

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

© ministerstvo financí ČR

Adresa redakce: Vinohradská 49,
120 74 Praha 2

Telefon: 253 018 nebo 2110, linka 361

Vedoucí redaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

OBSAH

- Rudolf OLŠOVSKÝ: Vývoj platební bilance v ČSFR v r. 1992 233
 Josef MERVART: Zahraniční úvěry v naší ekonomice 240
 Dagmar HANZLOVÁ: Ocenění startovních podmínek zprivatizovaných podniků ve zpracovatelském průmyslu ČR (1. část) 251
 Jan EISLER: K problematice tržní transformace dopravy 260

Finance a úvěr v zahraničí

- Ivan ŠUJAN: Výhled vývoje slovenské ekonomiky pro období 1993—97 266

Uprostřed čísla:

R. A. MUSGRAVE—P. B. MUSGRAVEOVÁ: **Veřejné finance v teorii a praxi** (10. část): ss. 301—320

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

Publikováno po dohodě s vydavatelstvím McGraw-Hill, Inc.

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

- Rudolf OLŠOVSKÝ: Balance of Payments Development in CSFR in 1992 233
 Josef MERVART: Foreign Credit in Czechoslovakia and in the Czech Republic 240
 Dagmar HANZLOVÁ: Appreciation of the Starting Conditions of the Privatised Enterprises in the Manufacturing Industry of the Czech Republic (1st Part) 251
 Jan EISLER: Problems of the Transport Market Transformation 260

Finance and Credit Abroad

- Ivan ŠUJAN: Outlook of the Slovak Economy Development for the Period 1993—1997 266

In the middle of this issue:

R. A. MUSGRAVE—P. B. MUSGRAVE: **Public Finance in Theory and Practice** (Part X): pp. 301—320

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

Published by arrangement with McGraw-Hill, Inc.

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

Zahranichní úvěry v naší ekonomice

Josef MERVART*

Úvěry přijímané ze zahraničí

Po zavedení vnitřní směnitelnosti koruny a liberalizaci zahraničněobchodních, kapitálových a dalších mezinárodních finančních plateb se postupně zvyšuje rozsah a význam vnějších zdrojů peněz. Důležité místo v nich — vedle portfoliových a přímých investic — zaujímaly úvěry přijímané za zahraničí. Jejich příliv je zachycen v kapitálovém účtu platební bilance (viz *tabulka č. 1*). Údaje v tabulce ukazují výrazný vzestup přijatých úvěrů v roce 1991 (zvláště v důsledku obnovy členství ČSFR v MMF v roce 1990) s pokračující tendencí v roce 1992. V tomto roce ale s určitými strukturálními změnami, poněvadž čerpání úvěrů MMF se při pozitivním vývoji platební bilance oslabilo a naopak stoupal význam a objem úvěrů na strukturální adaptace a zabezpečení konkrétních projektů v čs. hospodářství.

Přehled úvěrů

Průběh celkového čerpání přijatých zahraničních úvěrů v letech 1991 a 1992 zachycuje *tabulka č. 2*.

Čerpané půjčky, jež plynou do naší ekonomiky z různých zdrojů, jsou v přehledu vyjadřovány jednak v původní měně, jednak v přepočtu na Kčs; dělení závazků mezi ČR a SR nebylo v době psaní statě dořešeno.

Záměry čerpání zahraničních úvěrů

Společným záměrem čerpání všech zahraničních úvěrů bylo zabezpečit transformaci ekonomiky ve složitých podmínkách, kdy došlo k rozpadu našich tradičních odbytových trhů a ke změnám platebních podmínek v krytí dovozů, což mělo za důsledek nepříznivý vývoj obchodní bilance a vznik finančních problémů.

Myšlenka pomáhat ekonomikám, které se dostaly do hospodářské a finanční nerovnováhy, a vytvořit pro tuto pomoc zvláštní mezinárodní instituci, vznikla během druhé světové války a byla realizována na Mezinárodní měnové a finanční konferenci OSN v červnu 1944 v Bretton-Woods v USA smlouvou o Meziná-

* Doc. ing. Josef Mervart, CSc., pracovník Institutu ekonomie ČNB

Redakce příspěvek obdržela 25. 2. 1993, autorská korektura provedena 24. 4. 93.

TABULKA č. 1 Kapitálový účet platební bilance ČSFR v konvertibilních měnách

v mil. Kčs

období	kapitálový účet celkem	přímé investice			port-foliové investice	ostatní dlouhodobý kapitál			krátkodobý kapitál	chyby a opomenutí	změna devizových rezerv
		celkem	v zahrani- ničí	zahraniční v ČSFR		celkem	čs. úvěry do zahraničí	zahraniční úvěry v ČSFR			
12 1990	5 853	3 241	—	3 241		12 891	-709	13 600	-10 280	-5 815	19 788
03 1991	5 030	1 280	-100	1 381		16 915	5 716	11 199	-13 166	12 159	-4 003
06 1991	15 379	11 516	-209	11 726		23 960	7 082	16 878	-20 097	9 057	-14 237
09 1991	26 554	14 576	-313	14 889		34 522	8 246	26 275	-22 544	10 276	-31 161
12 1991	36 331	17 469	-421	17 891		51 067	5 140	45 927	-32 206	14 279	-61 424
03 1992	4 855	6 517	-43	6 660		7 547	397	7 150	-9 307	-3 044	-10 300
06 1992	-1 542	12 733	-156	12 889	149	14 960	4 171	10 788	-29 385	806	-23 036
09 1992	-7 333	27 384	-520	27 905	31	18 622	4 124	14 498	-53 379	2 069	-20 063
11 1992	4 376	28 092	-689	28 781	113	19 007	4 364	14 643	-42 836	-15 707	-8 071

