně proto, že některé z podniků dlužící bankám velké částky (vedené jako „špatné“ nebo „vysoce rizikové“)

* Příspěvek je překladem poslední kapitoly knihy „Finanční reforma ve střední a východní Evropě“, o níž jsme přinesli podrobnější informaci v č. 2/95 FaÚ. K této knize se také vztahují ty odkazy na jednotlivé kapitoly, které autoři publikovaného příspěvku uvádějí.

** Autoři (S. Griffith-Jones, Institute of Development Studies at Sussex University; E.V.K. Fitzgerald, ředitel Finance and Trade Policy Research Centre at University of Oxford a přednášející profesor na St Antony's College Oxford — pozn. red.) by rádi poděkovali svým kolegům z projektu za cenné připomínky k první verzi, jež poskytli v průběhu konference na Sussex University. Za podnětné připomínky jsou vděční rovněž Davidu Beggovi, Henriku Kierzkowskému, Johnu Robertsovi a Tadevi Rybczynskému.

¹ Dittus, P.: Finance and Corporate Governance. In: Fischer, B. (ed.): Investment and Financing in Developing Countries, Nomos Verlagsgesellschaft, Baden Baden 1994.

TABULKA 9.1**Odhad podílu špatných bankovních úvěrů na celkových bankovních úvěrech (v %)**

Československo				
1991		prosinec 1992 (3,4)	1993 (5)	
(1)	(2)			
cca 29 %	cca 66 %	cca 16 %	11 %	

(1) pramen: World Bank CSFR, Financial Sector Review, 31. 3. 1991.

(2) interní materiály ČNB a odhady M. Kerouše

(3) Jedná se o klasifikovaná aktiva (nestandardní, pochybná a ztrátová).

(4) Obsahuje všechny pochybné úvěry, nejenom „staré“, jako je tomu u údajů za rok 1991; avšak neobsahuje portfolio úvěrů Konsolidační banky (které dosahuje 92 mld. Kč). Při jeho zahrnutí by podíl špatných úvěrů činil přibližně 25 %.

(5) pouze za ČR

prameny: M. Kerouš: Klíčové problémy československého bankovníctví (kap. 3);
odhady autorů

Maďarsko				
1987 (1)	1988 (1)	1990 (1)	1991 (1)	1992 (2)
0,3 %	0,6 %	2,6 %	4,7 %	12,9 %

(1) 1987–91: v tomto období byly údaje ovlivněny regulačními opatřeními.

(2) 1992: údaje odrážejí nové standardy, jež jsou v souladu s mezinárodními normami.

pramen: R. Neyrs a G. Rosta Lutz: Vývoj finančního sektoru v Maďarsku (kap. 6).

Polsko					
	červen 1991	prosinec 1991	červenec 1992	září 1992	červen 1993
komerční banky celkem	24	20	20	—	30
specializované banky 1(1)	—	56	—	75	72
specializované banky 2(1)	—	14	—	26	27

(1) procentní podíl v celkovém portfoliu banky

pramen: T. Lamacz: Vývoj finančního sektoru a makroekonomická politika v Polsku (kap. 7).

výrazně zlepšily splácení svých úvěrů; příkladem takového zjevně příznivého vývoje v oblasti úvěrů je Škoda Plzeň po změně podnikového vedení a po dalších změnách zlepšujících perspektivy podniku. Údaje z roku 1993 zachycují špatné úvěry pouze za Českou republiku, zatímco předchozí údaje i za Slovensko, kde je procento špatných úvěrů pravděpodobně vyšší. Zlepšení tedy mohlo být zčásti také důsledkem změn ve statistické bázi vyvolaných rozdělením země.

V Polsku docházelo k určitému zlepšení v podílu špatných úvěrů na celkovém zadlužení vůči bankám konkrétně až do poloviny roku 1992. V průběhu první poloviny r. 1993 se tento podíl značně zhoršil. Nicméně v Polsku předpokládají, že špatné úvěry budou redukovány, jakmile a pokud bude zahájen program rekapitalizace bank (popsaný níže), který připravila vláda a odsou-

hlasila Světová banka. V případě Polska je třeba zdůraznit, že extrémně vysoké (i když v současnosti poněkud klesající) zatížení špatnými úvěry v celkovém úvěrovém portfoliu je soustředěno na jednu skupinu specializovaných bank.

Zdá se, že ve všech třech zemích, ale zvláště v České republice, bude docházet k další diferenciaci mezi bankami, protože nové banky — které jsou agresivnější ve své úvěrové činnosti a často mají nižší počáteční úroveň odpisových ztrát — budou patrně vystaveny riziku špatných úvěrů více než větší, již zavedené banky.

S částečně povzbudivým trendem při řešení tohoto velmi vážného problému v České republice kontrastuje vývoj v Maďarsku, kde dochází ke stálému zhoršování podílu špatných bankovních úvěrů, i když v určitém rozsahu to lze vysvětlit zpřísněním auditorských standardů a zavedením nových metod (je třeba poznamenat, že v tomto ohledu je Maďarsko dále než ČR a Polsko). Vývoj v Maďarsku však odráží i zhoršování kvality úvěrů, což je spojeno jak s hlubokou — hlubší, než se předpokládalo — recesí v Maďarsku v posledních několika letech, tak s přísnějším režimem bankrotů v roce 1992. V rostoucí míře, stejně jako v ostatních dvou zemích, se problémy maďarských bank se špatnými úvěry dotýkají nejenom zadlužení státních podniků — ať již v současnosti privatizovaných, nebo ještě patřících do státního sektoru (problém „starých špatných úvěrů“) —, ale i špatných úvěrů vznikajícího soukromého sektoru, tzv. „nových špatných úvěrů“.

Případové studie ovšem nesdílejí názor celé řady analytiků, že „špatné úvěry“ tvoří výlučný, nebo dokonce hlavní faktor, který deformuje úvěrovou politiku ve střední a východní Evropě (SVE) tím, že pokračující úvěrování ztrátových státních podniků vede k vytlačování soukromých podniků a k růstu jejich nákladů. Zdá se, že v omezování přístupu vznikajícího soukromého sektoru k úvěrům, zvláště pokud jde o malé a střední podniky, jsou stejně významné — ne-li významnější — další faktory. Například, jak ukazuje Dědek v kapitole 5, závažnými faktory, jež brání vznikajícím malým a středním soukromým podnikům v České republice v přístupu k bankovním úvěrům, jsou nedostatek zkušeností, vysoké administrativní náklady a nedostačující záruky (zástavy). Kerouš v kapitole 3 tvrdí, že banky v České republice přikládají fyzickým zárukám nebo garancím jako předpokladu poskytnutí půjček vznikajícímu soukromému sektoru velký význam.

Je však třeba zdůraznit, že existuje zřejmá souvislost mezi špatnými úvěry státních podniků a omezeným poskytováním úvěrů vznikajícímu soukromému sektoru, jakož i mezi vysokými náklady těchto výpůjček a vysokým rozpětím mezi debetní a kreditní úrokovou sazbou. Pokud jde o první problém, případ Československa sice ukazuje na rychlý růst podílu úvěrů směřujících do soukromého sektoru (z 0,6 % z celkového objemu úvěrů poskytnutých v roce 1990 na 26,3 % v roce 1992), avšak šetření uskutečněná koncem roku 1992 dokládají, že domácími bankami byla uspokojena pouze jedna z pěti žádostí podniků soukromého sektoru, zahraničními bankami pak dokonce jen jedna z deseti žádostí o úvěr (viz Kerouš, kapitola 3). Pokud jde o náklady vypůjčování si, ty jsou vysoké konkrétně v případě nových bank v Československu (které musejí platit více za získání zdrojů). To je opět zvláště závažné pro vznikající soukromý sektor, neboť na poskytování půjček především soukromým podnikům se zaměřují právě především tyto nové banky. Skutečnost, že rozpětí mezi kreditní a debetní úrokovou sazbou je velmi vysoké, vyvolává vyšší náklady pro dlužníky a nižší úrokové sazby z vkladů, jež odrážejí spořitele.

