

Mojmír Hampl, Roman Matoušek

**ÚVĚROVÁ KONTRAKCE
V ČR -
JEJÍ PŘÍČINY A DŮSLEDKY**

**VP č. 19
Praha 2000**

**Autoři: Ing. Mojmír Hampel
Ing. Roman Matoušek, MA, PhD.**

Autoři děkují za připomínky k textu M. Čihákovi, O. Dědkovi, V. Flekovi a J. Pospíšilovi, E. Soukupové pak za technickou asistenci při zpracování studie.

Názory a stanoviska autorů v této studii nemusejí nutně odpovídat názorům ČNB.

Obsah

1 Úvod	7
2 Úvěrové, peněžní a hospodářské cykly a jejich vztah k poruchám na úvěrovém trhu	11
2.1 Credit crunch v ČR?	11
2.2 Peněžní a úvěrový cyklus a jeho reálné dopady	13
2.3 Cenové bubliny a vytváření nové rovnováhy	17
2.4 Typy finančních krizí a úvěrové cykly	19
3 Situace na úvěrovém trhu v České republice	23
3.1 Nabídková strana úvěrového trhu - bankovní systém	26
3.1.1 Vysoký stupeň bankovního zprostředkování v české ekonomice	27
3.1.2 Úvěrová kontrakce v české ekonomice: Kdo ji způsobil?	31
3.1.3 „ <i>Troublemakers</i> “ českého bankovníctví – Komerční banka a Česká spořitelna	35
3.2 Nabídková strana – regulátor a jeho činnost	38
3.2.1 Nedostatek kapitálu a úvěrové kontrakce	39
3.3 Úvěrová kontrakce bank a její dopady na podnikovou sféru	40
3.3.1 Propojenost bank s firmami – klady a zápory	40
3.3.2 Podniková sféra a její slabosti	42
3.4 Cenové bubliny a jejich odraz v české realitě	48
4. Závěr	53
Literatura	59
Příloha	65

1 Úvod

Výrazná změna ve vývoji úvěrové emise je jedním z nejcharakterističtějších rysů domácí ekonomiky v letech 1997 až 1999. Nejčastěji se pro popis tohoto jevu ustálilo označení *credit crunch*, např. Singer, Pospíšil (1999) nebo Čihák (1999). Díky unikátnosti tohoto vývoje úvěrové emise v dosavadní krátké ekonomické historii české ekonomiky se však zdá, že definice tohoto pojmu a jeho aplikace na českou realitu naráží na výrazné problémy. Především není zcela zřejmé, co pojmem *credit crunch* jednotliví autoři myslí.

Parabasioglu (1996) definuje *credit crunch* jako pokles nabídky úvěrů vyplývající ze snížené ochoty bank poskytovat úvěry, který ovšem není doprovázen růstem zápůjčních sazeb. Woo (1999) spojuje sníženou ochotu bank úvěrovat s pronikavým snížením kapitálu bank, které způsobuje náhlý posun nabídkové křivky úvěrů doleva. Woo, stejně tak jako například Syron (1991), ztotožňuje pojem *credit crunch* s termínem *capital crunch*, tedy s nízkou ochotou bank úvěrovat, plynoucí ze zhoršené kvality jejich aktiv a z toho rezultujícího tlaku na jejich kapitál. Naproti tomu Ghosh a Ghosh (1999) tvrdí, že *credit crunch* je situace, kdy úrokové sazby nečistí nabídku a poptávku po úvěrech a nastává kvantitativní přidělování úvěrů. Stejně jako Singer, Pospíšil (1999) mají tito dva autoři zato, že pojem *credit crunch* má spíše blízko k termínu *credit rationing* (přidělování úvěrů). Připomeňme jen pro úplnost, že podle učebnicové definice *credit rationing* od Jaffeeho a Stiglitze (1990) jde o situaci, kdy někteří vypůjčovatelé nedostanou úvěr, přestože jsou ochotni zaplatit tržní

sazbu, zatímco zjevně podobní vypůjčovatelé úvěr dostanou. Z uvedeného krátkého přehledu je zřejmé, že pojem *credit crunch* je definován velmi nejasně a často je vysvětlován pouze pomocí jiných precizněji definovaných termínů, což působí závažné problémy v dorozumívání. Můžeme říci, že ze všech dosud uvedených pojmů je pojem *credit crunch* definován nejméně jasně.¹

Z naznačených definic² je ovšem zřejmé, že termínem *credit crunch* chtějí autoři popsat především změny v chování nabídkové strany úvěrového trhu, tedy bank. Primární úsilí se proto také vždy koncentruje do této oblasti. Zřejmě nejpřesvědčivější definici termínu *credit crunch* podali Bernanke a Lown (1991). Podle nich jde o situaci, kdy se nabídková křivka na trhu úvěrů posune ztlačně doleva, přestože reálné úrokové sazby se nemění, stejně jako se nemění kvalita uchazečů o úvěr. Jinak řečeno *credit crunch* v pojetí těchto autorů představuje náhlou poruchu na úvěrovém trhu, která není způsobena změnou ve standardních faktorech ovlivňujících nabídku či poptávku po úvěrech.

Ověření platnosti této definice na datech pro Českou republiku vytvoří úvod do celé problematiky úvěrové kontrakce. Pokusíme se ukázat, že v České republice nedošlo k učebnicovému *credit crunch*, jak ho definují Bernanke a Lown (1991).

Studie začíná rozborem existence úzké vazby mezi hospodářským, peněžním a čistě makroekonomickým vysvětlením poruch na úvěrovém trhu, jako alternativním přístupem k vysvětlení úvěrové kontrakce ve srovnání s přístupem Bernanke a Lown (1991). Naznačujeme hypotézu, že vývoj úvěrové emise mohl být způsoben vytvářením nové rovnováhy na tomto trhu v důsledku „splasknutí“ cenové bubliny na trzích aktiv, jejíž vznik je také makroekonomicky a institucionálně podmíněn. V další kapitole se budeme zabývat hypotézou, podle níž byl pokles úvěrové emise mimo jiné způsoben změnou chování bankovního sektoru ve skupině velkých bank, zvláště

¹ Výklad významu pojmu *credit crunch* je komplikován navíc tím, že jako terminus technicus byl tento termín například Federálním rezervním systémem používán pro administrativní opatření, které bychom v češtině nazvali *úvěrový strop*. Přenesením tohoto termínu z řeči administrativních opatření, které FRS používal například na začátku 80. let do oblasti tržních subjektů (bank) tento termín získal poněkud jiný obsah, viz Jaffee a Stiglitz (1990). V češtině bychom taktéž mohli říci, že i privátní banky si mohou stanovit vlastní *úvěrové stropy* pro své klienty.

² Kromě výše uvedených existuje samozřejmě i celá řada jiných definic a způsobů pojetí *credit crunch*, vycházejících například z nespojitě nabídkové křivky, které mohou být inspirativní, ovšem představují podle našeho názoru jen různé variace na některé z témat uvedených v hlavním textu.

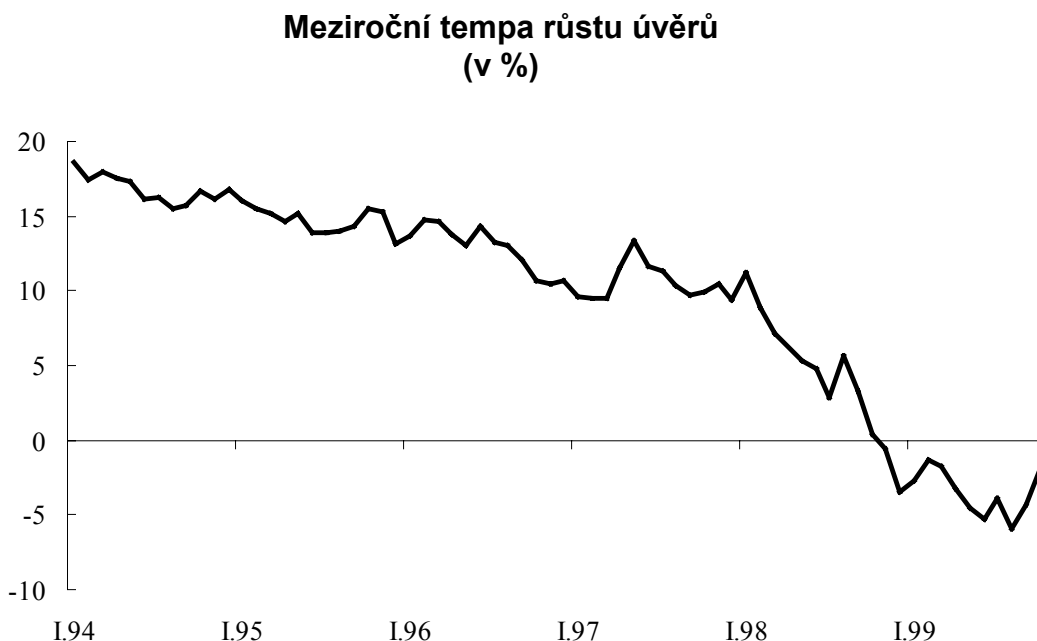
pak v České spořitelně a Komerční bance. Ukážeme na řadu faktorů, které zesílily úvěrovou kontrakci. Integrální součástí naší analýzy je zjistit, zda změny regulatorního rámce nemohly být dalším z mnoha faktorů, které změnily chování bank. Pokusíme se podpořit naši tezi, že velké polostátní banky byly nuceny přehodnotit úvěrovou strategii vzhledem k akutnímu nedostatku kapitálu. Při analýze poptávkové strany úvěrového trhu argumentujeme, že nedošlo k výrazným změnám ve výkonnosti podnikové sféry, ale jejich trvale nízká výkonnost pod hranicí rentability si vynutila změnu chování bankovního sektoru. Kromě výše uvedené problematiky se věnujeme obecné otázce, zda úvěrová kontrakce v případě České republiky je zcela mimořádná a tudíž nevysvětlitelná jinými než specifickými rysy domácí ekonomiky, či je objasnitelná za použití standardizovaného ekonomického aparátu a s pomocí paralel z jiných zemí. Pokusíme se odpovědět na otázku, do jaké míry mohla být situace na úvěrovém trhu ovlivněna, zesílena či prohloubena mimořádnými transformačními okolnostmi. V závěru práce formulujeme odpověď na otázku, jaká je optimální krátkodobá a střednědobá reakce měnové politiky na analyzované změny na úvěrovém trhu.

2 Úvěrové, peněžní a hospodářské cykly a jejich vztah k poruchám na úvěrovém trhu

2.1 Credit crunch v ČR?

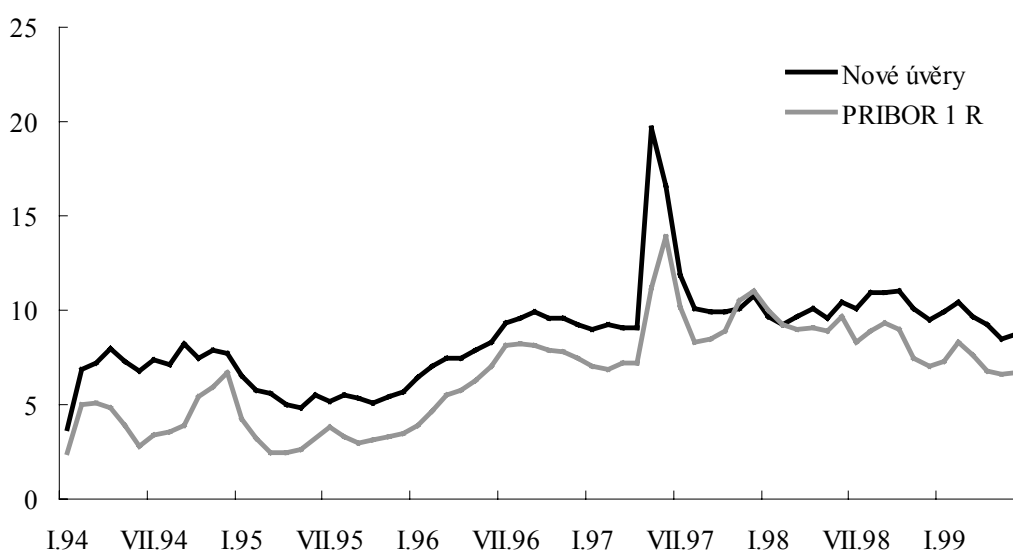
Zhruba od druhé poloviny roku 1997 pozorujeme (s malými výkyvy) v České republice meziroční snižování přírůstků úvěrové emise, které ve čtvrtém čtvrtletí roku 1998 přešly dokonce v pokles (graf 1)³. Odpovídá však pozorovaná úvěrová kontrakce zvolené definici *credit crunch* podle Bernanka a Lown (1991)?

³ Graf 1 pracuje s celkovými úvěry. Chceme předejít námitce, že tento graf zakrývá vývoj ve skupině tzv. nově poskytovaných úvěrů dle statistik ČNB, kde dochází k mírnému nárůstu i v námi sledovaném období úvěrové kontrakce. Podle dostupných analýz je růst nově poskytovaných úvěrů generován z naprosté většiny sektorem zahraničních bank a postačující aproximaci tohoto trendu nově poskytovaných úvěrů proto podle nás představuje graf 9, který popisuje kategorizaci úvěrové emise podle skupin bank.

Graf 1

Pramen: ČNB

Můžeme se přesvědčit, že v ČR k situaci odpovídající této definici došlo jen částečně. Graf 2 ukazuje, že úrokové sazby v reálném vyjádření nezůstávaly v průběhu let 1997–1999 konstantní. Naopak zejména po měnových turbulencích v květnu 1997 se jejich hladina posunula výše, než tomu bylo v předchozím období. Na původní úroveň se reálné úrokové sazby vracely postupně a předkvětnové úrovně začaly dosahovat až od poslední třetiny roku 1998. V tomto smyslu mohlo dojít ke změně podmínek na úvěrovém trhu se standardním dopadem na snížení poptávky po úvěrech. Nicméně toto vysvětlení se vzhledem k rozsahu kontrakce na úvěrovém trhu může zdát nedostatečné. Co se týče druhé poloviny definice, tedy kvality podniků jako dominantních žadatelů o úvěr, zde je situace odlišná. Jak si podrobněji ukážeme v kapitole 3, ke zhoršení finanční výkonnosti jednotlivých průmyslových odvětví mezi lety 1996 až 1998 až na výjimky nedocházelo. V teoretické části předložíme argumentační aparát umožňující vysvětlit, že zhoršení finanční situace podniků v průběhu roku 1998 je možné při stávající míře bankovního zprostředkování v ČR (viz níže) považovat spíše za důsledek snižující se úvěrové emise než za její příčinu. Kořeny poklesu úvěrové emise v ČR je však primárně nutné hledat v ekonomické teorii a v empirii vybraných zemí.

Graf 2**Reálné úrokové sazby
(deflováno ex-post PPI)**

Pramen: ČNB

2.2 Peněžní a úvěrový cyklus a jeho reálné dopady

Přibližme si nejprve možný vznik úvěrové kontrakce na obecné teoretické bázi. Teprve následně budeme na tento rámec roubovat data o vývoji domácí ekonomiky. Ekonomická teorie se periodicky vrací k problematice vztahu mezi výkyvy úvěrové emise a výkyvy v hospodářském cyklu. Některé empirické práce o vztahu mezi vývojem úvěrové emise a změnami výstupu měly dokonce velmi silný dopad i na praktické politiky centrálních bank. Friedman (1993) přesvědčivě ukazoval těsnější vztah mezi vývojem objemu dluhu a vývojem HDP než mezi nominálním HDP a penězi. Podle Dornbusche a Fischera (1994) výzkumy tohoto typu dokonce ovlivnily rozhodování Federálního rezervního systému (FRS) zvolit jako jeden ze svých zprostředkujících cílů právě vývoj úvěrové emise. Logika vztahu úvěrového a hospodářského cyklu je poměrně jednoduchá. Vychází z přesvědčení, že růst výdajů může být financován především výpůjčkami, takže růst dluhu by se měl pohybovat společně s růstem výdajů. Konkrétně u investic by měl tento vztah platit ještě pravděpodobněji než u jiných typů výdajů. Proto bychom podle Dornbusche a Fischera (1994, s. 383) „měli očekávat, že objem půjček bude spjat s HDP“.

V domácí ekonomice je však empirické potvrzení tohoto vztahu poměrně obtížné. ČR jednak zatím neprodělala ani jeden kompletní hospodářský cyklus a mimoto je i stávající empirická evidence poznamenána nestandardností transformační periody. Ta může vazbu ekonomického růstu či poklesu na růst či pokles úvěrové emise výrazně zesilovat.⁴ Přesto i letný pohled na vztah mezi vývojem neočištěných úvěrů, peněžní nabídkou a reálným HDP (grafy 3 a 4) naznačuje, že jisté vazby mezi těmito veličinami by mohly v našich podmínkách existovat.⁵

Graf 3

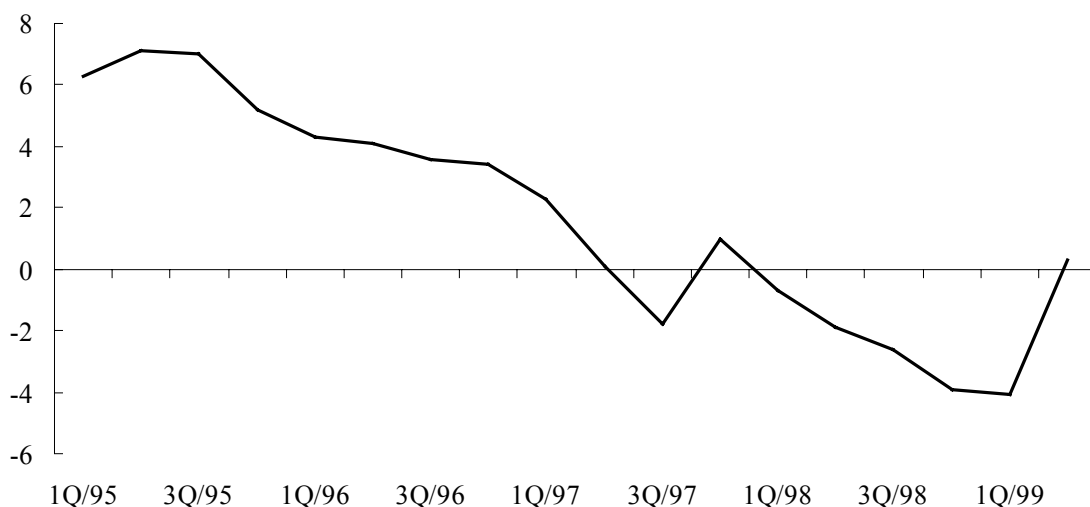
**Meziroční tempa růstu úvěrů a M2
(v %)**



Pramen: ČNB

⁴ Jak ve své práci poznamenávají Calvo a Coricelli (1995), v transformující se ekonomice, a to zejména v její počáteční fázi, kdy ještě většina bank i podniků zůstává v rukou státu, slouží úvěry spíše jako substitut dřívějších dotací. O standardních vztazích mezi nabídkou a poptávkou na úvěrovém trhu tak nelze hovořit.

⁵ Vzhledem k uvedeným objektivním problémům s datovou základnou je metodologicky, jak bude zřejmé z dalšího textu, tato práce alespoň v teoretických částech spíše logicko-deduktivní než empiricko-induktivní. To velmi dobře koresponduje s metodologií většiny autorů, kteří budou v teoretické části uvedeni. Deduktivní a logická přesvědčivost teoretického rámce by měla do značné míry kompenzovat nedostatek dat.