pramen: interní materiály ČNB

TABULKA č. 5 Vývoj hrubého domácího produktu

v mld. Kčs

	1989	1990	1991				1991	1992				1992
	k 31.12.	k 31.12.	1. Q	2. Q	3. Q	4. Q	k 31.12.	1. Q	2. Q	3. Q	4. Q	k 31.12.
HDP - vytvořený v s.c.	707,8	719,8	145,5	159,0	142,3	135,3	611,4	150,2	141,1	142,1	142,6 ^a	576,0 ^a
- index	100,0	98,3	—	—	—	—	85,3	—	—	—	—	81,3
- vytvořený v b.c.	759,5	819,0	254,7	243,2	229,0	250,9	977,8	231,6	235,0	255,0	301,0 ^a	1022,6 ^a
- index	100,0	107,8	—	—	—	—	119,4	—	—	—	—	134,6

^a prognostický odhad v optimistické variantě poklesu HDP v s.c. o -5,8 %

pramen: interní materiály FSU

TABULKA č. 2 Celkové čerpání přijatých zahraničních úvěrů v l. 1991—92

	v zahraniční měně	v přepočtu na Kčs
<i>1. půjčky na podporu platební bilance a strukturální adaptaci</i>		
Mezinárodní měnový fond		
— podle Stand by Arrangement (SBA)	655,5 mil. SDR ^a	25 892 mil.
— podle Contingency and Compensatory Financing Facilities (CCF)	466 mil. SDR	18 407 mil.
— preventivní úvěr ČR 1993	250 mil. SDR	9 875 mil.
Evropské společenství		
— emise euroobligací	370 mil. ECU ^c	13 024 mil.
— program PHARE ^b	233 mil. ECU	
z toho ČR	143 mil. ECU	
státy G 24: z dohody na 437 mil. USD bylo vyčerpáno	262 mil. USD ^d	7 336 mil.
od dalších států prostřednictvím dvoustranných dohod	161,6 mil. USD	4 524,8 mil.
<i>2. půjčky na rozvojové projekty</i>		
Světová banka		
— nepřímá půjčka vlády ČSFR na strukturální adaptaci — SAL	325 mil. USD ^e	9 100 mil.
— přímá půjčka pro ČEZ na 242 mil. USD	zatím nečerpáno	
— přímé půjčky na další projekty (telekomunikace, energetika a další)	zatím nečerpáno	
EBRD		
— přímé půjčky na zajištění schválených investičních projektů za účasti komerčních bank v hodnotě asi 612 mil. ECU a příprava dalších asi 20 projektů s limitem asi 1 mld. ECU	zatím nečerpáno	
EIB		
— nepřímé financování konkrétních projektů prostřednictvím ČNB do 57 mil. ECU	dohoda uzavřena v únoru 1993	
Exim Bank of Japan		
— nepřímé financování projektů: 331 mil. USD	čerpána část	
Nomura, Tokyo, zprostředkující		
— eurodolarovou emisí	200 mil. USD	5 600 mil.
— privátní emisí v Japonsku	10 mld. JPY ^f	8 074 mil.
<i>3. úvěry podnikatelské sféry od devizových cizozemců představující doplňkový zdroj financování podnikatelských záměrů ze strany zahraničních bank a institucí</i>		
— objem úvěrů povolených v roce 1992 ^g	600 mil. USD	16 800 mil.

^a SDR je účetní jednotka, a proto se s ní na devizových trzích neobchoduje a nemá proto tržní kurs. Odvozený kurs odpovídá tržní hodnotě koše sestaveného z pěti hlavních měn. Průměrný kurs střed za prosinec byl cca (do 20. 12.) 1 SDR = 39,50 Kčs.

^b Úvěry v rámci programu PHARE a část úvěrů od státu G 24 jsou považovány za bezplatnou pomoc.

^c Jménem ES uzavírá výpůjčky a půjčky Komise ES, a to v ECU, jejíž kurs je odvozen z koše měn členských států (s fluktuacním rozpětím 2,25 % u Velké Británie a 6 % u Irska). Přepočet na Kčs byl proveden průměrným kursem střed prosince (do 20. 12.) 1 ECU = 35,20 Kčs.

^d Všechny přepočty USD byly provedeny mírně upraveným průměrným kursem deviz střed za prosinec 1 USD = 28 Kčs.

^e částečně splaceno podobně jako Commerzbank a Nippon CB, které nejsou uvedeny

^f 100 JPY = 0,807 4 USD

^g Během roku 1992 bylo splaceno 200 mil. USD.

rodním měnovém fondu a o zřízení Mezinárodní banky pro obnovu a rozvoj (IBRD), známé spíše jako Světová banka.¹

Kapitál MMF tvoří souhrn finančních účastí členských států, které se nazývají kvóty² a stanovují se v relaci k výkonnosti ekonomiky. Normální úvěrový rámec členského státu MMF tvoří 4 úvěry po 25 % kvóty. Tento rámec může být ze závažných důvodů překročen. K čerpání dochází tak, že úvěrovaná země nakoupí od MMF potřebné devizy anebo SDR, a to za vlastní měnu; úvěr splácí nákupem vlastní měny za SDR nebo dohodnuté devizy.