TABULKA 9.2

rekapitalizace bank		
banky hrají hlavní roli při restrukturalizaci podniků	NE	ANO
	I Čína, počáteční fáze ve SVE	II Maďarsko, v určitém rozsahu Česká republika a Slovenská republika
	ANO není relevantní	III Polsko

pramen: [Dittus 1994]

Lze tedy učinit závěr, že překonání problému špatných úvěrů představuje sice nezbytnou, nikoli však postačující podmínku pro zajištění odpovídajícího přístupu soukromého sektoru k bankovním úvěrům. To je však rozhodující pro podporu růstu soukromého sektoru. Jak bylo zdůrazněno, je překonání tohoto problému podstatné také pro zajištění stability bankovního systému. Jakékoli závažnější ohrožení stability bankovního systému by působilo velmi negativně jak na rozvoj tržní ekonomiky, tak i na politickou podporu tohoto procesu.

Z analytických důvodů — i při riziku určitého zjednodušení — se pokusíme o typologii řešení problému špatných úvěrů a jejich propojení s problémem vlastnického řízení a financování podniků. Typologie má dvě kritéria: (1) zda banky byly, či nebyly rekapitalizovány a (2) zda se banky větší měrou zajímají o restrukturalizaci podniků v důsledku provedené rekapitalizace. Samozřejmě stále častěji je kladena otázka, zda vyřešení problému špatných úvěrů pro zlepšení efektivity podnikového sektoru postačuje. Rozhodující problémy jsou tedy nyní zřejmě nejenom čistě finanční povahy; je také nutné: (a) zlepšit dlouhodobou efektivnost podnikového sektoru, (b) definovat roli bank (příp. vládních institucí) při restrukturalizaci podniků a později při sledování jejich finanční kázně a (c) specifikovat, jak banky (příp. vládní instituce) budou tuto úlohu plnit.

Jak ukazuje *tabulka 9.2*, přijatá řešení — a možná i nejlepší řešení — mohou být v různých zemích různá, například v závislosti na rozdílech v existující institucionální struktuře a na tom, jak byla provedena privatizace. Tedy např. problém výkonu vlastnického řízení bude odlišný v České republice, kde privatizace proběhla rychle a před restrukturalizací — ať finanční, nebo technologickou —, odlišný v Maďarsku, kde privatizace byla více postupná a často následovala po restrukturalizaci podniků, a odlišný v Polsku, kde se plánuje uskutečnění restrukturalizace současně s privatizací podniků.

První řešení (I) znamená nedělat nic; je charakteristické pro počáteční fáze reformy ve střední a východní Evropě a také pro reformy v Číně. To, že tato metoda byla údajně úspěšná v Číně, lze přičíst takovým specifickým příčinám, jako je existence neformálních kapitálových trhů v Číně, založených obzvláště na úsporách akumulovaných v průběhu prudkého růstu zemědělské produkce, jenž byl důsledkem tržních reform v tomto odvětví. Je zřejmé, že obdobné podmínky neexistují v SVE, a proto by uvedená strategie ani nepřinesla žádoucí výsledky.

Druhý přístup (II) spočívá v rekapitalizaci bank, tedy v rozbití jejich propojení se státními podniky. Pro restrukturalizaci podniků a vytvoření vhodného mechanismu kontroly managementu by bylo třeba nalézt nezávislá řešení. To jsou pravděpodobně do určité míry zkušenosti Československa (nyní České republiky a Slovenska), kde rychlá privatizace podniků předcházela restrukturalizaci a kde došlo k dílčí rekapitalizaci bank (hlavně cestou vytvoření Konsolidační banky a odepsání dluhů z privatizačních výnosů) nezávisle na restrukturalizaci podniků. Do značné míry je to také případ Maďarska. Jak vysvětlují Nyers a Rosta Lutz v kapitole 6, maďarská vláda uplatnila postup konsolidace bank. Ten v roce 1992 spočíval v „odkoupení“ některých špatných úvěrů státem s určitou srážkou a v převedení těchto pohledávek na speciální instituci. V roce 1993 byl použit odlišný postup, kdy banky prodávaly své „pochybné“ nebo „špatné“ úvěry přímo speciálním tržně se chovajícím organizacím, které buď inkasují a restrukturalizují pohledávky, nebo je převádějí na jiné vlastníky. Jak v roce 1992, tak i v roce 1993 byly bankám k pokrytí jejich úvěrů poskytnuty převoditelné uročené vládní obligace. Zdá se, že postup uplatněný v roce 1993 obsahuje určité prvky varianty (III), protože banky budou hrát jistou roli v restrukturalizaci podniků, i když ne tak jasnou a rozsáhlou, jako se plánuje v Polsku.

Třetí přístup představuje Polsko, kde se — jak zdůrazňuje Lamacz v kapitole 7 — kombinuje kapitalizace bank (ve formě distribuce obligací), „procesy vyrovnání“ (které jsou zúženou verzí jednoho z postupů existujícího polského zákona o bankrotech), konverze úvěrů na vlastnické podíly a komercializace úvěrů. Tento polský přístup tedy kombinuje restrukturalizaci a kontrolu podniků současně s rekapitalizací bank. Zdálo by se tedy, že polský systém je výhodný, pokud jde o jeho příspěvek k dosažení dvou hlavních cílů dobře fungujícího bankovního systému, tj. zlepšení efektivnosti alokace finančních zdrojů a ovlivňování finanční disciplíny cestou „vnitřní kontroly“; tím se více blíží německému nebo japonskému systému. Touto cestou by bylo možné se vyhnout narušení dlouhodobých podnikových plánů v důsledku nedostatku krátkodobých zdrojů. Hlavní problém takového přístupu spočívá v tom, že banky zřejmě nemají dostatek informací o vlastněných podnicích a mohou být v pokušení obnovit úvěrové linky nebo úvěry prolongovat, aby udržely hodnotu těchto firem. Nejzávažnější riziko by pak představovala dekapitalizace bank. Jiným rizikem je neochota bank provádět kapitalizaci úvěrů; to byl údajně případ bývalého Československa, kde banky nechtěly ztratit postavení věřitele.

Ačkoli výše popsané přístupy se značně liší, zdá se, že mají i některé společné rysy. Nejnapadnější je ten, že ve všech třech zemích se diskutovalo nebo zavedlo obchodování s úvěry, a to buď prováděné samotnými bankami, specializovanými institucemi typu české Konsolidační banky, nebo speciálními tržními institucemi. To by vedlo k vytvoření určitého druhu sekundárního trhu s úvěry, což by byla do jisté míry paralela k tržnímu mechanismu, jenž byl nápomocen při řešení kritického zahraničního zadlužení rozvojových zemí v 80. letech.

Tato i další opatření se však stala složitějšími, protože došlo k významným změnám jak ve vlastnictví bank, tak podniků; mnohé z nich jsou nyní v soukromých rukách. Z toho vyplývá, že zřejmě byla správná tvrzení — například představitelů Světové banky — o urychleném vyčištění bilancí v době, kdy vlastnictví je ještě převážně státní. Při diverzifikovaném vlastnictví je proces administrativně náročný a — co je důležitější — použití veřejných peněz kontroverznější.

Vezmeme-li v úvahu, že došlo k určitým chybám při načasování rekapitalizace bank, je otázkou, jaká kritéria by měla být sledována při budoucí rekapitalizaci v dalších zemích směřujících k tržní ekonomice a zda by mohla vystat potřeba další rekapitalizace ve třech zmiňovaných zemích SVE.

(1) Za prvé, rozměr rekapitalizace by měl být dostatečně velký na to, aby rozbil spojení mezi bankami a podniky. Bylo již konstatováno, že polovičatá rekapitalizace může být horší než žádná, protože zvětšuje bankám prostor pro úvěry, ale nezmenšuje síly směřující nové úvěry k jejich tradičním klientům – státním podnikům. Rekapitalizace prováděná po dlouhou dobu při vysokém rozpětí mezi kreditní a debetní úrokovou sazbou (jako je tomu ve třech popisovaných zemích) je neefektivní, protože trvá příliš dlouho a penalizuje úspěšné firmy za účelem financování ztrát neúspěšných podniků.