Graf 4**Vývoj reálného HDP 1995–1999**

Pramen: ČSÚ

Podívejme se však na úvěrový a hospodářský cyklus podrobněji.⁶ Uvažujme pro názornost modelovou situaci, kdy centrální banka zvyšuje autonomně peněžní nabídku. Volné prostředky ve formě rezerv se dostávají k bankám a zvyšují tak jejich úvěrový potenciál. Díky vyššímu objemu rezerv a nižším úrokovým sazbám si při peněžní expanzi mohou od bank půjčovat i podniky, jejichž projekty by za normálních okolností⁷, tedy při absenci expanzivní politiky, byly neúvěrovatelné. Zvyšování množství dostupných úvěrů a vyšší úvěrový potenciál bank zvyšují riziko, že budou poskytnuty úvěry i na projekty nevratné. V této fázi ovšem nemusí jít nutně o problém

⁶ Vztah mezi penězi, úvěry a vývojem hospodářského cyklu má své pevné teoretické základy zejména v neorakouské teorii tzv. peněžního boom-bust cyklu, zejména Mises (1953) a Hayek (1933), či z pozdějších autorů například Shostak (1999). Jejím základem je důraz kladený na „znerovnovážňující roli peněz a potažmo úvěrů v hospodářství“, jak přesně poznamenává Čihák (1998). Zjednodušeně řečeno tato teorie tvrdí, že významné změny ve vývoji hospodářského cyklu jsou přímo či nepřímo spojeny s výkyvy v peněžní nabídce, které mění časovou strukturu produkce. Tento přístup bude vytvářet rámec této kapitoly. Důležité je v této souvislosti připomenout, že další potenciální teoretické východisko pro analýzu peněžních a úvěrových cyklů představuje postkeynesovská peněžní teorie, viz Davidson, Weintraub (1995) či Minsky (1957). Ta se svými závěry velmi blíží závěrům neorakouské školy, přestože koncepčně a metodologicky jsou tyto dva myšlenkové přístupy do značné míry protikladné.

⁷ Hayek ovšem tvrdí, že normalnost je v případě peněžního cyklu slovem velmi relativním, protože existují příklady zemí, v nichž se penězi tažený růst pouze střídá s penězi tlačeným poklesem a periodu „normality“ lze jen velmi obtížně nalézt.

nepříznivého výběru či asymetrické informace. Projekty se dynamicky mění v nevratné v okamžiku, kdy původně penězi nabuzený hospodářský cyklus začíná vykazovat nerovnovážné tendence. Jde především o to, že dostatek volných zdrojů umožňuje financovat i větší počet dlouhodobějších projektů, vyžadujících vyšší investice s delší dobou návratnosti.⁸ Jinak řečeno, díky vyššímu objemu dostupných prostředků se prodlužuje časová struktura produkce. Vyšší množství peněz investovaných do kapitálově náročnějších výrob zvyšuje ceny kapitálových statků a přitahuje do těchto odvětví nové producenty. Ti musejí najímat nové pracovní síly, budovy a jiné výrobní statky. Ceny těchto statků rostou, komplementárně se zvyšují i ceny nemovitostí. Samozřejmě výraznou část těchto výdajů financují investoři z úvěrů získaných od bank díky peněžní expanzi. Tato fáze je obvykle spojena s růstem reálné ekonomické aktivity a vyšším množstvím investic.

Expandovaná peněžní nabídka se však díky příjemcům mezd a renty začíná objevovat v ekonomice a způsobuje růst cen statků finální spotřeby, případně tlačí na růst dovozu do této ekonomiky. Začínají se tedy projevovat znaky vnitřní či vnější nerovnováhy.⁹ Problém je právě v tom, že peníze investované do výrob s delší časovou strukturou se již objevují v ekonomice ve formě útraty za statky finální produkce, samy tyto projekty však ještě nemusejí nic produkovat. Důsledkem tohoto procesu je vznik mezery mezi nabídkou a poptávkou, projevující se nerovnováhou, na kterou je hospodářská politika nucena reagovat utužením podmínek, například ve

⁸ Hayek (1999, s. 112) přímo tvrdí: „Počáteční všeobecný stimul pro hospodářství, který je vyvolán růstem množství peněz, působí skrze skutečnost, že dosahované ceny a tím i zisky jsou vyšší, než se původně očekávalo. Každý riskantní podnik uspěje, včetně těch, které by za normální situace uspět neměly. Ale tento stav může trvat, pouze pokud všeobecný růst cen není obecně předpokládán. V okamžiku, kdy jej lidé zakalkulují do svých plánů, pak ani pokračující růst cen stejným tempem nebude představovat takový stimul jako na počátku.“ Tento citát nám evokuje myšlenku Lucase (1973) o hospodářských cyklech způsobených z hlediska ekonomických subjektů záměnou ve vnímání absolutních a relativních cen.

⁹ V této fázi projevujících se nerovnováh je logickou reakcí ze strany měnové autority zpřísnění měnových podmínek. Snížení nabídky peněz a zvýšení úrokových sazeb znamená, že projekty, které byly ve fázi expanze úvěřitelné a návratné, se mění na nenávratné. Kromě toho se snižuje úvěrový potenciál bank a banky proto snižují svou úvěrovou expozici vůči svým klientům a mnoho projektů tak nemůže být ani dofinancováno do té míry, aby mohly začít vůbec přinášet výnos. V této fázi kontrakce je sled kroků a efektů logicky obrácený ve srovnání s expanzí. Pokles peněžní nabídky je následován poklesem nabídky úvěrů a vnějším projevem procesů na peněžním a úvěrovém trhu je simultánní pokles celkové ekonomické aktivity.

formě zvýšení úrokových sazeb či snížení vládních výdajů, případně obou kroků současně. Logika tohoto konceptu nápadně připomíná sled kroků, který se odehrál v domácí ekonomice mezi lety 1993–1998¹⁰. K jeho dokreslení je však ještě nutné i) vysvětlit mechanismus zesilující dopad peněžního a úvěrového cyklu na reálnou ekonomiku, ii) objasnit původ zvýšené peněžní emise a konečně také iii) dát do souvislosti peněžní a úvěrový cyklus a jeho dopad na stabilitu finančního a bankovního sektoru.

2.3 Cenové bubliny a vytváření nové rovnováhy

Začněme tedy od zesilujícího mechanismu přenášejího šoky v úvěrovém cyklu do vývoje celkové hospodářské aktivity. Celý uvedený proces peněžního boom-bust cyklu proto nyní rozšíříme s pomocí modelového přístupu prezentovaného v Kiyotaki a Moore (1997) a Kiyotaki (1998) o situaci, kdy jsou úvěry zastaveny nemovitostmi či cennými papíry. Tento přístup umožňuje vysvětlit, jak se i relativně malé cenové šoky na trzích aktiv mohou prostřednictvím transmisního kanálu úvěrů šířit v ekonomice a jak mohou být zesilovány díky přeúvěrování ekonomiky a vysokému objemu nemovitostních zástav za poskytnuté úvěry.

Předpokládejme, že v ekonomice existuje stálý objem aktiv (představme si za nimi nemovitosti), které mohou sloužit jednak jako výrobní faktor, jednak jako zástava za úvěr. Pokud bude v takovéto ekonomice existovat riziko nesplacení úvěrů zastavených nemovitostmi, pak bude fakticky objem úvěrů, které budou banky ochotny poskytnout, omezen množstvím a cenou nemovitostí použitelných jako zástavy za tyto úvěry. Důsledkem tohoto faktu ovšem je, že toto úvěrové omezení není konstantní, ale bude se měnit s tím, jak se budou měnit ceny nemovitostních

¹⁰ Zároveň je v souvislosti s charakterem transformující se ekonomiky nutné zmínit ještě jeden zesilující faktor vzniku finanční krize v důsledku peněžního cyklu, kterým je liberalizace či deregulace finančního sektoru. Někteří autoři, např. Demirgic-Kunt a Detragiache (1998), předřazují vzniku finanční krize právě liberalizaci či deregulaci domácího finančního systému jako nejvýznamnější faktor. Vzhledem k tomu, že transformující se ekonomika je ze své podstaty vystavena nárazovým deregulacím v mnoha oblastech, včetně finančního systému, je u ní možné očekávat vyšší sklon ke vzniku finanční krize než ve standardní tržní ekonomice.

zástav. Jejich ceny jsou ale naopak závislé na objemu poskytnutých úvěrů, neboť množství disponibilních prostředků v ekonomice přímo ovlivňuje ceny těchto zástav. Mezi těmito veličinami tedy existuje jakási vzájemná dynamická interakce v čase.

Nyní si představme situaci, kdy se náhle sníží ceny nemovitostí.¹¹ V situaci, kdy dojde k poklesu ceny aktiv poskytovaných jako zástava za úvěry, se sníží podíl stávajícího objemu úvěrů krytý nemovitostními zástavami a současně logicky začnou být úvěrová omezení přísnější a striktnější. Díky snížení cen zástav se zhorší bilance komerčních bank a ty začnou omezovat přístup podniků k úvěrům. I kdyby se na výkonnosti podniků nic nezměnilo, změna cen na trzích zástav sama staví nepříznivější úvěrové omezení podnikům, které v důsledku tohoto omezení snižují svoji produkci a působí na nižší výsledný výstup ekonomiky. Tedy důležitým závěrem této modelové situace je, že z hlediska úvěrového omezení není pro podniky primárně důležitá absolutní výkonnost, ale výkonnost relativní, tedy řekněme například očekávaný cash-flow vzhledem k ceně zástavy, kterou může podnik nabídnout jako záruku za úvěr. Pokud se náhle změní jmenovatel této relativní výkonnosti (tedy cena aktiv podniku, jeho nemovitostí, akcií apod.), pak se podniku automaticky snižuje dostupný objem úvěrů, přestože se na jeho absolutní výkonnosti (zisku, podílu na trhu apod.) nemuselo nic změnit. Samotný posun cen zástav k nové rovnováze a změna relativní výkonnosti podniků ale může v konečném důsledku snížit i absolutní výkonnost podniků, protože se ztěžuje přístup podniků k dodatečnému úvěru. Změnila se totiž hodnota do zástavy nabízeného majetku ve srovnání s cenou zdrojů financování. V případě, že jako zástava fungují cenné papíry, může být důvodem poklesu cen náhlé zhroucení trhu v důsledku paniky. Tento mechanismus pak působí například tak, že podnikům, které jako zástavu poskytují akcie, se výrazně sníží Tobinovo Q, čímž se relativně zvýší náklady na cizí zdroje. Neexistuje tedy nic, co bychom mohli nazvat absolutní návratností úvěrového projektu. Smysluplné je posuzovat pouze relativní návratnost. Jinak řečeno, každý projekt je návratný jen za určitých podmínek (úrokových, cenových atd.). Pokud se tyto podmínky náhle změní, přičemž onou náhlou změnou může být právě snížení

¹¹ Důvodem může být například rozhodnutí měnové politiky zvýšit z jistých důvodů úrokovou sazbu. V tom případě přesunují subjekty ve svých portfoliích méně likvidní aktiva ve prospěch aktiv likvidnějších (modelově si za nimi představme peníze), neboť ty mohou nést momentálně vyšší výnos. Takováto hromadná konverze způsobí nárazový pokles cen alternativních aktiv, v našem případě nemovitostí.

hodnoty zástav či majetku podniku, pak se změní i relativní návratnost úvěrového projektu. Konkrétně v případě splasknutí cenové bubliny se relativní návratnost mnoha již zaúvěrovaných projektů sníží.

Samotné šokové cenové změny na některých trzích aktiv tedy mohou vést podle uvedeného modelu v konečném důsledku ke snížení celkové hospodářské aktivity, a to tím spíše, čím více jsou podniky závislé na úvěrových zdrojích.

2.4 Typy finančních krizí a úvěrové cykly

Nyní je však nutné tyto peněžní a úvěrové výkyvy dát do vztahu s chováním bank a finančními krizemi. Velmi jednoduchou a přitom přesnou kategorizaci finančních krizí provedl Macfarlane (1997). Tvrdí, že hospodářské politiky se již umí vypořádávat s takzvaným „standardním typem finanční krize starého typu“, který má svůj původ v neobezřetné fiskální a monetární politice vlád.¹² Uvolněná fiskální a měnová disciplína způsobuje permanentní vznik situace peněžního převisu (*monetary overhang*) projevující se v akcelerující inflaci, ztrátě konkurenceschopnosti, velkých deficitech běžného účtu a kolapsech měny. Již osvědčeným receptem na tento typ finanční krize, který je dnes typický pro některé rozvojové země, ale byl běžný i v zemích vyspělých, je přísná fiskální a monetární disciplína. Pro krize starého typu je totiž charakteristické, že jejich startovacím místem jsou domácí měnové a fiskální autority, které samy dodávají peníze do systému a tak roztáčejí kola cyklu.

Podle Macfarlana však po proběhnutí asijské krize stojíme definitivně tváří v tvář „krizi nového typu“. Pro tento typ krize je taktéž typické, že na jejím počátku stojí zvýšená úvěrová emise, ale podnětem pro její vznik není uvolněná monetární ani fiskální disciplína, ale příliv peněz ze zahraničí. Na rozdíl od krizí starého typu, které jsou typické pro makroekonomicky nestabilní a z hlediska fundamentálních charakteristik ochrnuté země, krize nového typu naopak často postihují země fundamentálně zdravé s velmi stabilním makroekonomickým rámcem. Dokonce právě naopak, čím stabilnější země, s čím perspektivnějším makroekonomickým

¹² Tento starý typ krizí mimochodem přivedl právě neorakouskou školu k již popsanému typu vysvětlení vztahu mezi penězi a ekonomickou aktivitou.

výhledem, tím spíše se jí může stát, že se stane „nebezpečně“ atraktivní pro zahraniční kapitál¹³.

Fáze expanze je identická s tím, co jsme již popsali v souvislosti s peněžním cyklem. Pro doložení těchto slov uveďme, že například Jonáš (1998a, s. 6) popisuje počátky zvýšené úvěrové emise a narůstající investiční aktivity ve východoasijských zemích jako situaci, kdy „úkolem bank bylo zajistit, aby byly zahraniční zdroje efektivně alokovány. Jak je však nyní zřejmé, objem přílivu zahraničního kapitálu do bankovního sektoru převýšil výrazně schopnosti bank identifikovat úvěrovatelné projekty, které by banky nevystavovaly neúměrnému úvěrovému riziku“. Dokonce můžeme toto tvrzení zesílit tak, že množství volných zdrojů převýšilo obecně objem potenciálně návratných a tedy úvěrovatelných projektů v těchto ekonomikách.¹⁴

Prodlužování výrobního cyklu může být navíc komplikováno problémy asymetrické informovanosti a nepříznivého výběru, což jsou termíny, se kterými původní neorakouská peněžní teorie nepracovala. Peněžní expanze v tomto novém typu krizí také dříve či později ústí do nějaké formy nerovnováhy¹⁵. Avšak nový typ krize je ještě riskantnější. Zatímco příliv peněz je postupný, jejich odliv může být poměrně rychlý a stejně rychle se dostávají i negativní důsledky.¹⁶ Dalším problémem krize tohoto typu je alespoň zpočátku snížená obezřetnost investorů, kteří přinášejí do země kapitál v dobré víře, protože vstupují do fundamentálně zdravé ekonomiky s velmi optimistickými vyhlídkami a mnohdy (jako v případě Thajska) je jejich práh opatrnosti snížen nastaveným pevným kurzem měny, slibujícím jistotu vrácení investic bez rizika jejich znehodnocení díky změnám kurzu. Velmi často tak nastává krize odpovědnosti, kdy jak investoři, tak banky v cílových zemích investic nechávají své devizové pozice nezajištěné, což dále prohlubuje náklady krize v případě náhlého odplynutí kapitálu a kurzové krize.

¹³ Pokud bychom Macfarlanovo „ostré“ dělení na krize starého a nového typu aplikovali na příklad české ekonomiky, pak by finanční krize roku 1997 v ČR spadala právě do krizí nového typu. Tím nechceme říci, že v letech 1995-1997 byla fundamentálně zdravá. Výrazné povzbuzování pozitivních očekávání budoucího vývoje a skrývání některých problémů (např. skryté dluhy veřejných financí) mohly však výrazně napomoci snížení rizikové prémie ekonomiky v očích zahraničních investorů.

¹⁴ Per analogiam tedy platí vše, co bylo řečeno v souvislosti s peněžním cyklem, rozdíl je právě jen v původu peněžního převisu, který neleží v domácí ekonomice, ale v zahraničí.

¹⁵ V případě asijské krize především v nerovnováhu běžného účtu a následný tlak na kurz.

Shrňme tedy, že krize nového typu se faktickými důsledky neliší od krizí starého typu, jen jejich původcem nejsou změny v nabídce peněz uvnitř ekonomiky, ale přílivy a odlivy peněz z vnějšího světa. Můžeme říci, že peněžní nabídka je *superexogenní*, zcela mimo možnosti kontroly domácích měnových autorit. Ty mohou problém pouze zesílit či zeslabit volbou kurzového režimu. Nový typ finanční krize se odehrává v privátním sektoru a privátní sektor také nejvíce nese jeho následky. Je zřejmé, že východoasijská krize, stejně jako předtím krize mexická, představovaly krize nového typu. Příklad japonské krize však do této kategorie zařadit nelze. Počátek jejich problémů tkví v monetární expanzi v polovině 80. let, která byla vystřídána prudkým měnovým ochlazením na začátku devadesátých let (viz též kapitolu 3.4).

Ať už se však jedná o krizi starého typu či krizi nového typu, jejich společným rysem je, že se vždy projevují destabilizací bankovního systému, který je logicky prvním nárazníkem finančních potíží. Systémová bankovní krize, která je průvodním jevem peněžního cyklu, se podle Macfarlana vyznačuje selháním procesu bankovního a finančního zprostředkování, které může ústit až do problému dluhové deflace (*debt-deflation*), jak ji popsal Fisher (1933)¹⁷. Snížená ochota bank úvěrovat,

¹⁶ Jen pro úplnost připomeňme, že jedním z obvyklých důsledků odlivu kapitálu jsou zvyšující se úrokové sazby, jimiž se centrální banky snaží zabránit odlivu peněz a zároveň vyrovnat úspory a investice v ekonomice.

¹⁷ Nejznámějším případem výrazného vlivu finanční krize na bankovní systém je případ velké deprese v USA ve 30. letech. Spouštěcím mechanismem této krize byl šokový pokles cen aktiv na trzích cenných papírů. Anatomie krize je pak velmi podobná tomu, co se odehrálo i ve východoasijských ekonomikách. Snížení cen akcií se bezprostředně projevilo v bilancích komerčních bank, které ve svých portfoliích držely cenné papíry, se kterými obchodovaly a spekulovaly jako běžní market-makeři. Razantní pokles cen akcií se tak projevil ve stejně razantním snížení výnosnosti obchodů s cennými papíry v celém bankovním sektoru a ve ztrátě hodnoty bankovních aktiv. Následující spád událostí je pak velmi rychlý. V okamžiku paniky na kapitálovém trhu se všichni účastníci v čele s bankami snaží jako první prodat zbytek cenných papírů a utržit likviditu, aby se jejím prostřednictvím alespoň částečně zajistily proti očekávaným špatným hospodářským výsledkům. Stejnou ideu ovšem mají logicky ve daném okamžiku všichni účastníci trhu a „stádní“ (band-wagon) prodej způsobují, že ceny cenných papírů dále a ještě prudčeji klesají a burzovní index se definitivně hroutí. Banky jsou si vědomy své zhoršující se finanční pozice a očekávají ztráty z obchodů s cennými papíry a s majetkovými účastmi. V očekávání ztrát logicky preferují likviditu a snaží se odprodávat jiná aktiva a inkasovat hotovost. Stejně jako banky se v daném okamžiku začínají chovat všechny finanční instituce. Začíná tak především rychlý rozprodej nemovitostí a na něj navazující pád cen na trhu nemovitostí.

snaha realizovat nemovitosti s následným dopadem tohoto kroku na ceny těchto aktiv a preference bezpečných obchodů s cennými papíry vlády je pak nikoli neočekávaným, ale naopak zcela logickým důsledkem celého peněžního a úvěrového cyklu a na něj navazující finanční krize. Velmi výstižně tuto situaci popisují O'Brien a Browne (1992) ve studii o poklesu úvěrové emise v USA na začátku 90. let. Podle těchto autorů byl typickým průvodním jevem recese v těchto letech neobyčejně obtížný přístup vypůjčovatelů k úvěrům. Důvodem této situace byla podle uvedených autorů i) *povinná obezřetnost bank*, neboť bankovní dohled registroval narůstající problémy v bilancích bank a snažil se zabránit jejich úpadku a zpříšňoval pravidla pro poskytování úvěrů a ii) *dobrovolná obezřetnost bank*, kdy finanční instituce preferovaly jistotu a přesunovaly hlavní váhu svých obchodů do vládních cenných papírů. Chtěly logicky přestavět svá portfolia přechodem k velmi bezpečným půjčkám.

