



národní  
úložiště  
šedé  
literatury

### **Měnový otřes '97**

Dědek, Oldřich  
2000

Dostupný z <http://www.nusl.cz/ntk/nusl-123887>

Dílo je chráněno podle autorského zákona č. 121/2000 Sb.

Tento dokument byl stažen z Národního úložiště šedé literatury (NUŠL).

Datum stažení: 09.05.2024

Další dokumenty můžete najít prostřednictvím vyhledávacího rozhraní [nusl.cz](http://www.nusl.cz) .

**Oldřich Dědek**

# **MĚNOVÝ OTŘES '97**

**VP č. 15  
Praha 2000**



Názory a stanoviska v této studii jsou názory autora  
a nemusí nutně odpovídat názorům ČNB.



---

# Obsah

Úvod .....	7
1 Debata o udržitelné vnější nerovnováze .....	11
1.1 Objektivní tíhnutí k deficitům .....	11
1.2 Protichůdná svědectví .....	13
1.3 Nechuť k ochlazení ekonomiky .....	14
2 Liberalizace kapitálových toků .....	19
2.1 Startovací režim vnitřní směnitelnosti .....	20
2.2 Řízené i spontánní prohlubování liberalizace .....	21
2.3 Zavedení vnější směnitelnosti .....	22
3 Doba hojnosti kapitálového přílivu .....	29
3.1 Parametry přílivové vlny .....	29
3.2 Reakce měnové politiky .....	32
4 Fenomén silné koruny.....	37
4.1 Kotva, polštář a korzet .....	38
4.2 Uplatňování vůdčí role kurzu .....	40
4.3 Plování uvnitř pásma .....	43
5 Schylování k bouři .....	47
5.1 Blednoucí obraz úspěšné transformace .....	47
5.2 Přetížená měnová politika .....	49
5.3 Příliš málo, příliš pozdě .....	52
5.4 Spor o řízenou devalvaci .....	57
6 Anatomie měnového otřesu .....	59
6.1 Utahování likvidity .....	60
6.2 Odezdnívání krize .....	66
Epilog .....	68



---

# Úvod

Poslední desetiletí odcházejícího 20. století se do hospodářských dějin zapíše jako období zvýšené nestability finančních trhů, rozšířeného výskytu měnových krizí a také otřesů až kolapsů národních ekonomik. Pro pozorovatele a analytika může být fascinující vskutku globální povaha uvedených jevů. Jestliže dříve byl jejich výskyt lokalizován vesměs jen v latinskoamerickém regionu, pak k posunu došlo v tom, že neméně zhoubných účinků dosáhly na protilehlé části zeměkoule, v zemích dřívějších asijských tygrů. Zhroucení rublu v srpnu 1998 rozšířilo okruh zasažených zemí o nejvýznamnějšího představitele tranzitních ekonomik.

Na pozadí těchto spektakulárních událostí, které vyprovokovaly rozsáhlé úvahy o reformě světové finanční architektury, stojí historie příčin, průběhu a důsledků měnových turbulencí, jež postihly českou ekonomiku v roce 1997, poněkud na okraji zájmu. Určitě to není důvod ke znepokojení, neboť žádná země nestojí o negativní reklamu a podobné zviditelňování. Nicméně z čistě odborného hlediska zůstává případ české ekonomiky v řadě ohledů zajímavý:

Za prvé, Česká republika si ve své době získala pověst tranzitní ekonomiky s velmi progresivním reformním programem, orientovaným na rozsáhlou liberalizaci ekonomických procesů. Měnové turbulence, které vyostřily politickou krizi a ztvdily nástup do hospodářské recese, by proto mohly být snadno interpretovány nejen jako důsledek chyb české hospodářské politiky, nýbrž jako selhání obecnější transfor-



mační filozofie tzv. washingtonského konsenzu, kterému vyjadřoval podporu Mezinárodní měnový fond spolu s dalšími významnými finančními institucemi.

Za druhé, měřeno absolutními hodnotami klíčových ekonomických proměnných (např. objemem kapitálových pohybů, velikostí devizových rezerv, apod.) se české reálie zdaleka nemohou srovnávat s exemplárními příklady velkých zemí zasazených velkými krizemi. Naproti tomu při relativním měření dosáhla česká ekonomika několika prvenství, ať to již byl bezprecedentně vysoký podíl kapitálového přílivu na HDP v krátké době před měnovou krizí nebo alarmující podíl deficitů běžného účtu na HDP, který měnovou krizi přivolal. Tyto relativní hodnoty jsou v konečné fázi mírou absolutní závažnosti problému.

Za třetí, události navazující na měnový otřes, ať již v podobě politické nestability či propadu hospodářského výkonu, měly mnohé traumatizující účinky pro domácí scénu. Avšak ve světle mezinárodního srovnání dopady krize nevyzněly tak dalece dramaticky, jak byla nastavena původní očekávání. Česká vláda nemusela žádat o oficiální pomoc v zahraničí, odchod investorů nedosáhl stadia nekontrolovatelné paniky a měnový kurz se nijak dramaticky nepropadl. Rozsah škod způsobených krizí by musel být dále revidován směrem dolů, připustíme-li souběh pokrizového období se souběhem kumulativních důsledků nedotažených institucionálních a strukturálních reforem. České zkušenosti se tak mohou stát užitečným zdrojem poučení, jak zvládat obtížné situace, jestliže již jednou nastaly.

Čím vyšší náhled při zkoumání měnové krize z roku 1997 zaujmeme, tím obvyčejnější a originality zbavené se zdají být důvody, které uvedenou událost mají na svědomí. Mohli bychom říci, že česká ekonomika prodělala standardní otřes vyvolaný gradualistickým narůstáním a šokovým řešením vnější nerovnováhy.<sup>1</sup> Existuje dostatečně průkazné svědectví, že deficit běžného účtu postupně narůstal, až překročil udržitelně únosnou mez, a to v podmínkách, kdy země dosáhla vysokého stupně liberalizace kapitálových pohybů a hospodářská politika kladla nemalý důraz na kurzovou stabilitu. Souběžně s tím byla odolnost ekonomiky oslabena zčásti váhavým a zčásti obtížně urychlitelným postupem při realizaci řady důležitých reformních zámě-

---

<sup>1</sup> Jedná se o typ krize platební bilance, jejímuž popisu se v modelové rovině věnují např. Krugman (1979) či Obstfeld (1996). Pozorovat se ovšem dají i snahy nasadit české reálie na jiná modelová východiska. Např. Singer (1999) je inspirován teorií bublin na trhu aktiv (*asset bubbles*) a z tohoto úhlu pohledu vede (dostí problémovou) paralelu s nedávnou epizodou deflační recese v Japonsku.

rů. Na tomto podhoubí si trh vynutil rychlé a razantní řešení vnější nerovnováhy se všemi negativními důsledky, které každý šok a prudký výkyv nevyhnutelně obnáší.

**Tabulka 1**

**Indikátory ekonomického vývoje**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
HDP (roční tempa, s.c. 1995, %)		-11,6	-0,5	0,1	2,2	5,9	3,8	0,3	-2,3
Inflace (roční průměr CPI, %)	9,9	56,6	11,1	20,8	10,0	9,1	8,8	8,5	10,7
Míra nezaměstnanosti (%)	1,0	6,6	5,1	3,5	3,2	2,9	3,5	5,2	7,5
Saldo státního rozpočtu (% HDP)	0,6	-2,3	-2,0	0,1	0,9	0,5	-0,1	-0,9	-1,6
Dluh ústřední vlády (% HDP)				15,6	13,3	11,2	9,9	10,3	10,7
Saldo běžného účtu (% HDP)				1,3	-1,9	-2,6	-7,4	-6,1	-1,9
Zahr. zadluženost (% HDP)				24,9	25,4	31,9	36,2	44,0	39,4
Devizové rezervy (mld. USD)		1,4	0,8	3,9	6,2	14,0	12,4	9,8	12,6
Devizový kurz CZK/USD	17,9	29,5	28,3	29,2	28,8	26,5	27,1	31,7	32,3
Devizový kurz CZK/DEM	11,1	17,8	18,1	17,6	17,8	18,5	18,1	18,3	18,3
Soukromý sektor (% HDP)	12,3	17,3	27,7	45,1	61,3	66,5	71,9	76,8	77,3

*Pramen:* Česká národní banka, Český statistický úřad, Ministerstvo financí ČR

Nevýhodou každé generalizace ale bývá to, že nám uniká množství jemnějších detailů, bez nichž obecné teze visí v jakémsi vzduchoprázdnu. Chybí nám klíč k posouzení váhy dílčích vysvětlujících faktorů, což potom snadno navádí na mylné implikace. Přitom umět se orientovat v minulosti je předpokladem minimalizujícím opakování prožitého traumatu v budoucnosti. Následující oddíly se proto snaží pokrýt epizodu měnových turbulencí v České republice nejen z potřebného nadhledu zobecňujících zkušeností, ale i v nezbytném detailu tak, aby se neztratil osobitý a neopakovatelný kolorit tohoto jinak „banálního“ případu.



---

# 1 Debata o udržitelné vnější nerovnováze

Při pohledu na číselné charakteristiky ekonomického vývoje v letech 1993-96 (viz Tabulka 1) nemůže pozornosti uniknout zřejmá tendence k prohlubování vnější nerovnováhy, manifestovaná růstem deficitů na běžném účtu platební bilance. Hodnoty tohoto ukazatele nakonec v negativním slova smyslu vynesly Českou republiku na přední místo ve skupině mladých tržních ekonomik. Nemalý počet příkladů z jiných koutů světa ale varuje, že tato růstová trajektorie může být ukončena vážnými hospodářskými problémy. Nezaopatřený pozorovatel by se proto mohl ptát, proč česká ekonomika zopakovala toto nebezpečné schéma. Proč hospodářská politika nevěnovala větší pozornost rostoucím deficitům, ví-li se obecně o významu tohoto fenoménu pro rozjezd měnových turbulencí. Zmapování těchto otázek hodně napoví o podhoubí, z něhož měnová krize v České republice vyrůstala.