Nedostatečná rekapitalizace bank také přispívá k nárůstu nedobrovolného mezipodnikového zadlužení. I když určitá úroveň mezipodnikového zadlužení je v tržní ekonomice normální, její nedobrovolná podstata může narušovat alokaci bankovních úvěrů.

Navíc, jak bylo uvedeno, rekapitalizace bank musí přispívat k vytváření efektivnější ekonomiky, a to buď přímo – prostřednictvím vlastnické účasti bank v podniku –, nebo nepřímo – cestou přísnějšího finančního režimu pro existující dlužníky a přesměrování toku úspor do dynamického soukromého sektoru. Takové cíle rekapitalizace bank mohou být dosaženy pouze tehdy, když se změní motivace bank a charakter podniků současně s tím, jak jsou banky rekapitalizovány.

Vhodné motivy pro chování bank se týkají nejenom vztahů mezi bankami a podniky zatíženými špatnými úvěry z minulosti. Jedná se také o motivace k poskytování nových úvěrů bankovním systémem tak, aby byla splněna jak kritéria alokační efektivnosti a obezřetného podnikání, tak i zajištěna dlouhodobá solventnost bank.

(2) Za druhé, rekapitalizační program musí mít co nejmenší přímé i nepřímé fiskální dopady. Uvedli jsme již, že emise vládního dluhu za účelem nahrazení pochybných úvěrů nebo zvýšení vlastního bankovního kapitálu je čistě účetní operace. To je pravda jen v těch případech, kdy banky a firmy jsou ve státním vlastnictví; jak jsme zdůraznili, není to již případ zemí střední a východní Evropy. Navíc dokonce i když jsou banky a firmy ve státním vlastnictví, důsledkem emise státního dluhu nahrazujícího pochybné úvěry jsou úrokové náklady, které zvyšují výdaje rozpočtu. To znamená buď zvýšení rozpočtového deficitu, nebo krácení ostatních státních výdajů, nebo zvýšení daní. Všechny tyto možnosti, pokud se vyskytují ve velkém rozsahu, jsou nežádoucí.

Míra, při které začíná být problematické jakékoliv další fiskální zatížení vznikající při rekapitalizaci bank, závisí přirozeně také na rozsahu existující a plánované fiskální nerovnováhy. Můžeme připustit, že bývalé Československo si mohlo pravděpodobně dovolit větší rekapitalizaci bank i rozsáhlejší odepsání úvěrů, než jak bylo provedeno, protože jeho finanční situace byla a celkově i nadále zůstává vyrovnaná. Případy Polska a Maďarska jsou poněkud odlišné a v tomto směru složitější, protože tyto země mají značný finanční deficit. V případech, kdy finanční schodek omezuje schopnost vlády k účinnému zásahu, jsou proto zvláště vhodné fondy zahraničních dárců a věřitelů (např. Světová banka půjčila prostředky k tomuto účelu Polsku). V případě Československa, kde je méně fiskálních omezení, je žádoucí pružnější přístup

mezinárodních finančních institucí, který by umožnil, nebo dokonce povzbudil využití finančních zdrojů k nezbytné rekapitalizaci bank.

Potenciální výše nákladů na rekapitalizaci bank je určena nejen rozsahem daného problému v zemích střední a východní Evropy (viz opět tabulka 9.1) a odhady (např. Dittuse z r. 1994), že úrokové vícenáklady by mohly ve třech analyzovaných zemích zvýšit rozpočtový deficit až o 2 % HDP, ale také zkušenostmi rozvojových zemí při řešení problému špatných úvěrů (podrobně v 8. kapitole). Například v Chile v letech 1982–89 se roční ztráta, kterou utrpěla centrální banka v důsledku vypořádání se s problémem velkého vnitřního zadlužení, odhaduje průměrně na 2,4 % hrubého národního produktu; v zemích jako Argentina a Filipíny byl — podle odhadů Vose — rozsah ztrát podobný. Pokud vláda neprovede explicitní rekapitalizaci, může pochopitelně ztráty bank financovat také centrální banka, i když méně otevřeným způsobem. Jak správně tvrdí van Wijnbergen², v momentě, kdy jsou dluhy uznány a úrokové náklady zaneseny do rozpočtu, je větší pravděpodobnost, že bude vytvořena účinná daňová struktura k pokrytí těchto nákladů. Navíc ztráty v případě nečinnosti by mohly být ve skutečnosti mnohem vyšší, protože tato pasivita by způsobila další alokační neefektivnosti.

K minimalizaci fiskálních dopadů bankovních rekapitalizačních programů v transformujících se ekonomikách mohou být použity tyto mechanismy:

a) Omezit rozsah celé operace na nejmenší možnou míru v souladu s prvořadým cílem — rozbít negativní propojení mezi bankami a ztrátovými státními podniky.

b) Pokusit se najít vedle čistě rozpočtových ještě i jiné zdroje financování. Může to být externí financování ve formě grantů, např. z programu PHARE v rámci EHS. Zahraniční půjčky (např. od Světové banky) jsou v tomto smyslu dlouhodobě méně vhodné; i když krátkodobě mírní fiskální problém, budou muset být v budoucnosti splaceny, a to v cizí měně. Pokud by byla celková úroveň zahraničního dluhu ve vztahu k exportu nízká a pokud by export rychle vzrůstal, pak by bylo vše v pořádku. Avšak kdyby tyto podmínky nebyly splněny, mohla by přeměna vnitřního dluhu na vnější mít v budoucnu negativní důsledky.

Jiným zdrojem mohou být např. výnosy z privatizace. Jako ilustrace může sloužit Československo v roce 1991, kdy byly příjmy tří fondů národního majetku (Českého, Slovenského a Federálního) použity k financování jak odpisu starých pochybných úvěrů (35 mld. Kčs), tak k rekapitalizaci bank (15 mld. Kčs). Jiným zdrojem — použitým v případě Maďarska (viz Nyers a Rosta Lutz, kapitola 6) k financování nezbytného nárůstu rizikových rezerv a jejich prostřednictvím i nedobutých úvěrů — je požadavek, aby banky snížily na určitý limit výplaty dividend svým akcionářům. Je zajímavé, že podobný mechanismus úspěšně použilo Chile, kde po vnitřní bankovní krizi na začátku 80. let vláda rekapitalizovala banky vykoupením špatných úvěrů pomocí dlouhodobých vládních obligací a akcionáři těchto bank neobdrželi žádné dividendy, dokud nebyli schopni vykoupit úvěry zpět ze zisku svých bank (viz kapitolu 8). Dalším zdrojem, v zemích střední a východní Evropy poměrně nevyzkoušeným, je využití tržního mechanismu a prodej úvěrů se srážkou. To je sice lákavé řešení, ale jeho rozsah může být omezen výší dosažitelných úspor (viz Klacek v kapitole 4) a neexistencí vhodných mechanismů. Existují také jiné možné zdroje pro rekapitalizaci bank, jako jsou společné podniky se zahraničními bankami, které

² Wijnbergen, S. van: Enterprise Reform in Eastern Europe. World Bank (mimeo), Sept. 1993.

mohou dodat nový kapitál do bank střední a východní Evropy; takové společné podniky mají samozřejmě ještě další důležité výhody.

Metoda vypořádání špatných úvěrů podniků a rekapitalizace bank také ovlivňuje velikost příspěvku ze státního rozpočtu. Způsob řešení špatných úvěrů prostřednictvím záměny úvěrů vlastním jménem může snížit fiskální výdaje na rekapitalizaci bank, takže věřitel je na tom lépe (nebo alespoň stejně), než kdyby úvěry odepsal. Jak zdůrazňuje van Wijnbergen [1993], vlastní jmění nemůže klesnout pod nulu, ale když se zvýší, pocítí toto zlepšení i věřitel.

I když mohou a měly by být nalezeny i jiné mechanismy, které by se podílely na nákladech rekapitalizace bank, je nepochybné, že k řešení tohoto důležitého problému jsou nezbytné výdaje z rozpočtu.