Čerpání rezervních podílů (transh) ze svých kvót na pohotovostní překlenovací úvěry (SBA — úvěry, které jsou 3—5leté) probíhá pro členské země s nízkým úrokem; rozšířené požadavky úvěrů jsou spojovány s plněním sjednaných podmínek a jsou úročeny nízkou sazbou tak, aby MMF dosáhl mírný přebytek prostředků pro své rezervy.

Prostředky získané úvěrem využívá členský stát samostatně, ovšem je kontrolován experty MMF co do dosažení sjednaných podmínek (limity pro nové zahraniční půjčky, úroveň čistých rezerv volně směnitelných měn, čistý úvěr vládě, čistá domácí aktiva bankovního sektoru, příp. další ukazatele) a lhůt splatnosti.

Kromě úvěrové pomoci MMF dostávají země střední a východní Evropy dočasnou dodatkovou finanční pomoc na podporu platební bilance ještě od 24 zemí OECD a některých dalších zemí³, která je volně propojena s programem pomoci ES. To proto, že odpovědnosti za koordinaci obou druhů pomoci se v roce 1989 ujala Komise Evropského společenství (ES). Komise současně vypracovala program pomoci ES reformujícím se zemím střední a východní Evropy, do kterých tehdy patřilo Polsko a Maďarsko, a proto jej nazvala PHARE, tj. Poland and Hungary Action for Restructuring of the Economies. Od poloviny roku 1990 se počet účastníků tohoto programu postupně rozšiřoval o ČSFR, Bulharsko, Rumunsko, Albánii, pobaltské republiky a Jugoslávii,⁴ u které se prováděly úpravy reagující na rozpad federace.

Finanční prostředky programu jsou čerpány ročními kvótami z rozpočtu ES, které činily v roce 1990 500 mil. ECU, 1991 785 mil. ECU a 1992 1 000 mil. ECU. Ty-

¹ Úloha obou organizací se ovšem výrazně liší. MMF přináší členským zemím finanční pomoc, aby mohly čelit nerovnováhám platební bilance a s nimi spjatým výkyvům v kursu měny. Světová banka naproti tomu financuje rozmanité projekty zahrnující rozvoj ekonomických aktivit, vzdělání, komunikačních systémů apod. až po ochranu životního prostředí.

² Splacenou kvótu vykazují členské státy ve svých devizových rezervách.

³ G 24 zahrnuje členské země ES, ESVO, Austrálii, Kanadu, Nový Zéland, USA a Turecko a jednáni se zúčastňují i představitelé relevantních mezinárodních organizací (IBRD, MMF, EIB, EBRD). Koordinace Komise ES spočívá ve výměně informací, zatímco finanční pomoc je poskytována bilaterálně.

⁴ Vzhledem k sjednocení Německa nebylo do programu zahrnuto území bývalé NDR a pomoc SNS byla organizována mimo program PHARE a bez koordinační úlohy Komise ES.

to prostředky vynaložené ES jsou stejně jako odsouhlasené dary zemí G 24 považovány za bezplatnou pomoc.

Posuzování žádostí o pomoc platební bilanci, kterou poskytuje Skupina 24, se zúčastňují finanční instituce (vč. MMF) a podmínkou jejich schválení je realizace ekonomického programu stabilizace a komplexních reforem, jež směřují k zavedení otevřeně orientované ekonomiky, a také existence finančního schodku, který nemůže být financován z jiných zdrojů. Pozitivní posouzení těchto žádostí rozšířilo kreditibilitu vlád, bank a podniků v některých zemích střední a východní Evropy (mezi které patřila i ČSFR), což mělo vliv na příliv kapitálu formou bankovních a dalších úvěrů a přímých investic.

V zaměření pomoci Skupiny 24 převažuje tedy podpora platební bilance v rámci pomoci ekonomickému transformačnímu procesu. Programy pomoci Společenství (PHARE) doplňují tuto pomoc finanční, technickou a odbornou pomocí v řešení důležitých problémů typu privatizace a rozpouštění státních monopolů, rozvoje moderního bankovního sektoru, posílení soukromého sektoru, podpory průmyslu a zemědělství, zlepšení přístupu k trhům, koncepčního dořešení energetiky a telekomunikačních sítí, zlepšení životního prostředí apod. Od poloviny roku 1991 se do těchto témat dostávají i sociální problémy transformace. V rámci dohodnutých témat navrhuji čerpání prostředků z programu PHARE na konkrétní programy samy vlády transformujících se evropských zemí, ale uvolnění prostředků podléhá schválení Komise ES, která programy zabezpečuje realizací i technickou pomocí a hlavně odborníky.⁵

Celkově se u finančních zdrojů vyčleněných na indikativní programy PHARE v ČSFR počítalo s výší cca 230 mil. ECU, ze kterých by ČR měla získat zhruba 143 mil. ECU. Čerpání této částky je víceleté (3 až 4 roky od roku 1990).

Světová banka se orientuje na financování rozvojových a odvětvových projektů a také makroekonomických programů a institucionálních reforem zaměřených na obnovení ekonomického růstu. Nenese zpravidla celé finanční zabezpečení projektů, to doplňují tuzemské komerční banky a další investoři. Světová banka tím může svou důvěryhodností podpořit velké množství projektů, které nefinancuje volným přesunem finančních prostředků,⁶ ale proplácením konkrétních faktorů na realizaci schváleného projektu.