## 1.1 Objektívni tíhnutí k deficitům

Sklon k deficitům na běžném účtu platební bilance spojuje prakticky všechny tranzitní ekonomiky, nehledě na mnohdy podstatné odlišnosti v uplatňovaných hospodářských politikách. Pro tuto skutečnost existují některé objektívni důvody:

- Po pádu komunistických režimů a desetiletích zaostávání za vyspělým světem jsou tranzitní ekonomiky nuceny podstoupit hlubokou restrukturalizaci a moderni-

zaci výrobně-technické základny. Rezultující investiční vlna neopakovatelně vychyluje časovou řadu dovozů od dlouhodobého trendu.

- Liberalizace obchodních toků vnáší do tranzitní ekonomiky nezbytný prvek zahraniční konkurence. Ta na jedné straně působí pozitivně svým tlakem na restrukturalizaci domácích podniků, v krátkém období však omezuje schopnost domácí nabídkové strany držet krok s rostoucími nároky agregátní poptávky. Navíc sama restrukturalizace zvyšuje dovozní náročnost vývozů do té míry, v jaké se ekonomika stále hlouběji zapojuje do nadnárodní podnikové i oborové spolupráce.
- Mohutnou vlnou prochází růst spotřebitelské poptávky po dovozech, která odráží rozšířené možnosti uspokojování potřeb domácností a překonávání dřívější důchodové nivelizace.
- Roste míra synchronizace s hospodářským cyklem zemí Evropské unie. Je proto stále obtížnější odpoutat tempo růstu exportu od růstové dynamiky této kotevní ekonomiky, na jejímž trhu se tranzitní ekonomiky střetávají s konkurenčními dovozy z ostatních zemí třetího světa. Dodatečné komplikace vyvolává fakt, že vzájemný obchod mezi tranzitními ekonomikami trpí restriktivními dovozními praktikami, jelikož tyto země spojuje společná náchylnost k vnější nerovnováze.

Deficity běžného účtu ovšem samy o sobě ještě nepředstavují nežádoucí rys hospodářského vývoje tranzitních ekonomik. Naopak, jejich přítomnost má také svoji pozitivní interpretaci. Na úrovni národohospodářských bilančních identit lze snadno demonstrovat, že deficit běžného účtu umožňuje překlenout úzké hrdlo tvorby domácích úspor, čili využívat zahraničních úspor pro financování domácích restrukturalizačních potřeb.<sup>2</sup> Jestliže takovéto užití zahraničních úspor převážně slouží ke generování vyšších budoucích exportních příjmů, lze očekávat pouze časový nesoulad mezi dnešním vnějším financováním investic a budoucím splácením dluhu vůči vnějšímu sektoru. V tomto smyslu mohou mít deficity běžného účtu sebelikvidující charakter, a proto jsou udržitelné.

---

<sup>2</sup> Základní národohospodářská identita rozkládá důchod ( $Y$ ) na spotřebu ( $C$ ), investice ( $I$ ) a saldo běžného účtu ( $X - M$ ). Rovnají-li se úspory ( $S$ ) definičně nespotřebované části důchodu ( $S = Y - C$ ), pak platí  $S - I = X - M$ . Čili ekonomika může o to více investovat nad rámec omezení daného tvorbou domácích úspor, čím větší je její deficit běžného účtu.

## 1.2 Protichůdná svědectví

Nelze v žádném případě říci, že otázce udržitelnosti deficitů běžného účtu byla věnována nedostatečná péče. Naopak, tento problém poutal vysokou pozornost analytiků i politiků. Jak už to však při práci s ekonomickými daty bývá pravidlem, získané poznatky byly spíše směsicí protichůdných momentů než jednoznačných výpočtů. Ve prospěch sebelikvidující hypotézy hovořily následující skutečnosti:

- Sklon k úsporám převyšoval mezinárodní průměr, problém deficitů běžného účtu proto nemohl být primárně spojován s nedostatečnou tvorbou domácích úspor.<sup>3</sup> Vláda také usilovala o vyrovnané hospodaření státního rozpočtu, takže původcem deficitů byl převážně soukromý sektor, jenž by měl umět lépe provádět efektivní alokaci zdrojů.

**Tabulka 2**

### Vývoj struktury dovozů (v %)

	1995	1996	1997	1998
Dovoz zboží celkem	100,0	100,0	100,0	100,0
v tom na: investice	38,9	39,2	39,0	40,8
mezispotřebu	36,5	35,6	35,8	34,9
osobní spotřebu	24,6	25,2	25,2	24,3

*Pramen:* Česká národní banka

- Rostoucí váhu na dovozech vykazovaly dovozy pro investice, hrubá tvorba fixního kapitálu představovala dynamickou složku agregátní poptávky (viz Tabulka 2). Postupně také narůstaly investice do zpracovatelského průmyslu jako rozhodujícího segmentu exportně orientované výroby.
- Po relativně dlouhou dobu bylo v pořádku i financování deficitů běžného účtu přebytky na kapitálovém účtu platební bilance, v jeho rámci pak přílivem dlouhodobých investic. Čistá devizová pozice České republiky vůči zbytku světa zůstá-

<sup>3</sup> Míra národních úspor (počítaná na základě národních účtů jako podíl hrubých národních úspor k hrubému disponibilnímu důchodu) kolísala v transformačním období mezi 28 až 30 %. V okolních středoevropských tranzitních ekonomikách dosahovala jen zhruba 20 %.

vala věřitelská, problémy nevyvolávala ani relativní velikost hrubé zadluženosti či dluhové služby.

Na druhé straně zde však zůstávala řada relativizujících argumentů a pochybností o faktické robustnosti sebelikvidující hypotézy:

- Relativně vysoký podíl investic směřoval do infrastrukturálních odvětví a na zlepšení životního prostředí. Přínos těchto investic k exportní výkonnosti a celkové konkurenceschopnosti je ale obecně velmi zprostředkovaný a projevuje se teprve v delším časovém horizontu.
- Světové zkušenosti vesměs nepotvrzují optimismus tzv. Lawsonovy doktríny o udržitelnosti deficitů v případě, že jejich původcem je soukromý sektor. V České republice měla navíc nemalá část soukromého sektoru kvazisosukromý charakter. Nabídková strana se vyznačovala mnoha úzkými hrdly v podobě málo efektivního výkonu vlastnických práv, četných selhání bankovního sektoru v jeho roli finančního zprostředkovatele, nedostatečné mobility výrobních faktorů aj. Tato úzká hrdla se promítala do malé adaptační schopnosti výroby reagovat na měnící se požadavky poptávky, které pak musely být uspokojovány rostoucími dovozy.
- Udržitelnost deficitů běžného účtu byla stále více zpochybňována narůstajícím rozměrem problému jako takového. Samotný fakt, že česká ekonomika směřovala k jednomu z nejhorších čísel ukazatele deficitu běžného účtu na HDP, se nemohl neodrazit ve vyšší rizikovosti investic do českých aktiv, a to i za předpokladu, že detailní analýza shromáždí množství údajů ve prospěch sebelikvidující hypotézy.<sup>4</sup>

### 1.3 Nechuť k ochlazení ekonomiky

Jak je patrné z předchozího textu, diskuse na téma udržitelné vnější nerovnováhy byla mezi českými ekonomy i politiky velmi živá a stimulovala rozsáhlý analytický výzkum. Nabízí se proto otázka, proč tato diskuse byla nakonec sterilní v tom smyslu, že připustila, aby problém přežrál do měnových turbulencí?

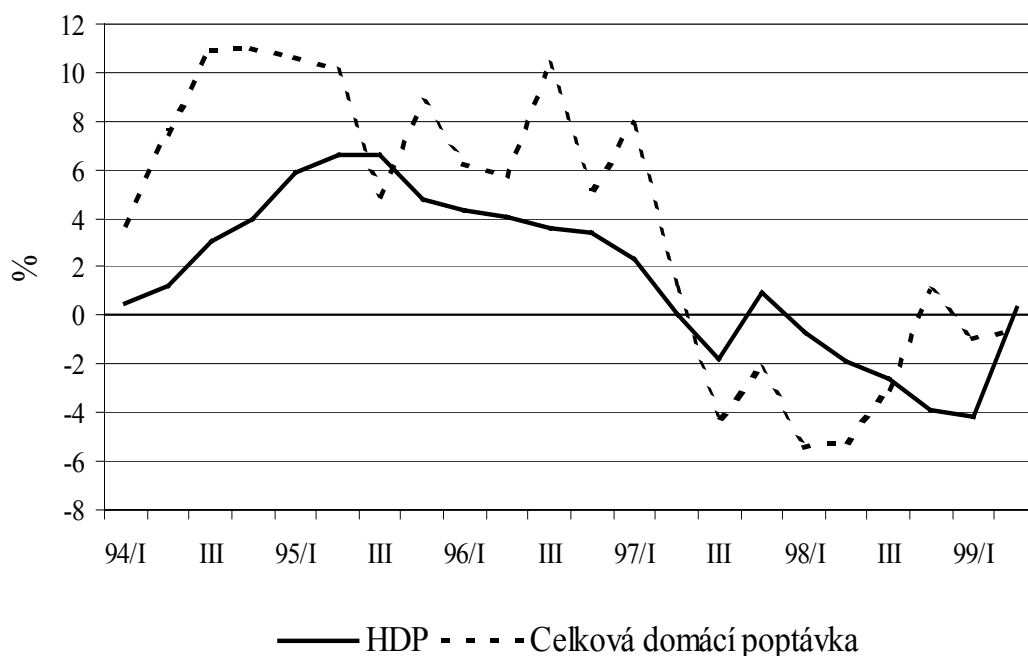
---

<sup>4</sup> V průběhu r. 1996 sílila očekávání, že podíl deficitu běžného účtu na HDP přesáhne 8 %, což v médiích provokovalo četné paralely s mexickou krizí v r. 1992. Odhad deficitu pro 1. čtvrtletí r. 1997 dokonce mířil nad 10 % HDP. Podle tohoto významného indikátoru zranitelnosti se Česká republika ocitla na předním místě ve skupině mladých tržních ekonomik, a to před Thajskem, Mexikem či Jižní Afrikou.