(3) V ideálním případě by měl být program rekapitalizace bank vnímán jako jednorázová operace, anebo — pokud byly předchozí operace již provedeny — jako konečná operace. Je důležité, aby se vláda zavázala, že v budoucnosti nebude banky podporovat, a tento závazek musí být věrohodný. Může být signalizován provedením dostatečně rozsáhlé bankovní rekapitalizace, aby bylo možné se vypořádat s danými problémy. Tento krok lze podpořit časovým rozvrhem privatizace bank; důležitou roli může hrát také zpružnění konkurzního řízení. Pomocí může být rovněž posílení konkurenčního prostředí v bankovníctví, lepší řízení bank a otevření bankovníctví zahraničním subjektům.

Jedním ze základních předpokladů jistoty (nebo větší pravděpodobnosti), že rekapitalizace žádné z větších bank se nebude muset opakovat, je posílení bankovního dohledu. Zlepšení bankovního dohledu a bankovní regulace v zemích střední a východní Evropy si zasluhuje maximální systémovou i technickou pozornost, zvláště proto, že nové orgány bankovního dohledu nemají dostatek zkušeností a vyškoleného personálu.

Zkvalitnění regulace a dohledu by se nemělo omezovat jen na bankovní sektor. Jak říká Drábek v kapitole 2, v zemích střední a východní Evropy je pro zajištění dlouhodobého kapitálu důležitý rozvoj kapitálových trhů (obzvláště proto, že banky nejsou ochotny riskovat a snaží se značně zkrátit zápůjční lhůtu, viz např. Kerouš, kapitola 3 o Československu a Nyers a Rosta Lutz, kapitola 6 o Maďarsku). Kapitálové trhy jsou důležité také proto, že umožňují příliv zahraničního kapitálu v podobě přímých investic. Tento poslední moment byl významný nejen v Latinské Americe, ale také v Maďarsku, které má mezi zeměmi střední a východní Evropy relativně nejvyvinutější kapitálové trhy a nejvyšší přírůstky v přílivu portfoliového kapitálu.

Pro udržení rozvoje kapitálových trhů v zemích střední a východní Evropy je velmi důležité zavést odpovídající regulaci od samého začátku. I v tomto případě je základem technická pomoc. Je však třeba zdůraznit, že v rozvinutých tržních ekonomikách existují některé nedokonalosti a mezery v regulaci, např. při regulaci trhu s cennými papíry. To se týká zvláště koordinace při regulaci mezinárodních trhů s cennými papíry, regulace podrozvahových rizik bank (na které v současné době významně pracuje BIS) a regulace finančních konglomerátů, což jsou instituce, které provozují zároveň bankovníctví, operace s cennými papíry a ostatní finanční služby. I když se ze zkušeností rozvinutých i méně rozvinutých ekonomik můžeme velice poučit (např. vážné problémy na Indické burze v r. 1992 mohou být alespoň částečně přičteny špatné regulaci), je důležité pochopit, že regulační instituce — a to nejen v zemích střední a východní Evropy, ale i v tržních ekonomikách — tvoří alespoň v určitém směru nezmapovanou oblast.

Drábková kapitola pojednává o rozvoji kapitálových trhů ve střední Evropě a o hlavních překážkách, které brání tomu, aby se tyto trhy staly atraktivními pro zahraniční investice. Tato kapitola se zabývá čtyřmi zeměmi — Českou republikou, Slovenskem, Maďarskem a Polskem. Překážky pro zahraniční investice jsou analyzovány ve čtyřech oblastech — institucionální charakteristiky kapitálových trhů, jejich likvidita, privatizace a makroekonomická výkonnost.

Jak říká Drábek, likvidita kapitálových trhů v těchto zemích je silně omezená, snad s výjimkou Polska, jehož kapitálový trh je v poslední době velmi živý. Nedostatek likvidity odráží množství faktorů: trhy jsou stále velmi malé a obchoduje se zřídka; ale snad nejzávažnějším problémem je poměrně omezené množství domácích úspor. Ty jsou značně nižší než poptávka po dlouhodobém kapitálu, vyvolaná privatizací, restrukturalizací a nově vznikajícím soukromým sektorem. V Maďarsku tato skutečnost vytvořila ovzduší nedůvěry u zahraničních investorů, kteří před svou expanzí očekávají mnohem širší účast domácích investorů. Likvidita trhů je také ovlivněna restrikcemi uvalenými na banky, jež jim nedovolují aktivněji se účastnit na kapitálových trzích, což ovlivňuje jejich rizikovou angažovanost a časové omezení období, po které jsou akcie vlastněny. Negativně působí na likviditu také nejasná pravidla pro poskytování úvěrů investičním fondům a domácnostem k nákupu akcií a obligací. V České republice a na Slovensku některé investiční fondy nejsou finančně silné a v Polsku a Maďarsku investiční fondy prakticky neexistují. Všechny země také uplatňují selektivní restriktce vůči zahraničním investorům při získávání akcií v určitých odvětvích. Mocným nástrojem k povzbuzení zájmu o trh s cennými papíry může být také zdanění — jako v Polsku. Zvláště by se mělo podporovat daňové zvýhodnění při nákupu akcií domácnostmi, což bylo nedávno provedeno v Maďarsku.

Ke zvýšení likvidity trhů také přispěje odstranění těch překážek v rozvoji kapitálových trhů, které mají původ v institucionálním uspořádání kapitálových trhů a v privatizaci. Hlavní problém ve vztahu k institucionální stránce představuje probíhající spor o to, v jakém rozsahu by měly být trhy regulovány. Podle Drábka (kapitola 2) mají úřady tendenci regulovat trhy co nejvíce, možná dokonce je i „preregulovat“, aby je ochránily před manipulací a korupcí. Nicméně investoři stále nemají dostatek informací o podnicích. Kvalita auditorských zpráv je stále nižší, než je na Západě běžné, a úřady mají sklon potlačovat roli tržních analytiků a dealerů, opět ze strachu z korupce a tržní manipulace. Potenciálním zdrojem problémů v České republice a na Slovensku je také regulace investičních fondů, která se liší od pravidel používaných pro jiné finanční instituce. Všechny země mají potíže s účinným prosazováním celého spektra regulačních pravidel. Jinak řečeno, problém regulačního rámce není ani tak problémem regulace samotné, jako spíše jejího prosazování. To je způsobeno částečně nevyřešenou otázkou odpovědnosti za dozor, jako je tomu v případech bank a jejich činnosti na trzích s cennými papíry; ty jsou subjektem dozoru dvou institucí — první je centrální banka pro bankovní operace a druhou je Komise pro cenné papíry a burzy, která dohlíží na operace na burze. A konečně, clearingové a zúčtovací mechanismy jsou v těchto zemích zavedeny dosti dobře, včlenění jejich národních systémů do evropské sítě by bylo velmi užitečné.

Privatizace je pro rozvoj kapitálových trhů životně nezbytná. Může probíhat prostřednictvím burzy a takto mohou získávat dlouhodobý kapitál soukromé podniky. V současné době však privatizace neposkytuje dostatečně silný stimul pro rozvoj kapitálových trhů. Základním problémem samozřejmě je, že v Maďarsku a Polsku byly hromadné privatizační programy nežádoucím způ-

sobem zpožděny. Existují však i jiné důvody. Jedním z nich je omezený počet podniků, které jsou schopny splnit přísné podmínky ke vstupu na burzu. To znamená, že obchodování na trhu s cennými papíry v zemích, jako je Česká republika nebo Slovensko, kde privatizace postupuje rychle, se omezuje na akcie podniků s bezproblémovou finanční situací. Dalším důvodem je potřeba restrukturalizace mnoha podniků. Tento proces byl zpomalen zpožděním v konkurzních řízeních a nevyřešenými otázkami restitucí, starých úvěrů, závazků vůči životnímu prostředí a některými dalšími překážkami, které mohou být vyřešeny změnami hospodářské politiky.

I když pro země střední a východní Evropy je rozvoj kapitálových trhů velmi důležitý, je třeba poznamenat, že v západní Evropě, Spojených státech a úspěšných východoasijských zemích (včetně Japonska) mají trhy s obligacemi a akciemi ve financování podniků poměrně malou roli, dokonce jejich rozvoj spíše jen následuje rozmach jihoasijských ekonomik, než aby jej vedl. Ve skutečnosti ve východní Asii hrají stále důležitější roli při alokaci kapitálu banky. Proto by se do kapitálových trhů neměla vkládat přílišná očekávání, ale — obzvláště v případě omezeného počtu kvalifikovaného personálu — mělo by se vynaložit dostatečné úsilí na správné fungování a kontrolu klíčového bankovního sektoru.

