

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, I. 361

Fax: 253 728

Vedoucí redaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

OBSAH

Milan GUBA—Michaela SKOLKOVÁ: Transformace čs. ekonomiky a vývoj měnové politiky 493

Martin MANDEL: Změny v reálné peněžní zásobě a jejich dopad na obchodní bilanci a devizový kurz (na příkladu Československa v I. 1990—92) 522

Finance a úvěr v zahraničí

Jaroslav FINGERLAND: Ekonomická reforma v Rusku — dosavadní průběh a výsledky 529

Přehled-Survey

Zpráva o plnění státního rozpočtu za první pololetí 1993 537

The Report on the State Budget Development in the First Half of 1993 (anglicky) 548

Uprostřed čísla:

R. A. MUSGRAVE—P. B. MUSGRAVEOVÁ: Veřejné finance v teorii a praxi (14. část): ss. 409—424

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

Publikováno po dohodě s vydavatelstvím McGraw-Hill, Inc.

OMLUVA

Prosíme čtenáře, aby omluvili chybné zařazení textu překladu další části učebnice Musgraveových „Veřejné finance v teorii a praxi“ v čísle 10/93 tohoto časopisu.

V čísle 11/93 tuto chybu napravujeme, přičemž opakování všech šestnácti chybně zařazených stran (s. 409—424) není na úkor normálního rozsahu čísla — číslo 11/93 má rozsah 80 stran místo běžných 64 stran.

Česká typografie

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

CONTENTS

Milan GUBA—Michaela SKOLKOVÁ: Transformation of the Czechoslovak Economy and Monetary Policy Development 493

Martin MANDEL: Changes in Real Money Supply and Their Influence on the Balance of Trade and Foreign Exchange Rate 522

Finance and Credit Abroad

Jaroslav FINGERLAND: Economic Reform in the Russian Federation — Development and Results 529

Survey

The Report on the State Budget Development in the First Half of 1993 (in Czech) 537

The Report on the State Budget Development in the First Half of 1993 (in English) 548

In the middle of this issue:

R. A. MUSGRAVE—P. B. MUSGRAVE: Public Finance in Theory and Practice (Part XIV): pp. 409—424

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

Published by arrangement with McGraw-Hill, Inc.

DT: 339.13 338.23:336.74 (437)

Transformace čs. ekonomiky a vývoj měnové politiky

Milan GUBA — Michaela SKOLKOVÁ*

Výchozí ekonomická situace

Československá ekonomika se vyvíjela od druhé světové války až do roku 1989 v silné závislosti na SSSR.

Po vzoru SSSR byla v 50. letech věnována mimořádná pozornost likvidaci soukromého vlastnictví. Výsledkem bylo zestátnění všech podniků a vysoké uplatnění vlivu státu i v hospodaření družstevních organizací. Vysoký stupeň zestátnění ekonomiky patřil ke specifickým rysům čs. ekonomického rozvoje. Ve srovnání s jinými dnes se transformujícími ekonomikami (Polsko, Maďarsko, bývalá NDR), kde část ekonomiky (služby, maloobchod aj.) zůstala v soukromém vlastnictví, bylo zestátnění v čs. ekonomice téměř absolutní. To vyvolalo v období transformace potřebu malé privatizace, jež v jiných zemích nebyla pociťována tak silně.

Téměř úplné zestátnění umožnilo vysokou koncentraci výroby i obchodu do velkých specializovaných podniků, s následnou monopolizací, která udržovala nereálné cenové relace, nízkou produktivitu práce a výrobu zboží neschopného konkurence.

Důsledné zestátnění ekonomiky umožnilo prosadit do jejího řízení striktní centralismus, což ve svých důsledcích vedlo k navršení řady problémů a disproporcí. K největším a nejvýznamnějším disproporcím došlo ve struktuře ekonomiky, která byla deformována politikou autarkie (neúměrné přikládání významu

* Ing. Milan Guba — Ing. Michaela Skolková, pracovníci měnového odboru ČNB

Redakce příspěvku obdržela 20. 7. 1993. Jde o další z příspěvků volného seriálu o ekonomickém a sociálním vývoji v Československu v 1. 1990—1992, započatého v č. 4/93 tohoto časopisu.

zajištění soběstačnosti v zemědělství, rozvoj dopravního strojírenství, spotřební elektroniky apod.), a v orientaci na ekonomické vztahy se SSSR a východoevropskými zeměmi.

V průběhu šedesátých a sedmdesátých let byl vybudován rozsáhlý strojírensko-metalurgický a zbrojný komplex, který svým rozsahem podstatně převyšil ekonomické potřeby čs. hospodářství. Obdobně neúčelně z hlediska potřeb tuzemského hospodářství byl vybudován i palivoenergetický komplex a petrochemický průmysl včetně výroby základních plastů. Po roce 1970 se odvětvová struktura průmyslové výroby měnila pouze ve prospěch dalšího zvýšení váhy strojírenského a chemického průmyslu. V průmyslu se s vysokou dynamikou rozvíjela výroba výrobních prostředků na úkor spotřebních předmětů a tento stav trval až do začátku ekonomicke reformy v roce 1990.

Výrazným rysem vývoje spotřeby v podmínkách mzdové nivelačace a celkově nízké výše osobních příjmů byla hypertrofie společenské spotřeby na úkor spotřeby osobní.

Na druhé straně však měla čs. ekonomika před zahájením transformace ve srovnání s ostatními zeměmi s centrálně plánovaným hospodářstvím některé výhody. K nim patřily především dlouhodobě nízká míra inflace a relativní cenová stabilita, pomalý růst mezd, uspokojivá míra úspor, poměrně nízké zadlužení ve volných měnách a vyrovnané hospodaření státních rozpočtů.

V poválečném období proběhlo několik pokusů o reformu systému (koncem 50. let, v polovině 60. let a po roce 1987). Cílem tohoto úsilí bylo prostřednictvím různých opatření v oblasti delegování pravomoci na nižší složky řízení zvýšit zainteresovanost jednotlivých hospodářských subjektů. Všechny tyto pokusy však skončily neúspěšně.

Systém plánovitého řízení se projevil negativně i ve vývoji bankovní soustavy a v postavení a úloze peněz v ekonomice. V roce 1950 byla zřízena zákonem č. 31/1950 Sb. Státní banka československá (SBČS), která převzala veškeré závazky Národní banky, Živnostenské banky, Slovenské Tatrabanky a Poštovní spořitelny. Sloučením Národní banky s obchodními bankami do jedné banky — SBČS — byl vytvořen jednoúrovňový bankovní systém, který plně odpovídal administrativně direktivnímu způsobu řízení ekonomiky. Tato jediná banka, označovaná často jako „monobanka“, vykonávala funkci emisní i úvěrovou, tj. kromě funkce centrální banky realizovala současně i velkou většinu depozitních a úvěrových operací ve vztahu k podnikové sféře. Systém řízení měnové politiky byl rozložen na tři samostatné oblasti: hotovostní peněžní obrat, úvěr a devizové vztahy. Tyto tři oblasti byly řízeny prostřednictvím pokladního, úvěrového a devizového plánu. V roce 1953 se uskutečnila měnová reforma, která umožnila vytvoření značné finanční rezervy u SBČS. Tato rezerva byla v dalších letech používána ke krytí rozdílů mezi skutečnými náklady a maloobchodními cenami a ke krytí neplánovaných ztrát z hospodaření podniků.

Působení SBČS doplňovaly Česká státní spořitelna a Slovenská státní spořitelna, jejichž činnost byla zaměřena na shromažďování depozit od obyvatelstva a poskytování úvěrů obyvatelstvu, Československá obchodní banka, specializovaná na oblast vnějších vztahů, a Živnostenská banka, která se soustředovala na provádění mezinárodních plateb pro individuální zákazníky a cestovní agentury.

Po pokusech o reformu v 60. letech byl schválen nový zákon o Státní bance československé s platností od 1. 1. 1971. Nejzásadnější změnou zakotvenou v tomto zákoně bylo zavedení měnového plánu, který byl aggregací pokladního, úvěrového a devizového plánu (výkon devizového monopolu byl přenesen na SBČS), což znamenalo určité vydělení této oblasti z centrální plánovací činnosti, avšak pochopitelně při pokračující plné podřízenosti SBČS vládě, resp. Ministerstvu financí, a při dominantním postavení centrálního plánu. Hlavním úkolem měnové-

ho plánu byla kontrola — pomocí úvěrového a pokladního plánu — vyváženosti centrálního plánu. Úvěrová funkce SBČS byla limitována pouze na finanční krytí potřeb podniků a centra. Nástroje řízení objemu peněžní zásoby byly v zásadě administrativní, včetně úrokových sazeb z poskytnutých úvěrů.

Peníze se v období plánovitého řízení ekonomiky dostaly do područí centrálně určovaných hmotných proporcí, takže prioritním zájmem podniků bylo získat v deformovaných vztazích investiční limity, devizové krytí, zásoby, tj. dodavatele; teprve sekundární byl zájem o jejich profinancování, o peníze. Dokonce i v oficiálním hodnocení činnosti podniků ustupovala peněžní hlediska do pozadí. To též platilo i pro chování obyvatelstva, kdy v nerovnovážné situaci na trhu se „shání“ zboží a služby a kdy samotné peníze pro jejich nákup nebyly „úkoprofilové“.

Koncepce ekonomicke reformy

Základní systémové změny

Zásadní politické změny z konce roku 1989 znamenaly zahájení přechodu čs. ekonomiky od direktivního systému řízení k systému tržnímu, který vytváří základní podmínky pro dlouhodobou hospodářskou prosperitu země.

V průběhu roku 1990 byl vypracován a schválen Scénář ekonomicke reformy, jehož cílem bylo zajistit co nejrychlejší přeměnu dosavadní centrálně řízené ekonomiky na ekonomiku tržní.

Reforma předpokládala následující zásadní systémové změny:

- privatizaci velké většiny státních podniků v průmyslu, stavebnictví, obchodě, zemědělství a v dalších odvětvích ekonomiky,
- liberalizaci spotřebitelských cen i cen výrobců,
- zavedení vnitřní směnitelnosti čs. koruny pro operace běžného účtu platební bilance,
- liberalizaci vnějších ekonomických vztahů.

V oblasti strukturální politiky stanovil Scénář ekonomicke reformy jako hlavní zásadu realizovat program odpoutání se od zdrojové závislosti na SSSR, resp. SNS, vč. hledání efektivní náhrady, zavést jednotné pojetí nepřímých nástrojů ovlivňování struktury trhu v obchodních vztazích mezi podniky v obou republikách a podporovat podnikatelsky nadějné záměry a aktivity.

Měnová politika jako integrální součást koncepce ekonomicke reformy

Koncepce ekonomicke reformy vytváří předpoklady pro zásadní změnu postavení peněz v ekonomice, tj. především pro aktivizaci jejich působení jako spolehlivě fungujícího platebního prostředku a jako přirozeného ekonomickeho kritéria používaného ve všech oblastech ekonomiky, zejména však při rozhodování o alokaci zdrojů a ceně produkce. Významnou měrou má ke změně úlohy peněz v ekonomice přispívat i měnová politika. Ta je ve Scénáři ekonomicke reformy — vedle stabilizační, finanční a rozpočtové politiky — nedílnou významnou součástí makroekonomickeho rámce, jehož úkolem je v procesu transformace vytvořit takové makroekonomicke prostředí, ve kterém se nezbytné otřesy v mikrosféře doprovázené změnami cenových struktur nepromítou do rostoucí globální nerovnováhy, do rychlé inflace či do neúměrného nárůstu zahraniční zadluženosnosti. Bylo stanoveno, že transformační proces musí být makroekonomicky limito-

ván tak, aby růst agregátní poptávky obyvatelstva, podniků a státu zejména nedvedl k rychlému zvyšování cenové hladiny, k inflaci.

Blokování inflačního procesu bylo označeno v procesu transformace za makroekonomickou prioritu, které musejí být v rozumném rozsahu podřízeny všechny další základní makroekonomické cíle (ekonomický růst, zaměstnanost a vyrovnanost platební bilance). Z této zásadní teze vychází i restriktivní koncepce měnové a finanční politiky v období transformace; současně však musí měnová a finanční politika svým způsobem zabráňovat i dalšímu zbytečnému udržování těch ekonomických struktur, které nemají opodstatnění.

Scénář ekonomickej reformy dále předpokládal, že dlouhodobým cílem měnové politiky bude dosahování pozitivní reálné úrokové míry jako jednoho ze základních předpokladů stabilizace sklonu k úsporám.

Podle záměrů uvedených ve Scénáři ekonomickej reformy je v devizové oblasti konečným cílem plná konvertibilita čs. měny. Scénář ekonomickej reformy uvedl dvě alternativy výchozího kurzu čs. měny: nižší (přibližně 20 CSK/USD), která by byla výhodnější z krátkodobého sociálního hlediska, avšak nevýhodná v prodlužování období přechodu k tržní ekonomice vzhledem k vyšším nákladům a enormnímu růstu zadlužnosti s nebezpečím dalších devalvací. Alternativa vyššího výchozího kurzu (přibližně 24–30 CSK/USD), která byla realizována, byla spojena s urychlením přechodu k prosperující ekonomice při nižším čerpání zahraničních zdrojů, razantnějším růstu cenové hladiny a možném ohrožení sociálně klidného vývoje.