Přirozené vysvětlení lze hledat v logice politického cyklu, v neochotě akceptovat trpkou pravdu o příčinách i způsobu řešení nadměrné vnější nerovnováhy. Na straně příčin to bylo zjištění, že v důsledku mnohých institucionálních hrdel nabídková strana ekonomiky nedovedla držet krok s expandující domácí poptávkou (viz Obrázek 1). Vyústěním přetlaku poptávky nad nabídkou byly rostoucí deficity běžného účtu. Ekonomika tak trpěla symptomy přehřívání již po dosažení středně vysokých temp růstu. Uznat tuto omezenost růstového potenciálu by ale bylo špatným vysvětlením pro architektury ekonomické transformace.

**Obrázek 1**

**Inflační mezera mezi domácí poptávkou a nabídkou**



*Pramen:* Česká národní banka

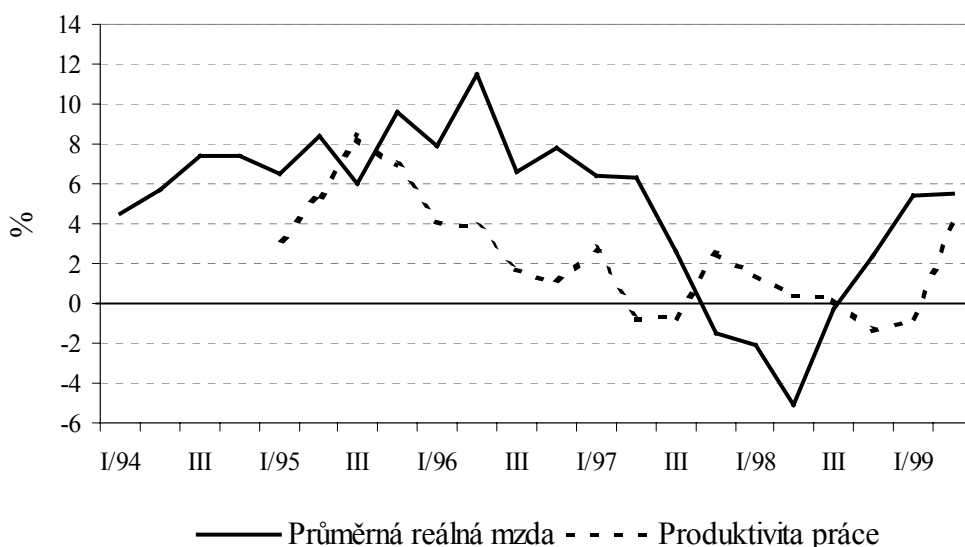
Na straně terapie to pak byla provázanost vnější nerovnováhy s výraznými projevy nerovnováhy vnitřní. Účinně oslovit vnitřní nerovnováhy by ale znamenalo na prvním místě zastavit neúměrně vysoký růst reálných mezd, který výrazně předstihoval růst produktivity práce (viz Obrázek 2), a tímto způsobem přibrzdit zhoršování cenové konkurenceschopnosti a narůstání poptávky po spotřebitelských dovozech. Také bylo nevyhnutelné přibrzdit úvěrovou expanzi v prostředí polostátních bank a nerestrukturalizované podnikové sféry, neboť založené trendy vedly k předluženosti podniků a zhoršování úvěrového portfolia bank. Soustava veřejných rozpočtů by mu-



sela skoncovat s netransparentním zadlužováním a tíhnutím k deficitnímu hospodaření. Kaciřská idea stabilizačního programu, který by sledoval přitlumení agregátní poptávky, a to i za cenu dočasného zpomalení růstové dynamiky, byla ale v protikladu s tehdejší rétorikou české vlády.<sup>5</sup>

**Obrázek 2**

**Předstih růstu reálných mezd před produktivitou práce**



*Pramen:* Česká národní banka

Mezi odpověďmi na otázku, proč hospodářská politika jen laxně čelila narůstání vnější nerovnováhy, by nemělo chybět i zjevné nedocenení integrace domácích finančních trhů do světových struktur, nedocenení úlohy expektací jako důležité hybné síly kapitálových pohybů. Kdyby toto povědomí bylo silnější, diskuse o udržitelnosti deficitů by patrně mnohem silněji akcentovala přístup indikátorů zranitelnosti a naopak by potlačila úvahy o samoregulujících mechanismech, zatížených ostatně vysokým stupněm nejistoty. Namísto zdůrazňování specifických potřeb tranzitní ekonomiky a odkazování na příklady zemí, které také bez větších problémů dosahovaly deficitů, by k razantní a přesvědčivé reakci hospodářské politiky vedla obava z toho,

<sup>5</sup> Pro ilustraci, přibližně dva měsíce před měnovou krizí tehdejší premiér V. Klaus ohlásil vstup do posttransformační fáze ekonomického růstu. V živé paměti byly asi rok staré sliby o zdvojnásobení mezd a důchodů do r. 2000, vyslovené v průběhu parlamentní předvolební kampaně. Česká národní banka, která musela osamoceně reagovat na narůstání nerovnováh postupným zpřísňováním měnové politiky, si vysloužila silnou mediální kritiku za zpomalení hospodářského růstu. Tento aspekt hospodářsko-politické debaty bude dále ještě komentován.

že dojde ke zlomu ve vnímání české ekonomiky jako teritoria vystaveného potenciálním turbulencím. Uvedené uvažování ale nezdomácnělo v rozhodování české politické scény. Řešení začala být hledána teprve až problém přezrál a stal se nepřehlédnutelným. A to již obyčejně bývá pozdě k odvrácení stresových situací.



---

## 2 Liberalizace kapitálových toků

V seznamu příčin spekulativního útoku na korunu bývá některými ekonomy uváděna vysoká rychlost při otevírání české ekonomiky na kapitálovém účtu platební bilance.<sup>6</sup> V tomto ohledu česká měna skutečně zaujímala ojedinělé postavení mezi ostatními měnami reformujících se středoevropských zemí. Atraktivita koruny, podložená dosaženým stupněm konvertibility a poměrně vyspělou infrastrukturou obchodování, se promítala do vysokého obrátu devizového trhu.<sup>7</sup> Důležitou okolností spekulativního útoku bylo též to, že minimum restrikcí umožňovalo zaujímat vůči české koruně klasické spekulativní pozice (tzv. short selling) a že těžiště obchodů bylo již delší dobu přeneseno do zahraničních finančních center (zejména do Londýna). Dynamicky se rozvíjel trh s deriváty (zejména segment termínových a swapových operací).

---

<sup>6</sup> Hluboce zakořeněná terminologie, která korespondovala s členěním platební bilance na její běžný a kapitálový účet, ztrácí oporu v novém přístupu MMF, jenž zavádí příslušnost položek platební bilance k běžnému, kapitálovému a finančnímu účtu. Přitom původní kapitálový účet se nejvíce kryje s obsahovým vymezením dnešního finančního účtu. Tato práce se přidrží původního názvosloví, stejně jako drtivá většina zahraniční literatury.

<sup>7</sup> Podle odhadů Citibank činil v dubnu 1997 celkový denní obrat s měnami východoevropského regionu 8,1 mld. USD. Z toho na českou korunu připadalo 5,5 mld. USD, což představuje téměř 70 % celkové sumy (v březnu 1996 to bylo pouhých 0,5 mld. USD). Pro maďarský forint, polský zloty a slovenskou korunu to bylo pokaždé pouze 0,4 mld. USD. Ruský rubl vykazoval obrat 1,4 mld. USD.

Přes uvedené skutečnosti zůstává otázkou, zda řadit vysokou míru otevřenosti mezi příčiny měnového otřesu, po boku např. již diskutované nadměrné vnější nerovnováhy. Rozdíl v povaze výše uvedených dvou příčin je evidentní. Zatímco neudržitelné deficity běžného účtu lze považovat za něco, čeho by se hospodářská politika měla trvale vyvarovat, vysoká míra vnější otevřenosti patří k neoddiskutovatelným požadavkům, diktovaným integračními ambicemi České republiky. Zpochybňovat proto nelze cíl rozsáhlé liberalizace jako takový, výhrady je možné mít nejvýše k uplatněné sekvenci liberalizačních kroků a k jejich synchronizaci s postupem v ostatních oblastech ekonomické transformace.

## 2.1 Startovací režim vnitřní směnitelnosti

Po jeden rok trvající intenzivní diskusi byl 1. ledna 1991 spuštěn program radikální ekonomické reformy, strukturovaný do pěti základních pilířů: cenová liberalizace, liberalizace zahraničního obchodu, makroekonomická stabilizace, privatizace, vytvoření sociální sítě. Tento program usiloval o implementaci kritického množství reformních opatření tak, aby eliminoval různé recidivy návratů k hluboce zakořeněným praktikám čtyřiceti let přítomné centrálně plánované ekonomiky.