II. Další úspěchy a problémy v rozvoji bankovníctví

I když problém špatných úvěrů a způsob jeho řešení tvoří jádro krátkodobých problémů bank a podniků, je důležité zhodnotit i jiné sporné body.

Je pravda, že bankovní soustavy v bývalém Československu, Maďarsku a Polsku dosáhly během období přechodu na tržní hospodářství značných úspěchů. Stále však ještě musejí čelit závažným úkolům.

Například v bývalém Československu mohou být zaznamenány dva jasné úspěchy (podrobněji viz Kerous, kap. 3). Prvním je ten, že nedošlo — alespoň prozatím — k žádnému úpadku banky, třebaže proběhlo velké množství ekonomických změn a na banky jsou vyvíjeny různé tlaky. Druhým úspěchem je výrazné zrychlení bankovního platebního systému. Je třeba zdůraznit, že na začátku 90. let, kdy bankovní reformy začínaly, neexistoval vícestranný clearing ani zúčtovací systém pro všechny banky. To vyvolávalo vážné potíže, jako například během roku 1991, kdy se počet klientů a transakcí — obzvláště ve styku s jinými zeměmi — ve velkých bankách zvýšil padesátkrát až šedesátkrát. V té době trvalo provedení platby do a ze zahraničí několik týdnů nebo měsíců. To byla hlavní překážka pro efektivní fungování tržní ekonomiky. V roce 1992 se však platební a clearingové procedury výrazně zlepšily. Několik velkých bank může údajně provádět domácí platby ve své vlastní síti poboček během jednoho dne; pokud je do transakce zapojena další domácí banka, trvá přibližně pět dní; platby v cizí měně lepší banky údajně provádějí během osmi až dvanácti dnů. Tato čísla odrážejí nejenom výrazné zlepšení ve velmi krátkém čase, ale i úroveň srovnatelnou se západními standardy. Podobně byl na tomto poli zaznamenán značný pokrok v Maďarsku (viz Nyers a Rosta Lutz, kap. 6), třebaže je stále ještě co zlepšovat. V dostupné literatuře o střední a východní Evropě se tento druh úspěchů vždy dostatečně nezdůrazňuje, ačkoliv je pro praktické fungování tržní ekonomiky velmi důležitý.

Jiným důležitým úspěchem bank ve střední a východní Evropě je rozsah, v jakém přeorientovaly úvěry do soukromého sektoru. Tak v případě Československa podíl bankovních úvěrů směřovaných do soukromého sektoru v ro-

ce 1992 (26 %) převýšil podíl hrubého domácího produktu, který soukromý sektor vytvořil (v té době kolem 20 %). Toto naznačuje, že banky braly v úvahu a podporovaly cíle hospodářské politiky tím, že poskytovaly soukromému sektoru významnou pomoc.

Při analýze bankovního sektoru bylo však odhaleno i množství problémů. Některé z nich budou vyžadovat nová hospodářskopolitická opatření.

Jedním z nich byl trend (obzvláště zřetelný v maďarském i československém případě, údajně se projevil i v Polsku) dosti ostře změnit strukturu bankovních úvěrů ve prospěch krátkodobých (méně než 1 rok) a střednědobých (méně než 4 roky).

Za druhé se zdá, že banky v těchto třech sledovaných zemích byly příliš opatrné a půjčovaly částky, které nevyčerpávaly limity povolené monetárním programem. To byl pravděpodobně dodatečný faktor vysvětlující pokles výroby.

Za třetí, u nově vznikajících bank existují některé znepokojující trendy, které mohou být částečně vysvětleny nedostatečným dohledem a regulací. Během počátečních let tržní reformy v Polsku byl tento problém obzvláště vážný (viz Lamacz, kap. 7). Avšak také v bývalém Československu lze v nových bankách zaznamenat specifické problémy. Snad nejproblematičtější je skutečnost, že úvěrová politika těchto bank je pod tlakem omezeného počtu akcionářů zastupujících velkou část jejich kapitálu, kteří žádají poskytování úvěrů ve svůj prospěch. V důsledku toho má portfolio úvěrů příliš vysoký podíl úvěrů směřovaných do podniků, které jsou v těsném spojení s akcionáři bank. Podobné trendy jsou sledovány (Lankes a Sommariva, 1993)³ u většiny nových bank v Rusku a na Ukrajině. Jak popisuje Vos v kapitole 8, vzájemně propojené vlastnické vztahy způsobují distorze v alokaci úvěrů. To je dobře známý rys v mnoha rozvojových zemích, který např. v Chile významně přispěl k vysokému podílu pochybných bankovních úvěrů; dalším negativním účinkem byla distorze v alokaci zdrojů. Aby se tato rizika minimalizovala, důležitou roli musí sehrát regulace. V tomto smyslu je povzbudivé, že nedávno přijatá regulační opatření (např. novela bankovního zákona v Polsku v dubnu 1992 a nová pravidla obezřetného podnikání zavedená v Československu koncem roku 1992) omezují rizikovou angažovanost vůči jednotlivým dlužníkům a zejména pak vůči těm, které s bankami pojí společné vlastnictví. Tato opatření jsou sice povzbudivá, avšak ve dvou aspektech zůstávají jisté pochybnosti. Je tato regulace dostatečně přísná? A — což je možná ještě důležitější — skutečně se tato regulace provádí? To je specifická oblast, která by si vyžadovala další posílení bankovní regulace a také technickou pomoc zahraničních odborníků.

Za čtvrté, ve střední a východní Evropě existují některé nezanedbatelné mezery, popř. nedokonalosti v úvěrové činnosti bank a s nimi spojených finančních mezičlánců. Jak tvrdí Dědek v kap. 5, je to dobře vidět na podmínkách nedostatečných — a dražších — úvěrů bankovního sektoru nově vznikajícím malým a středním podnikům. Faktory, které určují taková omezení, jsou jak ty, které se vyskytují i v jiných tržních ekonomikách (např. vyšší administrativní náklady při poskytování úvěrů velkému množství drobných podnikatelů a nízká kvalita projektů předkládaných malými a středními podniky), tak ty, které jsou zvláště naléhavé v tranzitivních ekonomikách (např. nedostatečný výkon podniků v oboru a nedostatek majetku pro ručení).

V ekonomikách, které se transformují na tržní hospodářství, se tedy jedná o obdobný, i když dočasně naléhavější případ, kdy je třeba použít specifických

³ Lankes, H. P.—Sommariva, A.: Banking Reform in Central and Eastern Europe. EBRD Economic Review, July 1993.

vládních intervencí k překonání tržních omezení pomocí podobných mechanismů, jaké se používají v mnoha zralých tržních ekonomikách a v nově industrializovaných zemích jihovýchodní Asie. Údajně nejúspěšnějšími vládou prováděnými intervencemi na úvěrovém trhu jsou ty, které jsou přísně zaměřeny na výkonová kritéria, jako např. úspěchy v exportu.

Jeden takový mechanismus představuje použití vládních záruk. V této souvislosti je zajímavé, že v Československu byla vytvořena Českomoravská záruční a rozvojová banka, která nabízí jak záruky, tak dotace na úrokové sazby pro bankovní úvěry poskytované malým a střední podnikům. I když má Českomoravská záruční a rozvojová banka několik žádoucích rysů (např. rozdělování rizika mezi dlužníky, obchodní banku, která poskytuje půjčku, a záruční agenturu), je zde jedno důležité omezení — limitovaný rozsah jejího působení. Tento rozsah údajně nestačí efektivní absorpční kapacitě sektoru malých a středních podniků, zvláště zahrneme-li také privatizační požadavky drobných podnikatelů a nových soukromých zemědělců. To opodstatňuje Dědkův návrh rozšířit vládní podporu malým i středním podnikům v České republice prostřednictvím existujících mechanismů a prostřednictvím podpory rozvoje bankovního a rizikového kapitálu pro malé a střední podniky. Dědek navrhuje, aby vládní podpora byla zprostředkována bankovním sektorem, a ne přes speciální vládní orgán poskytující finanční služby, protože tento orgán by mohl podcenit riziko posuzování projektů a nedostatek kvalifikovaných pracovníků by omezoval jeho výkonnost. Navíc, distribuce vládních zdrojů a garancí malým a středním podnikům prostřednictvím finančních institucí je rostoucím trendem jak v západní Evropě, tak i v mnoha rozvojových zemích; zde se používají vládní záruky k povzbuzení soukromých úvěrů do sektoru malých a středních podniků, jelikož soukromé banky a finanční trhy samy o sobě dostatečně financování neposkytují.