Koncepce vnitřní směnitelnosti čs. měny jako přechodného stavu na cestě k plné konvertibilitě byla podle Scénáře ekonomickej reformy založena na:

- povinném odprodeji devizových inkas bankám a možnosti volného nákupu deviz k úhradám do zahraničí od bank za Kčs pro operace na běžném účtu platební bilance,
- uplatnění jednotného devizového kurzu, jehož stabilitu zaručuje centrální banka státu operacemi na mezikontinentálním devizovém trhu,
- vyloučení oběhu cizích měn v československé ekonomice,
- regulaci devizové rovnováhy makroekonomickými zásahy centra (restriktivní rozpočtová a měnová politika) při eventuálním uplatnění dalších nástrojů stimulujících nabídku deviz a omezujících poptávku po devizách (dovozní přírůšky, limity pro obyvatelstvo, tržní fondy, nevýrobní sféra apod., usměrňování platebních podmínek dovozu, dovozní licence na některé komodity, cla, exportní prémie).

Ekonomická reforma a měnová politika v roce 1990

Celkový ekonomický vývoj

Rok 1990 byl rokem přechodu od systému centrálně plánovitého řízení k transformaci ekonomiky do podmínek tržního hospodářství. Hospodaření státních podniků bylo ještě řízeno tzv. minimálním plánem, avšak s podstatně menší závazností než v předchozích letech. Větší pozornost než plnění plánů věnovaly již orgány hospodářského řízení vypracovávání koncepce ekonomickej reformy a prvním krokům, které měly umožnit její realizaci.

V průběhu roku 1990 došlo k prvnímu výraznému posunu v liberalizaci cen. K 1. 1. 1990 byl jako součást cesty k tržní ekonomice zaveden smíšený systém centralizovaných a decentralizovaných cen, který i přes uvolnění kontroly ze strany státu nad cenami znamenal pokračování v relativně přísné regulaci cen státem. Nový systém zahrnoval centrálně stanovené ceny určované federálními

a republikovými vládami, centrálně regulované ceny založené na určitých pravidlech stanovených centrálními úřady a smluvní ceny určované volně dohodou mezi podniky a jejich zákazníky s tím, že si stát ponechává právo intervence v případech, kdy by podniky zneužívaly své monopolní situace ke stanovení nedůvodně vysokých cen. V červenci 1990 byla zahájena první část cenových opatření, spočívající v odstranění nejkřiklavějších cenových zkreslení plynoucích z dotací cen mnoha potravinářských výrobců (dotace činily více než 3 % HDP). Maloobchodní ceny potravin se tak zvýšily v průměru o 25 %. Jako kompenzaci za zvýšení cen dostalo obyvatelstvo měsíční vyrovnávací příspěvek ve výši 140 Kčs (přibližně 5 % průměrného platu). Některé další administrativní úpravy cen v následujících měsících souvisely zejména se snahou o redukování dotací v dopravě.

Druhá část cenových opatření, realizovaná v říjnu, byla iniciována nepříznivým vývojem platební bilance ČSFR, která musela nakupovat ropu za světové ceny; v období do října se maloobchodní ceny benzingu a motorové nafty ve srovnání se začátkem roku 1990 zdvojnásobily. Ve 4. čtvrtletí byly provedeny úpravy cen v odvětví paliv, energetiky, chemického a gumárenského průmyslu.

Provedená cenová opatření se promítla do růstu cenové hladiny — maloobchodní ceny se celkově zvýšily o 10 %; hlavní podíl na tomto vzestupu měly centrálně řízené úpravy cen (7,2 %). Nejrychleji vzrostla cenová hladina maloobchodních cen ve 4. čtvrtletí (+18,4 % ve srovnání s rokem 1989), což byl důsledek kumulace řady vlivů (devalvace čs. koruny, další centrální úpravy cen, liberalizace cen určitých výrobců).

Ceny průmyslových výrobců se v roce 1990 celkově zvýšily o 4,5 % s koncentrací nárůstu do závěru roku v souvislosti s úpravou cen v některých odvětvích (v 1.–3. čtvrtletí se velkoobchodní ceny zvýšily o 0,4 %, ve 4. čtvrtletí o 16,6 %).

Zásadním krokem pro zavedení *vnitřní směnitelnosti koruny* bylo zreálnění jejího kurzu třemi devalvacemi a sjednocení odděleného turistického a obchodního kurzu. Částečně byl liberalizován přístup k devizovým prostředkům pro jednotlivé občany, kteří mohli získat výměnou devizové prostředky ve výši 2 000 Kčs na osobu ročně.

S cílem *liberalizovat vnější ekonomické vztahy* byl zrušen monopol zahraničního obchodu. Podnikat v zahraničním obchodě bylo dovoleno všem zaregistrovaným podnikům. Nový zákon o společnostech se zahraniční účastí umožnil 100%ní účast zahraničním partnerům. Důležitým krokem k zahájení privatizace bylo schválení zákona o soukromém podnikání; ten umožnil soukromé podnikání té měř ve všech oblastech. Koncem roku 1990 byly učiněny také první reálné privatizační kroky zahájením tzv. malé privatizace, tj. privatizace provozoven obchodu a služeb formou dražeb tuzemským zájemcům.

Nejvýznamnějším transformačním krokem v roce 1990 však bylo schválení zákona o soukromém podnikání, kterým byl povolen rozvoj soukromého sektoru prakticky ve všech ekonomických aktivitách. Prvním zásadním privatizačním krokem bylo zahájení restituční, v jejichž rámci byl reprivativován majetek zrestařený po 25. 2. 1948 ve prospěch bývalých vlastníků, popřípadě jejich dědiců. Rok 1990 byl rokem rozsáhlých diskuzí o pojednání transformace, v nichž nad graduačním pojednáním transformace zvítězilo pojednání radikální.

Velký význam pro integraci ČSFR do systému mezinárodních ekonomických organizací měl vstup do Mezinárodního měnového fondu, který zvýšil možnost získávat vnější zdroje pro reformní opatření.

Z hlediska výsledků celkového ekonomického vývoje byl rok 1990 rokem hospodářského poklesu.

Hospodářský vývoj narážel především na bariéru vnější poptávky, v jejímž důsledku se snížily možnosti odbytu do zahraničí (postupný rozpad RVHP, hospo-

dářské potíže SSSR a ostatních zemí střední a východní Evropy, sjednocení Německa, krize v Perském zálivu), doprovázenou snížením zabezpečení vstupů do ekonomiky (zejména dodávek ropy) s přímým dopadem na některá odvětví.

V oblasti vnitřní poptávky poklesla poptávka investiční. Zvýšená poptávka domácností byla důsledkem zvýšených příjmů obyvatelstva (nově vyplácený státní vyrovnávací přispěvek ke kompenzaci sociálních důsledků úpravy maloobchodních cen potravin) a expektace liberalizace cen, která se projevila v tendenci k nákupu zboží dlouhodobé spotřeby a směnitelných měn a následně v poklesu míry úspor obyvatelstva.

Na snižování poptávky v tomto roce, především vnější, reagovala nabídka tvorbou zásob, které byly financovány nárůstem vzájemné zadluženosti při nízkých vlastních finančních zdrojích podniků a zdrženlivosti bank při poskytování úvěrů. Objem závazků nesplacených po lhůtě splatnosti představoval koncem roku 1990 63 mld. Kčs.

Celkové snížení nejvýznamnějších komponent poptávky (zahraniční, investiční) se projevilo v poklesu HDP o 0,5 % (ve stálých cenách). Výroba v průmyslu poklesla v ČSFR ve stálých cenách proti roku 1989 o 3,7 %, objem stavebních prací v běžných cenách o 6,6 %, hrubá zemědělská produkcí se snížila ve stálých cenách o 3,7 %. Útlum ekonomicke aktivity se projevil ve vzniku a postupném růstu nezaměstnanosti, který nebyl schopen absorbovat ani dynamicky se rozvíjející soukromý sektor.

V průběhu roku 1990 se projevily v devizové oblasti nerovnovážné tendenze, jež byly způsobeny předdevalvačním očekáváním; vyústily do deficitu běžného účtu platební bilance ve výši 1,1 mld. USD a byly doprovázeny prudkým poklesem devizových rezerv bankovní soustavy.

Nerovnováha se projevila i v běžném hospodaření státního rozpočtu, které skončilo schodkem ve výši 2,3 mld. Kčs.

Vcelku lze rok 1990 charakterizovat jako rok doznívajícího centrálně plánovaného řízení, s diskuzí o charakteru transformace ekonomiky a vytvářením předpokladů pro zahájení transformace ekonomiky do tržních podmínek. Současně se již začaly projevovat některé tendenze, které transformaci budou provázet v budoucnosti (pokles výkonu ekonomiky, vznik platební neschopnosti podnikové sféry, předprivatizační nejistota). Konec roku 1990 také ukázal velký význam expektací obyvatelstva pro ekonomiku (nákupní horečka v očekávání cenové liberalizace, vzestup úspor v devizách), a tím i nutnost vytvoření prostředí makroekonomicke rovnováhy a stability pro příští období transformace.

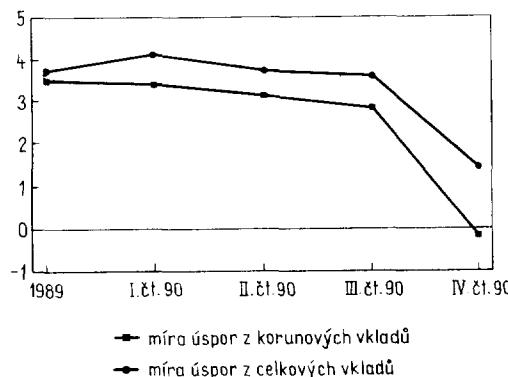
Měnová politika

Zásadní mezník v rozvoji bankovní soustavy znamenalo schválení zákona č. 130/1989, o Státní bance československé, a zákona č. 158/1989, o bankách a spořitelnách.

V souladu s těmito zákony byla funkce centrální banky oddělena od funkce komerční, kterou převzaly od SBČS nově vzniklé banky (Komerční banka Praha, Všeobecná úvěrová banka Bratislava) a obnovená Investiční banka Praha. Vznikl dvoustupňový systém, kdy je centrální banka zodpovědná za stabilitu československé měny, kterou zajišťuje pomocí implementace měnové politiky a jejích nástrojů, a kdy obchodní banky realizují bankovní obchodní operace.

Měnová politika centrální banky odrážela především obavy z inflace v důsledku liberalizace cen a byla koncipována jako restriktivní. Jejím cílem bylo tlumit prohlubování nerovnovážných tendencí v ekonomice a vytvořit co nejpříznivější podmínky pro reformní opatření připravovaná na rok 1991.

GRAF č. 1 Míra úspor obyvatelstva



poznámka: míra úspor = podíl přírůstku nerealizovaných prostředků z celkových příjmů obyvatelstva

Globální měnový cíl byl vyjádřen procentem možného růstu emise úvěrů a půjček do ekonomiky (-2 % až 1 % proti stavu úvěrů a půjček v roce 1989).

S ohledem na pokles ekonomické aktivity, devalvaci čs. koruny a realizované centrální úpravy cen v průběhu roku 1990 upravila SBČS globální měnový cíl – zvýšila „strop“ přírůstku úvěrů do ekonomiky z +1 % na +2,6 % a pro zbytek roku jej zachovala. Globální měnový cíl byl splněn, skutečný růst celkového objemu úvěrů činil 0,8 %.

Nepříznivě se vyvíjel objem a struktura vkladů, kde se projevil jako důsledek nedůvěry v měnu pokles míry úspor obyvatelstva v korunové oblasti – viz graf č. 1.

Objem vkladů obyvatelstva v Kčs klesl o 7 mld. Kčs (2,5 %), zatímco o 8,1 mld. Kčs (5,6 krát) vzrostl objem jeho devizových vkladů. Ještě pronikavější byl tento trend u korunových vkladů podniků, které klesly o 14,3 %, zatímco jejich devizové vklady se zvýšily více než 7krát – viz tabulka č. 1.

Základními nástroji prosazení cílů měnové politiky byly:

- úvěrové limity,
- povinné minimální rezervy,

TABULKA č. 1 Vývoj vkladů na viděnou, termínových depozit a vkladů v cizí měně
v mld. Kčs

	1989 31. 12.	1990				index 1990/89
		31. 3	30. 6.	30. 9.	31. 12.	
vklady celkem	479,8	464,7	474,3	464,5	476,7	99
vklady na viděnou	243,1	217,7	230,9	219,7	217,2	89
obyvatelstvo	107,5	109,9	112,2	113,2	103,3	96
podniky	135,6	103,7	115,2	100,8	111,4	82
pojišťovny	0,0	4,1	3,5	5,7	2,5	—
termínová depozita celkem	232,5	240,3	233,7	233,4	231,7	99
obyvatelstvo	170,2	170,1	168,8	166,9	167,4	98
podniky	6,6	12,9	14,6	13,8	10,5	159
pojišťovny	55,7	57,3	50,3	52,7	53,8	97
vklady v cizí měně	4,2	6,7	9,2	11,4	27,8	662
obyvatelstvo	1,7	2,7	3,5	4,1	9,8	576
podniky	2,5	4,0	6,2	7,3	18,0	720

- refinanční úvěry,
- diskontní sazba a úrokové stropy,
- kurz měny.