Osou reformy vnějších ekonomických vztahů bylo zavedení tzv. vnitřní směnitelnosti. Bez nadsázky platí, že se jednalo o výraznou nárazovou změnu ve srovnání s předchozími podmínkami obchodně i finančně vysoce uzavřené ekonomiky s vyhraněně nesměnitelnou měnou.<sup>8</sup> Základní rysy uvedeného režimu lze popsat následovně:<sup>9</sup>

---

<sup>8</sup> Kontury režimu vnitřní směnitelnosti se rodily v ostrém názorovém střetu s paradigmatickým východiskem, které odmítalo razantní uvolnění obchodních vztahů a naopak obhajovalo mnohem vyšší stupeň ochrany domácích trhů. Tato argumentační linie kritizovala nízkou celní ochranu vyjednanou se Světovou obchodní organizací, nevýhodnou asociační smlouvu uzavřenou s Evropskou unií, nedostatečné využívání různých technických překážek obchodu aj. Série počátečních devalvací před spuštěním ekonomické transformace v rozsahu téměř 100 % (obchodní kurz koruny vůči americkému dolaru na konci let 1989 a 1990 činil 14,3 resp. 28 CSK/USD), podpořená 20procentní dovozní přírůžkou pro vybrané komodity, nebyla považována za adekvátní míru ochrany.

<sup>9</sup> Systém vnitřní směnitelnosti měl legislativní oporu v devizovém zákonu č. 528/1990 Sb., jehož účinnost byla načasována k okamžiku spuštění ekonomické reformy k 1. lednu 1991.

- Domácímu podnikovému sektoru byl pro účely obchodních plateb vytvořen volný přístup ke konvertibilním měnám. Jinými slovy, při stávajícím měnovém kurzu byl garantován prodej libovolného množství deviz, a to za předpokladu, že užití devizových prostředků je v souladu s pravidly liberalizovaných obchodních transakcí.
- Volný přístup k devizám na straně poptávky byl doprovázen nabídkovou povinností na straně nabídky. Jinými slovy, veškeré devizové příjmy musely být prodány, opět při stávajícím měnovém kurzu, autorizovaným domácím bankám. Vedení devizových účtů, až na vybrané výjimky, nebylo povoleno.
- Přístup sektoru domácností k cizím měnám byl regulován devizovými limity, neboli nároky na omezené, současně ale garantované množství deviz.<sup>10</sup> Domácnosti mohly držet devizové účty, užití zůstatků na těchto účtech podléhalo regulaci obecně platné pro odliv kapitálu.

V kontrastu s důrazem na liberální přístup k transakcím běžného účtu přistupoval režim vnitřní směnitelnosti mnohem obezřetněji k transakcím kapitálového účtu. Záměrem bylo vytvořit prostředí, které by stimulovalo příliv přímých zahraničních investic podporujících restrukturalizaci a privatizaci podnikového sektoru. Podpora portfoliových investic měla napomáhat rozvoji kapitálového trhu. Za tímto účelem byla ústavně zaručena ochrana zahraničních investic.<sup>11</sup>

Devizový zákon následně garantoval volnou repatriaci investičních výnosů (tj. zisků, dividend a úroků) a také investovaného kapitálu. Z garancí volného odlivu byly vyňaty krátkodobé portfoliové investice (se splatností kratší než jeden rok). Zbývající transakce na straně kapitálového přílivu i odlivu devizový zákon buď výslovně zakazoval nebo je podmiňoval povolovacím řízením.

---

<sup>10</sup> Velikost devizových limitů byla průběžně zvyšována z původních asi 70 dolarů (2000 korun) v r. 1990 na přibližně 3570 dolarů (100 000 korun) v r. 1995. Míra, do jaké domácnosti tyto limity nečerpaly, sloužila jako významný indikátor důvěry v domácí měnu.

<sup>11</sup> Deklarovaný zájem o přímé zahraniční investice velmi dlouho kontrastoval s ostentativní nechtí nabídnout zahraničním investorům komplexní program investičních pobídek, který se stal běžnou praxí v mnoha jiných zemích. Převládala argumentace o nekompatibilitě různých forem zvýhodňování s principy tržní ekonomiky, o postačující podmínce makroekonomické a politické stability, o dostatečné atraktivnosti existujících investičních příležitostí aj. V obecné poloze mohly mít uváděné důvody určité racionální jádro. Jejich praktická relevance však rychle slábla v prostředí, ve kterém národní ekonomiky svádějí o přímé zahraniční investice ostrý konkurenční boj. Uvedený postoj české vlády se vymstil v nižším přílivu přímých zahraničních investic do ČR, vedeme-li srovnání s okolními tranzitními ekonomikami.

## 2.2 Řízené i spontánní prohlubování liberalizace

Bylo by značně zkreslené hodnotit faktické fungování režimu vnitřní směnitelnosti pouze podle platných paragrafů devizového zákona. Zatímco na jedné straně dikce tohoto zákona se neměnila vůbec, popř. jen nepatrně, na straně druhé celkové legislativní prostředí a každodenní praxe rychle posouvaly českou ekonomiku k vyšší mobilitě kapitálových toků.<sup>12</sup>

Z právního hlediska významný průlom do zamýšleného uspořádání vycházel z uzavíraných bilaterálních dohod o podpoře a ochraně zahraničních investic. Tyto dohody, které vesměs jen v obecné poloze hovořily o investicích, tak implicitně zakládaly nárok na stejné zacházení pro repatriaci výnosů dlouhodobých forem investování, jakož i výnosů z krátkodobé přítomnosti na českém kapitálovém nebo peněžním trhu. Nákupem a prodejem cenných papírů (tj. simulací portfoliové investice) šlo pak jednoduše pod tento nárok vtěsnat repatriaci jakýchkoli peněžních prostředků. Jinými slovy, uvedené mezinárodní úmluvy, které jsou nadřazené domácím právním normám, efektivně prolomovaly diskriminační přístup k odlivu krátkodobého kapitálu, tak jak jej předjímal devizový zákon.

Režim vnitřní směnitelnosti také hned zpočátku částečně negoval sám sebe tím, že umožnil nerezidentům držet u domácích bank korunové účty a také z těchto účtů provádět platby nejen s rezidenty, ale i mezi nerezidenty. Odepření této facility dost dobře ani nebylo možné, neboť by to postavilo zahraniční podnikatele na českém trhu do poměrně krkolomné pozice. Na druhé straně byl tímto krokem prolomen systémový rys koruny jako měny s exkluzivně vnitřním oběhem.

Samostatnou kapitolu tvořil přístup k bankám. Jestliže devizový zákon uváděl seznam mnohých nepovolených či povolovacímú řízení podléhajících kapitálových transakcí, potom mnohé položky z tohoto seznamu mohly být prováděny bankami

---

<sup>12</sup> Režim vnitřní směnitelnosti prodělal pouze jednu legislativní změnu v dubnu 1992 (zákon č. 228/1992 Sb.). Dílčí novelou byl tehdy okruh subjektů podléhajících vnitřní směnitelnosti rozšířen o fyzické osoby podnikající podle živnostenského zákona. Formálně tak došlo ke zrovnoprávnění všech podnikatelských subjektů. Tito drobní podnikatelé na jedné straně získali volný přístup k devizovým prostředkům, na druhé straně jim ale zákon ukládal respektovat nabídkovou povinnost. A v tom byl částečný kámen úrazu, neboť v praxi se dost dobře nedalo odlišit, kdy jedna a táž osoba vystupuje v roli člena sektoru domácností a kdy v roli člena podnikatelské komunity. Otevíraly se tak široké možnosti jak obcházet nabídkovou povinnost a přelévát užití devizových prostředků do spotřeby. Převládl ale názor, že toto

s devizovou licencí (poskytování úvěrů nerezidentům, obchody s deriváty, nákupy zahraničních cenných papírů aj.). Fakticky se tak mnohá regulační opatření vztahovala pouze na nebankovní subjekty čili objemově vesměs jen na marginální množinu potenciálních transakcí. Navíc v případě potřeby mohly tyto nebankovní subjekty volně provádět regulované transakce skrze banky s devizovou licencí. Eroze existujícího regulatorního rámce prostřednictvím bankovního sektoru se urychlovala s narůstající vahou zahraničních bank a poboček zahraničních bank.

Měnil se i samotný přístup k těm regulovaným položkám, které připouštěly určitou volnost v rozhodování. Jako důležitý příklad lze uvést schvalovací proceduru pro úvěry přijímané ze zahraničí. Bylo zřejmé, že je nad síly regulatorního orgánu provádět zodpovědné posuzování žádostí podle jakkoli rozumně stanovených kritérií. Tato regulace se proto poměrně brzy vědomě omezila na registraci přicházejících zahraničních úvěrů. Vodítkem pro případné nevydání souhlasu bylo obyčejně podezření z praní špinavých peněz resp. z legalizace jiné podezřelé činnosti. Obdobný benevolentní režim byl uplatněn pro méně významnou odlivovou položku přímých investic do zahraničí.

## **2.3 Zavedení vnější směnitelnosti**

Po přibližně tříletém fungování dospěl režim vnitřní směnitelnosti do stavu, proti němuž bylo možné vznést řadu výhrad. Za prvé, viditelný rozpor se vytvořil mezi fakticky dosaženým stupněm liberalizace kapitálových toků a tou podobou liberalizace, kterou popisoval devizový zákon. Z velké části byl tento výsledek způsoben vědomou rezignací regulatorních orgánů na věcné zasahování do podnikatelských aktivit ekonomických aktérů, které nemohlo při explozivně narůstajícím množství případů k rozhodnutí dohlédnout do jemností ekonomických kalkulací, podstupovaných rizik či obchodních vazeb s vnějším okolím. Ve zbývající části pak byly existující poměry dotvářeny širokými možnostmi obcházení regulací tam, kde působil ekonomický zájem regulační opatření obcházet. Bez řádově vyšších investic do posílení regulace

---

potenciální zneužití výhod a povinností vnitřní směnitelnosti nemůže ohrozit devizové hospodářství vzhledem k již panující důvěře v domácí měnu.



nebylo možné zjednat nápravu, avšak značné pochybnosti panovaly o účelnosti takto vynaložených investic.