Ve finančním sektoru střední a východní Evropy jsou i jiné podstatné trhliny. Jednu z těch větších, zvláště v případě České republiky a Slovenské republiky, představuje financování bytové výstavby. Rozvoj trhu hypoték a financování výstavby bytů jsou nezbytné pro doplnění základních finančních institucí tržní ekonomiky. Poskytují totiž finanční podporu sektoru stavebnictví, který může urychlit obnovu ekonomiky a významně zvýšit mobilitu pracovních sil. To je zvláště důležité v ekonomikách, které podstupují velké strukturální změny včetně těch, které mají výrazné regionální důsledky.

Uzavírat bilanci úspěchů a nedostatků bankovní reformy je jistě poněkud předčasné. Přesněji řečeno, jedna z klíčových otázek může být plně zodpovězena až za několik let: do jaké míry bude nový bankovní sektor, resp. celý finanční systém přispívat k očekávané obnově ekonomiky a podporovat tvořící se soukromý sektor?

Všechny studie v této práci jasně ukazují, že i přes přetrvávající makroekonomickou nestabilitu a vážné problémy se špatnými úvěry ve východní Evropě byl účinný jistý pokrok v jejich řešení a — což je dokonce významnější — existuje rostoucí konsenzus, pokud jde o institucionální pravidla nezbytná k tomu, aby se takové situace již neopakovaly. Nyní se začíná pozornost přesouvat směrem k dlouhodobějším finančním problémům: jednak k celkové rovnováze mezi úsporami a investicemi a ke způsobu, jak ji zajišťují kapitálové trhy, a jednak k vytvoření efektivních mechanismů pro zabezpečení financí na investice a modernizaci technologií. Ve zpětném pohledu by se mohlo zdát, že poněkud zjednodušující „lekce“ o bezprostředním přínosu rychlé finanční liberalizace, kdysi přenesené do ekonomik východní Evropy, byly ne-

jen zavádějící, pokud jde o makroekonomické důsledky, ale dokonce nebraly v úvahu ani dopady na rekonstrukci průmyslu.

Vývoj finančního systému ve východní Evropě během dalšího desetiletí bude nutně omezen širším makroekonomickým rámcem. Navzdory závazkům k finančním cílům Mezinárodního měnového fondu a navzdory značnému pokroku směrem k finanční rovnováze bude pro vlády pravděpodobně těžké ve střednědobém termínu snížit reálné úrokové sazby a požadavky na úvěry pro veřejný sektor, a to v důsledku nedostatku daňových příjmů a potřeby financovat infrastrukturu. Dosažitelnost dlouhodobých mezinárodních finančních zdrojů je poněkud omezena nechutí mezinárodních komerčních bank zvyšovat svoji míru rizika a dále konkurencí ostatních zemí při získávání přímých zahraničních investic. Důsledkem toho je, že důležitou prioritou hospodářské politiky se nevyhnutelně stane stimulace domácích soukromých úspor. To vyžaduje nejenom získání vhodných aktiv (zajištěných, likvidních, zabezpečených proti inflaci atd.) pro domácí úspory a doplňková daňová opatření, ale také rozhodnutí o rozsahu, v jakém by mělo být stimulováno nasměrování těchto zdrojů na „sociální“ investice — zvláště do soukromé výstavby bytů a podpory autonomního systému sociálního zabezpečení — jako protiklad např. tvorby kapitálu v podnicích. Navíc vzhledem k potřebě udržet reálné debetní (a tedy i kreditní) úrokové sazby v rozumných mezích za účelem stimulace soukromých investic a podpory zájmu domácností o vyšší úroveň spotřeby (zvláště dováženého zboží dlouhodobé spotřeby) nelze pochopitelně očekávat příliš vysokou úroveň čistých finančních úspor tohoto sektoru.

Z hlediska rekonstrukce průmyslu jsou zde navíc zřejmá nebezpečí v tom, že banky nutí firmy k bankrotům z krátkodobých příčin. Výnosy z likvidace totiž mají tendenci být mnohem nižší než současná hodnota aktiv fungujícího podniku, zvláště tam, kde banky odmítají dlouhodobě podporovat firmy s nadměrnou kapacitou. Tento problém deflace aktiv se zvláště těžce řeší, když klesá míra inflace, jak ukazují nedávné zkušenosti OECD. Navíc v případě východní Evropy se zdá, jako by příliš restriktivní monetární politika prohloubila pokles výroby v důsledku nečekaných cenových posunů a nevyvinutých finančních trhů, které spojovaly dopad rozpočtových škrťů a liberalizaci obchodu nevhodným způsobem (Calvo, 1993)⁴. Avšak obavy z toho, že i po vyčištění bankovních bilancí od špatných úvěrů se znovu objeví „měkké“ rozpočtování a že nenastane požadovaný stupeň mezifirmní konkurence, pokud se po privatizaci vytvoří přílišná koncentrace vlastnictví, pravděpodobně přehlíží, že úzké vztahy mezi bankami a korporacemi tvoří integrální součást všech průmyslových ekonomik.

Jak ukazuje Klacek ve 4. kapitole, akumulace kapitálu potřebná k obnově ekonomiky není sama o sobě příliš velká. To však zároveň znamená, že finanční sektor musí vytvářet dostatečné domácí úspory a směřovat je do těchto investic a že státní instituce musejí přijmout aktivnější roli v iniciování a formování procesu rekonstrukce. Klackova argumentace se zaměřuje na Českou republiku, ale lze ji aplikovat i na jiné země této oblasti (viz Rollo a Stern, 1992)⁵. Cíl dohnat chudší ekonomiky EU během dvou desetiletí — i za optimistického předpokladu financování ze zahraničí — vyžaduje velmi vysokou míru domácích investic (v důsledku vyřazení velké části existujícího základního kapitálu, který je zastaralý) a rychlý technický pokrok založený na

⁴ Calvo, G. A. et al.: Financial Sector Reform and Exchange Arrangements in Eastern Europe. IMF Occasional Paper 102, Washington, DC 1993.

⁵ Rollo, J. M.—Stern, J.: Growth and Trade Prospects for Central and Eastern Europe. National Institute for Economic Research, London 1992.

zlepšení lidského kapitálu a na silné průmyslové politice. Klacek však tvrdí, že domácí úspory budou nejlépe stimulovány oživením agregátní poptávky (a tedy příjmů domácností), zatímco soukromé investice v plánovaném rozsahu budou vyžadovat nízké reálné úrokové sazby a poněkud expanzivnější poptávkovou politiku, než se v České republice provádí v současné době.

Ústřední rys moderní průmyslové politiky tohoto typu se bude přirozeně týkat povzbuzení přímých zahraničních investic s cílem získání nehmotných aktiv a špičkového zařízení na jedné straně a zlepšení existujícího lidského kapitálu prostřednictvím odborného školení na straně druhé. Zkušenosti některých průmyslových zemí a Japonska ukazují, že základ takové strategie může navíc tvořit cílené financování průmyslových firem, zvláště je-li spojeno se zvláštními výkonovými kritérii, která mají vztah k exportu.

Průmyslová modernizace nevyhnutelně zahrnuje technický rozvoj, a tedy i rozsáhlé úspory práce; přitom však nemohou být v blízké budoucnosti v tomto sektoru očekávány nové investice, které by obnovily dřívější úroveň zaměstnanosti. Ve východní Evropě se za hlavní zdroj nových pracovních míst s rozumnou úrovní mezd, a tedy i za důležitý pilíř sociální stability považuje drobné podnikání — jak jasně zdůrazňuje Dědek v kapitole 5. Ukazuje však také, že je zde zřetelná tendence bank vyhnout se poskytování úvěrů drobným podnikatelům, zvláště v podmínkách přísné měnové politiky.