Úvěrové limity představovaly horní hranice objemu úvěrů pro jednotlivé banky, které tyto banky mohly poskytovat v jednotlivých čtvrtletích. Byly stanoveny pouze pro velké banky. V roce 1990 měly rozhodující význam při zajištění restrikтивní měnové politiky.

Povinné minimální rezervy začala SBČS používat jako nástroje při regulaci likvidity bank. K 1. 1. 1990 byly stanoveny povinné minimální rezervy ve výši 5 % z přírůstků primárních korunových vkladů. Jako nástroj začaly povinné minimální rezervy působit až v posledním čtvrtletí roku 1990, kdy byla jejich úroveň zvýšena na 8 % a změněna báze výpočtu (místo přírůstků primárních korunových vkladů stav celkových depozit od nebankovních vkladatelů při úročení 4 %).

Refinanční úvěr byl SBČS poskytován obchodním bankám za účelem operativního vyrovnávání likvidity. Banky ho ziskávaly formou krátkodobého úvěru čerpaného do výše refinančního rámce se splatností 1—3 měsíce.

Diskontní úroková sazba a úrokový strop měly základní význam pro určování vývoje úrokové politiky. Za diskontní úrokovou sazbu získávaly obchodní banky refinanční úvěr; byla však také základem pro limitování výše úroků na úvěry poskytované těmito bankami. Na výši diskontní úrokové sazby totiž navazovala tzv. maximální možná odchylka, jejíž součet s výši diskontní úrokové sazby tvořil pro obchodní banky nepřekročitelný úrokový strop, do jehož výše mohly stanovovat výši svých úrokových sazeb za úvěry.

K 1. 1. 1990 stanovila SBČS výchozí diskontní sazbu 4 % a současně stanovila maximální možnou odchylku úrokových sazeb účtovaných obchodními bankami při poskytování úvěrů diferencovaně podle lhůty splatnosti a typu úvěru.

V průběhu roku 1990 přizpůsobovala své nástroje konkrétnímu ekonomickému vývoji. Na silici poptávku po úvěrech reagovala SBČS postupným zvyšováním diskontní sazby (k 1. 4. o 1 % na 5 %, k 1. 10. o 2 % na 7 % a k 21. 11. o 1,5 %) na 8,5 % koncem roku a úpravami maximální možné odchylky, která koncem roku 1990 dosáhla úrovně 14 %, takže maximální úrok z úvěrů mohl činit 22,5 %. V prosinci 1990 provedla SBČS změnu diskontní sazby na 10 % s platností od 1. 1. 1991 bez změny do té doby platné maximální možné odchylky, maximální úrok činil 24 %.

Celkem se průměrné úrokové sazby z úvěrů i vkladů zvýšily jen velmi málo. Průměrná úroková sazba z úvěrů se zvýšila o 0,46 bodů na 6,16 %, průměrná úroková sazba z vkladů o 0,35 bodů na 2,83 %. Na pomalém růstu průměrných úrokových sazeb se podílel kromě úrokových stropů u nově poskytnutých úvěrů také velký objem úvěrů s nízkou sazbou z minulosti.

V kurzové politice bylo v roce 1990 hlavním cílem připravit podmínky pro zavedení vnitřní konvertibility s termínem od 1. 1. 1991, a to sjednocením obchodního a turistického kurzu vůči volně směnitelným měnám na úroveň, která umožnila vyrovnat nabídku a poptávku po devizách. Této rovnováhy bylo dosaženo postupnými devalvacemi koruny.

8. 1. 1990 byla koruna devalvována proti volným měnám o 18,6 % a současně revalvována proti převoditelnému rublu o 10 %. Devizový kurz koruny pro obchodní a neobchodní platy byl sjednocen na úrovni 17 CSK/USD (což představuje znehodnocení kurzu pro obchodní platy ve výši 14 % a pro neobchodní platy 44 %). Byl zaveden nový turistický kurz, jehož počáteční úroveň byla stanovena na 38 CSK/USD (v polovině roku byla upravena na 23 CSK/USD).

15. 10. 1990 byla snížena hodnota koruny vůči americkému dolaru o 54,5 % na 24 CSK/USD (devalvací koruny v turistickém kurzu o 23 % bylo dosaženo 30 CSK/USD). Zároveň byla zavedena regulace platebních podmínek dovozu.

28. 12. 1990 byl kurz dále devalvován o 16 % na 28 CSK/USD, byl zrušen turistický kurz a byla zavedena 20%ní příržka na dovozy spotřebního zboží.

Výsledkem těchto devalvací bylo dosažení relativně stabilního kurzu 28 CSK/USD jako výchozího kurzu pro zavedení vnitřní směnitelnosti. Kurz byl vázán ke koší pěti — z hlediska čs. zahraničního obchodu — nejdůležitějších měn (USD, DEM, ATS, CHF a GBP)¹.

Celkové měnová politika odrážela složitou situaci, kdy na jedné straně působily v ekonomice nástroje přímé, na druhé straně se začal postupně otevírat prostor pro působení nástrojů nepřímých, jejichž možnosti byly v průběhu roku ověřovány. Kombinovaným působením úvěrových limitů a úvěrových stropů jako přímých nástrojů a za spolupůsobení povinných minimálních rezerv, refinančních úvěrů a diskontní úrokové sazby bylo dosaženo restrikce emise úvěrů a růstu úrokových sazeb, což položilo základ stability měny.

V průběhu roku 1990 došlo k rychlému rozvoji bankovního sektoru. Celkový počet komerčních bank ČSFR, kterým byla udělena licence, stouplo ze 7 na počátku roku na 23 ke konci roku (z toho 6 státních peněžních ústavů, 11 bank bez zahraniční majetkové účasti, 5 s částečnou zahraniční majetkovou účastí a 1 se 100%ní zahraniční majetkovou účastí).

Nové banky byly sice kapitálově slabé, posílily však dvoustupňový charakter bankovní soustavy a z některých těchto bank se postupně vyvinuly významné peněžní ústavy. Charakteristickým rysem nových bank byla jejich univerzálnost, tzn. že banky získávaly licence pro všechny druhy bankovních činností, s výjimkou devizových operací, pro které byla licence vydávána individuálně.

Ekonomická reforma a měnová politika v roce 1991

Celkový ekonomický vývoj

Na základě koncepce vypracované v roce 1990 byla v roce 1991 zahájena transformace čs. ekonomiky do tržních podmínek, a to ve všech základních oblastech, jimiž byly liberalizace cen, zavedení vnitřní směnitelnosti čs. koruny, liberalizace vnějších ekonomických vztahů a privatizace.

Nejvýraznější oblastí transformace ekonomiky byla *cenová liberalizace*, jež podstatou bylo uvolnění centrální regulace cen u velké většiny výrobků a služeb. Zatímco k 31. 12. 1990 se regulace týkala 86 % HDP, po cenové liberalizaci z počátku roku představovaly regulované ceny cca 13–16 % HDP. Cenová liberalizace byla doprovázena vzestupem spotřebitelských cen i cen průmyslových výrobců. Ve srovnání s prosincem 1990 se v lednu 1991 spotřebitelské ceny zvýšily o 25,8 %, v úhrnu do března o 40 %. V následujících měsících se tempo růstu cen snižovalo a od poloviny roku 1991 byly spotřebitelské ceny relativně stabilní. Celkově se spotřebitelské ceny zvýšily o 53,6 %, bez vlivu centrálních úprav o 47,2 %. Obdobný vývoj vykázaly i ceny průmyslových výrobců. Cenová liberalizace byla doprovázena snižováním dotací do výroby.

Zavedení vnitřní směnitelnosti čs. koruny poskytlo od 1. 1. 1991 čs. subjektům s oprávněním k zahraničněobchodní činnosti právo nakupovat konvertibilní měnu u komerčních bank k provedení úhrad svých závazků vyplývajících z dovozu zboží a služeb ze zahraničí. Od 1. 2. 1991 bylo toto právo rozšířeno na všechny subjekty zapsané v podnikovém rejstříku. Na druhé straně měly a doposud mají

¹ Metodu měnového koše začala používat SBČS v červnu 1981 s cílem promítat vzájemné změny kurzu volně směnitelných měn (tzv. cross rates) do kurzu CSK vůči této měnám. Složení koše se v jednotlivých letech měnilo v souladu s vývojem struktury plateb v zahraničním obchodě.

všechny tyto subjekty povinnost odprodat všechny prostředky v konvertibilní měně, které získají ze zahraničí, komerčním bankám. Limit pro výměnu Kčs za volně směnitelné měny byl zvýšen na 5 000 Kčs pro jednoho občana.

Spolu se zavedením vnitřní směnitelnosti čs. koruny probíhala postupná liberalizace vnějších ekonomických vztahů. V průběhu roku 1991 tato liberalizace zcela odstranila privilegované monopolní postavení podniků zahraničního obchodu a poskytla oprávnění k zahraničnímu obchodu všem registrovaným podnikům. Kvantitativní restrikce byly u dovozu a vývozu silně omezeny. K 1. 10. 1991 byly zrušeny tzv. dovozní platební podmínky, jež brzdily promptní platby čs. podniků za dovozy, a postupně se snižovala přírázka na dovoz spotřebního zboží (z 20 na 10 %).

V roce 1991 byla zahájena privatizace státního vlastnictví. V tomto roce proběhla tzv. malá privatizace, která spočívala v prodeji drobných provozních jednotek, především obchodů a provozoven služeb, soukromým vlastníkům. Do konce roku 1991 bylo privatizováno 21,6 tis. provozních jednotek v hodnotě 23,5 mld. Kčs. Pro velkou privatizaci byly v roce 1991 postupně vytvářeny právní a organizační předpoklady. Jen v menším počtu případů byly uplatněny tzv. standardní postupy velké privatizace (přímý prodej, veřejná aukce).

Významnou součástí transformace bylo i vytvoření legislativního rámce pro fungování tržního systému. Sem patřilo především schválení obchodního zákoníku, živnostenského zákona, zákona na ochranu hospodářské soutěže a samozřejmě i zákona o Státní bance československé a zákona o bankách.

V průběhu roku došlo k zásadním změnám ve vývoji oproti očekávaným předpokladům, především ve dvou směrech.

- v důsledku změny vnějších podmínek poklesla výrazně vnější poptávka;
- snížila se vnitřní poptávka.

Do poklesu vnější poptávky se promítly exogenní faktory, které utlumily předpokládané stimulační působení liberalizačních opatření na podporu zahraničního obchodu a dočasně i efekt z devalvací provedených v roce 1990. K témtu faktorům patřily především rozpad obchodních vztahů v rámci RVHP, narušení tradičního čs. zahraničního obchodu s Irákem a Jugoslávií a zhoršení reálných směnných relací. Oproti roku 1990 se v roce 1991 snížil obrat zahraničního obchodu ve stálých cenách o 14,5 % a obchodní bilance skončila pasivním saldem 2,2 mld. Kčs, v konvertibilních měnách 13,2 mld. Kčs. Přes nepříznivé saldo obchodní bilance bylo celkové saldo běžného účtu platební bilance aktivní (10,5 mld. Kčs) v důsledku vysokého aktiva služeb. Pozitivní tendencí byl teritoriální přesun čs. zahraničního obchodu k zemím s vyspělou tržní ekonomikou, negativní tendencí bylo naopak zhoršení komoditní struktury vývozu ve prospěch výrobků s nízkou mírou přidané hodnoty. V roce 1991 započal významnější příliv zahraničního kapitálu. Byl zaměřen především na zajištění zahraniční účasti v joint-ventures a dosáhl celkového objemu 16,1 mld. Kčs.

K poklesu vnitřní poptávky došlo především v důsledku cenové liberalizace, fiskální, měnové a mzdové restrikce.

Cenová liberalizace vedla k prudkému růstu cen, neboť nejisté podmínky předprivatizačního období vedly podniky k preferování krátkodobých potřeb, tj. k maximalizaci cen a zisku. Spotřebitelská poptávka po potravinách klesla o 15–25 %, u nepotravinářského zboží o 30–50 %. Na zvyšování cen působila silně i deregulace obchodního rozpětí. Monopolní struktura ekonomiky a nedostatečná stimulace podnikových managementů zabránily zpětnému snížení cen, které by bývalo mohlo vést k oživení výroby.

Zvýšení cen vedlo k omezení poptávky ve všech jejích segmentech. Pokles poptávky domácnosti byl zesílen mzdovou regulací, která sice zabránila explozivní-

mu vývoji nominálních mezd, avšak současně vedla ke snížení reálných mezd o 24 %. Výrazně se zvýšila platební neschopnost podnikové sféry. Oproti konci r. 1990 se objem závazků po lhůtě splatnosti zvýšil o více než 111 mld. Kčs a dosáhl 174,3 mld. Kčs.

Do poklesu investiční poptávky (o 40 %) se promítla předprivatizační nejistota v podnikové sféře, zdrženlivost bank poskytovat úvěry v nejistém období, omezení veřejných investic v důsledku restrikce výdajů státního rozpočtu a do určité míry i restriktivní měnová politika vedoucí ke zvýšení úroků z úvěrů (i když ne v takové míře, v jaké se zvýšila míra inflace).