Všechny tyto krize se tedy vyznačují obdobnými rysy. Macfarlane přímo vyjmenovává několik rysů typických pro prvotní fázi úvěrové expanze:

- a) půjčování spřízněným stranám,
- b) přemíra koncentrace půjček některým věřitelům nebo některým odvětvím,
- c) velikost půjček je založena spíše na ocenění zástavní hodnoty aktiv než na hodnotě budoucích příjmů z úvěrovaných projektů,
- d) existuje snížená schopnost bank identifikovat riziko zhoršení kvality úvěrového portfolia.

Všechny tyto faktory snížené obezřetnosti jsou umožněny, zvláště v případě excesivního přítoku peněz z vnějšího prostředí, relativně volnějším rozpočtovým omezením bank. Bohužel tyto finanční krize jsou si podobné i následky. Náklady revitalizace bankovního sektoru po propuknutí finanční krize jsou ve všech zemích obrovské a většinou jsou nakonec placeny více či méně ze státních prostředků.¹⁸

¹⁸ Náklady restrukturalizace zhruba 700 krachujících bank v USA (Savings & loans institutions) dosáhly mezi lety 1988-1992 více než 280 miliard dolarů. Náklady na rekapitalizaci bank po finančních krizích ve Skandinávii byly taktéž vysoké (Finsko 8 % HDP, Švédsko 6 % HDP, Norsko 4 % HDP).

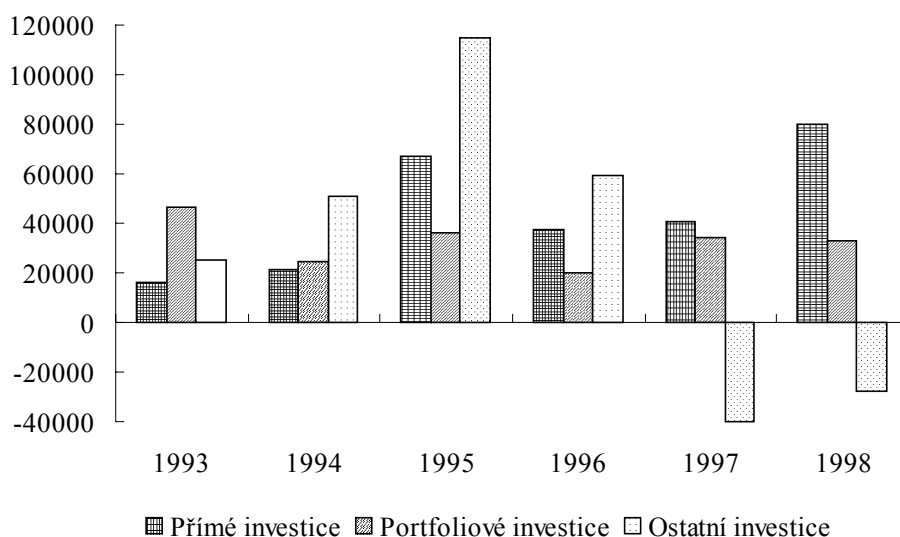
3 Situace na úvěrovém trhu v České republice

Je zřejmé, že mnohé z toho, co bylo řečeno o povahách finančních krizí, jejich vztahu k měnové politice a hlavně důsledků finančních krizí na vývoj úvěrové emise a situaci v bankovním sektoru, odpovídá také realitě domácí ekonomiky. Je možné říci, že nejvyšší přírůstky peněžního agregátu M2 (1994–1995) (viz graf 3) jsou těsně korelovány s obdobím vysokého přílivu zahraničního kapitálu do ČR (graf 5) v režimu pevného kurzu a v období pozitivních expektací spojených s budoucím výhledem ekonomiky.¹⁹ Zároveň je toto období spojeno také s nejvyššími přírůstky reálného HDP zaznamenanými v celém období transformace. Můžeme tedy formulovat hypotézu, že česká ekonomika prošla první i druhou fází peněžního a úvěrového cyklu spojeného s nabužením reálné ekonomické aktivity prostřednictvím vyšší peněžní nabídky, prodloužením časové struktury výroby a volnějším rozpočtovým omezením na straně komerčních bank, která ovšem do značné míry nebyla tvořena uvnitř ekonomiky, ale superexogenním přílivem zahraničních peněz do ekonomiky.

¹⁹ O neautonomnosti vývoje peněžní zásoby v podmínkách přílivu kapitálu a fixního kurzu např. Frait (1996).

Graf 5

**Příliv zahraničních investic 1993–1998
(mld. Kč)**



Pramen: ČNB

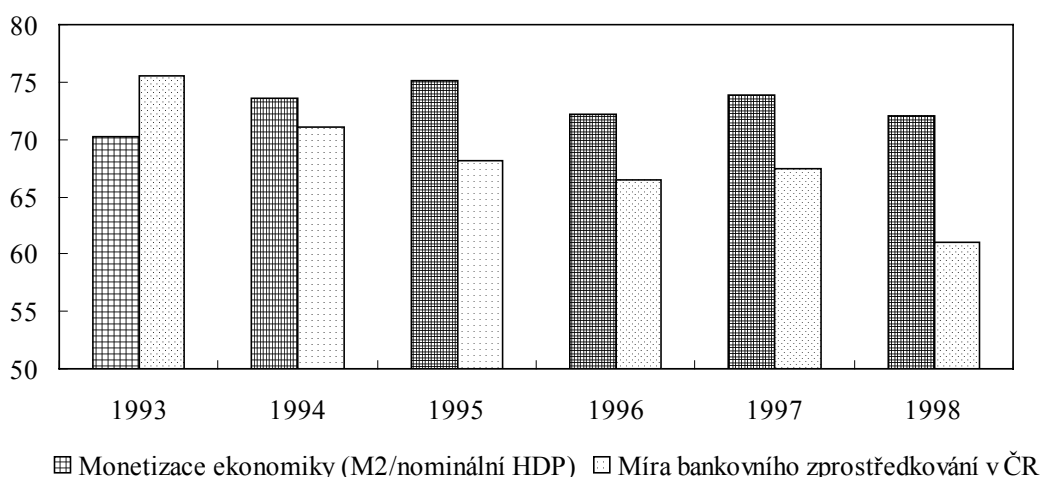
Fáze cyklu, jejich průběh a důsledky odpovídají teoretickým závěrům. Po období expanze se začala projevovat nerovnováha, která se, jak víme zejména z prací Mundella (1996) či Frenkela (1976), v malé otevřené ekonomice neprojevuje nutně nerovnováhou vnitřní, ale spíše vnější. Reakce hospodářských politik na tuto nerovnováhu v podobě snížených vládních výdajů a vyšších úrokových sazeb spustila druhou, kontrakční fázi cyklu, jedním z jejíchž důsledků je i hledání nové rovnováhy na úvěrovém trhu spojené s nižší ochotou bank poskytovat půjčky, dále s kumulujícími se problémy v bilancích komerčních bank a souvisejícími potížemi podnikového sektoru závislého na bankovních úvěrech, jak si ukážeme v dalších částech.

Jak jsme již uvedli, jsou potíže v období úvěrové kontrakce tím vyšší, čím vyšší je závislost podnikové sféry na bankovních úvěrech. Ve srovnání s jinými zeměmi je míra bankovního zprostředkování v ČR vysoká (i když se postupně snižuje), přičemž teoreticky by tento ukazatel měl měřit stupeň vyspělosti finančního systému ekonomiky. My však spojujeme tento fakt spíše s problémem přeúvěrování, jehož důvody budou detailněji analyzovány níže. Stejně tak i monetizace ekonomiky, tedy podíl M2 na nominálním HDP, je ve srovnání se zahraničím (viz. dále) poměrně vysoký. Obojí dokumentuje graf 6. To znamená, že v případě české ekonomiky lze předpokládat relativně silný dopad změn v úvěrovém cyklu na celkový ekonomický

výstup. Otázkou samozřejmě je, do jaké míry mohl být tento proces pozitivně či negativně ovlivněn nestandardností transformačních podmínek v domácí ekonomice. Někteří autoři, jako Singer (1999), například tvrdí, že zvolené metody privatizace v ČR a proces privatizace samotný (boj o majority v podnicích) přispěl v první fázi transformace k výraznému nadhodnocení aktiv podniků, přičemž právě takto nadhodnocená aktiva ve formě nemovitostí či cenných papírů byla posléze používána jako zástava za úvěry těmto podnikům a ve své privatizaci nabuzené hodnotě se dostávala do bilancí bank. To samozřejmě znamená obrovskou zátěž pro banky v okamžiku, kdy začne probíhat posun cen aktiv směrem dolů k nové rovnováze.

Při znalosti uvedených faktů o míře bankovního zprostředkování v ČR nemůže být překvapením, že chování bankovního sektoru v reakci na finanční situaci v kontrakčním období po měnových turbulencích v roce 1997 se podobá příkladům z jiných světových ekonomik. Přejít k nové rovnováze na trzích aktiv je stejně jako například v jihovýchodní Asii na konci, či v USA na začátku 90. let spojen s obezřetnějším (tedy fakticky výrazně nižším) úvěrováním a nahrazováním úvěrových obchodů bezpečnými obchody se státními cennými papíry, což je logická reakce na změnu relativní výnosnosti podnikových projektů (viz graf 7).

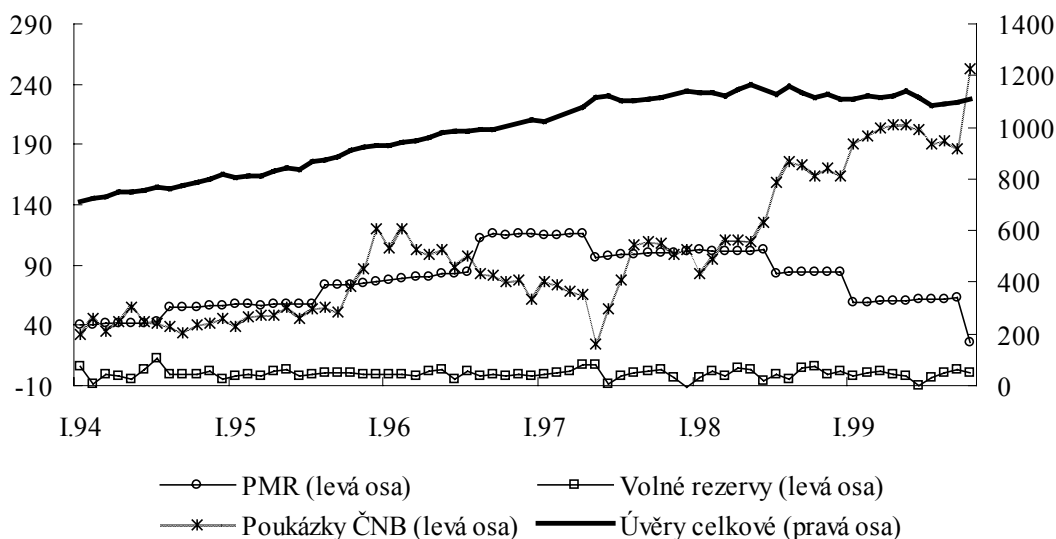
Graf 6
Monetizace ekonomiky a míra bankovního zprostředkování v ČR
(v %)



Pramen: ČNB a ČSÚ

Graf 7

**Poukázky ČNB, PMR, volné rezervy a celkové úvěry- objemově
(v mld. Kč)**



Pramen: ČNB

3.1 Nabídková strana úvěrového trhu – bankovní systém

Naznačený obecný rámec úvahy o cyklické úvěrové kontrakci v ČR umožňuje nyní detailněji zkoumat příčiny poklesu úvěrové emise, tzn. určit, zda byl pokles způsoben gradualistickými či šokovými změnami v samotném bankovním sektoru. Analýza se opírá kromě již diskutovaného úvěrového cyklu také o dosavadní výsledky teoreticko-empirických studií, jež lze klasifikovat do tří širších skupin se společným jmenovatelem: nabídkové (*supply-side*) faktory.

První skupinu reprezentují studie zkoumající dopady úvěrové křace ve spojení s problémem asymetrických informací a tedy morálním hazardem, včetně problému *credit rationing* a *risk aversion* jednotlivých bank, např. Bacon a Wessel (1991), Hancock a Wilcox (1993). Druhou skupinu tvoří studie analyzující limitující úvěrové aktivity bank způsobené nedostatečnou kapitálovou přiměřeností, vysokým objemem klasifikovaných úvěrů a nových regulatorních opatření viz Baer a McElravey (1994), Bernanke a Lown (1991), Peek a Rosengren (1995a, 1995b). Poslední skupina integruje faktory odrážející strategii (ochotu) bank poskytovat úvěry podrobněji Owens a Schreft (1993), Greenspan (1991).

3.1.1 Vysoký stupeň bankovního zprostředkování v české ekonomice

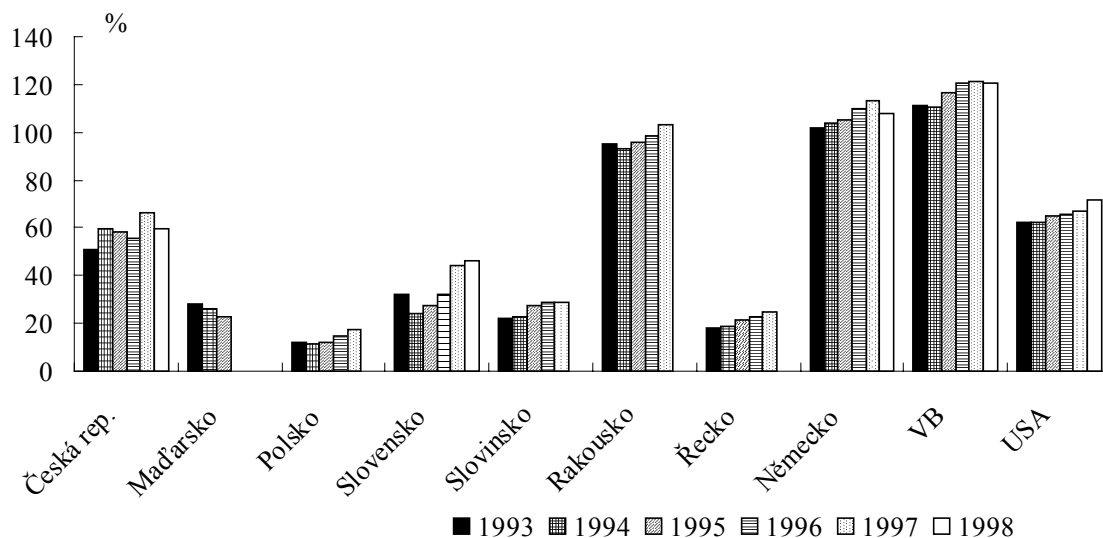
Jestliže existuje v ekonomice vyšší než obvyklá míra rizika a nejistoty, což je typické pro českou ekonomiku, pak aktivity komerčních bank by měly vést k méně než optimální alokaci úvěrů do ekonomiky. Abychom vysvětlili odlišné chování českého bankovního systému ve srovnání s jinými tranzitivními ekonomikami ve střední a východní Evropě, je zapotřebí objasnit specifika české ekonomické transformace, včetně finančního trhu. Zvláštní místo v této analýze zaujímá geneze českého bankovního sektoru.

Bankovní sektor je od samého počátku transformace dominantním peněžním kanálem ekonomiky. Dominantní postavení bylo dáno čtyřmi skutečnostmi: stabilní makroekonomické prostředí, neexistence, resp. neefektivní a netransparentní kapitálový trh, způsob privatizace a v neposlední řadě typ bankovního systému – univerzální. Česká ekonomika, tak jako jiné transformující se ekonomiky, byla vystavena v prvních fázích transformace latentní makroekonomické destabilizaci, která vyústila v některých zemích v hyperinflaci způsobenou měnovým převisem (*monetary-overhang*) a fiskální volností. Restriktivní měnová a fiskální politika úspěšně akomodovala latentní makroekonomickou nestabilitu v ČR. Relativně stabilní – nízkoinflační prostředí – zabránilo znehodnocení bankovních aktiv a erozi úspor. Banky nebyly nuceny přehodnocovat svoji úvěrovou strategii a domácnosti se nemusely odklánět od úspor v bankách a hledat si jiné *hedge inflation* produkty. Na druhou stranu, stabilní prostředí nevytvářelo dostatečné tlaky na mikrosféru ve smyslu hledání alternativních zdrojů pro své financování.²⁰ Devalvace měny na počátku 90. let vytvořila podmínky, které významně pomohly mikrosféře přeorientovat se na nové trhy, ale současně nevytvářela tlaky na nutnou restrukturalizaci. Toto prostředí také nepodněcovalo k urychlenému zefektivňování kapitálového trhu, včetně vytváření regulačního rámce, jakožto základního stavebního kamene transparentního a kredibilního prostředí.

²⁰ To je zcela odlišné od Polska, Maďarska a jiných zemí, kde právě vysoká inflace způsobila úvěrovou kontrakci a firmy byly nuceny přehodnotit strategii financování.

Graf 8

Úvěry k nominálnímu HDP (v %)



Pramen: IMF

Ekonomický systém s vysokým stupněm informační asymetrie a s neefektivním právním systémem, který má nedostatečné sankční nástroje k plnění kontraktů, je předurčen k rychlejší dynamice růstu bankovního segmentu než kapitálového trhu²¹. Závislost podnikové sféry na úvěrech vyústila v situaci, kdy česká ekonomika vykazuje symptomy přeúvěrování, resp. předlužení (*overborrowing – overindebtedness*). Podpurným argumentem vyššího stupně monetizace, resp. finančního zprostředkování je srovnání s jinými transformujícími se ekonomikami (viz graf 6 a 8)²². Například míra bankovního zprostředkování je v české ekonomice až dvakrát vyšší než v okolních transformujících se ekonomikách. Např. Maďarsko vykazuje podíl úvěrů k HDP okolo 27 %, Polsko 25 % a Rusko dokonce necelých 10 %. Lze namítnout, že samotný ukazatel bankovního zprostředkování nám však neříká nic jiného, než že bankovní sektor je vysoce angažován v podnikovém

²¹ Tento kanál nadměrného růstu bankovního zprostředkování je kriticky závislý na tom, do jaké míry jsou akcionáři bank obezřetní při svém rozhodování. Vlastnická struktura bankovního sektoru založená na státu jako hlavním akcionáři, který neoplývá stejnou obezřetností jako soukromý vlastník, má samozřejmě systémový sklon produkovat růst úvěrů rychleji a ve větším rozsahu, než by tomu bylo v jiném institucionálním uspořádání.

²² Pozorný čtenář objeví jisté číselné rozdíly v pohledu na míru bankovního zprostředkování v ČR na těchto dvou grafech. Ty jsou dány rozdílnou metodikou výpočtu IMF od metodiky autorů této studie. Vývoj trendu bankovního zprostředkování však při obou metodikách zůstává stejný.

sektoru. Jediné co signalizuje, je vyšší pravděpodobnost problémů v bankovním sektoru v případě systémových poruch podnikového sektoru. Avšak v následujícím textu potvrdíme naši tezi o přeúvěrování ekonomiky.

Pokusme se objasnit, jak mohlo dojít v transformující se ekonomice, která vykazuje celou řadu nejenom systémových defektů, ale i vysoký stupeň informační asymetrie, k nabuzení reálné ekonomické aktivity právě prostřednictvím úvěrového kanálu a k přeúvěrování. Velmi obecně můžeme shrnout, že banky reagují na poptávku po úvěrech dvěma základními způsoby.²³ První způsob, *credit rationing*, se opírá o tradiční model úvěrování ekonomiky založený na nedokonalé a asymetrické informaci mezi věřitelem a dlužníkem a neúplnosti kontraktu (*incomplete contract*), což je situace, kdy věřitel není schopen (nemůže) kontrolovat všechny behaviorální aspekty dlužníka. Podle Stiglitz-Weissova²⁴ (1981) modelu rozhodování a chování banky povede v případě projektů se stejnou výnosností, ale s různým stupněm rizika, které banky nejsou schopny rozlišit, k méně než optimálnímu úvěrování. Nosným pilířem tohoto modelu je vliv úrokových sazeb na rizikovitost úvěrů. Předpokládá se, že dlužníci, kteří jsou ochotni platit vyšší úrokové sazby, mohou být z rizikovější skupiny. Toto je klasický případ nepříznivého výběru (*adverse selection*), kdy ochota dlužníků platit vyšší úrokové sazby je pozitivně korelována s vyšší pravděpodobností neplnění úvěrového kontraktu. Z výše uvedeného konceptu přidělování úvěrů založeném na nedokonalé a asymetrické informaci mezi dlužníkem a věřitelem vyplývá, že v případě české ekonomiky by nemělo dojít k přeúvěrování ekonomiky, ale k situaci zcela opačné.