Tato situace je samozřejmě běžná i v průmyslových zemích (Stiglitz, 1989)⁶ a je způsobena problémy asymetrických informací v kombinaci s nedostatkem odpovídajících zástav. Protože však vytváření zaměstnanosti tímto způsobem představuje strategický cíl a komerčním bankám nelze nařídít, komu mají poskytovat úvěry, měla by být nalezena alternativní forma financování. Jak argumentuje Drábek v kap. 2, akciové trhy ve východní Evropě jsou stále velmi slabé a nelze očekávat, že budou poskytovat kapitál drobným firmám — ve skutečnosti tuto roli neplní ani ve Velké Británii nebo ve Spojených státech. Bylo by tedy vhodné zavést nebo rozšířit cílené úvěrování. Zkušenost naznačuje, že důraz by měl být kladen spíše na zabezpečení dlouhodobé podpory (v kombinaci s technickou pomocí a finanční kontrolou) než na subvencované úrokové sazby a že subvence by měly být malé. To by také mohlo snížit rozpočtové výdaje a ulehčit výběr adekvátních kritérii pro takové úvěry.

Velkým firmám je v podmínkách mělkých akciových trhů často odepírán dlouhodobý úvěr, i když mají neustále krátkodobou likviditu — jak ukazují Nyers a Rosta Lutz v případě Maďarska v kapitole 6. V později industrializovaných zemích je běžnou reakcí na tento problém slučování větších firem do vlastnických skupin spolu s investiční bankou, která plní funkci „společné pokladnice“ v konglomerátu. Jak rozvádí Kerouš v kap. 3, vznik relativně malého počtu velkých bank v bývalém Československu v letech 1990–92, které byly silně regulovány, ale byly nezávislé na vládě, sice vedl k přílišné koncentraci úvěrů, zato však umožnil vybudování dobrých vztahů k průmyslovým podnikům.

Existující tendence ke skupování akcií z kuponové privatizace investičními fondy a návrhy, aby fondy sociálního zabezpečení byly hrazeny z nevládních prostředků, by vedly k těsnějšímu spojení mezi institucionálními fondy a velkými korporacemi, což by mohlo hrát podobnou aglomerační roli. Zbývá posoudit, zda tyto vzájemné vztahy mohou nahradit podpůrnou roli, kterou tra-

⁶ Stiglitz, J. E.: *Financial Markets and Development*. Oxford Review of Economic Policy 5, 4, 1989.

dičně vykonávají komerční banky, a tak umožnit eliminaci důsledků „dezintermediace“, typické pro angloamerický bankovní model, který je pravděpodobně pro východní Evropu nevhodný (viz Corbett a Mayer, 1991)⁷.

Každopádně přístup velkých i malých firem na kapitálové trhy a do bank ve východní Evropě bude ve střednědobém horizontu omezen, a to nejméně ze čtyř důvodů. Za prvé, pokračující nejistota týkající se finanční situace podniků a bank může omezit obchodování s podnikovými akciemi a povede k preferování méně riskantních forem investic, zvláště do indexovaných vládních cenných papírů. Za druhé, v závislosti na způsobu, jakým se přistupuje k problému špatných úvěrů, bude trvat dlouho, než trhy vyřeší spleť problémů ztrát v bankovních bilancích, podnikových bankrotů a finančních nákladů na ně. Za třetí, i když budou stanoveny reálné ceny aktiv, banky budou pravděpodobně stále prosazovat vysoké úrokové sazby, krátké termíny splácení a přísná přidělová pravidla pro průmyslové vypůjčovatele. Za čtvrté, kapitálové trhy budou pravděpodobně v příštím desetiletí ovládnuty vládními cennými papíry, a i když tato skutečnost může pomoci rozšířit trh, dlouhodobě je pro podnikové cenné papíry velmi obtížné konkurovat vládním cenným papírům v parametrech návratnosti nebo rizika.

Důsledkem je logické očekávání, že většina firem se bude muset spoléhat na vysoký stupeň samofinancování z nerozdělených zisků. Financování z vlastních zdrojů představuje sice hlavní část výdajů na čisté investice ve všech zemích OECD [Calvo 1993], ale může vyvolávat problémy v případě, kdy má celý sektor prudce růst a investovat. Efektivní financování podniků ve východní Evropě tak asi bude vyžadovat zvláštní právní úpravu zdanění, která upřednostní zadržování zisku. Další hospodářskopolitická opatření v zemích střední a východní Evropy bude žádoucí zaměřit na zvýšení ziskovosti podniků a směřování jejich zisků do investic.

Povaha podnikových financí a komplex vztahů mezi bankami a jejich klienty znamenají, že špatně načasovaná finanční deregulace může mít výsledky dosti odlišné od těch, jež předpokládali tvůrci hospodářské politiky. Jak Vos v kapitole 8 ukazuje na nedávných zkušenostech z Latinské Ameriky a z východní Asie, toto je zvláště pravděpodobné v případě, kdy se do kapitálových trhů promítají silné makroekonomické výkyvy (vedoucí k předražování úrokových sazeb, stimulaci úniku kapitálu atd.), a při nedostatku efektivní bankovní konkurence nebo obezřetného dohledu — jak je to v případě Latinské Ameriky. Naproti tomu ve východní Asii, díky úspěchům intervencionistické politiky, byla finanční liberalizace velmi opatrná. Vysoká hladina dlouhodobých domácích úspor tam znamenala přínos v tom, že se nedostatek kapitálu nestal vážným problémem a konglomeráty národních firem nevyvíjely tlaky směrem k deregulaci.

Vos předkládá ve své analýze čtyř případů v Latinské Americe (Kolumbie, Ekvádor, Argentina, Chile) a tři ve východní Asii (Jižní Korea, Thajsko a Filipíny) řadu důležitých závěrů. Problémy se špatnými úvěry jsou v obou těchto oblastech značné ani ne tak kvůli neadekvátním regulačním opatřením, jako spíše kvůli neschopnosti je realizovat. Regulace může být naopak efektivnější při jejím rozšíření na všechny finanční společnosti a podrozvahové transakce na jedné straně a při zveřejnění ratingu klientů a existenci adekvátního systému pojištění vkladů na straně druhé, což by mělo navíc zvýšit důvěru investorů. Vyřešení problému špatných úvěrů bylo v řadě zmíněných zemí extrémně

⁷ Corbett, J.—Mayer, C.: Financial Reform in Eastern Europe: Progress with the Wrong Model. Oxford Review of Economic Policy 7, 4, 1991.

nákladné a vedlo k finančním těžkostem a ke ztrátě monetární kontroly nebo k přesycení omezených domácích kapitálových trhů vládními obligacemi. Systém obezřetné regulace ve východní Evropě by tedy měl obsahovat jasná pravidla aplikovaná při poskytování záruk, bankrotech a rekapitalizaci.

Neodmyslitelnou součástí latinskoamerických a východoasijských kapitálových trhů představuje podle Vose přidělování úvěrů založené na netržních principech, protože zde existují značné problémy rizika a nedostatečných informací. Stejně jako ve východní Evropě je zde tendence soukromých bank odmítat poskytování úvěrů určitým subjektům (např. farmářům a drobným podnikatelům). Malé firmy nemají možnost získat prostředky emisí vlastních akcií, takže speciální mechanismy financování budou asi stále nezbytné. Ve všech třech regionech předčasná úplná finanční liberalizace — obzvláště uvolnění úrokové sazby — za podmínek velké makroekonomické nerovnováhy a s ní spojené nezdravé skladby portfolia veřejných a soukromých agentů vyvolala finanční systém nezvládnutelnému tlaku. Před zvýšením úrokových sazeb je tedy nezbytné věnovat velkou pozornost základnímu stavu úspor a úvěrů (dluhů) v soukromém sektoru na straně jedné a finančním důsledkům na straně druhé. Nedostatek konkurence v bankovnímnictví jak v Latinské Americe, tak v jihovýchodní Asii vedl k nezdravým úvěrovým praktikám — zvláště ve vztahu ke spřízněným firmám — a k nereálným požadavkům na regulaci bank. Při stimulaci zdravé konkurence mohou být tedy nižší bariéry při vstupu (zvláště pro zahraniční banky) efektivnější než uvolnění úrokových sazeb nebo deregulace nebankovního finančního zprostředkování, i když doplňková opatření obezřetné regulace jsou také nezbytná.