Československá půjčka SAL, schválená sborem výkonných ředitelů IBRD v červnu 1991, má specifický charakter, poněvadž je určena na obecněji pojatý projekt transformace čs. ekonomiky a může být proto čerpána pouze při prokázání úspěšného průběhu ekonomické reformy. Celkový objem půjčky byl stanoven na úrovni 450 mil. USD čerpatelných ve 3 tranších: první 200 mil. USD, druhá a třetí po 125 mil. USD. Úroková sazba činila při dohodnutém úvěru 7,73 % s tím, že je pohyblivá. Splatnost úvěru je 15 let a 8 měsíců. Funkci agenta vlády ČSFR v záležitostech této půjčky vykonávala SBČS.

Posláním Evropské banky pro rekonstrukci a rozvoj (EBRD) je poskytovat rady, půjčky a investiční kapitál a také garance na půjčky zaměřené na podporu podnikatelské iniciativy zemí SEV a na podporu demokracie a tržní ekonomiky. Na upsaném kapitálu banky ve výši 10 mld. ECU se ČSFR podílela 128 mil. ECU. K čerpání půjčky od EBRD by mělo dojít prostřednictvím obchodních bank ČR a SR po 1. 1. 1993.

S Evropskou investiční bankou (EIB) dohodla Bankovní rada ČNB úvěr na financování projektů v průmyslu, energetice, zemědělství, turistice a v životním

⁵ Jejich platy jsou hrazeny z prostředků PHARE.

⁶ Zúčastňuje se však odbornou pomocí při rozpracování projektů.

prostředí, a to do objemu 57 mil. ECU. Úvěry budou čerpány přes tuzemské komerční banky. Obdobná dohoda se připravuje s Exim Bank of Japan.

Peněžní úvěry přijímané přímo podnikatelskými subjekty tvoří jejich doplňkový zdroj financování, tj. zdroj doplňující nabídku úvěrů tuzemských bank. Podmínky těchto úvěrů bývají zpravidla výhodné, a proto se pro budoucnost očekává růst jejich čerpání v ČR. Patří do nich i obchodní úvěry s kratší dobou návratnosti, ovšem převažují úvěry dlouhodobé (až do 20 let). Sjednání úvěrů podléhá devizovému povolení centrální banky (dříve SBČS, nyní ČNB); ovšem ne všechny povolené úvěry jsou skutečně čerpány, takže údaj v přehledu je hrubě orientační a ve skutečnosti nižší.

Měnové účinky čerpání úvěrů ze zahraničí

Vliv na peněžní zásobu

Úvěry čerpané na podporu platební bilance od MMF, skupin zemí G 24 a z dvoustranných vládních dohod nemohly bezprostředně rozšiřovat peněžní zásobu. Jsou totiž nejprve začleňovány do devizových rezerv SBČS, resp. ČNB, ze kterých jsou posléze uvolňovány podle potřeb ekonomiky.

Současně s čerpáním tohoto druhu úvěrů ze zahraničí narůstaly proto devizové rezervy SBČS, která jejich využíváním (prodej a nákup obchodním bankám) mohla překlenout eventuální nesoulad mezi nabídkou a poptávkou na devizovém trhu (viz *tabulka č. 3*).

TABULKA č. 3 Vývoj devizových rezerv^a

v mil. USD

období	SBČS	bankovní soustava
31. 1. 1992	1 400	3 300
30. 6. 1992	2 200	4 930
31. 10. 1992	1 972	5 000
11. 11. 1992	1 649	4 900

^a Devizové rezervy jsou přepočteny průměrnými kursy na USD, ovšem jejich složení je různorodější. Např. v devizových rezervách SBČS k 31. 10. 1992 zaujímaly USD 46,4 %, DEM 21,9 %, JPY 11,6 %, ECU 11 % a s menšími podíly do 4 % v nich byly i další čtyři evropské měny. Rozhodující část je uchovávána jako depozita v zahraničních bankách a v cenných papírech.

Devizová rezerva ČNB po rozdělení devizových rezerv SBČS činila 900 mil. USD (2/3 stavu rezerv) a rezervy bankovní soustavy 3 300 mil. USD.

Jakmile centrální banka uspokojuje poptávku po devizách a uvolňuje část devizových rezerv prodejem na devizovém trhu, dostává současně jejich protihodnotu v korunách, které jsou tím staženy z oběhu. Objem peněžní zásoby *M* se v důsledku toho zmenšuje.

Čerpáním úvěrů na konkrétní projekty a na konkrétní záměry podnikatelské sféry dochází k opačné situaci, kdy devizové prostředky ze zahraničních bank jsou směňovány v tuzemsku za koruny a dostávají se (s určitými výjimkami např. uvedených úvěrů od EIB) bezprostředně do dispoziční sféry podniků (včetně depozit u obchodních bank), takže měnová zásoba stoupá. Vzhledem k tomu, že některé z projektů nebyly zatím dostatečně rozpracovány a že vznikly určité nejistoty ve způsobu a účincích rozdělení ČSFR na dvě samostatné republiky, nebyly tyto úvěry čerpány v dříve uvažovaných termínech a objemech nebo čerpané devizové prostředky (podobně jako část devizových prostředků plynoucích do re-

publiky formou přímých investic) zůstávaly v devizových rezervách bankovní soustavy. Ta je využívala jako portfoliové investice anebo devizová depozita v zahraničí (viz vzestup odlivu krátkodobého kapitálu z ČSFR v tabulce č. 1).