Za druhé, upřednostňovaná asymetrie regulátora k přílivovým a odlivovým položkám, tj. podpora kapitálového přílivu a zamezování kapitálového odlivu, v praxi znamenala diskriminační přístup k domácím subjektům. Zatímco zahraniční investor měl zaručenu volnost pohybu oběma směry, která plynula z garancí neomezovat repatriaci vložených investic a jejich výnosů, domácím investorům byly odepírány efekty diverzifikace investičních rizik a integrace do globálních finančních trhů. A to souběžně v době, kdy hospodářská politika byla nucena usilovně přemýšlet, jak ulevit tlakům, které vyvolával mohutný kapitálový příliv. Uvolnění odlivu představovalo jedno z konvenčně doporučovaných východisek.

Stávající praxe vnitřní směnitelnosti také neuspokojovala z pohledu cílového stavu, kterým bylo dosažení plné vnější směnitelnosti české měny jako důležitého signálu o završení transformačního procesu. Spornou otázkou bylo jen časování tohoto kroku, které by respektovalo návaznost ve vytváření nezbytných podmínek. Z tohoto úhlu pohledu se v tehdejší době zdálo, že věcně i systémově nic nebrání dalšímu posunu ve finančním otevírání ekonomiky. Česká republika se v polovině 90. let vyhřívala na výsluní obdivu k dosaženým výsledkům transformace: obnoven byl hospodářský růst s vyhlídkami na jeho urychlování, inflace byla stabilizována na jednociferné úrovni, vláda se hlásila k vyrovnanému rozpočtovému hospodaření, obdivuhodně narůstaly devizové rezervy, dynamicky se rozvíjely instituce peněžního a kapitálového trhu, souvislým tempem postupovala privatizace a restrukturalizace podnikové sféry. Uvedené pozitivní indikátory nalézaly svůj odraz ve stupni ratingového ocenění České republiky a v masovém přílivu zahraničního kapitálu.<sup>13</sup>

---

<sup>13</sup> První rating nejlepšího spekulativního stupně Ba1 byl udělen agenturou Moody's bývalé Státní bance československé v lednu 1992. V březnu 1993 tato agentura zvýšila své hodnocení na Baa3, čímž se Česká republika stala první postkomunistickou zemí, jíž byl udělen (nejnižší) investiční stupeň. V květnu 1994 došlo k dalšímu zlepšení na stupeň Baa2, v srpnu 1995 na stupeň Baa1. Tento rating neutrpěl měnovou krizí v r. 1997. Spolupráce s agenturou Standard and Poor's začala v červenci 1993 udělením investičního stupně BBB. V červnu 1994 tato agentura zlepšila svůj rating na BBB+. V roce 1995 dokonce přeskočila jeden stupeň své hodnotící škály přiznáním investičního stupně A. Ke snížení na úroveň A- došlo v listopadu 1998, tj. po uplynutí více než roku od měnové krize, přičemž hlavním důvodem bylo konstatování nedostatečného pokroku v restrukturalizaci bankovního sektoru a mnohých podniků. Bližší podrobnosti viz Opravilová (1995).

Přesvědčení, že dosažené výsledky i perspektivy dalšího vývoje vytvořily vhodnou situaci k realizaci dalšího posunu k cílové metě plné vnější směnitelnosti, vyústilo v přijetí nového devizového zákona.<sup>14</sup> Z formálního hlediska důležitým rysem nové právní úpravy devizového hospodářství bylo naplnění podmínek článku VIII Dohody o Mezinárodním měnovém fondu, který požadoval úplnou liberalizaci tzv. běžných mezinárodních transakcí.<sup>15</sup> Promítnutí uvedeného článku do domácí legislativy se projevilo v následujících skutečnostech:

- S definitivní platností byla zrušena nabídková povinnost, která ovšem již dříve byla podstatným způsobem změkčena.<sup>16</sup>
- Zrušeny byly devizové limity pro domácnosti, které však již zdaleka nebyly považovány jako omezení volného přístupu obyvatelstva k devizovým prostředkům (jejich čerpání se v průměru pohybovalo na úrovni 60 procent).
- Zrušeny byly zbytky vysoce diferencovaných povolovacích pravidel pro jednostranné převody, která rozlišovala žadatele dle jednotlivých položek, zemí i výše částky.

Jak bylo naznačeno, praktický dopad výše uvedených liberalizačních kroků byl minimální. Největší diskuse se proto odehrála kolem otázek jdoucích nad rámec požadavků článku VIII, jmenovitě pak zejména o tom, zda umožnit tzv. vnější oběh české měny. Padaly argumenty, že po zrušení zákazu používat českou měnu při placení do zahraničí a po zformování externích trhů s českou korunou ztratí měnová politika kontrolu nad částí peněžní zásoby držené v zahraničí a tím vystaví domácí ekonomiku vyšším rizikům.

Proti sugestivně vedené ofenzivě, zdůrazňující destabilizující účinky vnější směnitelnosti, byly postaveny četné protiargumenty. Za prvé, existence peněžní zásoby ve formě oběživa, která se nachází vně přímé jurisdikce domácí měnové autority, se již dávno stala realitou. České bankovky byly běžně odkupovány i prodávány mnohými rakouskými a německými bankami, tzv. vídeňský neoficiální (nazývaný též

---

<sup>14</sup> Nový devizový zákon č. 219/1995 Sb. nabyl účinnosti 1. října 1995. Časový odstup od spuštění platnosti předchozího devizového zákona, čili přechod z vnitřní na vnější směnitelnost trval necelých pět let.

<sup>15</sup> Běžnými transakcemi se rozumí všechny transakce na běžném účtu platební bilance plus vybrané transakce kapitálové povahy (odpisy z přímých investic, repatriace investičních výnosů, převody úroků z vkladů u bank aj.).

<sup>16</sup> Šlo o to, že počínaje březnem 1994 byly od povinnosti odprodávat devizy osvobozeny ty právnické osoby, které se mohly vykázat devizovými příjmy.

paralelní) kurz se dokonce stal důležitou zpětnou informací o kredibilitě měnové politiky české centrální banky.

Také bylo již řečeno, že v oblasti bezhotovostního oběhu režim vnější směnitelnosti fakticky fungoval mezi rezidentními bankami, jejichž nerezidentní klienti mohli používat korunové účty pro platební účely. Svoji logiku proto mělo tvrzení, že z hlediska případného měnového otřesu není rozhodující technika útěku od koruny. Je koneckonců irelevantní, zda tento útek může formálně probíhat pouze u klientů domácích bank anebo i u klientů zahraničních bank, které ovšem samy pak musí být klientem některé domácí banky (platí učebnicová poučka, že deviza na rozdíl od valuty nemůže nikdy opustit zemi). Relevantním se ale zcela jistě stal požadavek neoohrožit důvěru klientů v domácí měnu, nevyprovokovat hospodářskou situaci, která by způsobila, že konverze korun do deviz široce garantovaná režimem vnější směnitelnosti, dosáhne takového rozměru, jenž by destabilizoval plynulý chod ekonomiky.

Ve střetu obav z příliš rychlé liberalizace na jedné straně a pozitivních efektů z finančního otevírání na straně druhé se významným jazyčkem na vahách stala otázka prestižního členství České republiky v klubu zemí OECD.<sup>17</sup> Tato atraktivní vizitka úspěchu nastoupené cesty transformace působila jako katalyzátor liberalizačního úsilí.

Ve svém důsledku tak nový devizový zákon zrušil celou řadu předchozích omezení na pohyb kapitálu, i když je třeba opětovně zdůraznit, že mnohdy pouze kodifikoval existující uvolněné poměry (přímé investování v zahraničí, nákupy nemovitostí v zahraničí, přijímání peněžních úvěrů ze zahraničí, obchodování s cennými papíry vůči zahraničí aj.). Bankovní sektor a další tzv. devizová místa (zejména licencovaní obchodníci s cennými papíry) byla nadále zdrojem eroze mnohých zbývajících regulací. Prakticky zůstaly jenom dvě „přísně“ regulované položky: nákup tuzemských nemovitostí cizozemci a otevírání účtů tuzemců v zahraničí (tzv. transferová povinnost).<sup>18</sup>

---

<sup>17</sup> Česká republika se stala členem OECD v prosinci 1995 jako první z postkomunistických tranzitních ekonomik. Součástí přijímací procedury bylo přijetí závazků obsažených v tzv. Kodexu liberalizace. Zpracován byl harmonogram dalších liberalizačních kroků, jejichž plnění podléhá pravidelnému přezkušování. Na tomto základě by plná liberalizace vnějších vztahů měla být dosažena do konce r. 2001.

<sup>18</sup> K regulaci přístupu cizozemců k domácím nemovitostem lze uvést, že zahraniční subjekt se může jednoduše dostat k tuzemské nemovitosti tím způsobem, že vytvoří právnickou osobu se sídlem v České republice. Striktní omezení platí pro nabývání vlastnictví k půdě. Pro transferovou povinnost je pak příznačné, že povolení k vedení účtů v zahraničí je běžné vydá-

K celkové charakteristice nového devizového zákona lze ještě dodat, že v reakci na mohutnou vlnu kapitálového přílivu v letech 1994-95 bylo do zákona zakomponováno zmocnění zavést tzv. depozitní povinnost. Jmenované opatření by nařizovalo uložit na určitou dobu určitou část externích fondů bezúročně na účtu u centrální banky. Případné uvalení této implicitní formy zdanění bylo motivováno výlučně jako obrana, po vzoru chilských zkušeností, proti nadměrnému přílivu krátkodobého kapitálu. Pozdější prostředí měnové nestability dalo vznik úvahám o použití depozitní povinnosti jako nástroje, jenž brání kapitálovému odlivu. Tyto úvahy nakonec zůstaly jen v hypotetické rovině.