Restriktivní politika státního rozpočtu vedla i ke snížení *neinvestiční veřejné poptávky* (především ve školství, zdravotnictví apod.).

Na straně nabídky došlo k výraznému poklesu. HDP poklesl o 16 %, přičemž průmyslová výroba poklesla o čtvrtinu a stavební výroba o třetinu. Pokles byl doprovázen nepříznivým strukturálním efektem, spočívajícím v posílení materiálově, energeticky a ekologicky náročné produkce a oslabení finální výroby, jíž se pokles vnější a vnitřní poptávky dotkl nejvíce. Dynamicky se začal rozvíjet soukromý sektor, jehož podíl na HDP koncem roku dosáhl 8 %.

Makroekonomická rovnováha byla při celkově nižší úrovni HDP zachována. Restriktivní fiskální, mzdová a měnová politika zabránily vzniku inflační spirály. Vzestup cen byl bezprostředně spojen s cenovou liberalizací na počátku roku, postupně ustával a ve druhé polovině roku 1991 byly ceny relativně stabilizovány.

Mzdová regulace omezila růst nominálních mezd ve vztahu k vývoji cen. Nominalní mzdy se sice zvýšily o 16,4 %, vzhledem k vzestupu cen však reálné mzdy klesly o 24 %.

Pozitivní byl vývoj vnějších ekonomických vztahů. Přes nepříznivé saldo obchodní bilance bylo celkové saldo běžného účtu platební bilance aktivní 10,5 mld. Kčs (356,5 mil. USD) v důsledku vysokého aktiva služeb. Devizové rezervy vzrostly o 2,6 mld. Kčs (0,9 mld. USD), částečně však na základě čerpání úvěrů ze zahraničí; ty se významně podílely na zvýšení hrubé zadluženosti, která v závěru roku dosáhla 280,7 mld. Kčs (9,4 mld. USD). Pozitivní byl příliv zahraničního kapitálu, který činil 0,6 mld. USD, především ze SRN a Rakouska.

Hospodaření rozpočtové soustavy se v roce 1991 vyvíjelo značně nerovnoměrně. Zatímco v 1. pololetí došlo pod vlivem zvýšení finančních příjmů podniků k vzestupu příjmů rozpočtové soustavy a ke vzniku přebytku v jejím hospodaření, ke konci roku se pod vlivem celkového hospodářského poklesu změnil přebytek ve schodek 18,6 mld. Kčs.

Snížení hospodářské aktivity bylo doprovázeno zvýšením nezaměstnanosti, která koncem roku 1991 dosáhla 6,6 %.

Celkově lze rok 1991 charakterizovat jako rok radikálních přeměn, které položily systémový základ pro transformaci ekonomiky. Byla učiněna rozhodující opatření v liberalizaci cen, zavedení vnitřní směnitelnosti čs. koruny, liberalizaci vnějších ekonomických vztahů a byla zahájena privatizace. Zásadně se změnil charakter trhu, kde výroba ztratila své dominantní postavení ve prospěch spotřeby. Všechna tato opatření proběhla při zachování globální makroekonomické rovnováhy, avšak při celkovém ekonomickém poklesu. Jeho první příznaky se sice projevily již v předešlém roce, ale zintenzivnil v roce 1991, především v důsledku rychlého poklesu vnitřní poptávky; zde se prohloubil pokles v oblasti investiční a veřejné poptávky, při současném nově vzniklém rozsáhlém propadu v poptávce domácností.

Nepříznivou skutečností bylo, že pokles poptávky neinicioval větší strukturální přeměny v nabídce, kde se naopak pod vlivem zahraniční poptávky upevnila nevyhovující struktura z období centrálně plánovitého řízení, zaměřená na energeticky náročné a ekologicky problémové výroby.

Z hlediska dalšího postupu transformace výsledky roku 1991 ukázaly, že půjde o proces složitější, než se původně očekávalo, a že klíčovou otázkou v realizaci strukturálních změn a oživení ekonomiky bude velká privatizace.

Měnová politika

Charakter ekonomické reformy předurčil i podobu měnové politiky a její cíle pro rok 1991. Základními cíli měnové politiky v tomto roce byly:

- stabilizace cenové hladiny a zamezení vzniku a rozvíjení inflační spirály,
- udržení funkčnosti zavedeného systému vnitřní směnitelnosti s důrazem na stabilitu devizového kurzu.

Z těchto cílů vyplýval restriktivní charakter měnové politiky v 1. pololetí 1991; ta spolu s fiskální a mzdovou politikou musela čelit silným inflačním očekáváním ekonomických subjektů spojeným s liberalizací cen. Změnil se přístup ke kvantifikaci těchto obecných cílů.

Od roku 1991 se SBČS zaměřila při regulaci měnového vývoje na vývoj celkové peněžní zásoby měřené peněžním agregátem M2².

Vzhledem k nesnadnému odhadu poklesu výkonnosti ekonomiky a obtížné předpovídání toho, jak hluboký pokles produkce by k eliminaci výrob ne-krytých efektivní poptávkou měl nastat, nebyly kvantifikované cíle měnové politiky stanoveny pro tento rok striktně, ale v průběhu roku reagovaly na vývoj ekonomiky a čerpání úvěrů.

Ve 2. pololetí, když již bylo zřejmé, že cenový vzestup byl v důsledku liberalizace cen z počátku roku zastaven, došlo postupně k uvolňování měnové politiky, takže celkově byla měnová politika v roce 1991 neutrální; tempo růstu peněžní zásoby se zhruba shodovalo s růstem nominálního HDP (přírůstek peněžní zásoby o 20,8 % a nominálního HDP o 18,6 % mezi 4. čtvrtletím 1990 a 1991).

Zdrojem růstu peněžní zásoby byl především růst podnikových úvěrů, které se celkově za rok zvýšily o 25,9 % na 674,6 mld. Kčs a do konce roku 1991 dosáhly 90,6 % z celkového objemu úvěrů (700 mld. Kčs). Teprve v závěru roku přispěly k tvorbě peněžní zásoby zvýšení čistého úvěru vládě a růst zahraničních aktiv.

Celkově došlo v tomto roce ke zvýšení objemu úvěrů podnikům a obyvatelstvu o 24,5 % (bez vlivu oddlužení a kapitálového posílení bank).

Z hlediska transformace ekonomiky byl pozitivní především růst úvěrů soukromému sektoru. Zatímco v 1. čtvrtletí vzrostly úvěry soukromníkům cca o 1 mld. Kčs, ve 4. čtvrtletí to bylo již 10 mld. Kčs měsíčně a podíl úvěrů soukromému sektoru na celkovém přírůstku úvěrů činil 80 % — viz graf č. 2.

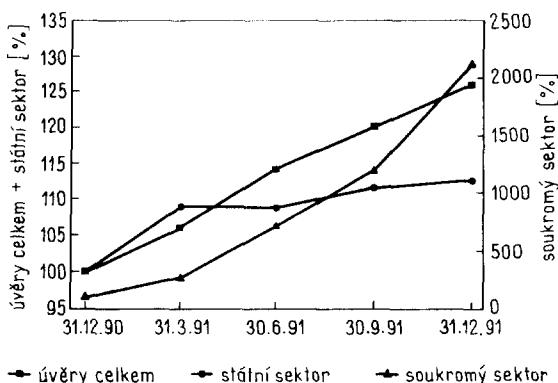
Obnova důvěry k méně se odrazila ve zvýšení míry úspor — viz graf č. 3. Z hlediska vývoje vkladů se postupující privatizace promítla do růstu podnikových vkladů na viděnou, které vzrostly zejména v důsledku otevřání běžných účtů nových podniků — viz tabulka č. 2. Obdobně jako pro ostatní oblasti hospodářské politiky bylo i pro oblast měnové politiky charakteristické hledání vhodného instrumentaria a jeho racionálního využívání.

K prosazení měnových cílů sloužily SBČS v roce 1991 nástroje, které byly používány již v roce 1990, tj. úvěrové a úrokové stropy jako nástroje přímé, povinné

² M1 = oběživo + depozita na viděnou

M2 = M1 + termínová depozita + depozita v zahraničních měnách

**GRAF č. 2 Vývoj úvěrů podnikovému sektoru v r. 1991
(rok 1990 = 100)**



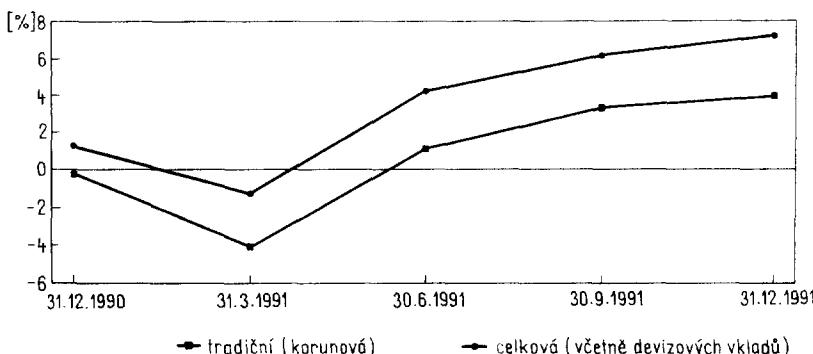
miminální rezervy, systém refinančních úvěrů, diskontní sazba a kurz měny jako nástroje nepřímé.

Úvěrové limity i nadále představovaly horní hranice objemu úvěru pro velké obchodní banky, které tyto banky mohly poskytnout v jednotlivých čtvrtletích. Mimo rámec úvěrových limitů mohly banky poskytovat úvěry na privatizaci, což napomohlo výraznému vzestupu objemu těchto úvěrů.

Výše sazeb *povinných minimálních rezerv* obchodních bank se ve srovnání s koncem roku 1990 neměnila a činila po celý rok 8 % z primárních vkladů bank, přičemž banky dostávaly 4%ní úrok. Při nedodržení stanovené výše povinných minimálních rezerv byl poskytován dodatečný úvěr za dvojnásobek diskontní sazby. Vzhledem k relativně stabilní situaci ve vývoji likvidity bank a uspokojivému vývoji peněžní zásoby nebylo nutné působení tohoto nástroje měnit.

Naopak *systém refinančních úvěrů*, který umožňuje zvyšovat krátkodobě likviditu obchodních bank, se v roce 1991 vyvíjel poměrně rychle. Smyslem těchto změn bylo zvýšit tržní charakter refinancování i podpořit zavádění směnek do peněžního oběhu. Od dubna 1991 začala SBČS poskytovat tzv. aukční úvěry. Tyto

GRAF č. 3 Vývoj míry úspor v r. 1991



TABULKA č. 2 Vývoj vkladů na viděnou, terminových depozit a vkladů v cizí měně

v mld. Kčs

	1990 31. 12.	1991				index 1991/90
		31. 3	30. 6.	30. 9.	31. 12.	
vklady celkem	474,6	477,1	503,0	535,7	609,8	128
vklady na viděnou celkem	215,1	206,0	209,5	236,3	283,5	132
obyvatelstvo	103,4	94,3	92,0	91,4	94,2	91
podniky	108,9	106,8	112,4	139,0	184,6	170
pojišťovny	2,8	4,9	5,1	5,9	4,7	168
terminové vklady celkem	231,7	243,6	254,0	254,3	279,9	121
obyvatelstvo	167,4	174,7	180,1	186,2	210,8	126
podniky	10,5	15,1	19,7	13,9	13,7	130
pojišťovny	53,8	53,8	54,2	54,2	55,4	103
vklady v cizí měně	27,8	27,5	39,5	45,1	46,4	167
obyvatelstvo	9,8	13,5	18,1	22,4	26,6	271
podniky	18,0	14,0	21,4	22,7	19,8	110

úvěry mohly získat banky na aukcích pořádaných SBČS jednou měsíčně, přičemž výše úroku byla dána nabídkou a poptávkou po těchto úvěrech.

V červnu 1991 začala SBČS poskytovat v rámci systému refinancování za diskontní sazbu tzv. lombardní úvěr na 6–9 měsíců, a to obchodním bankám proti zástavě eskontovaných obchodních směnek.

V září 1991 byl otevřen trh refinančního úvěru, na kterém mohly obchodní banky denně získávat refinanční úvěr, a to obdobným způsobem jako na týdenních aukcích. Úvěr byl získáván na 1 měsíc za úrokovou sazbu vyplývající z nabídky a poptávky na denním trhu.