Další způsob, který by měl vést k vytváření rovnovážné situace na úvěrovém trhu je založen na cenovém přidělování (*price rationing*).²⁵ Chování bank a potenciálních dlužníků v procesu úvěrové emise ovlivňují změny úrokových sazeb a požadavky na kolaterály. Růst úrokových sazeb a cen bankovních záruk povede, za jinak neměnných okolností, k růstu žadatelů o úvěr, a to z rizikovějších skupin. Záruky poskytnuté dlužníky za bankovní úvěr mohou v bankách vyvolat mylné uspokojení o zajištění poskytnutých úvěrů v případě neplnění kontraktů a jsou

²³ Další forma přidělování úvěrů vychází ze situace, kdy cena „nečistí“ úvěrový trh, tj. případ regulace úrokových stropů, úvěrových omezení atd. Davis (1992).

²⁴ Tato definice je významově identická s definicí Jaffeeho a Stiglitze (1990), kdy se mimo jiné předpokládá rovnovážná situace mezi nabídkou a poptávkou po úvěrech.

²⁵ Abstrahuje se od informačního problému.

ochotny uspokojit i tzv. neefektivní poptávku (viz kapitola 2.3). Situace se stává pro banky osudovou právě v případě neplnění kontraktů. Přijatý kolaterál sice kryje hodnotu úvěru, ale jeho realizace je problematická a banka musí čelit problémům likvidity. Avšak dramatičtější situace (typická pro český bankovní sektor) je, že kolaterál nepokrývá ani hodnotu jistiny a ani ho nelze realizovat. Impulsem vedoucím ke snížení úvěrové aktivity je pak náhlé snížení cen kolaterálních záruk ve spojení s nemožností realizace kolaterálů.

Situace v české ekonomice byla rámcově podobná východoasijským ekonomikám, jak jí popisuje Krugman (1998). Bankovní sektor není schopen provádět efektivní alokaci vzácných zdrojů do ekonomiky, resp. objem těchto zdrojů převyšil kapacitu podnikového sektoru vzhledem k jeho výkonnosti. Expanzivní úvěrová politika bank podporuje inflační tlaky – ne cen zboží, ale cen aktiv. Dynamika růstu úvěrů, které byly jištěny kolaterály – nemovitostmi, nebyla založena na reálné výnosnosti investičních projektů. Dokladem toho je v české ekonomice neúměrně vysoký podíl nejenom klasifikovaných úvěrů k celkovým úvěrům, ale také ztrátových úvěrů v portfoliích komerčních bank. Česká ekonomika vykazuje relativně vysoký objem investic k HDP, který se pohyboval okolo 30 %, ale produktivita těchto investic je ve srovnání s jinými transformujícími se ekonomikami nízká.²⁶ Zúženou formou analýzy efektivnosti alokace úvěrů do ekonomiky může být také produktivita investic (*incremental capital output ratio*) - tabulka 1.

Dalším argumentem podporující naši hypotézu předlužení podnikového sektoru ve smyslu překročení jeho absorpční kapacity je, že nízká efektivnost firem neumožňuje plnit úvěrové kontrakty za sjednané cenové podmínky viz kapitola 3.3 a tabulky 1 až 5 v příloze. Dominantní postavení bankovního sektoru nad kapitálovým trhem vedlo k zvýšené poptávce po úvěrech a k vytváření nerovnováhy na úvěrovém trhu. V případě univerzálního bankovního systému, kdy věřitel „utopil“ jistý objem nákladů (*sunk cost*), aby vytvořil úzký vztah s dlužníkem, je zřejmé, že uzavření úvěrového kanálu v případě zhoršení jeho finanční pozice by mohlo být fatální pro obě strany. Pokud je fungování kapitálového trhu efektivní, pak se může věřitel úvěrovat daleko méně a možnost uzavření úvěrového kanálu se stává

²⁶ Nízká úroveň tohoto ukazatele může mít několik příčin. Jedním z častých argumentů obhajující tuto nízkou hodnotu je, že část těchto investic měla povahu ekologických investic, nebo že investice byly značně koncentrované (viz OECD 1998, str. 58).

důvěryhodnější a přeúvěrování je méně pravděpodobné (Dewatripoint a Maskin, 1995).

Tabulka 1

Produktivita investic

	Česká republika	Polsko	Maďarsko
1994	1,43	0,78	0,45
1995	2,21	0,87	0,63
1996	2,75	0,92	0,90
1997	2,76	n.a.	n.a.
Průměr	2,29	0,85	0,60

Pramen: OECD

Incremental capital-output ratio - ICOR

$$ICOR_t = \text{Investment}_{t-1} / [\text{GDP}_t - \text{GDP}_{t-1}]$$

Je tedy zřejmé, že jediným možným způsobem pro efektivní alokaci úvěrů je správná kalibrace úvěrových omezení. Typický *credit rationing* se musí aplikovat především na těch trzích, kde splácení úvěrů není dostatečně zákonně vymahatelné nebo kdy náklady spojené s neplněním kontraktu, tj. úvěr není splacen, jsou nižší než požadovaná jistina. Tedy *credit rationing* je nutný tam, kde informační asymetrie způsobuje vyšší než obvyklou míru rizika. Jak ukážeme v kapitole 3.1.3, úvěrová omezení pro velké polostátní podniky v mnoha případech neexistovala.

3.1.2 Úvěrová kontrakce v české ekonomice: Kdo ji způsobil?

Český bankovní sektor byl od počátku transformace vytvářen jako univerzální s vysokým stupněm koncentrovanosti. Čtyři největší banky (KB, ČS, IPB a ČSOB) mají 66% podíl na trhu měřeno velikostí aktiv. Vlastníkem těchto bank byl a u KB zůstává stát prostřednictvím FNM. Vysoký stupeň koncentrovanosti není specifikem českého bankovníctví, specifikem je však nízká efektivnost. Tyto banky jsou hluboko pod tzv. hranicí efektivnosti (*efficiency frontier*) ve srovnání s evropskými bankami stejné velikosti. Partikulární roli v rámci českého bankovního systému sehrál sektor malých a středně velkých bank. Po rapidní expanzi aktivit těchto bank v první polovině 90. let došlo k jejich postupné eliminaci. Devatenáct malých a středně velkých domácích bank z celkového počtu dvaceti dvou bank bylo nuceno ukončit svoji činnost nebo fúzovaly s jinými bankami. I když byl podíl této skupiny bank na

trhu marginální, měřeno podílem objemu jejich aktiv na celkových aktivech²⁷, tyto banky „zajišťovaly“ finanční prostředky nově se rodícím malým a středně velkým podnikům.²⁸

Další skupinou jsou zahraniční banky, které nebyly v prvopočátcích transformace aktivním hráčem na trhu a jejich podíl nebyl vyšší než 5 %. Zahraniční banky zvýšily markantně od roku 1996 svůj podíl na trhu, kdy dosáhly 20% podíl aktiv na celkových aktivech. Nárůst aktivit zahraničních bank měl dvojitý efekt. Za prvé tento segment přinesl do českého bankovního systému tolik potřebné *know-how*. Avšak postupné etablování těchto bank způsobilo, že domácí banky postupně ztrácely nejlepší klienty. Zahraniční banky jsou schopny poskytnout těmto firmám výhodnější úrokové podmínky a další clientský servis. Jejich zvýšená aktivita zúžila skupinu klientů s nižším rizikem selhání. Banky proto mohly reagovat zvýšenou úvěrovou aktivitou dosavadním klientům a vytvořit si tak jisté „garance“ pro úzkou spolupráci. Aktivity této skupiny bank byly na počátku transformace velmi nízké. Zahraniční banky prakticky obsluhovaly jen „své“ klienty z oblasti těch zahraničních podniků, které nově začaly působit v domácí ekonomice. Náklady monitorování (*monitoring costs*) existujícího domácího podnikového sektoru byly pro tyto ústavy prohibitivně vysoké. S postupujícím časem a zvyšující se znalostí domácího prostředí se však náklady monitorování snižovaly, a proto lze pozorovat graduální nárůst aktivit zahraničních bank i v oblasti domácích podniků.

Soustředme nyní pozornost k analýze vývoje úvěrové emise jednotlivých skupin bank. Z grafu 9 jednoznačně plyne, že ve skupině velkých bank došlo k výraznému poklesu úvěrové emise. Avšak úvěrová kontrakce ve skupině velkých bank nebyla způsobena poklesem aktiv. Z následných grafů 10 a 11 vidíme, že pokles úvěrové emise byl kompenzován růstem dalších aktivit především v IPB a ČSOB. Graf 10 dokládá, že pokles úvěrové emise klientům ve skupině velkých bank byl vytěsněn nárůstem vkladů u jiných bank, včetně ČNB. Podíl těchto aktiv na celkových aktivech měl značnou dynamiku v námi sledovaném období a dosáhl téměř 26 %. Obdobná situace nastala v nákupu cenných papírů, kdy došlo k jejich nárůstu o více jak 5 procentních bodů. Je zcela logické, že banky změnilly svoji

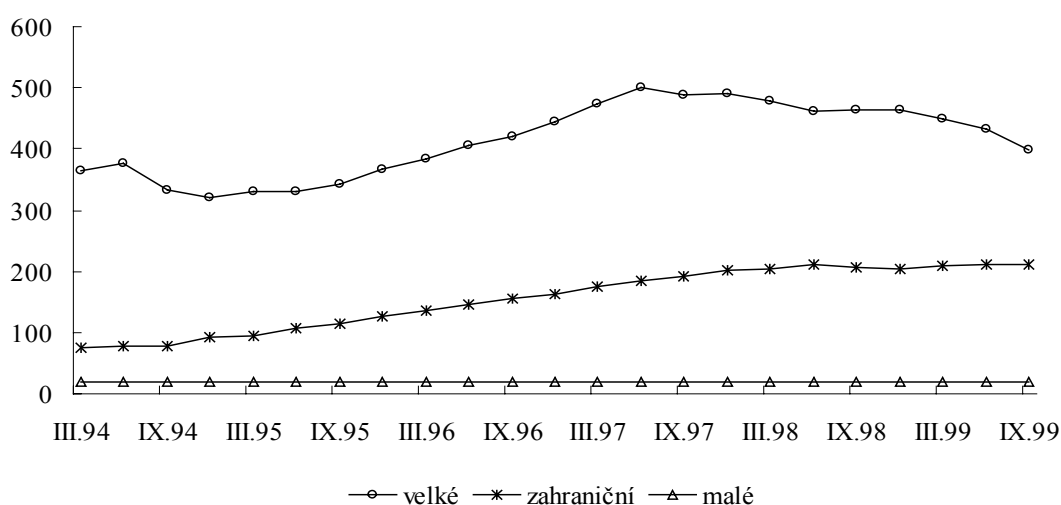
²⁷ Jejich podíl na trhu činil v roce 1998 3,6 %.

²⁸ Abstrahujeme od hodnocení tohoto segmentu bank v rámci bankovního sektoru. Pouze chceme ukázat, že tyto banky reálně existovaly a zajišťovaly, i když v mnohém diskutabilně, transmisní činnost.

strategii, i když výnosnost vkladů a úvěrů u jiných bank, resp. nákup pokladničních poukázek je nižší oproti klasickým úvěrům. Avšak nízké default riziko ve svém součtu zcela kompenzuje tzv. *opportunity cost*. Nárůst portfolia cenných papírů ve skupině velkých bank byl podle našeho soudu ovlivněn mimo jiné vynucenou kapitalizací pohledávek, tedy vyšším objemem propadlých cenných papírů zastavených úvěrovanými firmami.

Graf 9

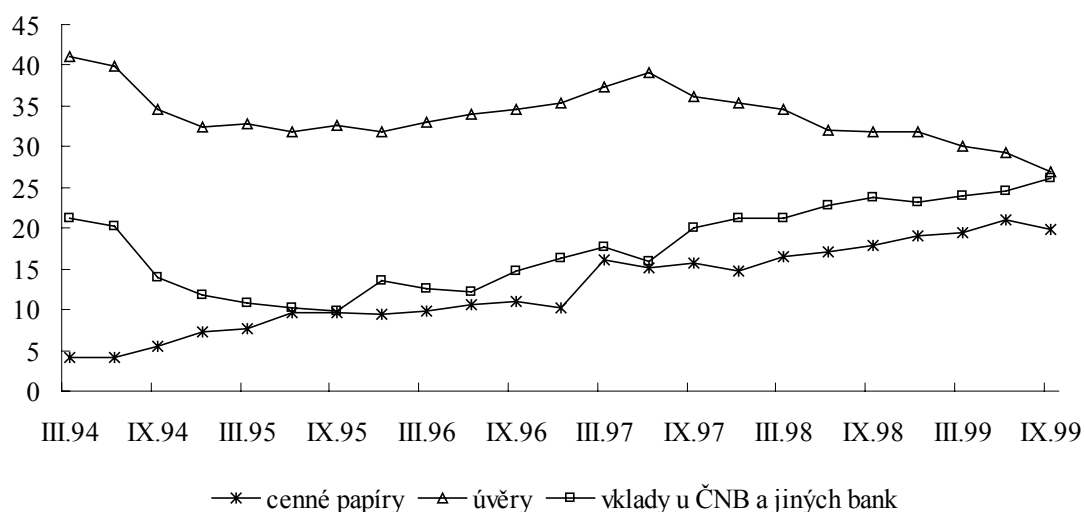
Vývoj úvěrů klientům podle skupin bank (v mld. Kč)



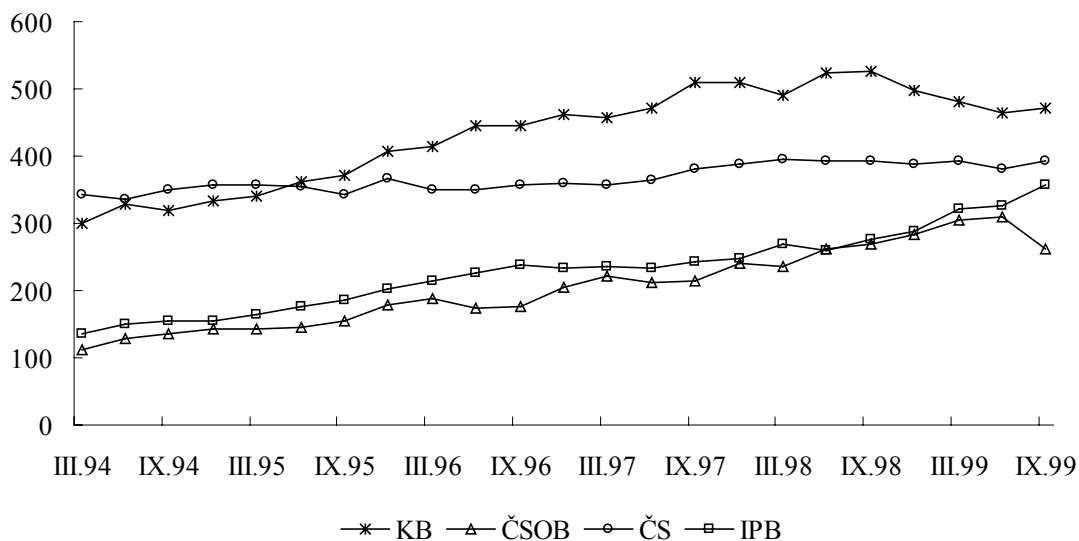
Pramen: ČNB

Graf 10

Podíl cenných papírů, úvěrů klientů a vkladů u ČNB a u jiných bank k aktivům celkem (skupina velkých bank) (v %)

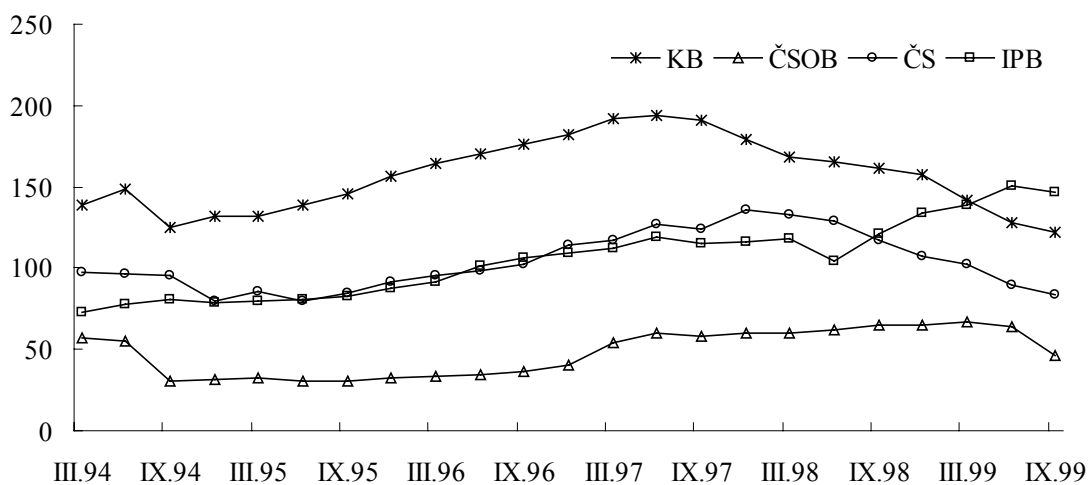


Pramen: ČNB

Graf 11**Aktiva velkých bank
(mld. Kč)**

Pramen: ČNB

Další desagregace úvěrových aktivit ve skupině velkých bank (graf 12) nás vede k závěru, že především u ČS a KB došlo k výraznému poklesu nominálního objemu standardních úvěrů. Z tohoto důvodu v následující části analyzujeme chování těchto dvou polostátních bank.

Graf 12**Standardní úvěry klientům velkých bank
(mld. Kč)**

Pramen: ČNB

3.1.3 „Troublemakers“ českého bankovníctví – Komerční banka a Česká spořitelna

Jak vyplývá z grafů 10 a 11, KB a ČS snížily ve sledovaném období nominální objem celkových aktiv. V případě KB došlo k poklesu celkových aktiv o 4,8 % v prvním pololetí 1999, tj. o 20,4 mld. Kč. Z toho pokles úvěrů klientům činil 9,3 mld. Kč a objem portfolia cenných papírů poklesl o 4,3 mld. Kč. Pokles úvěrů byl více než proporcionalně kompenzován růstem úvěrů a vkladů u ČNB a bankách, zvláště pak zahraničních.