Tato druhá skupina úvěrů představovala faktor růstu peněžní zásoby, jenž je srovnatelný s čerpáním korunových úvěrů u obchodních bank v případě, že devizové úvěry byly směněny za Kčs.

TABULKA č. 4 Vývoj ukazatelů měnového vývoje

v mld. Kčs

ukazatele	1989	1990	1991 (konec Q)				1992 (konec Q)			
	k 31.12.	k 31.12.	1. Q	2. Q	3. Q	4. Q	1. Q	2. Q	3. Q	30. 11.
1. stavy M1	311,2	288,9	279,9	285,7	317,0	374,0	356,7	378,2	397,4	414,6
— index	100,0	92,8	89,8	91,8	101,8	120,2	114,6	121,5	127,7	133,2
2. kvazipeníze	236,7	259,5	271,1	293,5	299,4	326,6	355,3	368,2	392,3	393,0
z toho:										
devizové vklady celkem	4,2	27,8	27,5	39,5	45,1	46,7	55,0	66,1	77,0	75,0
index růstu devizových vkladů celkem	—	100,0	98,9	142,0	162,2	167,9	197,8	237,7	283,0	269,4
devizové vklady podniků celkem	2,5	18,0	14,0	21,4	22,7	19,8	21,1	26,1	31,0	27,0 ^a
index růstu	100,0	720,0	.	.	.	796,0	.	.	.	1800,0
3. peníze celkem	547,8	548,4	551,0	579,2	616,4	700,6	712,0	746,4	789,7	807,6
index růstu	100,0	100,1	100,5	105,7	112,5	127,9	130,0	136,2	144,1	147,0
4. domácí úvěry celkem	580,0	583,1	619,0	662,9	693,0	702,1	715,7	746,3	798,9	813,6
index růstu úvěrů celkem	100,0	100,6	106,7	114,3	119,5	121,1	123,4	128,7	136,0	140,2
5. vklady celkem	482,2	446,2	445,3	472,6	498,5	582,9	598,1	622,5	649,7	673,2
index růstu	100,0	92,5	92,3	98,0	103,3	120,8	124,0	129,0	134,7	139,6

^a 31. 10.

pramen: interní materiály ČNB

Stručný popis vývoje peněžní zásoby *M* v letech 1990 až 1992 (viz tabulka č. 4) ukazuje, že objem celkového peněžního agregátu *M2* vzrostl vůči stavu 1989 = 100 v listopadu roku 1992 na 133,2. To je vcelku shodný růst, jaký vykazuje hrubý domácí produkt (viz tabulka č. 5 — na s. 241) v b.c. za celý rok 1992, a to v optimistické variantě odhadu poklesu HDP ve s.c. k úrovni HDP 1991, tj. -5,8%.⁷ K patrnějšímu zrychlení růstu *M2* nad dynamiku růstu HDP v b.c. došlo až v druhé polovině roku 1992, kdy se projevilo intenzivnější působení vnitřních i vnějších zdrojů růstu peněžní zásoby. Z vnitřních zdrojů do nich patří zvláště růst poptávky po domácích úvěrech, v nichž klesl podíl dlouhodobých úvěrů, čemuž odpovídá stagnace investic v užití HDP. Z vnějších zdrojů jde o příjmy plynoucí z práce v zahraničí a z cestovního ruchu a o příliv zahraničního kapitálu, v němž oproti očekávání v 2. pololetí roku 1992 zesílil tok přímých investic — bez zmíněného efektu v oblasti investičních výkonů v tuzemsku. Čerpání zahraničních úvě-

⁷ Odhady dalších variant se pohybují v intervalu do -9,5% poklesu HDP ve stálých cenách za rok 1992. Jejich aplikace by neměnila, ale jen zvýraznila dále uváděné závěry. Vývoj HDP se v roce 1992 vyvíjel mírně příznivěji v ČR než SR, což ale nemohlo mít vliv na vývoj peněžní zásoby společné měny.

rů mělo sice menší dynamiku než v roce 1991, ale zvýšil se v nich podíl finančních prostředků plynoucích do podnikové sféry, a to převážně s jiným než investičním určením.

Z tabulky č. 4 vyplývá, že dlouhodobý vývoj ukazatele *M1* vcelku odpovídal vývoji HDP v b.c., resp. — v důsledku poklesu *M1* v roce 1990 a v prvním pololetí 1991 — byl mírně pomalejší. Vezmeme-li v úvahu rostoucí počet ekonomických subjektů provádějících v pokračujícím procesu privatizace peněžní transakce, můžeme konstatovat, že zrychlení vývoje *M1* v roce 1992 oproti roku 1991 odpovídalo potřebám rostoucího počtu peněžních transakcí a nepřinášelo rušivé vlivy do ekonomiky. Rychlejší dynamiku růstu měly kvazipenize, a to hlavně v důsledku vysokého nárůstu vkladů na devizových účtech (obyvatelstva i podniků) s indexem k roku 1990 dosahujícím hodnot kolem 280.⁸ Celkem je možné konstatovat, že ve sledovaném období vývoj peněžní zásoby vcelku odpovídal potřebám ekonomiky. Zrychlení dynamiky v 2. pololetí bylo zdůvodnitelné vnitřními a vnějšími pomídkami rozvoje ekonomiky a v závěru roku ustalo v důsledku snížení devizových rezerv u centrální banky.

