

Vydává federální ministerstvo financí ve spolupráci se Státní bankou československou ve vydavatelství Economia, a.s. Praha

© federální ministerstvo financí

Adresa redakce: Vínohradská 49,
120 74 Praha 2

Telefon: 253 018 nebo 2110, linka 361

Vedoucí redaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

Publishers: Federal Ministry of Finance in Cooperation with Czechoslovak State Bank in Publishing House Economia, Prague

© Federal Ministry of Finance

Editor's Office: Vínohradská 49,
120 74 Prague 2, CSFR

Editor in Chief: Ivan Kočárník

OBSAH

Josef TOŠOVSKÝ: První zkušenosti s působením systému vnitřní směnitelnosti koruny337

Ivan SVÍTEK: "Leveraged buy-out" (LBO) a optimální struktura kapitálu.....343

Finance a úvěr v zahraničí

Paul SPAHN: Financování federální vlády a vlád zemských – Volby vlastních daní, dělených daní a dotací při financování zemských vlád – zkušenosti Německa347

Marie PEKÁRKOVÁ–REINDLOVÁ: Daňové problémy devadesátých let – se zvláštním zaměřením na SRN366

Ivan KLAČANSKÝ: Maďarská spořitelňa ako bankovní ústav377

Informace

Milena HORČICOVÁ: Informace o vytváření kapitálového trhu v Československu.....382

Uprostřed čísla:

Frederic S. MISHKIN: **Ekonomie peněz, bankovníctví a finančních trhů** (na pokračování - 10. část) ss. 305-328

Všechny bibliografické údaje včetně údajů o autorských právech jsou uvedeny u prvního pokračování v č. 1/91 tohoto časopisu.

Publikováno po dohodě s College, sekci vyd. HarperCollins Publishers

CONTENTS

Josef TOŠOVSKÝ: First Experience with the System of Current Account Convertibility of CSK.....337

Ivan SVÍTEK: "Leveraged buy-out" and the Optimal Capital Structure.....343

Finance and Credit Abroad

Paul SPAHN: Financing Federal and State Governments347

Marie PEKÁRKOVÁ–REINDLOVÁ: Tax Problems in the Nineties in FRG366

Ivan KLAČANSKÝ: Hungary Savings Bank as a Bank Institution.....377

Information

Milena HORČICOVÁ: Information about Capital Market Formation in Czechoslovakia382

In the middle of this issue:

Frederic S. MISHKIN: **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets** (To Be Continued - Part X) pp. 305-328

You can find all bibliographical data including particulars on copyright in part I of the series in No 1/91 of this journal.

Published by arrangement with College, a division of HarperCollins Publishers.

Redakční rada: Ing. Belo Bosák, CSc., Ing. Aleš Bulř, Ing. Václav Formánek, Ing. Miroslav Hrnčič, DrSc., Ing. Tomáš Ježek, CSc., Ing. Milan Jurčeka, CSc., Ing. Miroslav Kerouš, Ing. Jaroslav Klopal, Ing. Josef Kočárník, CSc., Jozef Kučerák, CSc., Ing. Vratislav Kulhánek, Ing. Kamil Mikulič, CSc., Vladimír Rudlovčák, CSc., Ing. Stanislav Šourek, dr. Ing. Dušan Tříška, prof. Ing. Miroslav Tuček, CSc., Ing. Vladimír Valach, Ing. Anton Vavro, CSc., Ing. Jan Velek, doc. Ing. Karol Vlachynský, CSc., Ing. Jan Vrba, Ing. Jaromír Zahradník

DT:338.744 (437)

První zkušenosti s působením systému vnitřní směnitelnosti koruny

Josef TOŠOVSKÝ*

Jedním z rozhodujících kroků ekonomické reformy bylo – vedle cenové liberalizace a privatizace státních podniků – zavedení vnitřní směnitelnosti koruny, tedy liberalizovaného přístupu československých ekonomických subjektů k devizovým prostředkům. Systém vnitřní směnitelnosti, platný od 1. ledna 1991, představuje opuštění přidělového systému v devizovém hospodářství a přechod na tržní redistribuci deviz.