Vývoj refinancování v průběhu roku 1991 zachycuje tabulka č. 3

TABULKA č. 3 Vývoj refinancování v roce 1991

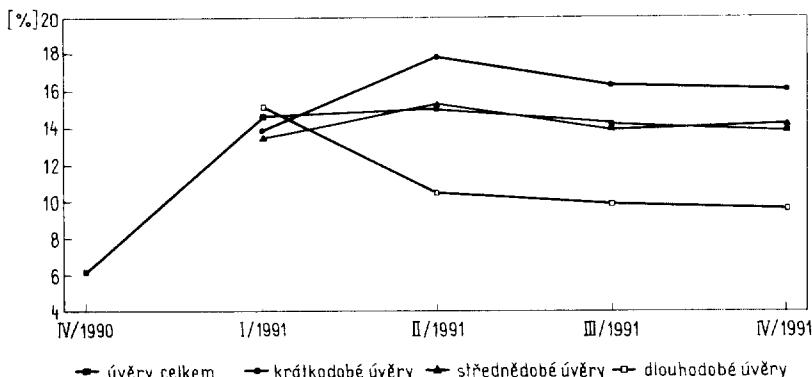
v mld. Kčs

	30. 3.	30. 6.	30. 9.	31. 12.
krátkodobý refinanční úvěr	7,4	45,1	31,2	20,2
lombardní úvěr	—	0,1	0,8	2,8
aukční úvěr na 3 měsíce	—	16,7	16,6	20,0
trh refinančního úvěru	—	—	0,4	1,2
refinanční úvěr celkem	7,4	61,9	49,0	44,2

I když v průběhu roku 1991 převažovala v ekonomice poptávka po úvěrech, obchodní banky možnosti daných SBČS čerpat dodatečné úvěrové zdroje touto cestou plně nevyužívaly. To se týká především velkých bank, na jejichž korunových zdrojích se refinancování podílelo 5–10 %, zatímco u malých bank refinancování představovalo cca 60 % úvěrových zdrojů.

Výše diskontní úrokové sazby (10 %) a úrokového stropu (24 %) na počátku roku zohledňovala obchodním bankám do určité míry inflační růst v období cenové liberalizace, na druhé straně jim však bránila zneužít vysoké poptávky po úvěrech ze strany klientů — při nabídce limitované existenci úvěrových stropů — k neúměrnému zvyšování úroků. S ústupem inflačních tendencí se vytvořil pro-

GRAF č. 4 Vývoj průměrných úrokových sazob u úvěru v r. 1991



poznámka: Průměrné údaje o krátkodobých, střednědobých a dlouhodobých úvěrech za 4. čtvrtletí 1990 nejsou k dispozici.

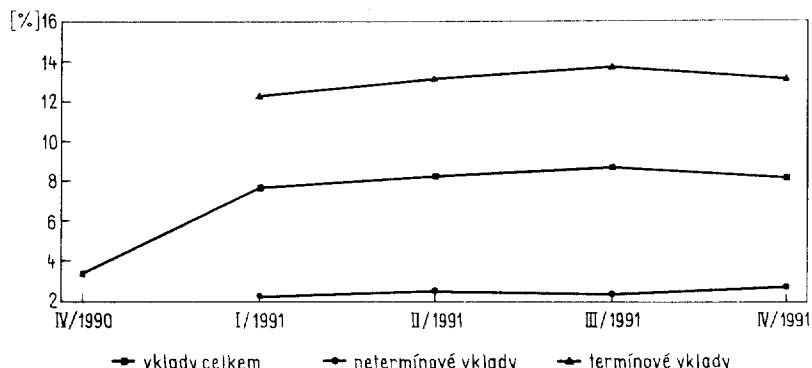
stor pro snižování úrokové sazby. S cílem napomoci oživení ekonomiky a především rozvoji soukromého sektoru došlo ke snížení maximální možné odchylky v červnu (na 12 %), srpnu (na 9,5 %) a v září (na 7,5 %), přičemž zářijová úprava maximální možné odchylky byla doprovázena snížením diskontní úrokové sazby na 9,5 %, takže úrokový strop po těchto úpravách činil 17 %.

Úrokové sazby obchodních bank se u úvěrů i vkladů na počátku roku značně zvýšily, ve 2. čtvrtletí se jejich růst však značně zpomalil a u úrokových sazob u úvěrů od 3. čtvrtletí a u úrokových sazob na depozita od 4. čtvrtletí dochází k pozvolnému poklesu.

U úvěrů se průměrné úrokové sazby zvýšily z 6,16 na 14,46 %, přičemž tento vzestup byl patrný především u krátkodobých úvěrů, kam jednak směřovala značná část poptávky po úvěrech, jednak se zde — na rozdíl od úvěrů dlouhodobých — podstatně méně do průměru promítal vliv zvýhodněných úvěrů z minulosti — viz *graf č. 4*.

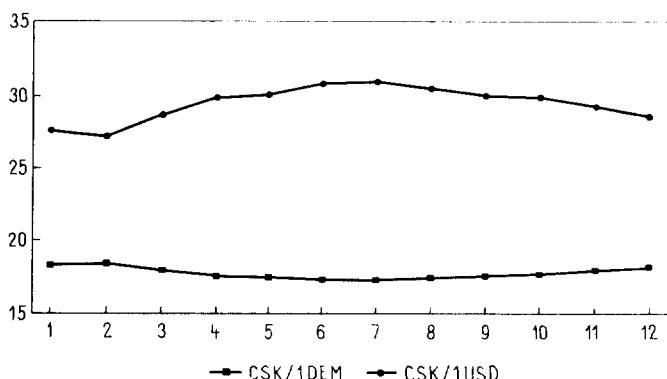
U depozit se průměrné úrokové sazby zvýšily z 2,83 % v roce 1990 na 8,12 % v roce 1991, přičemž shodným tempem se vyvíjely jak sazby z terminových, tak neterminových vkladů — viz *graf č. 5*.

GRAF č. 5 Vývoj průměrných úrokových sazob u vkladů v r. 1991



poznámka: Průměrné údaje o neterminových a terminových vkladech za 4. čtvrtletí 1990 nejsou k dispozici.

GRAF č. 6 Průměrné měsíční kurzy čs. koruny v r. 1991



Výsledkem pohybu úrokových sazob bylo zvýšení úrokové marže mezi průměrnými úvěrovými a depozitními sazbami z 3,33 procentních bodů v roce 1990 na 6,34 v roce 1991. Vysoké úrokové marže se udržely i v dalším průběhu transformace. Jejich existence byla podporována jednak vysokou poptávkou po úvěrech a nízkou konkurenční bank jak v oblasti úvěrování, tak i v oblasti depozitní činnosti, jednak potřebami rozvoje bankovního sektoru. Výnosy bank z vysokých marž umožnily bankám investovat do rozvoje sítě bankovního sektoru, technického vybavení pracovišť a rozvoje technické základny platebního styku, zvýšit jejich kapitálovou vybavenost i rezervy pro případné ztráty v budoucnosti.

Záměrem *kurzové politiky* bylo, aby se kurz čs. koruny stal tzv. nominální kottou při stabilizaci vnější a vnitřní kupní sily čs. koruny tak, aby byl zajištěn stabilní vliv vnějších podmínek na vnitřní cenovou hladinu, stabilní prostředí pro rozhodování ekonomických subjektů a omezeny spekulace spojené s vývojem kurzu — viz graf č. 6.

Na počátku roku 1991 byla výchozí výše kurzu sice spojena s působením doplnkových regulačních nástrojů omezujících poptávku po devizách (regulace platebních podmínek dovozu, dovozní přirážka), jejich vliv byl však postupně se stabilizací ekonomických podmínek omezován, bez následků na vývoj kurzu. Reálnost výše kurzu potvrdil pozitivní vývoj platební bilance i růst devizových rezerv.

Celkově byly základní cíle měnové politiky v roce 1991, tj. stabilizace cenové hladiny a udržení stability měnového kurzu, splněny. Pružné využívání nástrojů měnové politiky umožnilo eliminovat latentní nebezpečí vzniku inflační spirály v podmírkách cenové liberalizace. Měnová politika napomohla pozitivnímu vývoji platební bilance a udržela vnitřní směnitelnost čs. koruny. Rozhodující význam si v roce 1991 zachovaly přímé nástroje měnové politiky, dále se však zdokonalovaly nástroje nepřímé. Velmi diskutovanou otázkou byl restriktivní charakter měnové politiky v 1. pololetí. Podle názorů především podnikové sféry byla restrikce nadměrná a byla jednou z hlavních příčin hospodářského poklesu, podle názorů především odborníků z makroekonomicke oblasti byla restrikce nutná v zájmu zajištění protiinflačního prostředí a makroekonomicke rovnováhy. Další vývoj dal za pravdu druhé skupině názorů, neboť nepružnost většiny podniků ve vztahu k měnicím se podminkám, jejich výrazné upřednostňování krátkodobých zájmů a faktická neexistence trhu by pravděpodobně při nízkých

úrokových sazbách z úvěrů vedly pouze k větší poptávce po úvěrech s velmi nejistým efektem, avšak s velkým inflačním rizikem pro další vývoj.

Ekonomická reforma a měnová politika v roce 1992

Celkový ekonomický vývoj

Čs. ekonomika se po transformačním šoku v předešlém roce stabilizovala a koncem roku se objevily i náznaky oživení.

Většina rozhodujících transformačních opatření (cenová liberalizace, zavedení vnitřní směnitelnosti čs. koruny, liberalizace vnějších vztahů) byla provedena již v uplynulém roce.

V *cenové oblasti* v roce 1992 byl rozsah cenové regulace srovnatelný s rozsahem obvyklým v zemích s vyspělou tržní ekonomikou. Regulace se soustředila především na výrazně monopolizovaná a síťově organizovaná odvětví. Pod státním dohledem zatím zůstaly paliva a energie, nájemné, vodné a stočné, železniční doprava a osobní silniční doprava, poštovní a telekomunikační tarify, léčiva, lékařské výkony, veřejné investice a státní intervenční nákupy zemědělské produkce. Přes výraznou liberalizaci nedošlo k explozivnímu růstu cen. Spotřebitelské ceny se zvýšily o 11,5 %, ceny průmyslových výrobců o 8,4 %.

V oblasti rozšiřování systému *vnitřní směnitelnosti* čs. koruny byl zvýšen limit pro výměnu čs. korun za VSM na jednu osobu na turistiku o 50 % (z 5 000 na 7 500 Kčs). Od 1. 7. 1992 vstoupila v platnost novela devizového zákona, která umožňuje dostupnost deviz pro podnikatele nezapsané v devizovém rejstříku. Na mezi-bankovním devizovém trhu byl od konce září 1992 zaveden systém devizového fixingu, který umožňuje širší přístup bank (a zprostředkování právnických osob) k devizám. Byl zaveden systém otevřených devizových pozic³.

V rámci *liberalizačních opatření ve vnějších ekonomických vztazích* byla od 1. 1. 1992 snížena přírázka na dovoz spotřebního zboží na 10 % a k 31. 12. 1992 byla zrušena.

V oblasti privatizace došlo — na rozdíl od výše uvedených transformačních opatření — k prvním zásadním realizačním krokům až v roce 1992. V rámci tzv. „malé“ privatizace, jejíž cílem bylo vytvoření středního stavu, bylo do konce roku 1992 prodáno cca 32 tis. provozních jednotek za 46 mld. Kčs. *Malá privatizace* napomohla výrazně především rekonstrukci privatizovaných provozoven a zlepšení služeb obyvatelstvu, neměla však zásadní význam pro změnu základních ekonomických trendů. Rozhodující význam v tomto směru připadá *velké privatizaci*, jejíž první vlna byla realizována v 2. pololetí roku 1992, avšak jejíž důsledky se projeví až v roce 1993. Pomalý postup privatizace byl hlavní příčinou zaostávání transformace v oblasti podnikové sféry a určitého rozporu mezi rychlým postupem transformace v makroekonomice a jejím pomalým postupem v mikrosféře.

V roce 1992 bylo připravováno také poslední zásadní transformační opatření, *reforma daňové soustavy*. Jejím cílem bylo přizpůsobení čs. daňového systému

³ Jde o tzv. devizové pozice ve volně směnitelných měnách, ostatních měnách, celkovou otevřenou devizovou pozici a otevřenou korunovou pozici. Např. celková otevřená devizová pozice jako součet všech „dlouhých“ nebo všech „krátkých“ devizových pozic by neměla překročit 30 % kapitálové báze jednotlivé banky.

podmínkám tržní ekonomiky při současném snížení daňového zatížení podniků a podnikatelů (daň ze zisku se snížila z 65 % v r. 1992 na 45 %) v zájmu stimulace ekonomického růstu. Nejvýznamnější změnou bylo nahrazení daně z obratu daní z přidané hodnoty, přičemž daňová sazba pro průmyslové výrobky byla stanovena na 23 % a z potravinářských výrobků na 5 %. Přestože byla daňová reforma připravována k 1. 1. 1993, její dopad na ekonomiku se projevil specificky již ve druhé polovině roku 1992, neboť očekávané zvýšení cen, spojené se zavedením daňové reformy, vedlo ke zvýšeným nákupům. Podilelo se na zvýšení vnitřní poptávky, ale i na vzestupu dovozu s následným negativním dopadem do obchodní bilance. Obdobný dopad na ekonomiku měly i expektace v souvislosti s rozdělením státu; i ty podpořily vlnu spekulativních nákupů koncem roku.

Zastavení poklesu výkonnosti čs. ekonomiky v roce 1992 a náznaky oživení ve 4. čtvrtletí však nebyly důsledkem pouze očekávání spojených se zavedením nové daňové soustavy a rozdělením státu; byly způsobeny i vzestupem poptávky domácností, v němž se odrazil vzestup reálných mezd, růstem investiční poptávky, jež byla založena především na pokračování výstavby velkých staveb a rozvoje soukromé výstavby, a růstem zahraniční poptávky, kde se i nadále prohlubovala orientace čs. zahraničního obchodu na země s vyspělou tržní ekonomikou (jejich podíl na čs. vývozu dosáhl 74 % a na dovozu 68 %).