Součástí nového devizového zákona bylo i zmocnění pro vládu přijmout mimořádná opatření pro řešení krizových situací, spojených s ohrožením platební bilance nebo stability kurzu české měny. V případě nutnosti tak vláda mohla, nejdéle na dobu šesti měsíců, pozastavit platnost zákona a vstoupit svými nařízeními do devizového hospodaření (operace na kapitálovém trhu, přijímání úvěrů ze zahraničí, vedení účtů nerezidentů u domácích bank aj.). Již při přípravě zákona probíhala diskuse, nakolik navržená ustanovení pro případy krajní nouze vytvářejí pouhou iluzi ochrany před důsledky měnové krize nebo zda lze s nimi počítat jako s myslitelnou formou krizového řízení. Nikdo v té době netušil, že nebude trvat dlouho a sama praxe připraví půdu pro otestování tohoto aspektu zákona.

S výhodou zpětného pohledu se může zdát rychlost finančního otevírání přece jen poněkud přepjatá, stejně jako přepjatě vyznívá tehdejší optimismus o rozvinutosti mikroekonomické a institucionální báze jako opory pro ukotvení vnější směnitelnosti. Jak ale bylo ukázáno, řazení liberalizačních kroků vycházelo z logiky selektivního a postupného uvolňování kapitálových toků. Převážně pod tlakem přirozených potřeb reálné ekonomiky se však regulatorní praxe citelně vzdalovala od výchozího uspořádání. Proto mnohá liberalizační ustanovení nového devizového zákona pouze se zpožděním reflektovala existující realitu, ale také antcipovala enormní zvýšení administrativních nákladů v případě, že regulace by chtěla razantněji vystupovat proti ekonomickým zájmům účastníků finančních trhů.

---

váno osobám, které doloží potřebnost zahraničního účtu pro provádění svých podnikatelských aktivit.

Někteří diskutující poukazují na gradualistický postup mnohých zemí Evropské unie, které rozprostřely liberalizaci kapitálového účtu skoro na celé poválečné období. V této metrice rychlost, kterou zařadila česká ekonomika, se může skutečně jevit jako neodpovídající stavu vozovky. Dochází ale ke srovnávání nesrovnatelného. Česká republika začala komunikovat s vyspělými tržními ekonomikami na začátku 90. let, v době sílící globalizace světových finančních trhů a likvidování zbytků kapitálových kontrol. Evropská unie jako nejvýznamnější obchodní partner České republiky a současně objekt budoucího členství definuje volnost kapitálového pohybu jako jednu ze čtyř fundamentálních svobod. Je iluzorní se domnívat, že poměry v malé otevřené české ekonomice nemusí kopírovat poměry vnějšího okolí, do kterého se navíc chce tato ekonomika aktivně integrovat. Zvolený přímý tah na branku tak proto vesměs adekvátně reagoval na výzvy 90. let, které učinily z vysoké mobility kapitálu standardní prvek fungující tržní ekonomiky.

---

## 3 Doba hojnosti kapitálového přílivu

Jestliže lze někde hledat vzorce chování typu vzestup a pád (boom and bust), potom pohled na data o kapitálových tocích, nejprve dovnitř české ekonomiky a potom ven, nabízí jedinečnou podívanou. V letech 1994-95 ekonomika prožívala fázi vzestupu, období „báječných let“ české transformace. Hospodářská politika tehdy žila v příjemném zajetí nemoci z opulence, kdy jednou z jejích hlavních starostí bylo, jak naložit s množstvím přicházejícího kapitálu. Byly výzvy tohoto období zvládnuty adekvátním způsobem? Anebo zde byly zasety zárodky budoucí měnové krize? Pokušme se odpovědět na toto zadání.

### 3.1 Parametry přílivové vlny

Počáteční fáze kapitálového přílivu, kterou lze datovat do let 1991-92, nesla pečeť dlouhodobé finanční uzavřenosti tehdejší československé ekonomiky. Váhově nejvýznamnější položku představovaly oficiální půjčky vlády a centrální banky, potřebné k vybudování devizových rezerv a k zabezpečení režimu vnitřní směnitelnosti. Podobně operace centrální banky na posílení devizových rezerv a zlepšení jejich časové struktury tvořily náplň portfoliových investic. Přímé zahraniční investice byly taženy rozjízďející se vlnou privatizace. Měly převážně formu prodeje akcií zahraničním investorům prostřednictvím Fondu národního majetku. V minimální míře se uplatňovaly finanční úvěry čerpané podniky přímo ze zahraničí.

Na začátku roku 1993 bylo úspěšně zažehnáno riziko měnové krize související se zánikem Československa a měnovou odlukou.<sup>19</sup> Rychlá stabilizace makroekonomické situace vedla k obnovení důvěry zahraničních investorů a tím i k rostoucímu přílivu zejména soukromého kapitálu. Ten začal nabývat významnějšího rozměru přibližně od druhé poloviny roku 1993, trval po celý rok 1994 a kulminoval v roce 1995.

Údaje o dosažené intenzitě kapitálového přílivu jsou impresivní. V roce 1994 činil podíl čistého přílivu na HDP 8,5 %, v následujícím roce pak stejný ukazatel vyvrcholil dosažením rekordní úrovně 16,6 %.<sup>20</sup> V nemalé míře k takovéto akceleraci přílivu přispívalo deklarování širší směnitelnosti koruny a zlepšování ratingového ocenění České republiky.

**Tabulka 3**

**Objem kapitálových toků (v mld. Kč)**

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Finanční účet	88,2	97,0	218,3	113,6	34,3	89,3
Přímé investice	16,4	21,6	67,0	34,6	40,5	80,2
Portfoliové investice	46,7	24,6	36,1	19,7	34,4	34,5
Ostatní dlouhodobé invest.	23,4	31,9	89,4	84,4	12,9	-29,4
Ostatní krátkodobé invest.	1,6	19,0	25,8	-25,2	-53,5	4,0

*Pramen:* Česká národní banka

Nejvýznamnější přílivovou položkou se rychle stávaly finanční úvěry poskytované podnikům. V této oblasti se významně angažovaly domácí banky, které čerpaly

<sup>19</sup> Frontální útok byl tehdy veden na devizové rezervy obou nástupnických centrálních bank. Devizové rezervy České národní banky, které na začátku r. 1993 činily 842 mil. USD, poklesly během ledna o 590 mil. USD. Do podobně vážných potíží se dostala Národní banka Slovenska. Bližší podrobnosti viz Dědek a kol. (1996).

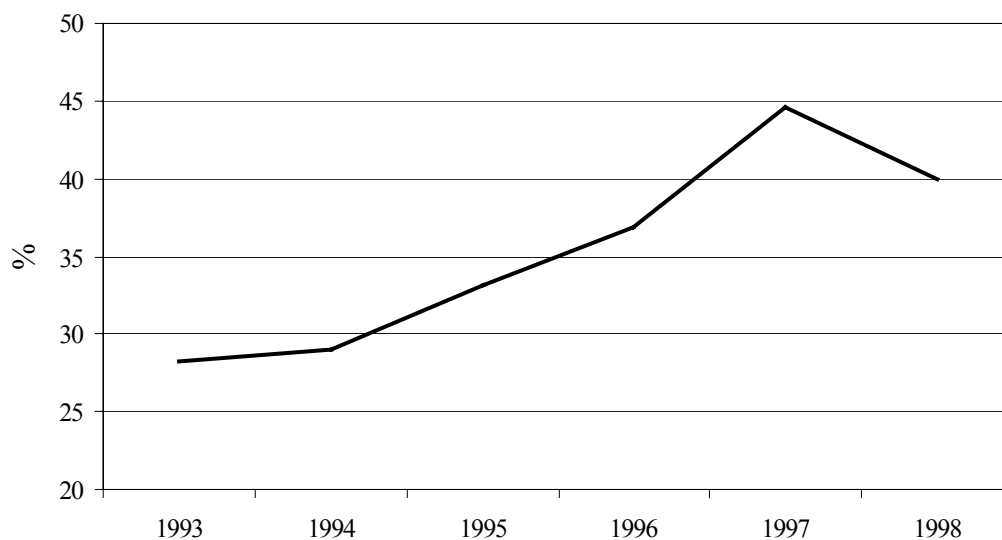
<sup>20</sup> V optice dobových čísel vyhlížel kapitálový příliv ještě dramatičtěji (pro roky 1994, resp. 1995 byl uváděn podíl na HDP ve výši 9,4, resp. 18,4 %). Až v létě 1997 Český statistický úřad zvýšil odhady HDP za minulé roky, což vedlo k částečnému poklesu řady relativních indikátorů. O intenzitě přílivu do ČR vypovídá i mezinárodní srovnání. Schadler aj. (1993) uvádějí pro vybrané země tyto procentní podíly na HDP: Chile (1990) 10,6, 3,5, 8,1; Mexiko (1989) 2,4, 4,6, 7,4, 7,6; Španělsko (1979) 3,8, 2,7, 3,8, 3,1. Letopočet v závorce se vztahuje k prvnímu roku přílivové vlny.

zahraniční zdroje, aby je pak dále zapůjčovaly formou devizových úvěrů.<sup>21</sup> Tento strukturální posun na jedné straně pozitivně přispíval k udržování převažujícího podílu dlouhodobého kapitálu, na druhé straně negativně přispíval k rostoucí váze dluhového kapitálu, ke zvyšování zahraniční zadluženosti.