Tento systém má umožnit napojení domácího tržního prostředí, které se nalézá v počáteční fázi hledání stability, na již stabilizované a plně fungující tržní ekonomiky. Je podmínkou objektivní a plynulé konfrontace stále se obnovující rovnováhy světového trhu s domácím prostředím, kde se rovnovážné trhy teprve utvářejí. Vnitřní směnitelnost tak podstatně změnila spojení naší ekonomiky nejen jako celku, ale i každého hospodářského subjektu s vnějším světem.

Rozhodnutí o zavedení vnitřní směnitelnosti však zároveň představuje – se zřetelem k silné nerovnováze mezi poptávkou a nabídkou ve volně směnitelných měnách a k nízké úrovni devizových rezerv – jedno z nejvíce rizikových reformních opatření. Je založeno na těchto prvcích:

a) hospodářské organizace i soukromí podnikatelé provádějí úhrady za dovážené zboží nebo služby do zahraničí pouze prostřednictvím běžného korunového účtu otevřeného u libovolné obchodní banky;

b) také veškerá inkasa ze zahraničí se provádějí prostřednictvím platného kursu na běžný korunový účet příslušného podniku či podnikatele;

* Ing. Josef Tošovský, předseda Státní banky československé

Příspěvek byl předán redakci 6.6.1991, autorská korektura byla provedena 13.9.1991.

c) volba příslušné obchodní banky je pouze záležitostí podniku nebo podnikatele, který se rozhoduje podle kvality a ceny devizových služeb;

d) každá komerční banka vystupuje jako samostatný subjekt vnitřního devizového trhu. V rámci tohoto trhu banky mezi sebou nakupují a prodávají devizy tak, aby si zajistily dostatečné devizové prostředky k úhradám závazků svých klientů;

e) Státní banka čs. vystupuje na tomto trhu jako určitý garant jeho celkové likvidity. V případě převahy poptávky nad nabídkou může intervenovat, tj. prodávat obchodním bankám devizy ze svých rezerv (vč. zahraničního úvěru). SBČS vydává obecně závazné dovozně platební podmínky, jež obsahují zejména ustanovení o přijímaných dovozních úvěrech, způsobech placení ap.

V souvislosti se zavedením systému vnitřní směnitelnosti koruny bylo nutné nově koncipovat korunovou a devizovou politiku, aby systémové i věcné reformní kroky byly důsledně koordinovány a působily jedním směrem. Objevily se některé sporné a živě diskutované otázky, mezi nimi na předním místě problematika devizového kursu, při němž se směnitelnost realizuje, a problematika dostatečného devizového krytí, které garantuje fungování celého systému.

Bylo nutné určit výchozí – "startovací" – kurs tak, aby reálně odpovídal situaci v předpokládaném vývoji devizové poptávky a nabídky – aby tedy působil rovnovážně – a aby byl v souladu s ostatními reformními kroky, především s procesem cenové liberalizace. Řešení bylo postupné, ale radikální, i když ne jednoduché, neboť bylo nutné zcela opustit komplikovaný kursový systém dřívějšího administrativního způsobu centrálního řízení národního hospodářství.

Problém spočíval v tom, že stanovení a udržování kursu na tržní úrovni, tj. na úrovni, která vede k rovnováze v platební bilanci, nutně vyžadovalo provedení výrazné devalvace čs. měny, tj. zdražení deviz natolik, aby se na vnitřním trhu vyrovnala nabídka deviz s poptávkou po nich:

1. 8. ledna 1990 byla koruna devalvována proti volným měnám o 18,6 % a současně revalvována proti převoditelnému rublu o 10 %. Byl to krok vedený snahou řešit kursem nerovnováhu v nabídce a poptávce po různých druzích deviz. Současně se počítalo s tím, že důsledky devalvace a revalvace koruny si vynutí další opatření navádějící ekonomiku na cestu tržně orientovaného vývoje. To se však nesplnilo. V zásadě izolované opatření v kursové oblasti bylo rychle absorbováno systémem bilancí, dotací a dalších atributů dosud existující administrativní soustavy řízení;