Proti roku 1991 klesla poptávka pouze veřejného sektoru (školství, zdravotnictví atd.). V běžných cenách vzrostla veřejná spotřeba cca o 11 %, podle propočtu SBČS však spotřeba ve stálých cenách klesla cca o 3 %, především v souladu s omezováním výdajů státních rozpočtů.

Přes určité zlepšení celkové ekonomické situace se v důsledku pokračujících odbytových obtíží části podniků, trvajícího vysokého zdanění a prohlubujícího se poklesu platební kázně po celý rok zvyšovala platební neschopnost podnikové sféry, která ke konci roku 1992 dosáhla 170 mld. Kčs.

Na straně nabídky došlo přes náznaky oživení koncem roku 1992 k celkovému poklesu HDP ve srovnání s koncem roku 1991 o 7,1 %, přičemž na poklesu se podílel především pokles průmyslové výroby o 14 %. Naopak k postupnému oživení docházelo ve stavební výrobě a v maloobchodě, jejichž objem výkonů byl o 8,4, resp. o 17,3 % vyšší než koncem roku 1991. Do růstu ve stavebnictví a v obchodě se již významně promítla aktivita soukromého sektoru.

Makroekonomická rovnováha zůstala i v roce 1992 zachována. Růst spotřebitelských cen ani nominálních mezd (o 20,8 %) nevyvolal inflační spirálu, přičemž růst reálných mezd o 9,3 % (který částečně kompenzoval její hluboký pokles v roce 1991) napomohl určitému oživení poptávky domácností koncem roku. Platební bilance vykazovala po celý rok aktivní saldo, i když koncem roku došlo k dočasnému poklesu tohoto aktiva v důsledku expektací v souvislosti s rozdělením státu, jež vedly ke zvýšení dovozu a k poklesu devizových rezerv. Saldo běžného účtu platební bilance pokleslo za 2. pololetí z 16,3 mld. Kčs na 6,4 mld. Kčs (226 mil. USD) a devizové rezervy poklesly ve stejném období přibližně o 26 mld. Kčs (919 mil. USD).

V hospodaření státních rozpočtů — po přebytcích v počátku roku — došlo (přes úsporná opatření na výdajové straně rozpočtů) v důsledku nedostatečných příjmů způsobených poklesem ekonomiky ke schodku ve výši 16,6 mld. Kčs (souhrn federálního rozpočtu a rozpočtů národních vlád).

Celkově lze rok 1992 charakterizovat jako období relativní stability ekonomiky, bez dopadu významných systémových změn (důsledky první vlny kuponové privatizace i změny daňové soustavy se projeví až v roce 1993) a bez zásadních změn ve struktuře ekonomiky a v základních trendech jejího vývoje. Pozitivním faktorem bylo udržení makroekonomické rovnováhy i ve složitých podmírkách rozdělování státu.

Měnová politika

I v roce 1992 bylo základním cílem měnové politiky zajišťovat stabilní vývoj vnitřní a vnější kupní síly čs. měny. Základní měnový cíl, tj. udržení stability měny, se podařilo splnit. Peněžní zásoba vzrostla o 25 %, což odpovídá zvýšenému růstu cen při současném poklesu HDP. Ke zrychlení tempa jejího růstu došlo především v důsledku růstu emise úvěrů podnikové sféře a obyvatelstvu o 18,3 %. Nejrychleji vzrostly úvěry střednědobé (o 59,3 %), což odráží situaci, kdy podstatná část úvěrů šla na podporu privatizace a začínajících strukturálních přeměn — viz *tabulka č. 4*.

TABULKA č.4 Vývoj časové struktury úvěrů v roce 1992

podíl v %

	31. 12. 1991	30. 9. 1992	31. 12. 1992
krátkodobé úvěry	38,8	38,2	36,8
střednědobé úvěry	18,4	24,0	25,1
dlouhodobé úvěry	42,8	37,8	38,1

Stabilita ekonomiky v první polovině roku a následná nejistota v polovině druhé se odrazily ve vývoji míry úspor, která se do poloviny roku zvyšovala a následně ve druhé polovině roku poměrně prudce poklesla — viz *graf č. 7*.

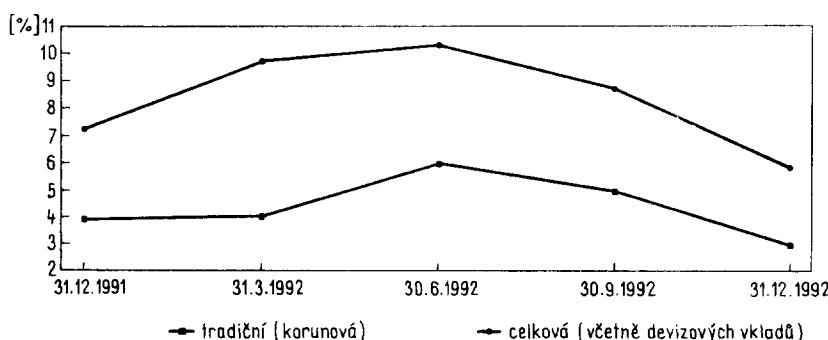
Pokles míry úspor se týkal především korunových úspor, u devizových úspor se míra úspor zvyšovala, což potvrzuje i vývoj vkladů — viz *tabulka č. 5*.

V roce 1992 se značně změnila struktura nástrojů měnové politiky.

Relativní stabilita ekonomického a měnového vývoje umožnila zastavit využívání přímých nástrojů měnové politiky. V dubnu 1992 byly zrušeny úrokové stropy a v říjnu stropy úvěrové. Úrokové stropy sehrály pozitivní úlohu v předchozích letech, kdy ztlumily dopad vysoké poptávky po úvěrech v podmírkách vstupu inflace. V období v podstatě neinflačního vývoje v první polovině roku 1992 a vstřícného přístupu velkých obchodních bank k politice centrální banky — zaměřené na stabilizaci úrovně úrokových sazeb s tendencí k jejich poklesu — bylo možné tyto úrokové stropy zrušit. Jejich zrušení se neodrazilo ve vzestupu průměrných úrokových sazeb, které určují velké banky; uvolněného prostoru pro zvýšení úrokových sazeb však využily malé banky, jejichž úrokové sazby se začaly rychle zvyšovat.

Úvěrové stropy, které byly vytyčovány pouze pro velké banky, ztrácely svůj význam ještě před svým zrušením, kdy bylo postupně mimo jejich rámec uvolně-

GRAF č. 7 Vývoj míry úspor v r. 1992



TABULKA č. 5 Vývoj vkladů na viděnou, termínových depozit a vkladů v cizí měně

	1991 31. 12.	1992				index 31. 12. 1992/91
		31. 3	30. 6.	30. 9.	31. 12.	
vklady celkem	609,8	626,0	651,4	687,8	740,7	121
vklady na viděnou	283,5	270,5	283,2	298,3	331,3	117
obyvatelstvo	94,2	94,9	96,6	98,2	97,5	104
podniky	184,6	168,7	180,2	196,1	231,8	126
pojišťovny	4,7	8,9	6,4	6,0	2,0	43
terminová depozita	279,9	298,5	308,4	312,5	330,1	118
obyvatelstvo	210,8	219,1	222,7	225,0	241,5	115
podniky	13,7	26,7	32,3	37,2	43,7	319
pojišťovny	55,4	52,7	47,4	50,3	44,9	81
vklady v cizí měně	46,4	57,0	65,8	77,0	79,3	171
obyvatelstvo	26,6	35,1	39,8	46,3	53,1	200
podniky	19,8	21,9	26,0	30,7	26,2	132

no poskytování úvěrů pro privatizaci. Zrušení úvěrových stropů, které po většinu roku 1992 bankami stejně nebyly naplněny, nevyvolalo žádný vzestup úvěrové emise. V řízení měnové politiky se od doby zrušení úvěrových stropů uplatňují pouze nepřímé nástroje..

Základem řízení měnové politiky se ve druhé polovině roku 1992 stalo operativní řízení založené na sledování a regulaci každodenně zjišťované tzv. měnové báze (zahrnuje vývoj oběživa a rezerv bank), u níž se předpokládá multiplikační vztah k vývoji peněžní zásoby, jež je zjišťována měsíčně. Regulace měnové báze je zajišťována systémem nepřímých nástrojů, jež umožňují snižovat či zvyšovat likviditu bank.

Hlavní nepřímé nástroje měnové politiky, tj. povinné minimální rezervy, systém refinancování, diskontní sazba a kurz měny, se v průběhu roku 1992 postupně vyvíjely.

U povinných minimálních rezerv bylo k 1. 2. zrušeno úročení a začaly být do nich zahrnovány i devizové vklady. S cílem podpořit zájem obchodních bank na tvorbě termínových vkladů byla snížena sazba povinných minimálních rezerv na tyto vklady na 2 %, zatímco u neterminových vkladů zůstala 8 %. Vzhledem k nutnosti snížit rychle rostoucí likviditu bank ke konci roku byly sazby povinných minimálních rezerv v listopadu zvýšeny o 1 %, tj. na 9 % pro neterminové a 3 % pro termínové vklady.

Od října 1992 se změnila úroková sazba za nedodržení stanovené výše povinných minimálních rezerv z dvojnásobku na trojnásobek diskotní sazby.

Systém refinancování se postupně vyvíjel a diverzifikoval. Postupně se vytvořil systém aukcí 1–7denního, 1- a 3měsíčního úvěru, poskytovaného centrální bankou za tržní úrokové sazby, jež jsou vytvářeny podle poptávky na aukcích. V červnu roku 1992 byly tímto způsobem poskytovány téměř všechny refinanční úvěry. V průběhu 2. pololetí bylo zastaveno poskytování 3měsíčního úvěru a současně došlo ke snížení objemu 1měsíčních aukčních úvěrů, neboť bylo nutné zabránit nežádoucímu růstu peněžní zásoby.

Tyto změny vedly k poklesu refinančních úvěrů z 43,3 mld. Kčs v červnu na 26,6 mld. Kčs v prosinci 1992, přičemž objem aukčních úvěrů dosáhl necelých 17 mld. Kčs. Zbývající část úvěrů byla emitována v tranších za pevné úrokové sazby vyhlášené centrální bankou, jejichž charakter se však během roku 1992 měnil.

TABULKA č. 6 Vývoj refinancování v roce 1992

v mld. Kčs

	30. 3.	30. 6.	30. 9.	31. 12.
krátkodobý refinanční úvěr	4,0	—	—	—
lombardní úvěr na zástavu směnek	1,6	0,2	—	—
lombardní úvěr na zástavu cenných papírů	—	—	2,0	4,5
aukční úvěr na 1 měsíc	1,0	1,1	10,5	5,0
aukční úvěr na 3 měsice	23,8	21,4	3,3	—
trh refinančních úvěrů — 1–7 dnů	0,9	20,6	18,6	11,9
reeskont směnek	—	—	0,5	5,2
refinační úvěr celkem	31,3	43,3	34,9	26,6

V druhé polovině roku byl zrušen lombardní úvěr na zástavu směnek poskytovaný za diskontní sazbu. Byl nahrazen lombardním úvěrem na zástavu cenných papírů poskytovaným za vyšší lombardní úrokovou sazbu, jež je schvalována Bankovní radou na 1 měsíc maximálně do výše 75 % nominální hodnoty cenného papíru, na jehož základě byl úvěr poskytnut.

Reeskont směnek se stal základem pro zvláštní tranší refinačních úvěrů poskytovaných za diskontní sazbu s maximální splatností 3 měsíce.

Obě tranše se velmi rychle rozvíjely a koncem roku již na ně připadalo 36,5 % objemu poskytovaných refinančních úvěrů. V roce 1992 se upevnil základní profil refinancování, které bylo zaměřeno téměř výlučně na malé banky bez vlastních primárních depozit — viz *tabulka č. 6*.

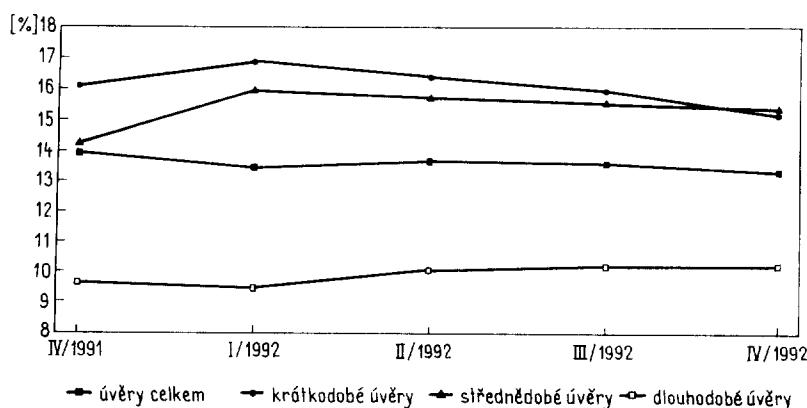
Jako nový a doplňující nástroj měnové politiky začaly být používány státní *pokladniční poukázky*. Jejich hlavním účelem bylo získat peněžní prostředky na vyrovnávání výkyvů v běžném hospodaření rozpočtu všech tří vlád. Kromě fiskálního přínosu však slouží tyto poukázky i jako nástroj ovlivňování peněžního trhu a likvidity celé bankovní soustavy. Obdobný charakter z hlediska řízení likvidity mají i bankovní poukázky, které začala SBČS vydávat v 2. polovině roku.