Probíhající privatizace, jejímž produktem byly i obchody s akcemi z kuponové privatizace, stimulovala rostoucí příliv portfoliových investic. Jejich nemalá část zvyšovala přítomnost krátkodobého těkavého kapitálu. Silný impulz k přílivu horkých peněz vycházel v nemenší míře z úrokového diferenciálu, který přetrvával u instrumentů peněžního trhu (jeho hodnota se pohybovala v rozmezí 5-7 procentních bodů). Vlivem působení těchto faktorů dosahoval v roce 1995 krátkodobý kapitál na celkovém přílivu již téměř 30 procent.

**Obrázek 3**

**Vývoj hrubé zahraniční zadluženosti (% HDP)**



*Pramen:* Česká národní banka

<sup>21</sup> Banky poskytovaly devizové úvěry mnohdy jako korunové úvěry s variabilní jistinou, jejíž výše závisela na daném podkladovém objemu deviz a na hodnotě měnového kurzu (jakoby banka zapůjčila devizy, které při daném kurzu klient obratem prodá bance zpět za koruny). Pro podniky byly devizové úvěry zajímavé nižším úročením, banky pak s jejich pomocí mohly udržovat soulad devizových aktiv a pasiv. Na tomto základě v nejednom případě docházelo k reklasifikaci standardních korunových úvěrů na devizové. Jinou otázkou ale zůstávalo, zda banky netransformovaly kurzové riziko na riziko úvěrové tím, jak firma postižená kurzovou ztrátou přestává plnit své úvěrové závazky.

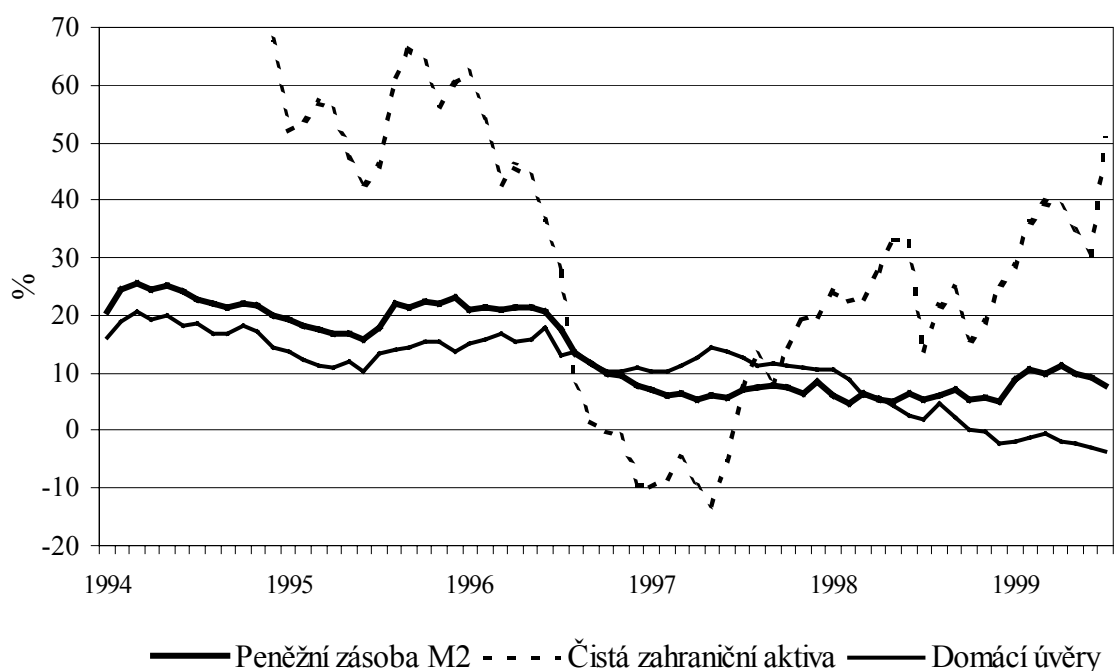


## 3.2 Reakce měnové politiky

Enormní přebytky na kapitálovém účtu platební bilance stavěly měnovou politiku před mnohá dilemata. Mohutná přílivová vlna hrozila přehřátím ekonomiky a vznikem nejrůznějších bublin. Tyto obavy byly podloženy vysokými růstovými tempy peněžní zásoby, která výrazně vybočovala z mezí vytyčeného koridoru.<sup>22</sup> Dominantním faktorem růstu peněžní zásoby byl kapitálový příliv, což dokládá vývoj čistých zahraničních aktiv (podíl této komponenty stoupl ze 45 % v roce 1993 až na 80 % v posledním čtvrtletí roku 1995). Pozadu nezůstávala ani domácí úvěrová expanze, tažená i tlačena nadbytkem likvidity v bankovním sektoru.

Obrázek 4

Vývoj struktury peněžní zásoby (meziroční změny)



*Pramen:* Česká národní banka

Jak na inflační rizika přílivové vlny reagovala měnová politika a čeho dosáhla? V první linii byly využity transfery, které mohly jednorázově přispět k neutralizaci mě-

<sup>22</sup> V r. 1995 byl relativně ustálený příliv přímých zahraničních investic jednorázově vyčýlen částkou 1,3 mld. USD, obdrženu za privatizaci podniku SPT Telecom. Tato investice byla sterilizována speciální dohodou o vytvoření depozita u centrální banky za podmínek obvyklých na mezibankovním peněžním trhu a deponováním stejné částky v zahraničí. Očištěn byl rovněž peněžní agregát M2, takže počínaje 3. čtvrtletím 1995 byl vykazován dvojnásobný růst peněžní zásoby, celkově a bez vkladu SPT Telecom.

nových účinků kapitálového přílivu. Do této skupiny opatření lze řadit předčasné splacení veškerých úvěrů přijatých od Mezinárodního měnového fondu. Uzavřena byla též dohoda s vládou o stažení příjmů získaných z výnosů malé a velké privatizace od komerčních bank na účty u centrální banky. Příznivě posuzovány též byly kroky, které ve svém důsledku podporovaly růst transakční poptávky po devizách. V této souvislosti je možné zmínit zavedení restriktivnějších pravidel pro devizové obchody s centrální bankou a také přechod k volnoměnovému platebnímu styku se Slovenskou republikou.<sup>23</sup>

Jeden z prvních kroků aplikace přímých nástrojů měnové politiky spočíval v ukončení některých úvěrových facilit, jejichž prostřednictvím centrální banka půjčovala fondy komerčním bankám. Významnější místo ale zaujaly neúročené povinné minimální rezervy, jejichž výše se v době kulminujícího přílivu pohybovala na úrovni 8,5 procenta (stavební spořitelny podléhaly nižší sazbě 4 procent). Pro centrální banku tento nástroj představoval přímočarý, efektivní a zejména levný způsob stahování nadměrné likvidity z bankovního sektoru. Současně však měl svá omezení daná tím, jak tato implicitní forma zdanění dodatečně zatěžovala hospodářský výsledek bank.

Těžiště odezvy centrální banky na masivní příliv kapitálu se nacházelo v operacích na volném trhu, v tzv. sterilizovaných intervencích. K této technice ostatně nutil tehdy uplatňovaný intervenční automat, který v rámci tzv. fixingu ukládal centrální bance odkupovat, při dané hodnotě fixního kurzu, veškeré množství deviz nabízené obchodními bankami k prodeji. Emitované koruny, které centrální banka připisovala ve prospěch prodávajících bank, byly pak plně nebo jen zčásti sterilizovány prodejem krátkodobých cenných papírů (tzv. pokladničních poukázek České národní banky). Tímto způsobem vyrostly devizové rezervy prakticky z nuly po měnové odluce v únoru 1993 na přibližně 14 mld. USD koncem roku 1995. Přitom v samotném roce 1995 byl dosažen přírůstek 7,5 mld. USD. Zrcadlově k bytí devizových rezerv se zvyšovala držba krátkodobého dluhu centrální banky v portfoliích

---

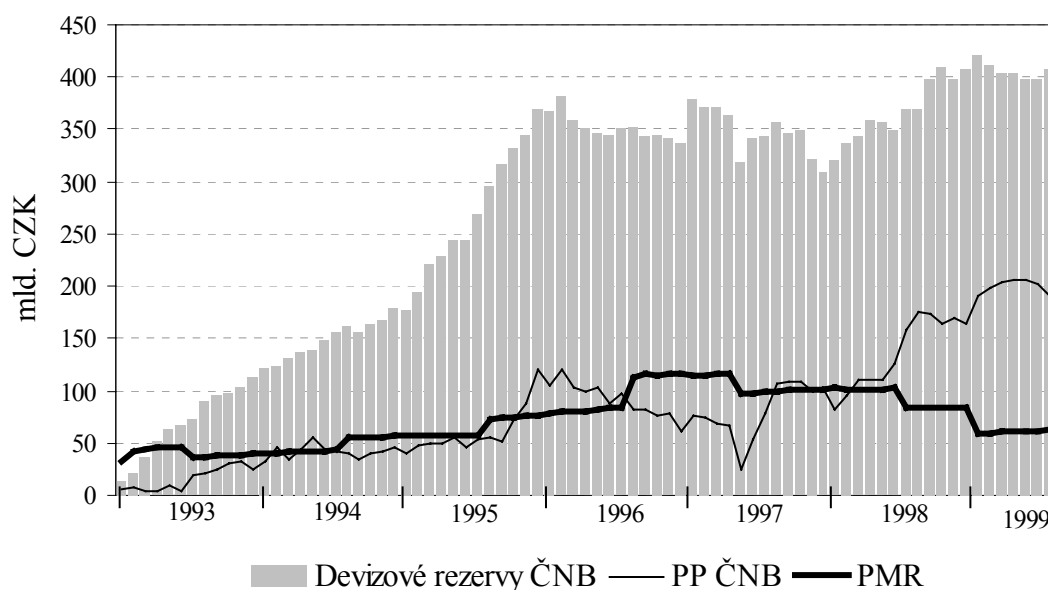
<sup>23</sup> Systém clearingového zúčtování tvořil spolu s celní unií významný nárazník, který tlumil dezintegrační šok po rozdělení homogenní československé ekonomiky na dva samostatné celky. Založen byl na užití národních měn ve vzájemném platebním styku nástupnických ekonomik, z nichž obě trpěly výrazným nedostatkem devizových prostředků, a na zapojení státních rozpočtů do vykrývání bilančních sald. Jednostranné vypovězení této platební smlouvy českou vládou bylo synchronizováno se schválením nového devizového zákona, zavádějícího vnější směnitelnost české koruny. Bližší podrobnosti viz Dědek a kol. (1996).

obchodních bank, a to z průměrného stavu 14 mld. CZK v roce 1993 na 56 mld. v roce 1995.