2. 15. října 1990 byla snížena hodnota koruny vůči americkému dolaru o 54,5 %. Tento vážný krok přímo souvisel s rozhodnutím o zavedení vnitřní směnitelnosti koruny, když bylo nutné stanovit kurs na takové úrovni, aby zdražení deviz vyrovnalo na vnitřním trhu nabídku deviz s poptávkou po nich;

3. 28. prosince 1990 byl kurs dále devalvován o 16 % na 28,- Kčs za USD; zde šlo vlastně o jeho upřesnění na novou cenovou situaci ve světě a o sjednocení obchodního a turistického kursu. Zároveň, aby byla tlumena poptávka po devizách, se zavedla 20%ní dovozní přírážka na ceny zboží pro konečnou spotřebu.

Celkově tedy byla československá koruna v průběhu roku 1990 proti volným měnám devalvována o 113 %.

Zároveň bylo nutné řešit kursové relace, tj. vztahy mezi devizovými kursy volně směnitelných národních měn mezi sebou, a tím jejich kursy k československé koruně. Vychází se z toho, že koruna je – i po všech reformách – zatím měnou vnitřní, tedy

neobchodovatelnou na mezinárodních devizových trzích, a že tedy nelze určit kurs koruny vůči jednotlivým cizím měnám podle tržních vztahů koruny k těmto měnám (tj. se zřetelem k vývoji vzájemných platebních bilancí, nabídky a poptávky atd.). Zůstalo se v podstatě u systému, který byl založen v roce 1981 a podle něhož se určuje poměr koruny k jednotlivým volným měnám podle toho, jak se mění jejich kursové poměry na devizových trzích (na nichž se s korunou neobchoduje). Změny kursu koruny k jednotlivým měnám jsou tak "v závěsu", resp. jsou odrazem dění na světových devizových trzích. Postupuje se metodou tzv. "cross-rates", metodou "křížových kursů", a to podle složení, resp. zastoupení hlavních měn ve vybraném "měnové koši" (který obsahuje americký dolar, německou marku, rakouský šilink, britskou libru a švýcarský frank).

Proti rovnovážné konstrukci kursu byly z některých míst vznášeny námitky, které vycházely z kursové teorie založené na paritě kupních sil. Prosazovaly takové určení kursu, které by respektovalo výsledky porovnání cenových hladin u nás a v cizině a které by tedy – až do plného fungování rovnovážného kursu – bylo spojeno s určitou devizovou regulací a devizovou vázaností. Provedené devalvační postupy vedly k stanovení kursu výrazně odlišného od propočtů založených na teorii parity kupní síly.

Scénář ekonomické reformy však dal na rozhodující místo a jako prioritní požadavek zavedení rovnovážného kursu, a to v souladu s celkovou koncepcí usilující o rovnovážné působení všech trhů – zboží, deviz, kapitálu a práce. Přednost tohoto řešení je v tom, že přes vnitřní konvertibilitu se zvyšuje dovozní konkurence. Je to řešení adekvátní cenové liberalizaci a působí k rovnováze na vnitřním trhu.

K utlumení počátečního nárůstu poptávky po devizách v důsledku dlouhodobě neuspokojované poptávky na spotřebitelském trhu byla – jak už bylo uvedeno výše – dočasně zavedena 20%ní dovozní přírážka na zboží konečné spotřeby.

Pro obyvatelstvo bylo třeba v počáteční fázi ponechat v platnosti opatření regulující poptávku po devizách. Zvýšil se však na 5 000 Kčs (resp. na 7 000 Kčs včetně roku 1990) limit volnoměnových prostředků pro soukromé cesty do zahraničí.