Účinky na devizový kurs

V období transformace čs. ekonomiky se udržovala relativní stabilita devizového kursu Kčs vůči měnám vyspělých tržních ekonomik, přestože výkonnost ekonomiky výrazně poklesla a liberalizace cen a zahraničního obchodu vyvolaly větší vzestup cenové hladiny.

Předpokladem relativní stability kursu koruny bylo vhodné stanovení výchozí úrovně, ovšem rozhodujícím faktorem udržení této stability byla možnost čerpání zahraničních úvěrů na podporu platební bilance. Z těchto prostředků získala SBČS natolik velké devizové rezervy, aby mohla na devizovém trhu provádět operace, jež byly potřebné pro vyrovnání výkyvů v relacích nabídky a poptávky po volně směnitelných měnách, a tím paralyzovat tlaky na změnu devizového kursu koruny k těmto měnám.

Nepříznivě se v oblasti uvedených výkyvů projevoval trvalý schodek obchodní bilance, ovlivněný úhradou velkých dovozů ropy a zemního plynu z Ruské republiky ve volně směnitelných měnách (kolem 2 mld. USD ročně). Naopak pozitivně se tu projevovala aktivní salda ostatních položek běžného účtu a celkového kapitálového účtu platební bilance.

Devizový zákon omezuje operace na tuzemském devizovém trhu na nákupy a prodeje devizových aktiv mezi komerčními bankami a mezi těmito bankami a centrální bankou. Devizový trh v tomto pojetí zajišťuje redistribuci volných devizových prostředků mezi bankami s cílem dosažení souladu mezi devizovými zdroji a potřebami. Strana zdrojů není přitom závislá na momentálním přílivu devizových prostředků z operací běžného účtu platební bilance, ale významně ji rozšiřují devizové rezervy bankovní soustavy, jež jsou doplňovány zahraničními úvěry na podporu platební bilance, přílivem zahraničního kapitálu, popřípadě i emisí našich dluhopisů v zahraničí.

Koruna — při své vnější nesměnitelnosti — není obchodovatelná na zahraničních devizových trzích. Její paralelní kurs ve Vídni vybočuje z ustanovení devizového zákona a je výsledkem značného zvětšení rozsahu turistického ruchu a obchodu mezi občany naší republiky a Rakouska. Úroveň tohoto kursu se — až do vyhlášení rozdělení federace — příliš nelišila od kursu na našem devizovém trhu; na přelomu roku 1992 výrazněji stoupla.

⁸ Rychlejší dynamiku než *M1* měly však i termínové vklady.

Rozvoj kapitálového trhu v České republice, kterého se různými zprostředkovatelskými formami bude zúčastňovat i zahraniční kapitál, zvýší tlak na rozšíření směnitelnosti koruny a vytvoří další faktor působící na vývoj nabídky a poptávky na našem devizovém trhu.

Vliv úrokové sazby

V tržních ekonomikách s rozvinutými peněžními a kapitálovými trhy se uplatňuje racionální snaha investorů alokovat disponibilní kapitál tak, aby nesl co nejvyšší výnos. K naplnění této motivace využívají všech komparativních výhod, mezi kterými důležité místo zaujímají výše úrokové sazby a výkyvy v úrovni devizových kursů, jejichž působení se vzájemně doplňuje, resp. vyrovnává. To proto, že porovnání úrokových výnosů tuzemských (korunových) a zahraničních (např. dolarových) výnosů vyžaduje převést srovnávané výnosy na jednu měnovou jednotku, a to reálným kursem, tj. kursem, při kterém lze reálné operace provést. Vzhledem k tomu, že tyto operace se uvažují v nějakém čase, vstupují do srovnání úrokové sazby a devizové kursey očekávané v době realizace operace. Tato očekávání se mohou u různých subjektů lišit (v důsledku začlenění a hodnocení jednotlivých faktorů působících na srovnávané veličiny) a výsledky těchto očekávání ovlivňují rozhodnutí subjektů těchto operací o tom, v kterých měnách budou svá aktiva po určitou dobu držet.

V podmínkách nedostatečné rozvinutosti peněžních a kapitálových trhů v naší ekonomice neměla doposud úroveň našich úrokových sazeb pro příliv zahraničního kapitálu do naší ekonomiky rozhodující význam. Tento příliv byl motivován jinými, již uvedenými faktory. Na druhé straně zvýhodněné podmínky, za kterých byly poskytovány devizové úvěry ČSFR od MMF a dalších veřejných a vládních zahraničních institucí, umožňovaly našim bankovním organizacím výhodně umisťovat dočasně volné devizové prostředky v zahraničí jako krátkodobé portfoliové investice⁹ a depozita. Rozdíly v úrokových sazbách mimo naši bankovní soustavu působily tedy na krátkodobý odliv kapitálu do zahraničí.

Specifickým rysem naší doposud dosti autonomně se vyvíjející bankovní soustavy je výrazný rozdíl v úrovni úrokových sazeb u vkladů a úvěrů. Pokračující internacionalizace našich peněžních a kapitálových trhů bude vytvářet tlak na snížení tohoto rozdílu na úroveň běžnou ve vyspělých tržních ekonomikách, tj. kolem 2 bodů.