Tabulka 2

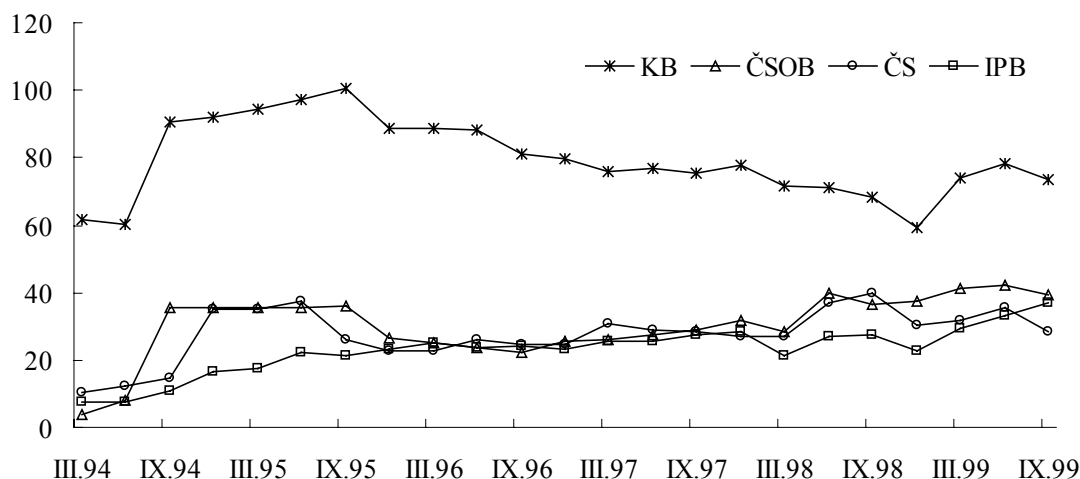
Reálný růst úvěrů (%)

	1996	1997	1998
Československá obchodní banka, a.s.	-4,03	18,17	-13,32
Investiční a Poštovní banka, a.s.	7,95	-0,02	4,62
Komerční banka, a.s.	3,45	-4,13	-21,39
Česká spořitelna	8,99	7,29	-18,96

Pramen: Moody's Investor Service

Graf 13

Vývoj klasifikovaných úvěrů - skupina velkých bank (mld. Kč)



Pramen: ČNB

Jedním z klíčových faktorů, který vysvětluje náhlý odklon ČS a KB od klasického úvěrování, je kvalita jejich úvěrového portfolia. Letmým pohledem na

vývoj standardních a klasifikovaných úvěrů (grafy 12 a 13) vyvstává otázka, jak mohlo dojít k takovému výraznému nárůstu právě klasifikovaných úvěrů? Nepříznivou kvalitu portfolia těchto bank nelze zdůvodnit tzv. „dědictvím minulosti“, protože portfolia těchto bank byla v prvních fázích transformace očištěna. Očištění portfolií od klasifikovaných úvěrů probíhalo tzv. „salámovou metodou“, tj. postupným „převodem“, resp. prodejem klasifikovaných (ztrátových) úvěrů do Konsolidační banky.

Iracionální úvěrovou alokaci je možné vysvětlit v několika rovinách. Za fundamentální příčinu je možné označit způsob privatizace, kdy banky byly jediným zdrojem pro financování podnikové sféry.²⁹ Privatizace tzv. českou cestou, která mohla být financována pouze prostřednictvím bankovních úvěrů kvůli nedostatku domácího kapitálu, se stala fatální pro českou ekonomiku, resp. komerční banky. Poskytnuté bankovní úvěry nebyly v mnoha případech použity primárně na restrukturalizaci výrobní činnosti (nové technologie, stroje zařízení, atd.), ale megalomanie českých firem vedla k tomu, že banky poskytovaly úvěry na jejich další expanzi formou fúzí a akvizic. Může se namítnout, že proces fúzí a akvizic je fenoménem 90. let a zcela standardní operací, ale v případě fúzí a akvizic českých subjektů nedocházelo k přebírání fungujících firem, resp. firem schopných restrukturalizace. Firmy, které „přebíraly“ jiné subjekty, nebyly kapitálově silné a jejich životaschopnost v mnoha případech závisela na bankovních úvěrech. Časový horizont úvěrů byl krátkodobý až střednědobý. V podmínkách české ekonomiky poměr mezi úvěry krátkodobými a dlouhodobými je přesně opačný ve srovnání s Německem. Banky i firmy se dostávaly do začarovaného kruhu, neboť pouhými akvizicemi nedocházelo v žádném případě k zefektivnění výroby a firmy se dostávaly do problémů se splácením jistiny. Jediným způsobem pak bylo žádat, resp. poskytovat nové úvěry na splacení „starých“ pohledávek, což vedlo ve své podstatě ke klasickému případu tzv. *Ponzi finance*.³⁰ Kromě toho růst ekonomiky a rostoucí hodnota kolaterálů dala bankám falešný signál o zajištění poskytnutých úvěrů a dovolila firmám vysoké finanční zadlužení (*financial leverage*). Teoretický rámeček

²⁹ Podle dostupných dat samotný objem úvěrů na privatizaci nebyl vysoký okolo 20 mld. Kč., ale nedostatek kapitálového vybavení nových vlastníků vedl k postupnému nabalování dalších úvěrů nutných „k rozběhu“ výrobní činnosti.

³⁰ Při studiu asijské krize se v mnoha případech právě tato situace odehrávala, avšak v ještě daleko větším rozsahu než v ČR.

problému se diskutuje v kapitole 2.3, popř. v Kiyotaki a Moore (1997), Kiyotaki (1998). V období vysokých reálných úrokových sazeb přitom muselo být racionálně uvažujícím subjektům zřejmé, že pouze marginální počet investičních záměrů bude mít takovou výnosnost, která garantuje úvěrovou návratnost.

Nehospodárné chování bank spojené s morálním hazardem ze strany „státních bankéřů“, především v KB a ČS, bylo zesíleno implicitní státní zárukou formou finanční pomoci v případě, že banky se ocitnou ve finančních obtížích. Expektace se opíraly o dvě doktríny. Banka je příliš velká, resp. důležitá, aby se mohla uzavřít (*too big to fail* nebo *too important to fail*) a další faktor, který dával ne-li jistotu, pak alespoň naději na případnou finanční pomoc, by se mohl označit jako *too loyal to fail* (příliš loajální, aby krachovala). V druhé polovině 90. let se idiosynkratické chování polostátních bank, zvláště pak Komerční banky, začalo označovat termínem finanční socialismus³¹. Byla to reakce na rapidně se zhoršující portfolia v bankách a jejich provázanost s klíčovými domácími firmami. Neméně významným fenoménem českého bankovníctví (KB a ČS) bylo, resp. zůstává, že rozhodování o alokaci úvěrů závisí spíše na politické než ekonomické kalkulaci. Tento argument lze doložit např. restrukturalizačním programem. Privatizační proces ČS a KB je dalším aditivním faktorem, který má nezanedbatelný vliv na změnu jejich chování viz kapitola 3.2.1. Také současný vrcholový management v KB a ČS, jehož primárním cílem je usilovat o znovuzvolení po privatizaci bank, výraznou měrou ovlivňuje strategii bank.

Z těchto stručně popsanych skutečností vyplývá, že situace zhoršujícího se portfolia v těchto bankách musela v určitém okamžiku kulminovat a vést ke změně jejich chování. Katalyzátorem změny chování v těchto bankách byly květnové turbulence v roce 1997. Náhlý růst úrokových sazeb v květnu 1997 vedl k přehodnocení obchodní strategie bank a racionalizoval alokaci vzácných zdrojů projevující se ve svých důsledcích poklesem úvěrové aktivity rizikovým subjektům a orientací na méně rizikové aktivity. Je zřejmé, že i vrcholový management těchto bank pochopil, že investiční projekty s reálnou výnosností 15 % jsou zřejmě jen papírovou iluzí potencionálních investorů.

³¹ Tento termín zavedl Yoshio Suzuki (1986) v polovině 80. let pro označení neutěšeného stavu japonského finančního trhu a úzkého propojení bankovního sektoru s nerentabilními firmami.

3.2 Nabídková strana – regulátor a jeho činnost

Chování bankovního sektoru, resp. jednotlivých bank, jejich stabilita, efektivnost a transparentnost je značnou měrou determinována stupněm vyspělosti regulátora a jeho schopností vytvářet takové prostředí v systému, které vede k výše uvedeným cílům. Regulaci bankovního sektoru je třeba vidět v širších makroekonomických a mikroekonomických dimenzích. Pokud se bankovní sektor chápe jako subsystém ekonomického systému, pak banky, prvky tohoto subsystému tím, že provádějí alokaci vzácných zdrojů, působí na celý ekonomický systém a jsou s ekonomickým systémem ve vzájemné interakci. To znamená, že makroekonomické prostředí ovlivňuje finanční sektor a ten má vliv na ekonomiku jako celek. Z takto pojatého chápání bankovního sektoru, resp. finančního trhu se naskytá otázka, do jaké míry mohou regulační normy změnit, resp. ovlivnit chování regulovaných subjektů.

Politika bankovního dohledu nemůže být úspěšná bez adekvátní měnové politiky a opačně. Bankovní dohled svými opatřeními směřujícími k redukci možných rizik a tedy obezřetnému chování bank ovlivňuje měnovou politiku. Bankovní sektor je tedy nedílnou součástí měnového transmisního mechanismu. Na druhou stranu centrální banka prostřednictvím svých měnových nástrojů ovlivňuje bankovní sektor.

Bankovní dohled uplatňuje celou řadu ukazatelů pro obezřetné chování bank jako jsou likvidita, kapitálová přiměřenost, klasifikace úvěrů a k nim vytváření adekvátních opravek, limity pro úvěrovou angažovanost. Například změnou (zvýšením) kapitálové přiměřenosti bank může dojít ke stagnaci růstu aktiv, resp. jejich poklesu, což vede ve svých důsledcích k omezení peněžních toků do ekonomiky i v případě expanzivní měnové politiky. Banky také mohou nepříznivě změnit strukturu svého portfolia. V období recese zpřísnění požadavků na vytváření opravných položek a rezerv se může projevit jak v nežádoucí úvěrové restrikci, tak růstem úrokových sazeb. Banky vzhledem k nutnosti vytvářet dodatečné oprávký a rezervy potřebují zvyšovat disponibilní zdroje, což se projevuje především růstem úrokových marží. Jinými slovy, banky zvyšují rozpětí mezi úrokovými sazbami poskytovanými na úvěry a depozita. To v mezních případech vede k finanční desintermediaci a k omezení účinnosti měnové politiky. Zhoršující se struktura portfolia bank má také vliv na alokaci vzácných zdrojů, kdy dochází k redukci nově poskytnutých úvěrů. Podobně nepříznivý dopad může mít vznik systémové krize

uvnitř bankovního sektoru nebo klíčových bank. Regulátor tedy změnou, resp. zvýšením obezřetných pravidel v období hospodářského poklesu (recese) může působit procyklicky srovnaj Dědek (2000, s.70). Regulátorem svého druhu jsou také externí auditoři bank. I ti mají pravomoc doporučovat či nařizovat v rámci jim vymezeného prostoru vyšší či nižší opravné položky k jednotlivým aktivům v závislosti na auditorově subjektivním posouzení rizika spojeného s těmito obchody. Zkušenosti ze zahraničí ukazují, že i auditoři působí často procyklicky. V dobách krizí zvyšují požadavky na obezřetné chování bank, především na vytváření dodatečných rezerv, a tím dochází k prohlubování nepříznivé finanční situace bank.

3.2.1 Nedostatek kapitálu a úvěrové kontrakce

Vazba mezi regulací bankovního kapitálu, poklesem kapitálu a úvěrovou kontrakcí bank se označuje v ekonomické literatuře jako *capital crunch*, např. Peek a Rosengren (1995a, 1995b), Bernanke a Lown (1991), Baer a McElravey (1994). Ohnisko pozornosti však nesměřujeme na diskusi adekvátní míry kapitálové přiměřenosti, ale pouze zkoumáme vliv změny kapitálu, resp. poměru aktiv ke kapitálu na úvěrovou emisi bank.

Kapitálová přiměřenost, kterou můžeme volně definovat jako poměr kapitálu banky k rizikově váženým aktivům, se dá ovlivňovat jednak dodatečným navýšením kapitálu, včetně podřízeného dluhu, nebo změnou rizikově vážených aktiv, resp. snížením objemu aktiv a pasiv. To, že banky reagují na problém spíše druhým způsobem, tj. restrukturalizací rizikově vážených aktiv, resp. jejich poklesem, je zcela legitimní. Důvodem je problém asymetrických informací a tzv. *lemons problem*. Argumentuje se, že management problémové banky nechce zveřejnit problémy v úvěrovém portfoliu. Potencionální nabyvatel nových akcií se pak oprávněně obává, že pouze problémová banka by byla ochotna „rozředit“ akcie jejich současných držitelů. Na základě těchto expektací není ochoten koupit nové akcie za normální cenu, resp. výnos. Z toho tedy plyne, že nové akcie se nemohou emitovat, jelikož cena, za kterou je chce emitovat management, je odlišná od potencionálních investorů. Tedy jediným schůdným řešením je kontrakce aktivit bank nebo restrukturalizace jejich rizikově vážených aktiv.

V případě ČS a KB se kapitálové přiměřenosti dosahuje oběma způsoby, tj. navyšováním kapitálu a přeskupením (*reshuffle*) aktiv. ČS a KB od prosince 1998

převedly významnou část klasifikovaných, resp. ztrátových aktiv do Konsolidační banky. Rovněž dostaly silnou kapitálovou injekci k navýšení kapitálu, aby vyhověly základnímu regulačnímu opatření pro kapitálovou přiměřenost. Pokud jde o ČS, ta dostala od prosince celkovou finanční injekci ve výši 14,5 mld. Kč. V prosinci 1998 ČS obdržela 4 mld. Kč pro zajištění ztrátových úvěrů bankrotujících podniků, které byly ohodnoceny ve výši 10,5 mld. Kč, ale ČS je měla zajištěny pouze do výše 6,5 mld. Kč. Bez pomoci státu se odhaduje pokles kapitálové přiměřenosti na 4,4%. V červenci 1999 se posílila kapitálová pozice ČS o 4,5 mld. Kč. V listopadu 1999 se do KOB převedly další úvěry, za které KOB zaplatila 20 mld. Kč, ale výnosnost se přepokládá 14 mld. Kč. Vzhledem k rekordní ztrátě ČS 9,5 mld. Kč za tři čtvrtletí roku 1999 je více než pravděpodobné, že dojde k další finanční injekci do této banky. Stejně intenzivní finanční pomoc ze strany státu můžeme vysledovat u KB. V červenci KB prodala klasifikované úvěry v objemu 23,1 mld. Kč KOB, a to za cenu 13,6 mld. Kč. Avšak návratnost se odhaduje na 4,1 mld. Kč. Vzhledem k riziku nesplnění požadavku na kapitálovou přiměřenost se navýšil kapitál o 9,5 mld. Kč.

Je tedy zřejmé, že na problémy kapitálové přiměřenosti a nekvalitního úvěrového portfolia banky reagovaly mimo jiné úvěrovou kontrakcí. Současný odklon bank od financování podnikové sféry k daleko bezpečnějším operacím je výsledkem selhání bankovního systému efektivně provádět kontrolní a monitorovací činnost dlužníků. Rozsah finanční pomoci těmto bankám ze strany státu od druhé poloviny roku 1998 nás opravňuje k argumentaci, že tyto banky čelí vážné finanční krizi. Chápat finanční pomoc pouze jako „výpomoc“ před privatizací není úplně správné.

3.3 Úvěrová kontrakce bank a její dopady na podnikovou sféru

3.3.1 Propojenost bank s firmami – klady a zápory

Na základě teorie *principal - agent* víme, že optimálního rozložení investičního rizika tzv. *first-best* se nemůže dosáhnout v případě, kdy *agent* i *principal* mají averzi k riziku (*risk aversion*) a existuje zde omezený stupeň informovanosti. Druhého optimálního řešení tzv. *second-best* se může dosáhnout, jestliže se redukuje náklady agenta na získání informací prostřednictvím jejich zveřejnění (*disclosure*).

Zprůhledněním a zpřístupněním informací dochází ke kvazioptimální alokaci a její efektivnost lze v případě bankovního systému měřit např. procentuálním podílem klasifikovaných úvěrů k celkovým úvěrům.

Právě univerzální bankovní systém umožňuje nejenom kontrolu činnosti podniků ze strany bank, ale jeho výhodou je také úzká provázanost (spojitost) bank s firmami. Přínosy úzké vazby bank a firem jsou především ve snížení výše uvedené informační asymetrie mezi dlužníkem a věřitelem. V případě české ekonomiky se zdá, že tento základní rys univerzálního bankovního systému nebyl využit, ale v mnoha případech zneužit oběma stranami – bankami i firmami.³² Univerzální bankovní systém a křížové vlastnictví investičních fondů, podniků a bank se neprojevovalo ve zlepšení řízení firem, ale naopak vedlo k zhoršení situace. Efektivní *corporate governance* ze strany bank neexistoval a nahromaděné problémy, včetně růstu klasifikovaných úvěrů, se řeší až po vypuknutí krize firem. Právě vyšší míra informovanosti o úvěrované firmě je nutnou podmínkou, i když ne dostačující, pro jejich užší spolupráci.

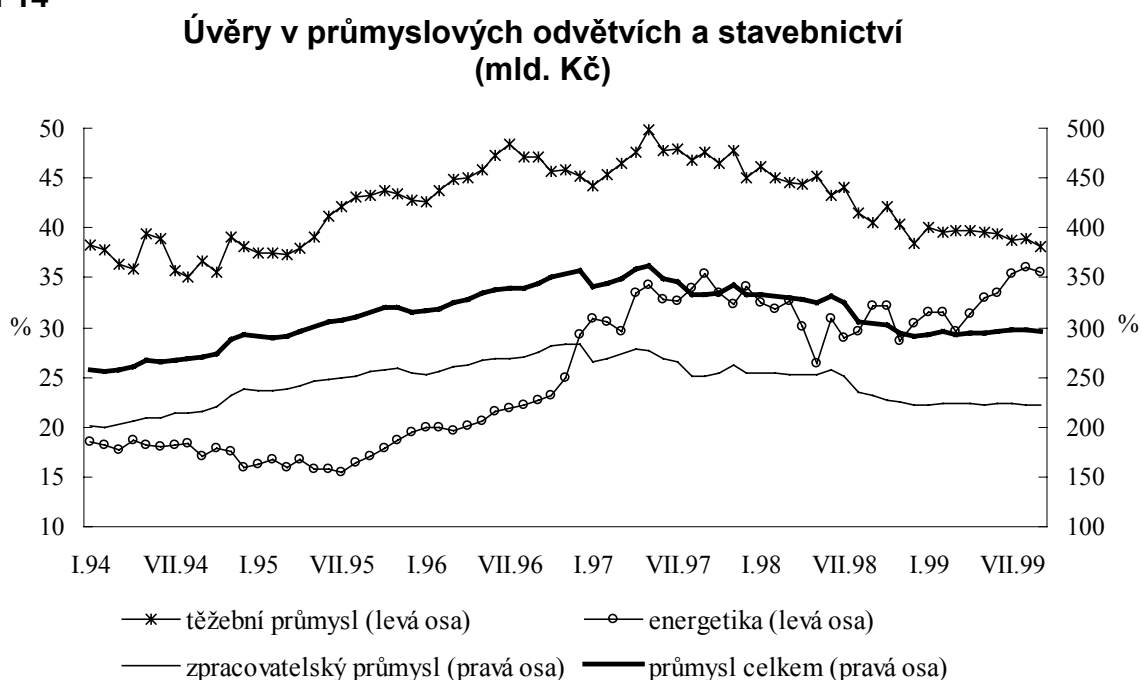
V případě, že se banky odkloní od financování velkých dlužníků, pak musí ve standardních tržních podmínkách počítat s bumerangovým efektem. Tento odklon může mít destruktivní efekt nejen pro banku samotnou, ale i pro podnikovou sféru. Destruktivní prvek úvěrové kontrakce můžeme vysvětlit následovně. Jestliže máme firmu, která je financována hlavně prostřednictvím bankovního úvěru, pak je srozumitelné, že v případě jakkoli náhlé úvěrové kontrakce se firma ocitá v neřešitelných finančních problémech. Pokud banka, která má relativně vysokou úvěrovou angažovanost v dané firmě, ji přestane financovat, je vysoká pravděpodobnost, že ztratí tyto prostředky. Proto jediným řešením je, že banka sama usiluje o restrukturalizaci firmy, přičemž úvěrový kanál zůstává otevřen. Bylo by zavádějící chápat tuto úvahu tak, že jediná správná cesta je obnovení úvěrových aktivit bank, ale další extrém, tj. náhlý uzávěr finančních prostředků, může mít dalekosáhlé dopady.

³² I když nemáme přímé zdroje informací, abychom potvrdili naši domněnku, existují indicie, že bankovní domy vyžadovaly, aby firmy čerpaly jejich úvěry.