Druhým vážným problémem bylo dostatečné devizové zajištění celého systému vnitřní konvertibility tak, aby Státní banka československá jako ústřední banka mohla na devizovém trhu účinně intervenovat, a tak garantovat pro chod ekonomiky spolehlivou a rovnovážnou tržní cenu deviz.

Kvantifikace vnějších dopadů ukázala na předpokládaný deficit platební bilance v letošním roce v rozsahu přibližně 2,5 mld. USD (zejména se zřetelem k vývoji ceny ropy a ostatních surovin dovážených dosud za převoditelné rubly, k výpadkům ve vývozu do zemí bývalé RVHP v důsledku tamní hospodářské situace atd.). Podářilo se jednáním s Mezinárodním měnovým fondem a jinými institucemi zajistit potřebné úvěry za velmi přijatelných podmínek, a to především:

- od Mezinárodního měnového fondu, s nímž byl dohodnut úvěrový rámec ve výši 1 250 mil. SDR (tj. zhruba 1 780 mil. USD) dělený do tří komponentů:
 - pohotovostní úvěr (Stand by Arrangement) ve výši 619,5 mil. SDR, což představuje 105 % členské kvóty;
 - úvěr v rámci tzv. Compensatory and Contingency Financing Facility ve výši 483,8 mil. SDR na financování zvýšených nákladů na dovoz ropy; je to maximální výše, tj. 82 % kvóty;

- možnost tzv. rizikového úvěru (Contingency Element) navazující na výše uvedený pohotovostní úvěr v případě dalšího růstu cen ropy; maximální výše tohoto potenciálního zdroje je 147,5 mil. SDR;
- od Světové banky se předpokládá přijetí úvěru na krytí schodku platební bilance a dalších úvěrů na strukturální projekty, na projekty v oblasti energetiky a životního prostředí, případně další;
- se skupinou "24" je dohodnuto poskytnutí úvěru ve výši 1 mld. USD; v tomto rámci byla s ES dohodnuta půjčka ve výši 375 mil. ECU (asi 500 mil. USD) na úvěrové posílení devizových rezerv.

I to svědčí o důvěře v náš ekonomický program a v jeho realizaci.

Půjde o to, aby čerpání těchto zdrojů bylo účelově koordinováno s celkovou reformní politikou a stalo se faktorem působícím k obnově rovnováhy národního hospodářství, k založení prvků nezbytných pro urychlení tvorby domácího kapitálu a k zvýšení exportní výkonnosti ekonomiky.

Nezbytným systémovým opatřením bylo rovněž zavedení regulace dovozních platebních podmínek. Určují zejména možné způsoby placení, možné přijímané úvěry atd., jejichž dodržení je podmínkou pro prodej devizových prostředků na dovoz.

Po osmi měsících fungování systému vnitřní směnitelnosti můžeme konstatovat, že je to systém, který působí pozitivně v linii záměrů Scénáře ekonomické reformy. Dosavadní vývoj platební bilance a dosavadní vývoj peněžní poptávky po devizách ukazují na jeho průchodnost. Především se potvrzuje, že výchozí kurs koruny byl v kontextu s makroekonomickými záměry a doprovodnými opatřeními stanoven správně. Cena deviz koresponduje s ekonomickými podmínkami na trhu, jež jsou ovlivněny restriktivní rozpočtovou a úvěrovou politikou, která omezuje celkovou peněžní poptávku, a tedy i poptávku po devizách.

Měnová politika je poprvé v roce 1991 vázána i dohodou s Mezinárodním měnovým fondem, v níž jsou obsažena i opatření, která budou prováděna v měnové politice a jejichž plnění se stalo podmínkou pro poskytnutí finanční pomoci se strany Fondu. Československo se v oblasti měnové politiky zavazuje k naplnění dohodnutých kritérií, jimiž je v průběhu roku

- zvýšit stav bankovních hrubých devizových rezerv, tj. devizových aktiv, o 1,6 mld. USD,
- zlepšit stav bankovních čistých devizových rezerv (tj. snížit pasívní saldo mezi aktivy a pasívy) o 1,7 mld. USD,
- snížit zadluženost veřejného sektoru u bank o 24,8 mld. Kčs,
- zvýšit bankovní aktiva vůči nebankovnímu sektoru (v podstatě úvěry poskytované podnikům a obyvatelstvu) maximálně o 23 %,
- čerpat zahraniční vládní a bankovní úvěry se splatností do 12 roků nejvýše v rozsahu 1 mld. USD.