Odhad budoucího vývoje úvěrů a jeho vlivu na měnovou politiku

Připravované změny ve státoprávním uspořádání ČSFR ovlivnily v druhé polovině roku 1992 teritoriální a časový průběh čerpání zahraničních úvěrů, a to u různých druhů těchto úvěrů nestejně.

Úvěry na podporu platební bilance

Teritoriální úpravu závazků kvót a práv čerpání obou nástupnických republik provedla Rada výkonných ředitelů MMF v poměru 69,61 % pro ČR a 30,39 % pro

⁹ Za krátkodobý kapitál — umisťovaný do některých cenných papírů a peněžních depozit — se zpravidla považuje kapitál, jehož likvidita nepřesahuje jeden rok.

SR. Rada přiznala ČR a SR jejich členství od počátku roku 1993. Toto externí řešení závazků a práv umožňuje oběma následnickým republikám samostatně pokračovat v čerpání a využívání zdrojů plynoucích z úvěrů MMF. Česká národní banka jednala v souladu s tím na počátku roku s misí MMF o poskytnutí preventivního úvěru¹⁰ kolem 250 mil. USD na doplnění devizových rezerv a rozjedнала podmínky poskytnutí dalších úvěrů včetně možnosti vydání obligací na posílení české platební bilance a jejich umístění na eurotrhu. Devizové rezervy ČNB se totiž do 8. února snížily o 400 mil. USD na 500 mil. USD (rezervy bankovní soustavy zůstaly na úrovni 3,3 mld. USD). Zvýšená poptávka po devizách, projevující se koncem roku v poklesu devizových rezerv centrální banky, pokračovala tedy začátkem roku i v ČR a současně byla doprovázena zvýrazněním schodku obchodní bilance — při celkové vyrovnanosti platební bilance.

Rozdělení federace a následná odluka měny obou samostatných republik vyvolávají více jevů, z nichž některé mohou působit protichůdně a dají se proto nesehnadno komplexně vyhodnotit. ČNB v této situaci považovala za účelné iniciovat možnost čerpání dalších úvěrů od MMF, aby tak mohla pokračovat v systému vnitřní konvertibility koruny a v přípravě jeho přeměny na konvertibilitu plnou. Z dalších zahraničních půjček zaměřených na podporu platební bilance a na strukturální adaptaci čs. ekonomiky byla v letech 1991 a 1992 vyčerpána půjčka ES ve výši 370 mil. ECU (2 tranše) a půjčky na základě dvoustranných dohod s některými státy, zatímco z půjček od zemí G 24 zbývá čerpat cca 175 mil. USD. Toto čerpání bude muset být dohodnuto nástupnickými republikami ČSFR, tj. ČR a SR.

Úvěry na strukturální adaptaci

Úvěry od Světové banky (SAL) byly sjednány na základě smlouvy s vládou ČSFR a do celkového rámce čerpání zbývalo k 10. 11. 1992 143 mil. USD s tím, že 68 mil. USD by mělo být vyčerpáno do konce roku. Další čerpání půjček od Světové banky závisí na samostatném jednání vlád nástupnických států o členství ve Světové bance a o stanovení rámců poskytování úvěrů. V této oblasti bude již jednání reprezentací obou republik zcela samostatné.

Z půjček uzavřených SBČS se zahraničními bankami a dalšími organizacemi na vybrané záměry byl čerpán jen výnos z emise cenných papírů na mezinárodních kapitálových trzích ve výši 10 mld. JPY a 200 mil. USD (Exim Bank). Ostatní smlouvy o půjčce byly částečně splaceny a budou muset být přepracovány na nástupnické organizace.

Úvěry na přímé projektové financování jsou sice uzavírány s přímým uživatelem na konkrétní projekty, ovšem problém garance vlády při rozpadu federace byl hlavní příčinou toho, že jejich čerpání bylo odloženo na rok 1993. Přehled úvěrů sjednaných s EBRD, EIB a EXIM Bank je uveden vpředu. Předpokladem přijetí dalších nabídek na úvěrové financování některých projektů je přímé jednání s poskytovatelem úvěru (tj. bez prostředníků) tak, aby bylo možné vyloučit možnost praní špinavých peněz přes přijímané zahraniční úvěry.

V roce 1993 se očekává další nárůst objemu úvěrů zahraničních bank čs. podnikům, které jsou zřejmě pro naše podniky výhodné, ovšem zatěžují platební bilanci a vytvářejí problém rostoucí obsluhy dluhu v situaci, kdy se nepříznivě vyvíjí saldo obchodní bilance a budeme muset ještě splácet starší úvěry z předchozího režimu.

¹⁰ Tzv. preventivní úvěrové linky do výše 30 % členské kvóty u MMF mohou členské země čerpat bez složitějších schvalovacích procedur.

Závěry

1. Stabilizace české koruny v podmínkách zrodu samostatné České republiky bude zpočátku narušována některými jevy, jejichž eliminace bude vyžadovat další — vpředu popsané — čerpání úvěrů na podporu platební bilance a také reálné podchycení stavu peněžních agregátů *M1* a *M2* po oddělení měny.