Rozsáhlý a stálý výskyt těchto problémů je pravděpodobně systémovou charakteristikou částečně industrializovaných otevřených ekonomik spíše než důsledkem chybné hospodářské politiky nebo výhradně přechodného období jako takového. Mnoho z těchto problémů je předmětem diskuzí o hospodářské politice v jižní Evropě, kde v polovině 80. let integrace se zbytkem Evropy urychlila finanční liberalizaci. Ta umožnila prohloubení trhů s podnikovými akciemi a zefektivnění peněžních trhů, ale na druhé straně vedla k novým problémům měnové nestability, podnikových financí a bankovní regulace (Gibson, 1992)⁸. Otázka přístupu na mezinárodní kapitálové trhy je těsně spojena s vyřešením domácího problému zadluženosti; tento vztah je však složitý. Na jedné straně by přímé zahraniční investice mohly být samozřejmě příhládkou přímo vyřešením problémů s oceněním aktiv a nepřímo pozitivním vlivem nárůstu podnikatelských jistot, zatímco příliv kapitálu by prohloubil kapitálové trhy a odstranil překážky v podnikovém financování, aniž by došlo k uvolnění měnové politiky (Světová banka 1993)⁹. Na druhé straně méně žádoucí přísun krátkodobého kapitálu na vznikající trhy může vést k přecenění aktiv a zvyšuje nestabilitu, zatímco neregulovaný přístup k zahraničním úvěrům za přehnaně vysoké měnové kurzy může snadno vést k přílišné zadluženosti domácích firem, a tím k nadměrnému vnějšímu riziku (MMF, 1993)¹⁰.

Nicméně je nyní jasnější, že z nově industrializovaných asijských zemí lze přenést pozitivní zkušenosti do východní Evropy. Tyto zkušenosti se týkají potenciální role regulovaných kapitálových trhů a vládních intervencí při finan-

⁸ Gibson, H. D.—Tsakalotos, E.: *Economic Integration and Liberalization: Prospects for Southern Europe*. Macmillan, London 1992.

⁹ *Global Economic Prospects and the Developing Countries*. World Bank, Washington DC 1993.

¹⁰ *International Capital Markets, Part II: Systemic Issues in International Finance*. International Monetary Fund, Washington DC 1993.

cování korporací, jejichž strategickým cílem je obstát v mezinárodní průmyslové konkurenci (Fry a Nuti, 1992)¹¹. Státem vlastněné nebo státem řízené bankovní sektory na Tchajwanu a v Koreji umožnily vládě podporovat cílové exportní aktivity, přednostní půjčky v kombinaci s daňovými úlevami a motivací k exportu pomohly stimulovat vysokou hladinu investic a cílené uvěřování zajistilo soulad chování podniků s ostatními opatřeními hospodářské politiky (jako např. pronikání na exportní trhy) i při jejich vysokém zadlužení (Lee a Lee, 1992)¹².

Zdá se, že ze závěrů předkládané studie vyplýne zcela logicky řada úkolů pro budoucí výzkum hospodářskopolitických opatření na poli rozvoje financování v tranzitivních ekonomikách. Jedná se o problémy získávání dlouhodobějších financí pro přestavbu ekonomiky a financování systémů sociální péče [Calvo 1993].

Aby byly banky a kapitálové trhy schopny vykonávat svou roli při přechodu na tržní hospodářství, je třeba zvýšit nedostatečnou vnitřní výkonnost ekonomik zemí SVE. Očekává se, že v příštím desetiletí budou ve střední a východní Evropě — kromě jiného — vyřešeny tyto dva problémy:

a) vzestup objemu investic a úspor u hlavních institucionálních sektorů (vláda, firmy a domácnosti) a zvláště směřování vysokých částek z osobních úspor do spolehlivých dlouhodobých aktiv, které mohou podpořit investice do průmyslu;

b) zajištění efektivního přístupu podniků na západoevropské a celosvětové kapitálové trhy (bankovní úvěry, emise cenných papírů). Důležitým prvkem při povzbuzování této činnosti bude další rozvoj domácích kapitálových trhů. To bude doplňkem nejen k zahraničním přímým investicím, ale hlavně k mobilizaci domácích úspor.

Až ekonomická reforma přestane být novinkou, bude zvláště důležité rozlišovat mezi problémy rozvoje financí, které mohou být odůvodněně přiřazeny procesu přechodu jako takovému, nebo dokonce národním podmínkám, a těmi, které jsou běžné i v jiných ekonomikách v podobném stadiu industrializace. Pokud jde o první problém, další případové studie o institucionálních strukturách a hospodářskopolitických opatřeních budou pravděpodobně vyžadovat další rozvoj analytického rámce doplněný spolehlivějšími a lépe porovnatelnými statistickými údaji, které se postupně stávají dostupnými. Významný posun by v druhém případě mohlo přinést srovnání se zkušenostmi z jižní Evropy (například Španělska a Řecka), kde došlo ke značným změnám ve vývoji finančních systémů založených na tržních principech nebo institucionálně.

Takový výzkum může poskytnout jak okamžitá operativní doporučení těm, kdo rozhodují, tak širší hospodářskopolitické rozhledy, což jak doufáme poskytuje i tento sborník. Věříme, že taková doporučení napomáhají při vyhledávání finančních struktur a hospodářských politik, jež vedou k udržitelnému růstu průmyslu a k hladké integraci do mezinárodní ekonomiky; to bude důležité pro budoucnost rozšířené Evropy.

Přeložili: Pavel Soukup — Olga Hanzalová

¹¹ Fry, M. J. — Nuti, D. M.: Monetary and Exchange-Rate Policies during Eastern Europe's Transition: Some Lessons from Further East. Oxford Review of Economic Policy 8, 1, 1992.

¹² Lee, K. — Lee, H. Y.: States, Markets and Economic Development in East Asian Capitalism and Socialism. Development Policy Review 10, 2, 1992.

Financial Sector Development in Central and Eastern Europe

Stephany GRIFFITH-JONES, Institute of Development Studies at Sussex University

E. V. K. FITZGERALD, Director of the Finance and Trade Policy Research Centre at University of Oxford and a professorial fellow of St Antony's College Oxford

This paper represents the final chapter of the book "Financial reform in Central and Eastern Europe". Its aim is not only to compare the financial sector development and its problems in the Czech Republic, Hungary, Poland and Slovakia during the transition period, but to give more general policy implication.

The development of the financial sector in the reforming economies of CEE countries face important challenges. The key one is the manner in which bad debts are dealt with, the fiscal implications of this, and the implications for the future structure of the financial sector. According to the case studies, the scale of the "bad debts" problem has been actually reduced in the Czech Republic. In Poland the ratio of bad to total debts deteriorated during the first part of 1993. In contrast to the trend of some improvement in the Czech Republic, is Hungary, where there has been a steady deterioration of the share of bad loans.

The typology of the adopted solutions examines two dimensions — first, whether banks are being recapitalised or not, and second, whether banks are involved in the restructuring of enterprises, as a result of the recapitalisation exercise.

The authors recommend, what criteria should be followed for future recapitalisation in countries in transition — firstly, the size of recapitalisation should be large enough to break the link between banks and enterprises. Secondly, the recapitalisation programme must try to minimise the direct and indirect negative fiscal impact of such a programme, and finally it should be perceived as a once-for-all operation. One of the essential preconditions for assuring that any major bank recapitalisation is not to be repeated is to strengthen and improve bank supervision and regulation in CEE. The authors also recommend specific government interventions to overcome market limitations, using similar mechanisms to those used in many mature market economies and in the successful South East Asian NICs, above all government-led interventions in credit markets, which are rigorously linked to performance criteria in exports.