Zatím jsme vyčerpali od Mezinárodního měnového fondu 966 mil. USD. Z Evropských společenství dalších 128 mil. USD. Od skupiny "24" budou poskytnuty půjčky po nezbytných schvalovacích a technických procedurách. Počítá se i s možným čerpáním prostředků z kapitálových trhů, ale vzhledem k dost rozkolísaným úvěrům na těchto trzích je třeba postupovat velmi uvážlivě.

Dochází k uvolnění dovozní devizové přírážky. V dubnu z ní byly vyloučeny některé komodity. Od 1. května byla snížena na 18 % a bylo rozhodnuto o jejím dalším snížení na 15 %. Tím se snižuje nákladnost dovozu a snižují se i některé

náklady ve výrobě. Lze proto očekávat i snížení cen některého zboží a zvýšení konkurenční schopnosti jak na vnitřním trhu, tak i při exportu, což by se mohlo posléze projevit i ve zvýšené nabídce deviz. Do určité míry může snížení dovozní přírážky znamenat i zvýšení poptávky po devizách (působí fakticky jako určitá revalvace). Oba vlivy se nedají předem přesněji kvantifikovat.

Státní banka také uvolňuje dovozní platební podmínky. Byla například zvýšena hranice pro možnost placení bez konzultací (z 1 mil. na 3 mil. Kčs), zkrácena předepsaná délka doby úvěrů atp. S platností od 1. října 1991 zrušila Státní banka všechna závazná pravidla plateb při dovozu, takže nyní je již plně záležitostí dovozce, jaké platební podmínky si dohodne.

Vývoj devizových rezerv je uspokojivý. Na začátku roku činily zhruba 1,2 mld. USD a v souvislosti s lednovým čerpáním úvěrové tranše od MMF se výrazně zvýšily na 2 mld. USD ku konci srpna. Platební bilance ve volných měnách se vyvíjí – se zřetelem k přijatému měnovému programu – zatím velmi uspokojivě; za 1. pololetí skončila pasívem ve výši 0,3 mld. USD.

Výsledky dosahované v letošním roce ve vývozu do volnoměnových oblastí nejsou však zatím takové, aby naznačovaly zásadní zlom dřívějších trendů. Mění se sice teritoriální i oborová struktura exportu do západoevropských zemí, zejména k SRN, ale při velmi nízké dynamice. Ukazuje se proto jako nezbytné doplnit reformní kroky v ekonomice důraznějšími proexportními opatřeními.

Na vládní úrovni se připravuje řešení, které je možné označit jako vládní proexportní politiku.

Nástroje této proexportní politiky musejí být konstruovány na tržních principech a – obdobně jako v předních západoevropských zemích – by jimi měly být zejména:

- úrokové zvýhodnění úvěrů spojených s vývozem nebo s investicemi, které spadají do vládních proexportní politiky, ovšem s tím, že komerčním bankám bude úrokové zvýhodnění financováno z rozpočtových prostředků;
- zavedení vývozního pojištění, resp. poskytování státních vývozních garancí, a to především za vývozní úvěry jednak z hlediska jejich návratnosti a jednak se zřetelem k politickým rizikům; patřilo by sem i pojištění zahraničních investic;
- vytvoření spolehlivého obchodního informačního systému o vývozních teritoriích, obchodních partnerech, uzancích atp.