3.3.2 Podniková sféra a její slabosti

Integrální součástí analýzy úvěrové kontrakce je rozbor jejího dopadu na chování podnikové sféry. Vyhodnotíme nejdříve situaci v průmyslu a stavebnictví. Pokud se jedná o průmysl jako celek, pak nejvyššího objemu poskytnutých úvěrů v nominálním vyjádření bylo dosaženo v květnu 1997, kdy objem poskytnutých úvěrů bankami operujícími na území ČR byl 361 mld. Kč. Od tohoto období do konce září 1999 pak došlo k propadu nominálního objemu úvěrů o 65 mld. Kč (graf 14). Ukazuje se, že k největšímu propadu došlo ve zpracovatelském průmyslu, a to jak absolutně, tak i relativně. V absolutním vyjádření propad činil 55,27 mld. Kč, což je pokles téměř o 20 %. Tyto údaje však mají zkreslenou vypovídací schopnost a pro naše účely je proto vhodnější pracovat s indexem meziročních změn. I zde však zjišťujeme, že ve sledovaném období docházelo k výrazným změnám. Zvláštní pozornost by si zaslouhovala analýza více než proporcionálního růstu úvěrů nerezidentům. Srovnáním vývoje indexu meziročních změn úvěrů s indexem meziročních změn průmyslové výroby je zřetelný jistý stupeň korelace. Podobné závěry lze vyvodit pro vývoj úvěrů ve stavebnictví, kdy došlo k absolutnímu poklesu ve sledovaném období o 5 mld. Kč a měřeno indexem meziročních cen je zde obdobný vývoj jako v průmyslu.

Graf 14



Pramen: ČNB

Zcela jiná situace vývoje úvěrů je v domácnostech. Pokud nedošlo k metodickým změnám ve statistice úvěrů domácností, pak lze konstatovat, že dynamika růstu úvěrů domácností je velmi vysoká a od 1. poloviny roku 1997 do září 1999 došlo k nárůstu nominálního objemu úvěru o 170 procentních bodů. Jedním z vysvětlujících faktorů by mohl být růst hypotečních úvěrů. Jelikož nelze nalézt demarkační čáru mezi hypotečními úvěry poskytnutými domácnostem a tzv. ostatním subjektům, soustředili jsme pozornost na hypoteční úvěry se státní podporou. U těchto úvěrů lze vysledovat nárůst od 1. poloviny 1997 do konce září 1999 o 720 procentních bodů, resp. o 11,1 miliard korun. Dynamika růstu úvěrů domácností byla generována také zavedením nových finančních produktů a přehodnocením obchodních strategií komerčních bank, kdy se ukazuje, že sektor domácností vykazuje nízké default riziko. Růst úvěrů byl tažen nedostatkem volných finančních zdrojů domácností na nákup zboží dlouhodobého charakteru, které již není možné dál odkládat.

Růst objemu úvěrů domácnostem však jen částečně kompenzuje pokles úvěrů živností (podnikatelé – fyzické osoby). Zde došlo k absolutnímu poklesu od června 1997 do konce září 1999 o 20,53 miliard Kč. Bylo by zavádějící vysvětlovat tento pokles pouze zhoršeným ekonomickým prostředím. Jedním z argumentů vysvětlující pokles poptávky může být změna financování jejich činností, jinými slovy, menší náročnost na bankovní úvěry. Mnoho z těchto činností mohlo být úvěrově náročných v prvních fázích podnikání (nákup strojů a zařízení, výpočetní techniky, neexistující odpisy atd.) Avšak připouštíme, že mnohé z těchto živností ukončily, ať už dobrovolně či vynuceným způsobem, svoji činnost. Můžeme tedy shrnout, že domácnosti, včetně živností, se nepodílely na propadu úvěrové poptávky od prvního pololetí 1997 do konce září 1999 tak výrazně, jako v průmyslu a stavebnictví.

V kapitole 3.1.3 jsme ukázali, že klíčovými aktéry, kteří stojí za úvěrovou kontrakcí, jsou ČS a KB. Jelikož tyto banky mají téměř dominantní postavení na úvěrovém trhu, změna jejich chování se logicky musela odrazit významnou měrou na mikroúrovni. Dokladem toho je, že vývoj úvěrové emise v ČS a KB je úzce korelován s vývojem úvěru v průmyslu.³³ Pokud tedy akceptujeme tezi, že úvěrová kontrakce v průmyslu byla způsobena změnou nabídkové funkce ČS a KB a ne poklesem poptávky po úvěrech, k čemuž můžeme dojít jednoduchou intuicí, pak se naskýtá

³³ Statistické šetření ukázalo, že korelační koeficient dosahuje hodnoty 0,88.

otázka, zda důvody změny v chování ČS a KB jsou důsledkem poklesu výkonnosti, resp. rentability firem. O potvrzení, resp. vyvrácení tohoto argumentu se pokusíme detailním rozbořem finanční pozice jednotlivých odvětví průmyslu a jejich úvěrového zatížení.

Cílem analýzy je potvrdit hypotézu, že i když výkonnost a finanční pozice průmyslových podniků nebyly v období úvěrové kontrakce diametrálně odlišné od předcházejícího období, jejich trvale nízké hodnoty předurčovaly nutnost změny chování bankovního sektoru. Není třeba zdůrazňovat, že přístupnost relevantních a spolehlivých statistických dat je stále nedostatečná, a proto hodnocení výkonnosti jednotlivých odvětví hospodářství musíme z výše uvedených příčin omezit na analýzu průmyslu a stavebnictví. Dalším omezením je, že analyzujeme pouze ty firmy, kde počet pracovníků je vyšší než 100. Finanční analýza se opírá o studie Ministerstva průmyslu a obchodu (MPO). Aplikovaná statistická data vycházejí z údajů ČSÚ a resortního šetření MPO. Datový soubor je tvořen 1972 průmyslovými organizacemi a je srovnatelný se souborem ČSÚ.

Základní finanční ukazatele, které aplikujeme k měření produkční aktivity podniků, jsou ROA a ROE. Jak vyplývá z tabulek 1 a 2 (v příloze), tyto ukazatele za průmysl jako celek nevykazují výraznou volatilitu ve srovnání s rokem 1996, avšak zůstávají i nadále na velmi nízké úrovni. Ve stavebnictví je však zřejmé další výrazné zhoršení ROA, kdy došlo k poklesu od roku 1996 do konce roku 1998 o téměř polovinu a dosahuje úrovně 3,08 %. Pokud jde o ukazatel ROE, pak v roce 1998 jeho hodnota dosáhla alarmující hodnoty (-5,09 %).

Dalšími podpůrnými poměrovými ukazateli jsou bankovní úvěry k celkovým pasivům a bankovní úvěry k tzv. cizím zdrojům (viz tabulku 7 a 9). Prostřednictvím těchto základních ukazatelů můžeme sledovat význam bankovních úvěrů pro udržování adekvátního *cash-flow* firem. Avšak ani zde nedošlo k zásadnímu odklonu firem od financování prostřednictvím bankovních úvěrů. U stavebnictví tento podíl zůstává na přibližně stejné hodnotě ve srovnání s rokem 1996. Pouze v roce 1997 došlo k poklesu o dva procentní body ve srovnání s rokem 1996.

Sledovaným ukazatelem, který měří finanční náročnost, resp. zatížení firem úvěry, je poměr úrokových plateb k EBITu (tabulka 8).³⁴ Jeho výše zůstává za průmysl jako celek na stejné úrovni, resp. v roce 1998 došlo k jeho zvýšení o 0,75

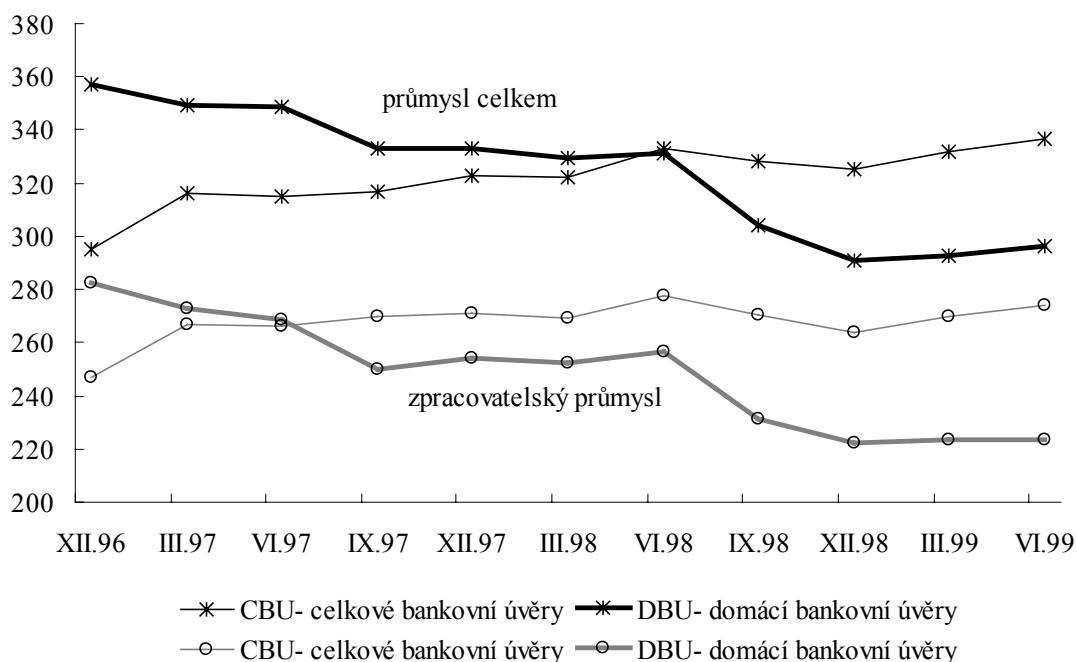
³⁴ EBIT = hospodářský výsledek před odvodem úroků a zdaněním.

procentního bodu na úroveň 52,35 %. Hodnota tohoto ukazatele je alarmující. Průmyslové podniky v průměru odvádějí více než polovinu vytvořeného zisku na splácení úroků. V případě, že odvod daně ze zisku se pohybuje kolem 30 %, pak samotný zisk je pouze 20 % z EBITu. Je nutné zdůraznit, že uváděné hodnoty jsou průměrné. Tabulka č. 8 dokumentuje, že nejzatíženějším odvětvím je zpracovatelský průmysl a nejméně monopolní energetická odvětví, kde je podíl nákladových úroků k hospodářskému výsledku před zdaněním „pouhých“ 25,59 %. To koresponduje s naším očekáváním, jelikož tato odvětví jsou nejméně zatížena úvěrovými zdroji. V souvislosti s finančními problémy firem se uvádí jako jeden z důvodů problémů nárůst mezipodnikové zadluženosti, resp. závazků po lhůtě splatnosti. Avšak tento argument se rovněž nepotvrdil a mezipodniková zadluženost se v uplynulém období výrazně neměnila.

Výsledky analýzy jednoznačně ukazují, že v průměru firmy nemohou být schopny splácet úvěry, resp. nominální výše úrokových sazeb je pro ně neúnosná. Abychom potvrdili naši domněnku budeme aplikovat ukazatel měřící maximální úrokové zatížení, resp. maximální úrokovou mírou.³⁵ Z výpočtů vyplývá, že maximální úrokové zatížení podniků, resp. únosná nominální úroková míra by měla být za průmysl ne vyšší než 7,71 % v roce 1998. Přičemž pro zpracovatelský průmysl dokonce ne vyšší než 3,59 %. Pokud jde o stavebnictví, zde došlo v námi sledovaném období k rychlému poklesu výše maximální úrokové sazby a to z hodnoty 13,29 % v roce 1996 na 7,41 % v roce 1998. Diskuse o nastavení, resp. výši úrokových sazeb v české ekonomice není triviálním problémem. Bylo by však zavádějící argumentovat, že nízké úrokové sazby povedou ke zlepšení výkonnosti firem. Podle nás vysoké zadlužení (*financial leverage*) firem způsobilo diskutované problémy. Např. v Polsku nebo Maďarsku byly reálné úrokové sazby daleko vyšší než v české ekonomice.

Z grafu 15, který nám ukazuje vývoj celkových úvěrů, včetně úvěrů ze zahraničí firmám nad 100 zaměstnanců, můžeme vysledovat, že nedošlo k poklesu poskytnutých úvěrů. Naopak se ukazuje, že zde byl opačný trend, resp. stagnace a firmy z našeho vzorku, tj. nad 100 zaměstnanců, získaly i úvěry ze zahraničí. Avšak další desagregací objemu úvěrů, např. zpracovatelskému průmyslu vidíme, že pouze několik málo odvětví vykazuje dynamiku růstu úvěrů.

³⁵ Úroková míra = (EBIT/AKTIVA)/(Vlastní jmění + bankovní úvěry + obligace/Aktiva).

Graf 15**Úvěrová emise v průmyslu
(mld. Kč)**

Pramen: ČNB, MPO

CBU = úvěry (včetně zahraničních) poskytnuté průmyslu, resp. zpracovatelskému průmyslu (soubor podniků se 100 a více zaměstnanci viz statistika MPO)

DBÚ = domácí bankovní úvěry v průmyslu celkem, resp. zpracovatelském průmyslu viz statistika ČNB

Zjištěné šetření prokázalo, že výkonnost průmyslu jako celku je podprůměrná. Analýza potvrdila naši hypotézu, že nedošlo k výrazným změnám v rentabilitě průmyslu v letech 1996–1998. Avšak trvale nízké hodnoty výkonnosti průmyslových podniků způsobily, že banky nemohly, vzhledem ke kumulujícím se vlastním problémům, včetně hospodářského cyklu, udržovat dosavadní dynamiku úvěrové emise. Z grafu 15 se nepřímo potvrzuje další naše teze, že úvěrová kontrakce zasáhla spíše malé a středně velké firmy. To je v souladu s naším očekáváním, že velké banky jsou silně svázané s klíčovými polostátními giganty a náklady případného bankrotu těchto firem by způsobily značné ztráty.³⁶

³⁶ Ztráty pro banky případným bankrotem velkých domácích firem by měly multiplikační (nabalovací) efekt, kdy dodavatelské firmy těchto průmyslových gigantů by ztratily svůj odbyt. Proto současný postoj velkých bank, které se rozhodly prodloužit úvěrové kontrakty, je možné označit za racionální v dané situaci.

BOX 1

Primární problémy polostátních bank

úvěrové zatížení, neefektivní „corporate governance“ a nadhodnocení kapitálu

V rámci tzv. revitalizačního programu bylo vybráno devět podniků,³⁷ u kterých by měl začít ozdravný program. Při jejich finanční analýze nalezneme společný jmenovatel problémů, značné úvěrové zatížení a neefektivní corporate governance. Možnost čerpání vysokých objemů úvěrů z bankovního sektoru těchto firem bylo dáno již zmíněnou bublinou aktiv, která se projevila nadhodnocením kapitálů firem (viz dále). Firmy si mohly dovolit čerpat nové úvěry díky svým nadhodnoceným kolaterálům. Učebnicovým příkladem nadhodnocení kapitálu je např. Škoda Plzeň. Tato firma vykázala kumulované ztráty 8,067 mld. Kč od roku 1996 do 1998. Snížením kapitálu o 75 % z 9,479 mld. Kč na 2,369 mld. Kč se jí podařilo snížit výše uvedenou ztrátu. Zatížení firmy úvěry bylo v roce 1998 7,3 mld. Kč. V podobné situaci je Tatra Kopřivnice, která bezvýsledně čelí finančním problémům od roku 1991. Úvěrové zatížení činilo v loňském roce 4,15 mld. Kč, přičemž tržby dosáhly pouze 3,8 mld. Kč a firma vykázala ztrátu 359 mil. Kč. Hlavním věřitelem firmy byla Komerční banka, která provedla kapitalizaci pohledávek a získaný podíl byl pak prodán právě Škodě Plzeň, resp. jejímu tehdejšímu hlavnímu akcionáři, firmě Nero. V tomto příkladě lze ukázat na dva charakteristické rysy české ekonomiky: megalomanie domácích firem a neschopnost bankovního sektoru úspěšně provést restrukturalizaci firem. Nyní je většinovým vlastníkem stát prostřednictvím České finanční (17,24 %) a Konsolidační banky (43 %). Tyto podíly byly tedy převedeny zpět od Škody Plzeň. Těmito operacemi se vlastně firma vrátila zpět do roku 1995, kdy se zahájily vlastnické přesuny. Pro názornost shrneme vývoj vlastnické struktury v Tatře Kopřivnice. Komerční banka, kde stát je majoritním akcionářem, provedla kapitalizaci úvěrů a prodala Škodě Plzeň. Ta se dostala do vážných finančních problémů a byla nucena odprodat podíl v Tatře ČF a KOB. Ve třetím kole se pak opět stává vlastníkem této firmy stát.

³⁷ Spolana, Vítkovice, Zetor, ZPS Zlín, Škoda Plzeň, ČKD Praha holding, Tatra, TIBA, Aliachem.

3.4 Cenové bubliny a jejich odraz v české realitě

Zcela zvláštní pozornost je nutné věnovat hypotéze cenové bubliny na trzích aktiv a její aplikaci na realitu české ekonomiky. V části 2 jsme se seznámili s obecným mechanismem, jakým může změna cen na trzích aktiv působit na změnu úvěrového omezení pro podniky. Lze se domnívat, že transformující se ekonomika má ke vzniku nerovnovážných cenových tendencí na trzích aktiv zřejmou afinitu, k čemuž přispívají zejména výrazné majetkové změny v tranzitivní ekonomice, které jsou koncentrovány do relativně krátké časové periody. Přesvědčivě tuto hypotézu formuloval například Singer (1999, s. 41):

„... formuluji hypotézu o tom, že mixy privatizačních metod, ve kterých převažují prodeje za hotové a bankroty (Maďarsko, Polsko – pozn. M.H. a R.M.) vedou nejprve k podhodnocení cen aktiv v ekonomice provázenému prudkým poklesem cen výstupu a vzestupem nezaměstnanosti, naopak mixy preferující prodeje na dluh v aukcích za nejvyšší cenu a kupónovou privatizaci (ČR – pozn. M.H. a R.M.), vedou napřed k nadhodnocení cen aktiv a slušnému růstu provázenému nízkou nezaměstnaností, po němž však bublina cen aktiv splaskne a dojde k poklesu výstupu a růstu nezaměstnanosti...“

Bohužel je nutné konstatovat, že empirické potvrzení hypotézy cenové bubliny je nesmírně komplikované. Empirie cenových bublin je i v pokročilé literatuře až na výjimky (viz box 2) poměrně řídká a modelové testování cenových bublin prakticky neexistuje a již vůbec ne v podmínkách tranzitivní ekonomiky. Problém je především v zásadním nedostatku či nespolehlivosti dat. V českých podmínkách například zcela chybí jakékoliv seriózní údaje o vývoji cen nemovitostí. Tyto údaje nejsou k dispozici ani na úrovni státní (ČSÚ), ani soukromé statistiky (Asociace realitních kanceláří). Obecně pak v tranzitivní ekonomice bývají nespolehlivé i údaje o vývoji cen na kapitálových trzích, protože jsou zatíženy systémovou chybou související s bezprecedentními vlastnickými změnami, přičemž vlastnické přesuny mohou ceny aktiv na kapitálových trzích posunovat jak výrazně nad, tak i výrazně pod jejich fundamentální hodnotu, a to, jak naznačoval předchozí citát, v závislosti na převažující metodě privatizace.

Situace v oblasti cen nemovitostí je v ČR ale přece jen komplikovanější. Na základě parciálních údajů o vývoji cen nemovitostí³⁸ lze vyvodit, že v oblasti sledovaných typů nemovitostí došlo k poměrně výraznému poklesu cen v roce 1997 ve srovnání s rokem 1996 (zhruba o 10–15 %) a v roce 1998 ve srovnání s rokem 1997 (zhruba o 15–18 %), přičemž až do roku 1996 podle těchto údajů vykazovaly ceny nemovitostí buď tendenci k růstu nebo stagnaci.³⁹ Tato data je sice nutné považovat jen za velmi hrubý odhad skutečné situace, ale zdají se podporovat hypotézu, že úvěrové omezení bank se v uvedených letech snížilo zároveň s tím, jak se snížila cena zástav, kterými byly zastaveny dosavadní úvěry i cena zástav nabízených za potenciální nové úvěry.