2. V oblasti zahraničních úvěrů využívaných přímo podniky se naproti tomu vytvoří v České republice specifická situace, kdy

- na jedné straně se rozpadem federace zúží ekonomický prostor pro využívání podnikových úvěrů ze zahraničí,
- na druhé straně se vyjasněním státoprávního uspořádání, dokončením příprav zadaných projektů a prohloubením motivací podnikatelské iniciativy vytvoří podmínky pro výrazné zintenzívnění přílivu zahraničních zdrojů do české ekonomiky.

3. Růst intenzity přílivu návratných devizových zdrojů do podnikové sféry vytváří perspektivu modernizace naší výrobní základny a výrazného zvýšení schopnosti produkce konvertibilního zboží a služeb. Současně však vyvolává problém dostatečného odbytů, z jehož výnosu budou muset být uhrazeny úvěrové závazky podniků (vč. úroků).

Pro rok 1993 se však mohou vytvářet určité překážky v rozšiřování prakticky všech hlavních směrů užití HDP. V oblasti investic jsou dány rostoucím dovozem strojů a zařízení, povzbuzeným zahraničním kapitálem v české ekonomice (vč. zahraničních úvěrů), takže očekávaný vzestup investiční činnosti by mohl výrazněji oživit převážně jen stavební práce a výrobu stavebních materiálů. Prostor veřejné spotřeby bude v tomto roce dále omezován napětím ve státním rozpočtu. Možnosti vzestupu vývozu narážejí na průvodní jevy recese v zemích ESVO a ES, zvláště pak v SRN, jejíž podíl na našem vývozu se v roce 1992 pohyboval kolem 30 %. Určité oživení soukromé spotřeby pozorovatelné v roce 1992 může být v 1. pololetí roku 1993 zpomaleno vyšším než očekávaným růstem cen spotřebního zboží, potravin a služeb po zavedení daně z přidané hodnoty a provedením měnové odluky obou republik.

Hospodářská a měnová politika bude muset v této situaci hledat vhodnou kombinaci vytváření příznivých podmínek pro oživení ekonomiky a tlumení inflačních tlaků. V rámci toho bude účelné sledovat a popř. i ovlivňovat absorpční schopnost podnikové sféry v oblastech nejen přijímání, ale i splácení zahraničních úvěrů, poněvadž rozměr této absorpce bude ovlivněn uvedenými komplikacemi ve vývoji odbytové situace v hlavních směrech užití HDP. Proto bude účelné, aby zástupci státní správy sledovali perspektivnost projektů, které mají být financovány ze zahraničních zdrojů, a aby ČNB nadále schvalovala podnikové úvěry ze zahraničních bank.

SUMMARY

Foreign Credit in the Czechoslovakia and in the Czech Republic

Foreign loans and aids provide substantial financial sources which are necessary for quick and smooth passing of reform steps. In carrying out price liberalization, foreign trade liberalization, internal convertibility introduction and privatisation of the state property direct foreign investment played an important role.

The foreign loan usage followed three main directions:

- the support of balance of payments and of needed structural changes. In this area it was IMF, EC, and G-24 that provided loans under favourable terms. Part of these loans had a form of free of charge aid;
- financing of particular capital formation projects. It was done either directly or channelled through domestic banks. This way is used by the WB, EBRD, EIB, and EXIM. Finances provided within PHARE have the same nature.
- additional loans for entrepreneurs provided by foreign banks.

This article describes these three directions of foreign loans. An appraisal of their influence and impacts on monetary aggregates M and exchange rate is given here, too.

DT: 338.45: 658.15 (437)

Ocenění startovních podmínek zprivatizovaných podniků ve zpracovatelském průmyslu ČR

1. část

Dagmar HANZLOVÁ*

Úvod

Představa, že stačí, aby stát „kultivoval trh“, pečoval o stabilitu měny a před sociálním neklidem se pojistil rozprostřením záchytné sociální sítě, vychází z glorifikace volné hry tržních sil. Tento přístup ignoruje zkušenosti, jež se v tržních ekonomikách nakumulovaly za několik desítek uplynulých let, a odmítá připustit, že snahy o uplatnění určitých forem státních zásahů jsou motivovány právě touto historickou zkušeností. Přitom je zřejmé, že schopnost adaptace průmyslových podniků v ekonomikách procházejících transformací je podstatně nižší než u jejich konkurentů ve vyspělých zemích. Spoléhání se na všemocný trh může v těchto podmínkách snadno vyústit do situace, kdy kapacita záchytné sociální sítě bude záhy zcela nepostačující.

Obečně není sporu o tom, že proces reindustrializace ekonomiky je vysoce investičně náročnou operací. Zdá se však, že vládní hospodářská politika zatím dostatečně nedocenila hloubku obtíží, s nimiž se budou potýkat postupně privatizované průmyslové podniky usilující o modernizaci svého nezřídka muzeálního strojírenského parku.

Prvá část této studie vychází z charakteristiky rozsahu technologické zaostalosti zpracovatelského průmyslu ČR, která výrazně limituje konkurenceschopnost domácích výrobců, a to jak z hlediska výše výrobních nákladů, tak i co se týče kvality a celkové technické vyspělosti jejich produkce. Zužující se vnitřní trh, ne-

* Ing. Dagmar Hanzlová, CSc., dlouholetá pracovníce Ekonomického ústavu ČSAV, nyní výkonná ředitelka Česko-holandské investiční společnosti, s. s. r. o., Praha

Redakce příspěvek obdržela 8. 3. 1993.