Pro udržení systému vnitřní konvertibility při rovnovážně fungujícím devizovém kursu bude stejně důležité i dokončení cenové reformy, aby úroveň cenové hladiny i cenové relace odpovídaly – v poměrování s cizinou – úrovni devizového kursu, při kterém se realizuje směnitelnost. Liberalizace cen byla prvním krokem v tomto směru a měla by vést – spolu s demonopolizací nabídky – k překonání dosavadní neúnosné bariéry racionálního chování podniků i domácností, v podstatě bariéry fungování celé ekonomiky. Cenová reforma, která má být v podstatě nápravou cenových relací, je spojena s tlakem na růst cenové hladiny. Po jejím vzestupu v prvních měsících letošního roku – kdy v lednu byla úroveň velkoobchodních cen o 43,6 % vyšší než v lednu 1990 a úroveň maloobchodních cen vyšší o 45,6 % než před rokem – dochází k její výrazné stabilizaci.

Vycházíme z toho, že otázka cenové hladiny je otázkou nejen vlastní cenové politiky, ale i výrazem peněžní politiky v úzké koordinaci s rozpočtovou a mzdovou politikou. Pokud by se však nepodařilo stabilizovat cenovou hladinu, resp. by se

nepodařilo měnovou, rozpočtovou a mzdovou politikou blokovat inflační proces, znamenalo by to vážné riziko pro udržení vnitřní konvertibility na dosavadní úrovni devizového kursu, protože růst peněžní poptávky po devizách by nemohl být vykompenzován uspokojivým vývojem platební bilance.

Zavedení vnitřní směnitelnosti koruny bylo tedy mimořádně závažným systémovým opatřením, jehož účinnost je zajišťována odpovídající měnovou, zejména devizovou a kursovou politikou. Ta by však sama o sobě nestačila, pokud nebudou vytvářeny adekvátní podmínky i v ostatních sférách hospodářské politiky, aby všechny faktory konvertibility působily koordinovaně a dlouhodobě.

Rozhodujícím faktorem však zůstává reálný stav ekonomiky, resp. dosažení takové její výkonnosti, aby byla spolehlivým základem "dobrých peněz". Je to vážný argument zejména se zřetelem na situaci ve výrobě. Vycházelo se z toho, že konvertibilita, má-li být reálnou, musí mít pevnou základnu především v adekvátním efektu výroby, resp. v jejím poměru ke světu. Tendence k rovnováze vůči cizině je odvislá od potenciálu našeho postavení v mezinárodním obchodě, kdy domácí produkce musí mít pro cizinu takové technické a ekonomické parametry, které odpovídají kritériím trhu, na nichž se má naše koruna uplatnit. Lze to vyjádřit zjednodušeně tak, že "dlouhodobě se ke konvertibilní koruně lze dopracovat jen přes konvertibilní zboží".

Zavedení vnitřní konvertibility čs. koruny bylo jedním z prvních mimořádně závažných kroků na této cestě. První zkušenosti jsou převážně pozitivní, plně v koncepci "scénáře" ekonomické reformy. Zda se stane spolehlivým základem dalších reformních opatření a prokáže svou únosnost, bude záviset na koordinovaném působení dalších systémových a věcných faktorů, především na uspokojivém vývoji platební bilance a na přijatelném vývoji agregátní peněžní poptávky.

SUMMARY

First Experience with the System of Current Account Convertibility of CSK

The introduction of internal convertibility of CSK at the beginning of 1991 has meant transition from foreign exchange rationing towards foreign exchange liberalization. This transition has been aimed to overcome the producers' monopolistic position on the domestic market and to support forming of competitive environment.

The determination of the 'starting' exchange rate was an important task. The exchange rate should correspond to assumed developments in foreign exchange supply and demand and therefore should lead to balanced economic development, it should be consistent with the price liberalization policy. It was therefore necessary to gradually devalue CSK against convertible currencies by 113% during 1990. Another important step was the provision of sufficient amount of foreign exchange for the central bank to enable it to intervene on the foreign exchange market and to keep the exchange rate stable. This is secured by use of foreign credit especially of stand-by loans from International Monetary Fund.

The internal convertibility experience shows this system has a positive influence on the tasks of our economic reform. First of all the balance of payments results indicate that less foreign loans will be needed to maintain the present exchange rate.