BOX 2

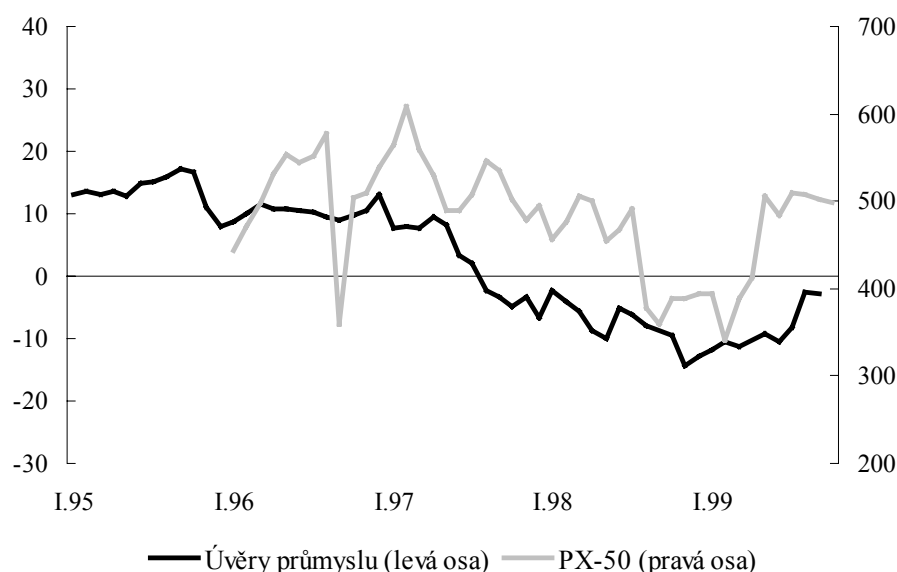
Cenová bublina – případ Japonska

Ukázkovým příkladem situace postupného nafouknutí a náhlého splasknutí cenové bubliny a souladu tohoto procesu s měnovým vývojem je případ Japonska na začátku 90. let. Detailně se tomuto tématu věnuje například Fries (1993). Japonská centrální banka v průběhu let 1986–1987 pětkrát snížila klíčovou diskontní sazbu z 5,0 % na výsledných 2,5 %. Zároveň došlo ve stejném období k prvním liberalizačním krokům na bankovním trhu v oblasti volnějšího stanovování úrokových sazeb komerčními bankami. Po tomto měnovém uvolnění nastal úvěrový boom. Poměr úvěrů k nominálnímu HDP se zvýšil ze 102,2 % v roce 1986 až na 127,9 % v roce 1989. Poměr M2 k nominálnímu HDP za stejné období vzrostl z 93,1 % na 113,9 %. Rychle začaly růst ceny na akciových trzích a trzích nemovitostí. Tržní kapitalizace tokijské burzy v poměru k nominálnímu HDP se mezi lety 1986–1989 zvýšila o dvě třetiny z 0,9 % v roce 1986 na 1,5 % v roce 1989. Podobně dramatický nárůst zaznamenal též klíčový burzovní index Nikkei. Ceny nemovitostí oproti průměrně pětiprocentnímu růstu v předchozích letech rostly v průběhu let 1986–1989

³⁸ Jde o výzkumy společnosti AIGLE. Analýzy této společnosti však mají výrazná omezení. Zahrnují jen údaje z bývalých krajských měst, nepostihují ceny všech typů nemovitostí (obsahují např. ceny komerčních pronájmů a domů určených převážně k nebytovým i převážně k bytovým účelům, naopak neobsahují například ceny pozemků) a navíc nemají standardizovanou statistickou podobu.

³⁹ Tato data se zdají být konzistentní s národními daty BIS a IMF (1999), z nichž vyplývá, že ceny tzv. equity prices (hodnoty majetku podniků) poklesly v ČR mezi prosincem 1997 a prosincem 1998 o 22 %.

tříkrát rychleji, tedy v průměru o 15 % ročně. Kromě bank se výrazně na úvěrové expanzi začaly podílet i tzv. jusen (společnosti poskytující úvěry na bydlení). Rostlo zajištění úvěrů nemovitostmi. Jejich rostoucí ceny umožňovaly poskytovat na tyto zástavy další úvěry. Podíl úvěrů zastavených nemovitostmi se zvýšil ze 40 % v roce 1986 až na 63 % v roce 1990. Zároveň rostl podíl úvěrů poskytovaných bankami na nákup nemovitostí (z 16,4 % v roce 1986 na 22 % v roce 1990). Na začátku roku 1989 se objevily první známky nezdravého vývoje. Podíl neprospívajících úvěrů v portfoliích bank vzrostl až na 4,6 % z předchozích 2 %. Evidentnímu přehřátí ekonomiky se centrální banka rozhodla čelit zvýšením diskontní sazby. Od května 1989 do srpna 1990 zvyšovala postupně diskont až na 6 %. Nastalo rychlé splasknutí bubliny, zejména na trhu nemovitostí. Z růstu cen nemovitostí o 12,9 % v roce 1990 došlo k poklesu o -4 % v roce 1991 a -11,4 % v roce 1992. Stejný osud potkal i ceny na akciovém trhu. Podíl neprospívajících úvěrů se z důvodu propadu cen nemovitostí zvýšil až na kritických 7 % v roce 1992. V roce 1991 nastal hospodářský pokles a později v roce 1992 dlouhodobá recese. Japonská situace tedy představovala typický příklad měnového boom-bust cyklu, jak jsme se o něm zmínili výše. Zajímavá je možná reakce, kterou hospodářská politika zvolila v reakci na vývoj na úvěrovém trhu. Ministerstvo hospodářství i centrální banka především přijaly tato tři opatření: i) bankám bylo umožněno opominout ve svých výkazech snížení hodnoty cenných papírů a nemovitostí, pokud tržní cena tohoto majetku poklesla pod hodnotu účetní, tedy nabývací, ii) zjednodušilo se odepisování špatných pohledávek na vrub nákladů, iii) vláda přijala v roce 1992 program v hodnotě 1,1 % HDP na nákup pozemků, aby zvýšila jejich cenu.

Graf 16**Burzovní index PX-50 a meziroční změny úvěrů průmyslu
(v %)**

Pramen: ČNB, BCPP

Stejně tak je možné se dívat i na snížení úvěrového omezení bank z důvodu poklesu cen cenných papírů. České banky totiž braly ve velké míře jako zástavu také cenné papíry buď přímo těch společností, kterým poskytovaly úvěr, nebo cenné papíry třetích společností, které žadatel o úvěr do zástavy nabídl. Podle hypotézy cenové bubliny bychom tedy mohli očekávat, že pokles cen na akciových trzích by měl být spojen s nižším objemem úvěrů, které banky poskytují do ekonomiky a následně by mělo dojít k dopadu snížení úvěrové angažovanosti do výkonnosti ekonomiky. Jistou podporu tomuto tvrzení dává graf 16 dokumentující vztah mezi meziročními změnami úvěrů průmyslu a vývojem burzovního indexu PX-50, který obsahuje především průmyslové podniky. Tento graf podporuje hypotézu hledání nové rovnováhy cen aktiv (cenných papírů), které je spojeno se sníženou relativní výkonností podniků, a tedy s logickým následným omezením úvěrové expozice bank vůči podnikům. Cenové dno u burzovního indexu se kryje s obdobím nejnižších záporných meziročních přírůstků úvěrové emise.

4 Závěr

Studie potvrdila námi exponované pracovní hypotézy v plném rozsahu. Analýza ukázala, že situace na českém úvěrovém trhu v námi sledovaném období není mimořádnou úvěrovou poruchou, která by byly specificky „česká“ a nebyla by vysvětlitelná za pomoci standardizovaného ekonomického aparátu. Z hlediska terminologického se nejedná o *credit crunch* v učebnicovém slova smyslu, jak jej definují Bernanke a Lown (1991). O *credit crunch* mluvíme v situaci, kdy dojde k náhlé a nečekané změně na úvěrovém trhu bez toho, aby se zjevně změnily relevantní makroekonomické podmínky na tomto trhu (úrokové sazby, výkonnost podniků). To ovšem není případ ČR, v níž ke změně makroekonomických podmínek došlo. Fiskální i měnová politika důchodovým přístupem vyrovnávaly vnější nerovnováhu. Současně se měnová politika snažila zabránit vysokými úrokovými sazbami kurzovému a měnovému rozkolísání makroekonomického rámce. To, že úvěrová kontrakce nastala v období následujícím po této změně parametrů hospodářských politik není náhoda, ale na základě empirických poznatků do jisté míry předvídatelná reakce na kumulaci změněných makroekonomických, mikroekonomických a přetrvávajících nepříznivých institucionálních faktorů.

S přípustnou mírou zjednodušení můžeme říci, že celý příběh vztahu peněžního cyklu, finanční krize a úvěrové kontrakce v ČR díky existenci kolaterálů, přeúvěrování, trvale nízké efektivnosti podnikového sektoru, jeho vysokého stupně zadlužení a díky nastaveným institucionálním parametrům transformace dostává

jasnější kontury, které umožňují uchopit problém úvěrové kontrakce jako anticipovatelný proces, obdobný procesům odehrávajícím se již dříve či v současnosti v různých ekonomikách světa, např. Japonsku, jihovýchodní Asii, USA či Skandinávii. Jde tedy o standardní průběh úvěrové poruchy podobný těm, které následují po finanční krizi, kdy se díky posunu cen aktiv k nové rovnováze snižuje úvěrové omezení bank vůči podnikům. Díky reakci na předchozí nerovnováhu vzniklou expanzivní fází peněžního cyklu se zkracuje časová struktura výroba s dopadem do návratnosti již zaúvěrovaných projektů. Snižuje se cena majetku, který mohou podniky nabídnout do zástavy (snižuje se cena jejich aktiv, stejně jako nemovitostí) a zvyšuje se naopak cena peněz. Reakce na nerovnováhu způsobenou předchozí expanzí tak mění nikoli primárně absolutní, ale relativní výkonnost podniků teprve s možným následným dopadem do jejich absolutní výkonnosti. Pomocí peněžních cyklů, bublinových cen na trzích aktiv a institucionálních podmínek transformace lze tedy vysvětlit období úvěrové kontrakce a ekonomického útlumu, viz Kiyotaki a Moore (1997).

Jako jednostranné se z tohoto hlediska jeví názory, že celá situace po roce 1997 byla pouze důsledkem institucionálních problémů transformace (nedokončená privatizace, špatný právní rámec). Stejně tak jednostranné jsou i názory, že pokles po roce 1997 byl způsoben výhradně změnou makroekonomických a měnových podmínek (rozpočtová a fiskální restrikce). Pouze spojením obou těchto přístupů je možné dostatečně plasticky vykreslit obrázek růstu i poklesu české ekonomiky v polovině i v závěru devadesátých let. Můžeme říci, že změna makroekonomických podmínek zapůsobila standardně na ekonomiku, ale reakce ekonomiky byla nad očekávání silná, a to právě díky zesilujícímu faktoru suboptimálních institucionálních podmínek jako výsledku prováděných metod transformace jak v bankách, tak i v podnicích.

Z analýzy úvěrové kontrakce v ČR vyplývá několik závěrů a doporučení:

1. Sled kroků předcházejících úvěrové kontrakci naznačuje, že podstata úvěrové kontrakce v ČR leží v peněžním a úvěrovém cyklu (makroekonomické vysvětlení), který byl zesílen působením suboptimálně nastavených institucionálních podmínek transformující se ekonomiky (institucionální vysvětlení).

2. Důležitý závěr zní, že peněžní cyklus a jeho následné dopady mohou hospodářské politiky spustit či iniciovat změnou nastavení svých základních nástrojů (např. uvolněná rozpočtová a měnová politika). Avšak pokud tento cyklus proběhne a začne mít vliv na finanční stabilitu bank a na průchodnost úvěrového kanálu, nemohou hospodářské politiky protisměrným pohybem svých nástrojů již existující úvěrovou kontrakci jednoduše odstranit. Působení nástrojů hospodářské politiky *při vzniku a při potlačování* důsledků peněžního cyklu je *nesymetrické* (viz např. Japonsko).
3. V období kontrakční fáze peněžního cyklu, která se vyznačuje právě zablokováním úvěrového kanálu, musí být prioritou hospodářské politiky systémové odblokování bankovních bilancí. Samotné změny v nastavení běžných hospodářsko-politických nástrojů (změny úrokových sazeb, povinných minimálních rezerv apod.) ke zmírnění úvěrové kontrakce nepostačují.
4. Systémové „odříznutí“ minulosti v bankovních bilancích, zrealnění hodnoty jejich aktiv a přechod k nové rovnováze na úvěrovém trhu musejí být prioritní a musejí předcházet snaze hospodářských politik hledat optimální úroveň běžných hospodářsko-politických nástrojů. Pouze tento sled kroků může urychlit fázi přechodu úvěrového trhu k nové rovnováze.
5. Český bankovní sektor není schopen provádět efektivní alokaci vzácných zdrojů do ekonomiky, resp. objem těchto zdrojů převýšil kapacitu podnikového sektoru vzhledem k jeho výkonnosti. V této situaci by expanzivní úvěrová politika podporovala inflační tlaky – ne nutně cen zboží, ale cen aktiv. Dynamika růstu úvěrů, které byly jištěny kolaterály – nemovitostmi, nebyla založena na reálné výnosnosti investičních projektů. Dokladem toho je v české ekonomice neúměrně vysoký podíl nejenom klasifikovaných úvěrů k celkovým úvěrům, ale také ztrátových úvěrů v portfoliích komerčních bank. Česká ekonomika vykazuje relativně vysoký objem investic k HDP, který se pohyboval okolo 30 %, ale produktivita těchto investic je ve srovnání s jinými transformujícími se ekonomikami nízká. Dalším argumentem podporujícím naše závěry o předlužení podnikového sektoru ve smyslu překročení jeho absorpční kapacity je, že nízká efektivnost firem neumožňuje plnit úvěrové kontrakty za sjednané cenové podmínky.
6. Jedním z klíčových faktorů, který vysvětluje náhlý odklon ČS a KB od klasického úvěrování, je kvalita jejich úvěrového portfolia. Nepříznivou kvalitu portfolia těchto

bank však nelze obhajovat na základě „dědictví minulosti“, protože portfolia těchto bank byla v prvních fázích transformace očištěna. Očištění portfolií od klasifikovaných úvěrů probíhalo tzv. „salámovou metodou“, tj. postupným „převodem“, resp. prodejem klasifikovaných (ztrátových) úvěrů do Konsolidační banky.

7. V podmínkách ČR považujeme za systémové řešení bankovních bilancí nejen „přelévání“ špatných aktiv do Konsolidační banky a jejich umrtvení v této instituci. To je pouze polovina řešení. Druhou polovinu by měla tvořit systematická snaha tržními metodami určit tržní (diskontovanou) hodnotu těchto aktiv a tuto hodnotu také realizovat. Pouze tak se dá alespoň částečně zmírnit dopad odblokování bankovních bilancí na veřejné finance. Realizace aktiv prostřednictvím tržních metod (debt-equity swaps, tržní aukce pohledávek, hledání investorů pro špatná aktiva, realizace zástav privátními vlastníky špatných aktiv) a snaha určit tzv. fair market value (spravedlivou tržní cenu) těchto aktiv v podmínkách nové rovnováhy, by tedy měly tvořit nedílnou součást systémového řešení špatných úvěrů.
8. V případě ČR očekáváme, že pouhé pasivní přesunutí problémů bankovních bilancí do Konsolidační banky bez následných kroků naznačených výše, bude znamenat významné fiskální riziko ve střednědobém horizontu. Odblokování úvěrového kanálu tak může být částečně dosaženo na úkor vyšší zablokovanosti veřejných financí.
9. Ve všech námi zkoumaných zemích však platí, že veřejné finance se významně podílejí na rekapitalizaci a bank a financování přechodu bank (ať už státních či soukromých) k nové rovnováze. Vyhnout se této realitě je pravděpodobně nemožné.
10. Suboptimální institucionální nastavení vlastnických vztahů v bankovním sektoru společně s dalšími zesilujícími faktory způsobilo, že v kontrakční fázi peněžního cyklu se problém špatných úvěrů ukázal jako větší než očekávaný a s velkou pravděpodobností také je větší, než by musel být při jiné vlastnické struktuře bank. Privatizace bank je částečným řešením tohoto problému, ale pokud by se znovu opakoval peněžní cyklus, pak žádná vlastnická struktura bankovního sektoru nemůže zabránit recidivě problémů spojených s kontrakční fází peněžního cyklu, a tedy ani opakování úvěrové kontrakce.

Pro měnovou politiku z uvedeného vyplývá, že by její snahou v každém okamžiku mělo být předcházet vzniku nových peněžních cyklů a jejich důsledků. Toho může měnová politika dosáhnout, pokud nebude střídat období velmi volné politiky s obdobími, kdy je nucena řešit nerovnováhy vzniklé v důsledku předchozího uvolnění. Komplikací tohoto jednoduchého pravidla je fakt, že v prostředí volného mezinárodního pohybu kapitálu mohou předpoklady pro vznik peněžního cyklu vytvářet i soukromá rozhodnutí ekonomických subjektů, bez ohledu na vůli či záměry hospodářských politik jednotlivých zemí. To však odpovědnost hospodářské politiky nijak nezmenšuje.

Literatura

1. Andersen, P.: A Note on Alternative Measures of Real Bond Rates, BIS Working Paper, No. 80, November, 1999.
2. Baer, H., McElravey, J.: Capital Adequacy and the Growth of U.S. Banks. In: Charles Stone an Anne Zissu, eds., Global Risk-based Capital Funding Strategy. Burr Ridge, Ill: Irwin Professional Publishing, 223–239, 1994.
3. Bacon, H., Wessel, D.: Wary Lenders: Credit Crunch Appears to Linger On for Years, Some Say, The Wall Street Journal, September 30, 1991.
4. Bernanke, B., Lawn, C.: The Credit Crunch, Brookings Papers on Economic Activity, 2/1991, str. 205–247.
5. Bisignano, J.: Precarious Credit Equilibria: Reflections on the Asian Financial Crisis, BIS Working Papers, No.64, March 1999.
6. Buchtíková, A.: Bankovní úvěry a jejich vliv na vývoj sektorů a odvětví národního hospodářství ČR v roce 1995, VP č.79, ČNB, 1997.
7. Calvo, G., Coricelli, F.: Výrazný pokles produkce ve Východní Evropě, in: Jonáš, J., Bulíř, A. (eds.): Ekonomie reformy, Management Press, Praha, 1995, str. 481–503.

8. Čihák, M.: První pětiletka v ČR jako první hospodářský cyklus, *Politická ekonomie* č. 2, 1998, str. 161– 169.
9. Čihák, M.: Výkyvy a trendy ve vývoji úvěrů; interní materiál prezentovaný na semináři KHP VŠE v Praze, červen 1999.
10. Demirguc-Kunt, A., Detragiache, E.: *Financial Liberalization and Financial Fragility*, IMF Working Paper, No. 83, 1998.
11. Davidson, P., Weintraub, S.: *Money as Cause and Effect*, in: Musella, M., Panico, C. (eds.): *The Money Supply in the Economic Process*, Aldershot, Edward Elgar, 1995.
12. Davis, E.: *Debt, Financial Fragility, and Systemic Risk*, Oxford University Press, New York, 1992.
13. Dewatripont, M., Maskin, E.: *Credit and Efficiency in Centralised and Decentralised Economies*. *Review of Economics Studies*, 1995.
14. Dědek, O.: *Měnový otřes 97*, VP. č. 15, Česká národní banka, 2000.
15. Dornbusch R., Fischer, S.: *Makroekonomie*, 6. vydání, Praha, SPN, 1994.
16. Fisher, I.: *The Debt-Deflation Theory of Great Depressions*, *Econometrica*, Vol. 1, 1933, str. 335–357.
17. Frait, J.: *Autonomie monetární politiky a monetární přístup k platební bilanci (aplikace na ČR v letech 1992–1995)*, *Finance a úvěr*, č. 5, 1996.
18. Frenkel, J. A.: *A Monetary Approach to the Exchange Rate: Doctrinal Aspects and Empirical Evidence*, *The Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 78, 1976.
19. Friedman, B.: *The Roles of Money and Credit in Macroeconomic Analysis*, in: Tobin, J. (ed.): *Microeconomics, Prices and Quantities*, Washington, The Brookings Institutions, 1993.
20. Fries, S.: *Japanese Banks and the Asset Price „Bubble“*, IMF Working Paper No. 85/1993.
21. Ghosh, S., Ghosh, A.: *East Asia in the Aftermath: Was There a Crunch ?*, IMF Working Paper No. 38/1999.
22. Goodhart, Ch., P., Hartmann, D., Llewellyn.: *Financial Regulation: Why, How and Where Now?*, Blackwell, London, 1998.
23. Gordon, D.: *Keynesian Confusion*, *The Mises Review*, Spring, 1999.