V úrokové politice se po zrušení úrokového stropu zvýraznil význam *diskontní sazby*. V souladu s měnícími se celkovými podminkami vývoje ekonomiky změnila SBČS v průběhu roku 1992 třikrát diskontní sazbu. V dubnu se diskontní sazba snížila z 9,5 na 9 %, v srpnu dále na 8 % a v závěru roku došlo k opětnému zvýšení diskontní sazby na 9,5 %. Při prvních dvou úpravách reagovala centrální banka na nízkou míru inflace se záměrem zvýšit emisi úvěrů především na podporu začínajících podnikatelů. Poslední úprava odrážela nutnost reagovat na rychlý růst peněžní zásoby při rychlém růstu úrokových sazeb refinančních úvěrů a na mezi-bankovním trhu v nejistém období před rozdělením státu. Pokles diskontní sazby byl doprovázen poklesem úrokových sazeb obchodních bank, především úrokových sazeb krátkodobých. Úroveň průměrných úrokových sazeb na krátkodobé úvěry se koncem roku dostala na úroveň sazeb střednědobých, jejichž pokles byl zbrzděn velkým růstem poptávky. Odlišné chování průměrných úrokových sazeb z dlouhodobých úvěrů je dáné spíše strukturálním vývojem, kdy jsou postupně spláceny dřívějších úvěrů s nízkými úrokovými sazbami a do sledování vcházejí úvěry nové, s úrokovými sazbami vyššími — viz *graf č. 8*.

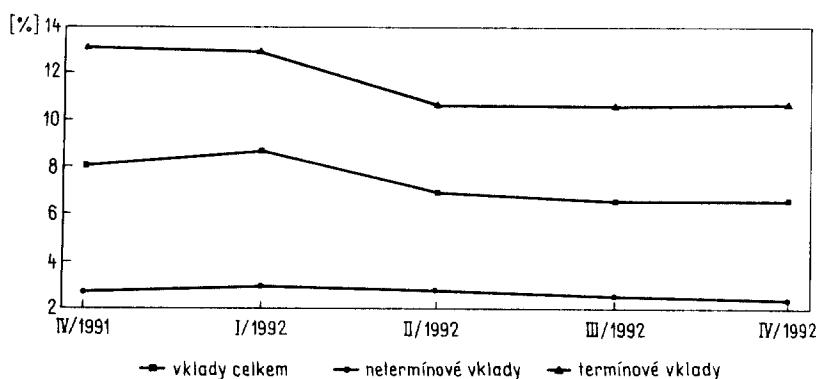
U průměrných depozitních úrokových sazeb obchodních bank došlo pod vlivem snížení diskontní sazby ve 2. čtvrtletí k poklesu (z 8,66 % na 6,91 %) s následnou relativní stabilizací těchto sazeb ve 2. poleti — viz *graf č. 9*.

Úroková marže mezi průměrnými úroky z úvěrů a depozit se oproti roku 1991 zvýšila z 6,34 procentních bodů na 7,11, což bankám umožnilo pokračovat v investiční činnosti, posilování kapitálu i vytvoření rezervních fondů na krytí rizik.

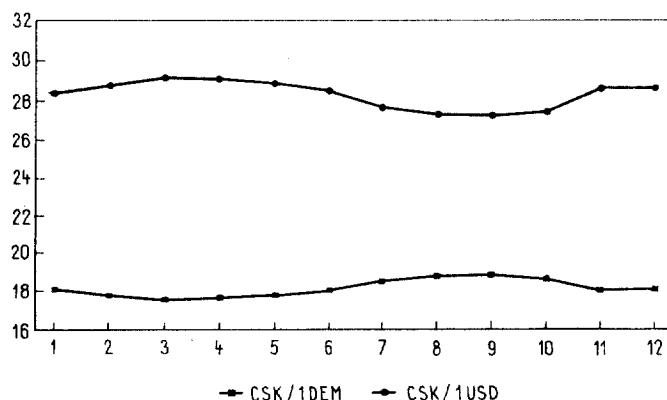
GRAF č. 8 Vývoj průměrných úrokových sazob u úvěrů v r. 1992



GRAF č. 9 Vývoj průměrných úrokových sazob z vkladů v r. 1992



GRAF č. 10 Průměrné měsíční kurzy čs. koruny v r. 1992



V kurzové politice sledovala centrální banka úspěšně politiku stability měnového kurzu — viz graf č. 10.

Stabilita kurzu byla ovlivněna měnovou a fiskální politikou a příznivým vývojem platební bilance, jejíž celkové aktivní saldo nezměnil ani mimořádný vývoj na konci roku. Z metodických změn mělo největší význam zavedení tzv. fixingu kurzu čs. koruny na konci září, kdy kurz čs. koruny pro operace na mezibankovním devizovém trhu nejen začal být stanovován podle vztahu ke koši volně směnitelných měn, ale začala být do něho zohledňována i vnitřní poptávka po devizách, záměry měnové politiky atp. Stabilita kurzu sehrála mimořádně významnou úlohu v zajištění vnitřní stability měny i v rychlém obnovení značného aktiva platební bilance a přílivu kapitálu po rozdělení státu.

Celkově lze měnovou politiku v roce 1992 charakterizovat jako politiku postupného uvolňování restrikce při udržení vnitřní i vnější kupní síly měny. V oblasti měnových nástrojů došlo k definitivnímu odklonu od přímých k nepřímým nástrojům řízení. Po zrušení úrokových a úvěrových stropů regulovala SBČS měnový vývoj již jen operativně nepřímou formou prostřednictvím řízení rezerv obchodních bank.

SHRNUTÍ

Celkový ekonomický vývoj

Transformace československé a od r. 1993 české ekonomiky do tržních podmínek zahájená v roce 1990 probíhá v zásadě podle původních záměrů, jejichž naplnění nebylo přerušeno ani rozpadem federace. Úspěšně byla uskutečněna většina základních systémových opatření transformačního procesu, tj. cenová liberalizace, zavedení vnitřní směnitelnosti čs. koruny a liberalizace vnějších ekonomických vztahů. Byla rovněž zahájena privatizace, jako nejdůležitější předpoklad rozvoje tržních vztahů. K 1. 1. 1993 byla uskutečněna radikální daňová reforma, jež přibližuje čs. daňový systém daňovým systémům vyspělých tržních ekonomik.

Nejdůležitějším výsledkem dosavadního průběhu transformace je změna dřívější deficitní ekonomiky s trvalým převisem poptávky nad nabídkou v ekonomiku orientovanou poptávkově, která poskytuje prostor pro strukturální změny a rozvoj. Tento prostor je však zatím pouze potenciální vzhledem k poklesu a následné stagnaci agregátní poptávky a nabídky, které se odrazily v celkovém ekonomickém vývoji.

Význam jednotlivých složek aggregátní poptávky se z hlediska ekonomického růstu v průběhu transformačního procesu měnil. Zatímco v roce 1990 a počátkem r. 1991 představoval hlavní bariéru růstu pokles vnější poptávky, od r. 1991 bylo touto bariérou omezení poptávky vnitřní. Vnější poptávka působila proti prohlušujícímu se poklesu, především však v odvětvích s nižším stupněm přidané hodnoty, zatímco v ostatních odvětvích s vyšším stupněm finalizace se plně projevovala skutečnost, že se světová ekonomika dostala do největšího poválečného útlumu. Do poklesu vnitřní poptávky se promítla řada vlivů; z nich nejvýznamnější byla liberalizace cen, jež zasáhla všechny segmenty domácí poptávky. K vlivu liberalizace cen se přidružila v investiční poptávce předprivatizační nejistota podniků a omezení veřejných investic v důsledku restriktivní politiky státního rozpočtu, která snížila objem veřejných investic i ostatní veřejnou spotřebu. S poklesem aggregátní poptávky dochází od roku 1990 k růstu platební neschopnosti podnikové sféry, která má tlumící vliv na poptávku i nabídku.

Pokles a stagnace poptávky se odrazily v poklesu a stagnaci nabídky. Na po-

klesu HDP o 23 % v s. c. v letech 1989–1992 (konec roku) se nejvíce podílela průmyslová výroba, která ve stejném období poklesla o 34,4 %, nejvíce v neprivatizovaných podnicích s finální produkcí. Oproti tomu soukromý sektor — především ve stavebnictví, obchodě a službách — vykazuje trvalý růst.

Pozitivním faktorem probíhající ekonomické transformace je dlouhodobé udržení makroekonomicke rovnováhy. Index spotřebitelských cen vzrůstal od počátku roku 1990 měsíčně v průměru o 2,1 %, což je nejnižší růst cen ze zemí, v nichž probíhá transformace, při dlouhodobé pomalejším tempu růstu průměrných nominálních mezd, které se zrychlilo teprve koncem roku 1992.

Významnými stabilizačními faktory jsou trvalé aktivum běžného účtu platební bilance a s výjimkou přechodného období v době rozdělení státu i pozitivní vývoj devizových rezerv, které zajišťují udržení systému vnitřní směnitelnosti, nezbytného pro zajištění rovnováhy na vnitřním trhu v podmírkách liberalizace cen.

Sporným segmentem celkové ekonomické rovnováhy je rovnováha na trhu práce, kde nízká míra nezaměstnanosti neodpovídá ekonomickému útlumu a je důsledkem přezaměstnanosti v dosud nezprivatizovaných státních podnicích.

Novým jevem v období transformace jsou schodky státních rozpočtů, které po přebytečích na počátku vznikají vždy na koncích jednotlivých let, především v důsledku nenaplňování příjmové části státního rozpočtu. Vzhledem ke svému omezenému rozsahu však tyto schodky neměly velký inflační vliv.

V současné době se česká ekonomika nachází na předělu dvou etap. Končí etapa systémových transformačních změn, jež byly doprovázeny hospodářským útlumem při současném zachování makroekonomicke rovnováhy zajišťované restriktivní a později neutrální implementací ekonomických nástrojů; a začíná etapa ekonomického oživení a strukturální přeměny za aktivního spolupůsobení ekonomických nástrojů. Tendence oživení by se měla opírat zejména o začínající oživení vnitřní poptávky; na něm by se měly podílet domácnosti v důsledku růstu reálných mezd a příjmů, veřejná spotřeba v souvislosti s pozitivním vývojem státního rozpočtu a růst investiční poptávky, především v souvislosti s rozvojem a restrukturalizací soukromého sektoru.

Omezujícím faktorem bude pravděpodobně vývoj vnější poptávky, především v souvislosti s poklesem dodávek do Slovenské republiky. V důsledku dlouhodobé recese je však nejistým faktorem i vnější poptávka ve vztahu k zemím s vyspělou tržní ekonomikou.

Klíčovým problémem dalšího rozvoje je dokončení privatizace. Malá privatizace sice přispěla k rozvoji obchodu a služeb, neměla však zásadní význam pro akumulaci kapitálu pro rozvoj dalšího podnikání a rozvoj výroby. Velká privatizace zatím postupuje oproti očekávání pomaleji především v důsledku opoždění první vlny kuponové privatizace, odloženému vydání kuponů z této vlny a odkladu druhé vlny privatizace. Důsledkem je přetravávání předprivatizačního vyčkávacího postoje v chování výrobních subjektů, v jehož rámci tyto subjekty preferují krátkodobé potřeby, především snahu o maximalizaci cen a udržení zaměstnanosti. Doprovodným jevem je nezájem nezprivatizovaných podniků na strukturních přeměnách a přizpůsobení se potřebám trhu. Teprve dokončení privatizace zajistí základ pro trvalý ekonomický rozvoj.

Vývoj měnové politiky

Vývoj měnové politiky je těsně spjat s průběhem transformace ekonomiky. V roce 1990 a v první polovině roku 1991 měla měnová politika výrazně restriktivní charakter, jenž bránil vzniku inflačních tendencí v liberalizující se ekonomice. V tomto období byla také měnová politika — omezující rozmach úvěrů — nejvíce

předmětem diskuzí a kritiky, především v souvislosti s celkovým hospodářským poklesem a narůstající platební neschopností podnikové sféry. Měnové politice se podařilo zabránit eskalaci inflace a byla úspěšná při stabilizaci devizového kurzu Kčs, udržení devizových rezerv a zajištění přijatelné úrovně zadluženosti.

Zpomalení hospodářského poklesu a stabilizace cenové hladiny ve 2. pololetí 1992 umožnily přejít postupně k politice měnově neutrální a od konce roku 1992 i mírně expanzivní, podpořené i určitým uvolněním restrikce ze strany státního rozpočtu. Po celé období transformace je plněn základní cíl měnové politiky, tj. udržení vnitřní i vnější stability měny. Za pozitivní rys měnové politiky lze považovat skutečnost, že ani velký cenový skok na počátku roku 1991 a další kroky v liberalizaci cen, ani přechod k nové daňové soustavě nevedly k vytvoření inflační spirály, že se podařilo upevnit důvěru v měnu a že měnová politika výrazně přispěla k vytvoření poměrně stabilního ekonomického prostředí.