24. Greenspan, A.: Statements to Congress. Federal Reserve Bulletin, May, 300–310, 1991.
25. Hancock, D., Wilcox, J.: Has There Been a „Capital Crunch“ in Banking? The Effects on Bank Lending of Real Estate Market Conditions and Bank Capital Shortfalls. *Journal of Housing Economics* 3, 31–50, 1993.
26. Hayek, F. A.: *Monetary Theory and the Trade Cycle*, London, Jonathan Cape, 1933.
27. Hayek, F. A.: *Soukromé peníze: Potřebujeme centrální banku?*, Liberální institut, Mega Print, Praha, 1999.
28. Herbener, J.: Goodbye, Japanese „Miracle“, *The Free Market*, Volume 13, Number 11, November, 1995.
29. Hrnčič, M., Šmídková, K.: The Czech Approach to Inflation Targeting, in: *CNB – Workshop on Inflation Targeting*, Prague, 1998.
30. Chan-Lau, J., Chen, Z.: Financial Crisis and Credit Crunch as a Result of Inefficient Financial Intermediation – with reference to the Asian Financial Crisis, *IMF Working Paper No. 197/1998*.
31. Jaffee, D., Stiglitz, J.: Credit Rationing, in: Friedman, B.M., Hahn, F.H. (eds.): *Handbook of Monetary Economics*, North Holland, Elsevier Science Publishers, 1990.
32. Janáček, K.: Silný pokles úrokových sazeb v ČR vedl i k poklesu výnosů z úroků v bilanci bank, *Hospodářské noviny*, 4. srpna 1999, str.8.
33. Jílek, J., Jílková, J.: Makroekonomické dopady kapitálové přiměřenosti bank, *Politická ekonomie*, č. 6, 1999, str. 751–763.
34. Jonáš, J.: Finanční krize v Asii a úloha Mezinárodního měnového fondu, *Bulletin ČSE* č. 17, Praha, 1998a.
35. Jonáš, J.: *Bankovní krize a ekonomická transformace*, Management Press, Praha, 1998b.
36. Jonáš, J.: Trvalé důsledky asijské finanční krize, *Bankovníctví*, č. 1, 1999, str. 25–26.
37. King, M.: Debt Deflation: Theory and Evidence, *European Economics Review* 38, 419–445, 1994.

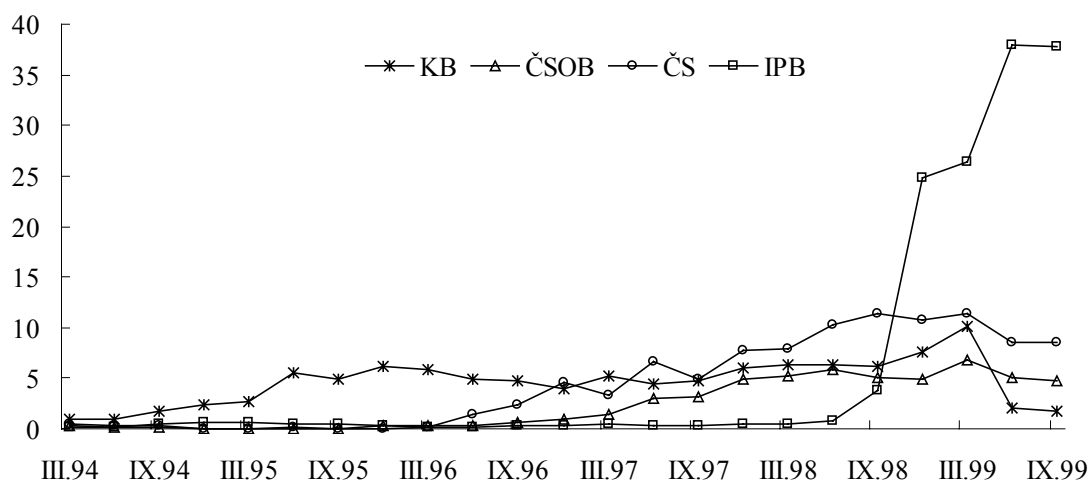
38. Kiyotaki, N., Moore, J.: Credit Cycles, *Journal of Political Economy*, Vol. 105, 1997, str. 211–248.
39. Kiyotaki, N.: Credit and Business Cycles, *The Japanese Economic Review*, 1998, str. 19–36.
40. Krugman, P: What Happened to Asia?, www.mit.edu/krugman, January 1998.
41. Llewellyn, D., Drake, L.: Credit Crunch: A British Perspective. Paper presented to the Debt Deflation Conference, Ironmongers Hall, April 14–15, 1994.
42. Lucas, R.: Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs, *American Economic Review*, 63, June, 1973, str. 326 –334.
43. Macfarlane, I.: The Changing Nature of Economic Crises, *BIS Review*, 115/1997, str. 1–6.
44. Minsky, H. P.: Central banking and Money Market Changes, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 71, No. 2, May, 1957.
45. Mises, L.: *The Theory of Money and Credit*, New Haven, Yale University Press, 1953.
46. Mundell, R.: *International Economics*, Macmillan, New York, 1996.
47. O’Brien, F., Browne, F.: A „Credit Crunch“? The Recent Slowdown in Bank Lending and Its Implications for Monetary Policy, *OECD Working Paper No. 107*, 1992.
48. OECD: *OECD Economic Survey, Czech Republic*, OECD, Paris, 1998
49. Owens, R., Schreft, S.: *Identifying Credit Crunches*. WP, Federal Reserve Bank of Richmond, March, 1993.
50. Parabasioglu, C.: A Credit Crunch ? A Case Study of Finland in the Aftermath of the Banking Crisis, *IMF Working Paper No. 135/1996*.
51. Peek, J., Rosengren, E.: The Capital Crunch: Neither a Borrowed Nor a Lender Be, *Journal of Money, Credit and Banking* 27, str. 625–638, 1995a.
52. Peek, J., Rosengren, E.: Bank Regulation and the Credit Crunch, *Journal of Banking and Finance* 19, 679–692, 1995b.
53. Shostak, F.: *Inflation, Deflation and the Future*, Mises Institute Conference, *Austrian Economics and the Financial Markets*, Toronto, September, 1999.

54. Shrieves, R., Dahl, D.: Regulation, Recession, and Bank Lending Behavior: The 1990 Credit Crunch, *Journal of Financial Services Research*, 9, 1995, str. 5–30.
55. Singer, M., Pospíšil, J.: Credit Crunch, Bulletin z 8.semináře České společnosti ekonomické v řadě Ekonomické teorie a česká ekonomika, Praha, únor 1999.
56. Singer, M.: Ekonomická krize – důsledek splasknutí bubliny cen produkčních aktiv, přehnané restriktce a změny pojetí úvěru, sborník Centra pro ekonomiku a politiku, č. 2, 1999, str. 39 – 43.
57. Suzuki, Y.: Money Finance, and Macroeconomic Performance in Japan, Yale University Press, New Haven, 1986.
58. Syron, R.: Are We Experiencing a Credit Crunch ?, *New England Economic Review*, 3-10, Federal Reserve Bank of Boston, 1991.
59. Stiglitz, J., A., Weiss: Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, *American Economic Review*, Vol.71, 1981, str. 315-327
60. van Wijnbergen, S.: On the Role of Banks in Enterprise Restructuring: The Polish Example, CEPR – Discussion paper series No. 898, London, February 1994.
61. Vihriala, V.: Banks and the Finish Credit Cycle 1986–1995, *Bank of Finland Studies E:7*, 1997.
62. Woo, D.: In Search of „Capital Crunch“: Supply Factors Behind the Credit Slowdown in Japan, IMF Working Paper No. 3/1999.
63. Bankovní a měnová statistika ČNB.
64. Inflační zprávy ČNB.

Příloha

Graf 17

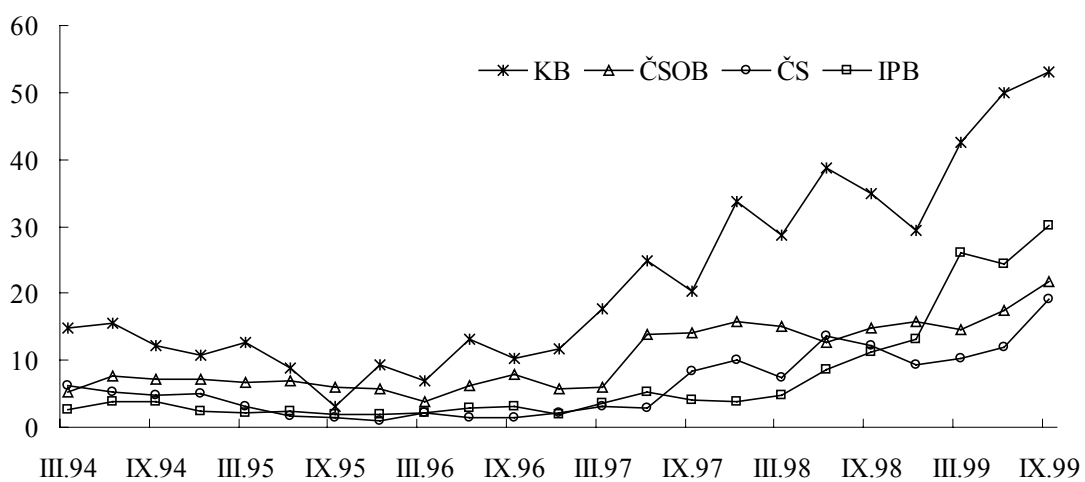
**Úvěry nerezidentům
(mld. Kč)**



Pramen: ČNB

Graf 18

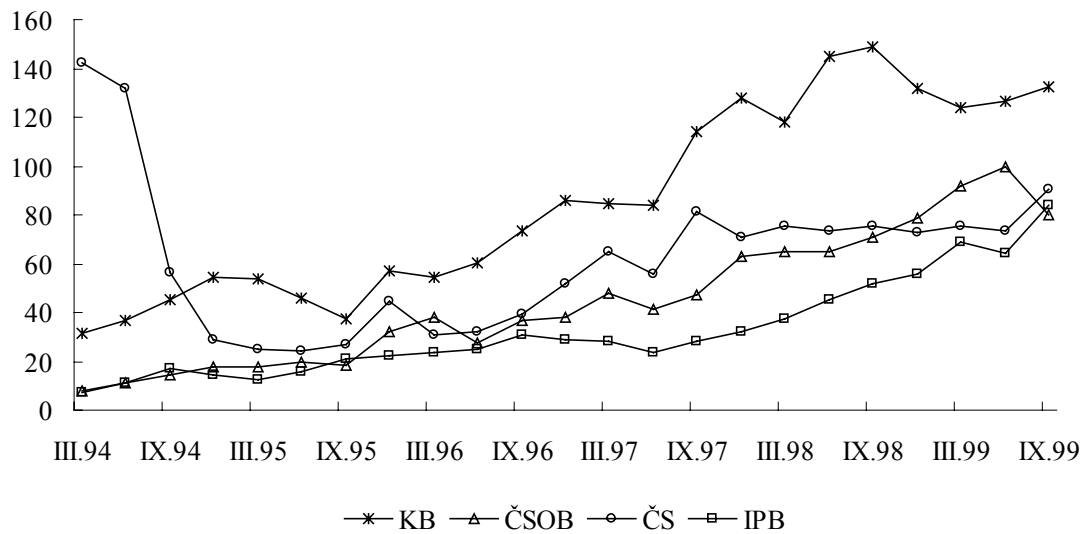
**Vklady a úvěry nerezidečních bank
(mld. Kč)**



Pramen: ČNB

Graf 19

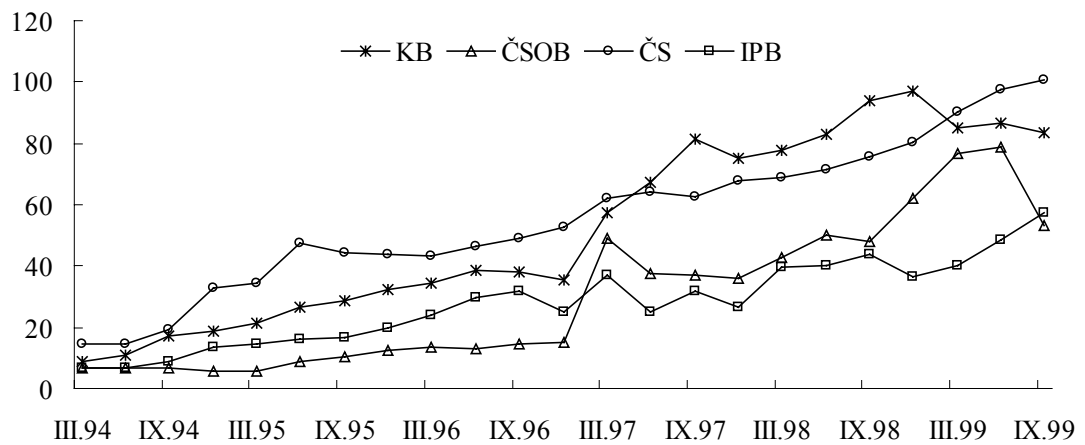
**Vklady u ČNB a jiných bank
(mld. Kč)**



Pramen: ČNB

Graf 20

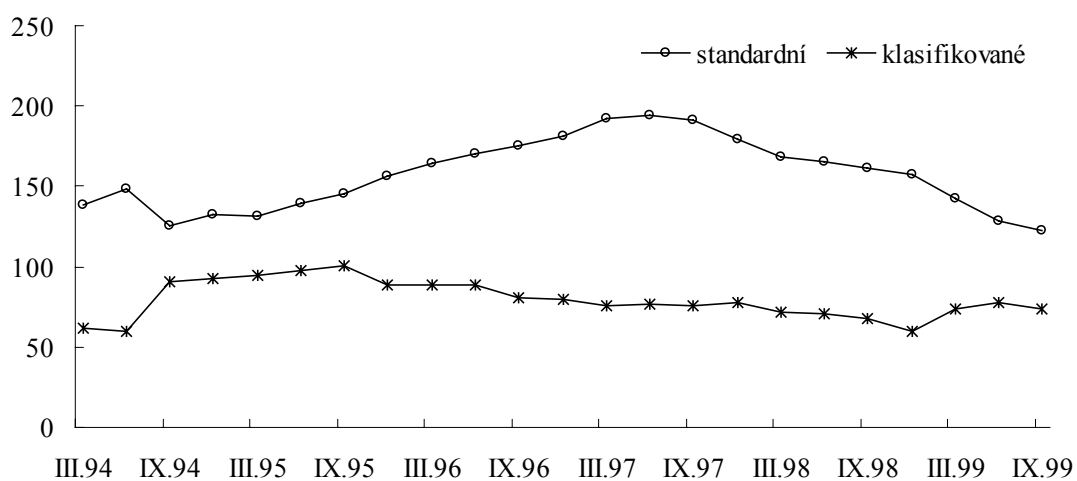
**Portfolia cenných papírů
(mld. Kč)**



Pramen: ČNB

Graf 21

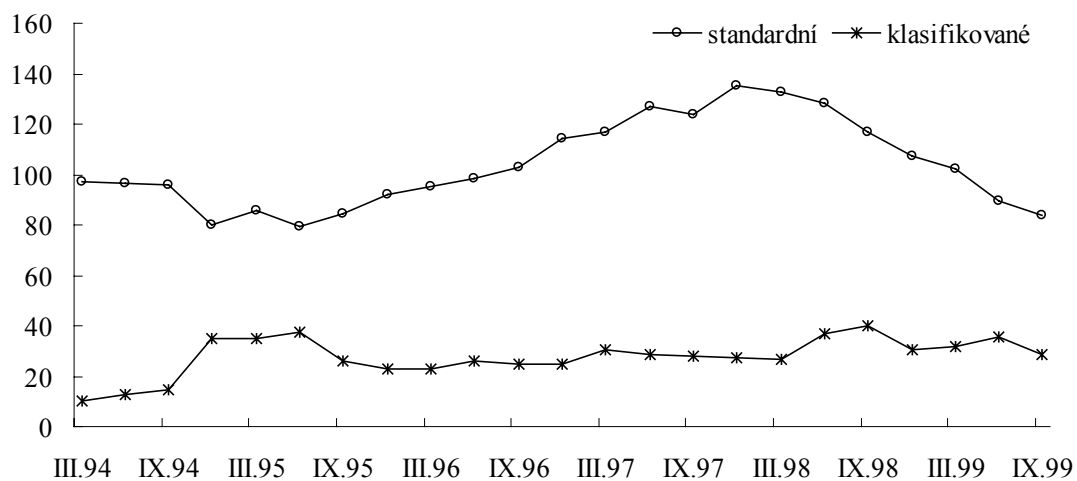
**Standardní a klasifikované úvěry KB
(mld. Kč)**



Pramen: ČNB

Graf 22

**Standardní a klasifikované úvěry ČS
(mld. Kč)**



Pramen: ČNB

Tabulka 1
ROA

	1996	1997	1998
Těžební průmysl	3,54	3,51	2,83
Zpracovatelský průmysl	4,74	5,54	5,42
Energetika	7,61	5,20	5,14
Průmysl celkem	5,40	5,31	5,37
Stavebnictví	6,00	3,60	3,08

Pramen: MPO

Tabulka 2
ROE

	1996	1997	1998
Těžební průmysl	1,96	1,87	1,1
Zpracovatelský průmysl	-0,68	1,08	0,31
Energetika	6,35	3,66	4,47
Průmysl celkem	1,73	1,96	1,74
Stavebnictví	4,49	-1,59	-5,09

Pramen: MPO

Tabulka 3
Vlastní jmění/ Aktiva

	1996	1997	1998
Těžební průmysl	71,63	69,53	66,55
Zpracovatelský průmysl	46,65	41,73	41,49
Energetika	61,23	60,45	59,23
Průmysl celkem	52,30	48,28	47,97
Stavebnictví	30,33	26,29	26,53

Pramen: MPO

Tabulka 4
Nákladové úroky/ Bankovní úvěry + obligace

	1996	1997	1998
Těžební průmysl	10,39	11,21	10,41
Zpracovatelský průmysl	13,69	13,28	13,74
Energetika	8,77	10,05	10,24
Průmysl celkem	12,77	12,66	12,97
Stavebnictví	21,00	17,82	18,34

Pramen: MPO

Tabulka 5
Maximální úroková míra

	1996	1997	1998
Těžební průmysl	4,31	4,35	3,59
Zpracovatelský průmysl	6,52	8,27	8,10
Energetika	10,17	6,95	8,02
Průmysl celkem	7,30	7,59	7,71
Stavebnictví	13,29	8,99	7,41

Pramen: MPO

Tabulka 6
Pohledávky / Aktiva

	1996	1997	1998
Těžební průmysl	10,31	13,02	9,68
Zpracovatelský průmysl	21,20	22,99	21,73
Energetika	9,95	4,38	4,72
Průmysl celkem	17,46	17,66	16,38
Stavebnictví	29,19	28,54	29,32

Pramen: MPO

Tabulka 7
Bankovní úvěry / Pasiva

	1996	1997	1998
Těžební průmysl	9,32	10,08	11,40
Zpracovatelský průmysl	23,25	23,97	23,63
Energetika	9,61	9,72	10,76
Průmysl celkem	19,59	19,45	19,35
Stavebnictví	13,39	12,97	14,20

Pramen: MPO

Tabulka 8
Nákladové úroky / EBIT

	1996	1997	1998
Těžební průmysl	30,87	35,81	45,51
Zpracovatelský průmysl	75,22	60,63	64,37
Energetika	15,65	28,72	25,59
Průmysl celkem	51,22	51,60	52,35
Stavebnictví	50,11	68,04	89,46

Pramen: MPO

Tabulka 9
Bankovní úvěry / Cizí zdroje

	1996	1997	1998
Těžební průmysl	37,03	36,79	36,73
Zpracovatelský průmysl	48,83	43,41	43,38
Energetika	35,03	36,68	36,44
Průmysl celkem	45,39	41,84	41,64
Stavebnictví	20,71	18,65	20,45

Pramen: MPO