Peněžní zásoba vykazovala po celé tři roky transformace růst, jehož tempo se měnilo v závislosti na měnové politice, politice komerčních bank, fiskální politice a expektacích v ekonomice. V období restrikce rostla peněžní zásoba jen velmi pozvolna, s odezníváním restrikce se tempo růstu peněžní zásoby s určitými výkyvy zvyšovalo.

Zdrojem peněžní zásoby jsou dlouhodobě — přes dynamický vývoj zahraničního sektoru a v některých obdobích i vývoj čistého úvěru vládě — především úvěry domácím podnikům a obyvatelstvu. Nositelem dynamiky těchto úvěrů v období transformace byl soukromý sektor, který potřeboval úvěry, především střednědobé, na projekty malé privatizace a některé menší projekty privatizace velké.

Transformace ekonomiky výrazně ovlivnila využívání nástrojů měnové politiky. V roce 1992 se přestaly uplatňovat poslední přímé nástroje měnové politiky (úvěrové a úrokové stropy), aniž se potvrdily obavy z nekontrolovatelné emise úvěrů a prudkého zvyšování úrokových sazeb. Z nepřímých nástrojů vzníkalo postupně hlavně význam povinných minimálních rezerv a systému refinancování, klíčové postavení v měnové politice si zachoval kurz měny. Stále významnější roli hrají tržní úrokové sazby.

Povinné minimální rezervy se staly hlavním strategickým nástrojem řízení likvidity a úvěrové expanze. Jde o nástroj, jehož působení se nemění často, změny však mají na bankovní soustavu okamžitý a relativně značný dopad. Osvědčila se diverzifikace sazby povinných minimálních rezerv, jež podporuje tvorbu termínových depozit.

Pevné místo v systému operativního řízení likvidity zaujal systém *refinančních úvěrů*. Při jeho rozvoji byly podporovány především jeho aukční formy, při nichž se tvorí úrokové sazby na základě nabídky a poptávky, a využívání cenových papírů jako zástavy pro refinanční úvěry poskytované centrální bankou za pevnou úrokovou sazbu. S cílem zvýšit operativnost a flexibilitu systému refinancování byla zavedena jednodenní aukční forma tohoto úvěru.

Pro doladění systému řízení likvidity se od roku 1992 začalo využívat obchodů se státními cennými papíry a bankovními poukázkami centrální banky, od roku 1993 potom swapových a repo-operací. Integritu tohoto systému zajišťuje jeho napojení na predikovanou výši a strukturu měnové báze.

Po zrušení úrokových stropů využívá centrální banka diskontní sazbu jako signál pro úrokovou politiku obchodních bank; její výše se odvíjí od očekávané inflace s přihlédnutím k faktu, že měnová politika centrální banky by měla povzbudit začínající oživení ekonomiky.

Mimořádný význam pro zajištění transformace ekonomiky měla kurzová politika. Po třech devalvacích v r. 1990 se podařilo sjednotit kurz Kčs na úrovni (28 CSK/USD), kterou se až dosud podařilo udržet a která pomohla udržet aktivní

platební bilanci. Udržení stabilního kurzu bylo umožněno obezřetnou měnovou a fiskální politikou. Stabilní kurz měny měl z hlediska transformačních opatření zásadní význam pro zajištění systému vnitřní směnitelnosti a postupnou liberalizaci vnějších vztahů, jakož i pro provedení liberalizace cen. Dlouhodobě umožnila stabilita kurzu měny zajistit stabilní vliv vnějších podmínek, stabilní měřítko pro rozhodování ekonomických subjektů, omezit spekulace a vytvořit příznivé podmínky pro příliv zahraničního kapitálu.

Změna ekonomické situace, kdy se v české ekonomice projevují signály trvalejšího oživení, ovlivňuje i měnovou politiku, jejíž zaměření se profiluje více průstově než v předešlých letech. Vzhledem k nutnosti udržet stabilní působení vnějšího prostředí na ekonomiku se i nadále předpokládá udržení stabilního kurzu české měny.

SUMMARY

Transformation of the Czechoslovak Economy and Monetary Policy Development

Milan GUBA — Michaela SKOLKOVÁ, Monetary Department of the Czech National Bank

Overall Economic Developments

The transformation of the Czechoslovak, and since 1993, the Czech economy to market conditions which started in 1990 continues in principle according to original intentions. The accomplishment of this programme was not interrupted even by the split of the federation. A majority of the major systematic measures of the transformation was realised successfully, i.e., price liberalisation, the implementation of the internal convertibility of the Czechoslovak crown and the liberalisation of external economic relations. Also, privatisation commenced—as the most important prerequisite to the development of market relations. On January 1, 1993, a radical tax reform was introduced, making the Czech tax system comparable to tax systems of countries with developed market economies.

The change of a former deficit economy with demand permanently prevailing over supply to an economy preferring demand and providing opportunities for structural changes and progress is, so far, the most important single result of the transformation procedure. However, these opportunities are currently more of a potential character, due to the recession and consequent stagnation of the aggregate demand and supply that is reflected in overall economic development.

From the viewpoint of economic growth within the process of transformation, the significance of particular components of the aggregate demand changed. Whereas in 1990 and at the beginning of 1991, a decrease in external demand represented the main barrier to growth, from 1991 the barrier was represented by limited supply, with both internal and external demand working against a deepening recession, however, mostly in sectors of lower added value, and in other sectors reflected to a higher degree the reality of the world's deepest post-war economic recession. A number of influences were reflected in the decrease of internal demand, evident in all segments of domestic demand, price liberalisation being the most important. The influence of price liberalisation was complemented by the influence of pre-privatisation uncertainties of enterprises in the demand for construction investments, restrictions in public investments stemming from a restrictive state budget policy that decreased the volume of public investments and other public consumption.

From 1990, the decrease in the aggregate demand was accompanied by a growth of payment disability of enterprises which had a negative influence on both demand and supply.

The decline and stagnation of demand was reflected by a decline and stagnation of supply. During the period 1989–1992 (year end), GDP decreased by 23% in constant prices, especially in industrial production which dropped by 34.4%, mostly in non-privatised enterprises with final production. Conversely, there was permanent growth in the private sector of the construction industry, retailing and services.

Long-term maintenance of macroeconomic stability is a positive factor of the ongoing economic transformation. Since the beginning of 1990, the retail price index increased monthly by 2.1%, on average, which is the lowest increase in countries with transformation in progress, with a long-term smaller increase in average nominal wages accelerating only in 1992.

The permanent surplus of the balance of payments current account, except for a short period during the split of the state, together with the positive development of foreign exchange reserves securing the maintenance of an internal convertibility system which is necessary to ensure a balance on the domestic market during price liberalisation, are important stabilisation factors.

A balance in the employment market is a controversial segment of the overall economic balance, because the low unemployment rate does not correspond to the economic recession and is the consequence of over-employment in, as yet, non-privatised state enterprises.

State budget deficits are a new phenomenon during the period of transformation. After a surplus at the beginning, deficits always appear at the ends of respective years, caused mostly by insufficient revenues to the state budget. Due to its limited extent, however, the deficits did not have a significant inflation influence.

Currently, the Czech economy appears on the edge of two phases of the transformation. The period of transformation was accompanied by an economic recession but at the same time maintained the macroeconomic balance which was secured by, in the first instance, a restrictive policy followed by one more neutral. The economic recovery and structural changes which are actively implemented by the economic instruments is slowly commencing. The trends in the recovery should be based in particular on starting a recovery in internal demand, on household demand due to increases in real wages and income; a certain increase in social consumption due to positive development of the state budget, and an improvement in demand for investment construction caused in particular by progress in restructuring the private sector.

The development of external demand will likely be a limiting factor, especially in view of the reduced deliveries to the Slovak Republic. However, because of the long-term recession, external demand in relation to the countries with developed market economy is also an uncertain factor.

The completion of the privatisation process represents a key problem of continuing development. Small privatisation contributed to the progress of retailing and services, however, it was of no principal importance in accumulating capital enabling development of further entrepreneurial activities and productivity. Large privatisation is proceeding slowly so far, compared to original expectations, due mostly to a delay in the first wave of voucher privatisation, a postponed issue of vouchers from this wave and a suspension of the second privatisation wave. Consequently, pre-privatisation attitudes and behaviour prevail in productivity sectors, with a preference for short-term needs and a tendency to maximise prices and maintain full employment. As an accompanying phenomenon, non-privatised enterprises are uninterested in structural changes and accommodating to the needs of the market. Therefore, the completion of privatisation is one of the prerequisites of securing a basis for permanent economic development.

Monetary Policy Developments

The development of the monetary policy is closely tied to procedures of the economic transformation. In 1990 and the first half of 1991, the monetary policy was of a significantly restrictive character, preventing a rise of inflation tendencies in an economy subjected to processes of liberalisation. During this period, the monetary policy restricting the volume of provided credits was the main target of criticism and debate related mostly to the overall economic recession and the growing payment disability of enterprises. The monetary poli-

cy managed to prevent galloping inflation and was also successful in the stabilisation of the crown exchange rate, maintenance of foreign exchange reserves and secured an acceptable level of foreign debt.

The deceleration of the economic recession and the stabilisation of prices in the second half of 1992 enabled the slow start of a "neutral" monetary policy, which has become moderately expansive since 1992, supported also by certain relaxation of restrictions on the side of the state budget. At the beginning of 1993, Czech monetary policy faced the main task of contributing to the stabilisation of an economic situation, after the division of the state and the currency separation, through the implementation of a carefully moderated restrictive policy, with a view to its eventual relaxation. During the whole period of transformation, the principal target of the monetary policy was observed, i.e., a maintenance of the internal and external stability of the currency. The fact that neither the jump in prices at the beginning of 1991 and further steps in price liberalisation, nor the introduction of tax reform led to an inflationary spiral, as well as a continued confidence in the currency and a significant contribution of the monetary policy to the creation of a relatively stable economic environment, may be considered positive features of the monetary policy.

During the three years of the transformation, the money supply analysis reported a growth, the tempo of which changed in accordance to the monetary policy, the policy of commercial banks, the fiscal policy and economic expectations. In the restrictive period, the money supply increased rather slowly, and when restrictions were relaxed, its rate of growth increased.

Despite the dynamic development of the foreign sector, the long-term sources of the money supply include the development of the net credit provided to the government, in some periods, but mostly credits for domestic enterprises and individuals. Within the transformation period, the growth of these was attributed to the private sector which needed, in particular, medium-term credits to finance small privatisation projects and some smaller projects of large privatisation.

The transformation of the economy substantially affected the implementation of the instruments of monetary policy. In 1992, the final direct instruments of monetary policy, i.e., credit and interest ceilings, were withdrawn, yet the fears of a development of uncontrolled credits and a steep rise of interest rates did not materialise. Of the indirect instruments, the importance of the minimum reserves requirements and the system of refinancing in particular increased, with the currency exchange rate holding its key position in the monetary policy. Market interest rates continue to play an evermore important role.

The minimum reserves requirements became the chief strategic instruments of liquidity and credit expansion control. This is an instrument, the influence of which does not often change; however, its changes have an instant and relatively significant impact. The diversification of minimum reserves requirements rates, supporting the creation of term deposits, proved a positive experience.

The system of refinancing credits occupied a stable position in the system of flexible liquidity control. The system developed with most of its auction forms supported, when interest rates were determined according to the supply and demand principle, and securities are used as collateral for refinancing credits provided by the central bank at a fixed interest rate. With the objective to increase the flexibility of the refinancing system, a form of one-day auction for this type of credit was introduced.

To synchronise the system of liquidity control, since 1992, trading with bonds and central bank treasury bills have been used, and swap transaction and repo operations have been used since 1993. The integrity of the system is secured through its connection to a predicted level and the structure of the currency basis.

After the abolition of interest ceilings, the central bank has used the discount rate as a signal for the interest policies of commercial banks, and its level depends on the anticipated rate of inflation, with some consideration to the fact that central bank monetary policy should encourage the start of the recovery in the economy.

The exchange rate policy was of extraordinary importance in ensuring the transformation of the economy. After the three devaluations in 1990, the crown exchange rate was unified at the level (USD 1 = CSK 28) which has been maintained to date and which has led to an active balance of payments. The maintenance of a stable exchange rate was enabled by monetary and fiscal policies. A stable currency exchange rate was, from the viewpoint of the measures of transformation, fundamentally important in securing the system of inter-

nal convertibility and the gradual liberalisation of external relations and as well in implementing price liberalisation. In broad terms, a stable currency exchange rate enabled the ensurance of a constant influence of external conditions, and provided a firm scale to be used in the decision-making process of economic subjects in order to limit speculations and create favourable conditions for an inflow of foreign capital.

Changes in the economic situation, when signs of a more permanent recovery appear in the economy, also influence monetary policy, the orientation of which anticipates a greater likelihood of growth than in previous years. The adjustment of minimum reserves requirements and the discount rate decrease in June were the first steps in this direction. The adoption of other measures will be possible if existing positive sings are confirmed. Due to the need to maintain the stabilising influence of the external environment on the economy, it is necessary to maintain the stability of the currency exchange rate.