Jak známo, sterilizované intervence působí dvousečně. Na straně pozitiv lze jmenovat udržování kurzové stability a bezprostřední redukci inflačních tlaků. Jelikož je však nezbytné stimulovat obchodní banky k držení stále většího dluhu centrální banky, úrokové sazby tíhnou k růstu. Vyšší úrokový diferenciál v kombinaci s pevným kurzem následně přitahuje příliv nových horkých peněz.<sup>24</sup> Rostoucí zásoba krátkodobých cenných papírů v rukou bankovního sektoru také vytváří rezervoár pohotové likvidity, jehož vyprazdňování v souladu s autonomním rozhodováním obchodních bank může komplikovat cíle měnové politiky kdykoliv v budoucnosti. A v neposlední řadě je tu kumulovaná účetní ztráta centrální banky, která je příjemcem nižších úroků

**Obrázek 5**

### Sterilizace a růst devizových rezerv



*Pramen:* Česká národní banka

<sup>24</sup> Efektivnost sterilizace bývá měřena odhadem tzv. ofsetového koeficientu. Tento koeficient se pohybuje v rozmezí od nuly do jedné, přičemž interpretace je taková, že čím blíže jsou hodnoty jedné, tím nižší je schopnost centrální banky provádět autonomní řízení peněžní zásoby (sterilizace kapitálového přílivu jenom podporuje nový příliv). Opakované výpočty za roky 1994-95 vedly k hodnotě ofsetového koeficientu v intervalu 0,3-0,6. Tendence k růstu tohoto koeficientu pak korespondovala s rozšířeným názorem, že účinnost stále nákladnějších sterilizačních opatření postupně klesá.

z devizových aktiv a plátcem vyšších úroků z korunových pasiv. Tato ztráta výrazně narůstá s každým procentním bodem kurzového zhodnocení.

Se všemi těmito kontroverzními aspekty sterilizovaných intervencí byla Česká národní banka průběžně konfrontována. Postupně uzrávalo přesvědčení o nemožnosti pokračovat ve vyjetých kolejích, o nutnosti provést systémovou změnu, která by ukončila každodenní stereotyp nafukování bilance centrální banky devizami na straně aktiv a krátkodobým dluhem na straně pasiv. Touto systémovou změnou bylo myšleno opuštění rigidně pevného kurzu, který s malými technickými obměnami, avšak s nezměněnou centrální paritou, po dobu více než pěti let tvořil stálou kulisu české cesty transformace.

Ve výčtu opatření reagujících na přílivovou vlnu by neměly chybět i některé pokusy o administrativní regulaci. Do této kategorie patří tzv. limity na otevřené krátkodobé pozice vůči nerezidentům, zavedené v srpnu 1995. Běžným projevem kapitálového přílivu bylo totiž to, že obchodní banky přijímaly vklady od nerezidentů, které pak zapůjčovaly rezidentům. Tím současně narůstal bilanční nesoulad mezi pohledávkami a závazky vůči nerezidentům. Bankám bylo proto nařízeno, že krátkodobá nerezidentní pasiva mohou převyšovat nerezidentní aktiva maximálně o 30 procent, při absolutním stropu 500 mil. CZK.

Jmenované limity se ovšem nesetkaly s výraznějším úspěchem, neboť nebylo obtížné nalézt cesty k jejich obcházení. Velmi jednoduše se to dalo zařídit reklasifikací krátkodobých kontraktů (se splatností kratší než jeden rok) na dlouhodobé (splatnost 1 rok + 1 den apod.).<sup>25</sup> Mezi zahraničního zapůjčovatele a domácí banku rovněž stačilo umístit domácí nebankovní finanční instituci. Potom banka vstupovala do obchodního vztahu již vůči rezidentu, a tím vypadávala z dosahu limitů.

Rostoucí problémy s přílivovou vlnou vyzývaly k házení větších zrněk písku do soukolí kapitálových toků. Analyzována byla zejména chilská zkušenost s depozitní povinností, jejíž kalibrace umožňovala působit selektivně podél splatnostního spektra přitékajícího kapitálu. Legislativní opora pro vytváření povinných depozit u centrální banky se dokonce dostala do nového devizového zákona. Jmenované opatření ale nakonec aplikováno nebylo. Převládající liberální atmosféra s obecnou nechutí

---

<sup>25</sup> Instruktivní svědectví podává Jílek (1996). Bezprostředně před zavedením regulace nerezidentských pozic činil podíl krátkodobých resp. střednědobých vkladů u zahraničních bank 81 % resp. 16 %. Po měsíci působnosti regulace se tato relace mezi krátkodobými a střednědobými vklady přehoupla na 48 % a 50 %.

k zavádění nových administrativních kontrol byla bezesporu jedním vysvětlením, ne však tím hlavním. Spíše se prosadil názor ponechat si depozitní povinnost prozatím v záloze a vyhlásit ji teprve tehdy, nezaberou-li tržně konformní přístupy, mezi nimi pak zejména změna kurzového režimu. A jelikož tržní přístupy zabraly, diskuse o přínosu depozitní povinnosti velmi rychle odezněla.

Mohutná přílivová vlna nepochybně testovala hranice schopností měnové politiky. Zcela jistě disponovala dostatečně silným potenciálem k rozkolísání makroekonomické stability. Situace se však nevymykala kontrole. Inflační impulzy šlo vesměs zvládat měnovými nástroji. Opakovaně se vracela otázka výraznějších rozpočtových přebytků, které by podpořily měnovou politiku v jejím zaneprázdnění přílivovou vlnou. Nesetkávala se však s pozitivní odezvou vlády.

Epizoda kapitálového přílivu v letech 1994-95 se do historie české ekonomiky zapsala jako období hojnosti. Bankovní sektor se topil v nadbytku likvidity, sektor domácností se těšil rychlému růstu reálných mezd. Převládající optimistický tón byl udáván svižnými tempy hospodářského růstu a extrémně nízkou nezaměstnaností. Česká republika si tak mohla připsat další kreditní body ke své reputaci úspěšně se transformující ekonomiky, která na pozadí rizik přílivové vlny nezanedbává zásadu zdravého makroekonomického prostředí a ctí svá liberalizační předsevzetí. Doba hojnosti ale netrvala dlouho. Příliv kapitálu ztratil na své intenzitě a latentní tíhnutí k přehřívání dostávalo stále zřetelnější obrysy. Bylo zapotřebí přivřít barové okénko, společnost se však chtěla bavit dál.

---

## 4 Fenomén silné koruny

Hledáme-li osobité rysy v přístupech k ekonomické transformaci, které v určitém směru vydělují jednotlivou zemi vůči ostatním exemplářům téže skupiny, potom česká cesta transformace nemůže nezaujmout fenoménem dlouhodobé kurzové stability. Je skutečně pozoruhodné, že během dosavadní devítileté historie hospodářské reformy kurz koruny vůči americkému dolaru nominálně oslabil přibližně o 18 procent, vůči německé marce pak o 9 procent. Pro srovnání, za stejnou dobu maďarský forint urazil dráhu vůči uvedeným dvěma měnám 210 a 190 procent. Pro polský zlotý to bylo 270 a 240 procent.<sup>26</sup>

Jsme ale skutečně oprávněni interpretovat tuto primární informaci o ojedinělé vnější stabilitě české měny jako úspěch české hospodářské politiky? Nejedná se pouze o pozlátko, jehož odstranění nás upozorní na významnou příčinu měnové krize? Nemálo ekonomů totiž uvažuje právě tímto způsobem. Volání po devalvacích, intervencích a slabší koruně byla s větší či menší intenzitou slyšet prakticky permanentně. Žádný jiný koncept na sebe patrně nesoustředil takovou pozornost analytiků a ekonometrů jako odhady nejrůzněji definovaných rovnovážných úrovní kurzu a z toho plynoucího řádu nadhodnocení. A přesto se kurz choval tak, jak se choval, tj.

---

<sup>26</sup> Podíl průměrné hodnoty z března 1999 k průměrné hodnotě r. 1991. Podkladové údaje byly převzaty z publikací MMF International Financial Statistics.

víceméně ignoroval doporučení a predikce žádoucích hodnot.

Můžeme tudíž tvrzení o silné koruně řadit k fundamentálním anebo jen k okrajovým příčinám rostoucí vnější nerovnováhy a navazující měnové krize? A bylo vůbec v silách centrální banky čelit posilování měny, byť by pro domněnku o fundamentálním nadhodnocení existovaly méně vágní argumenty? To jsou otázky, na které následující pasáže hledají odpověď.

#### 4.1 Kotva, polštář a korzet

Kurzový režim aplikovaný při startu ekonomické transformace vyvolával asociaci dvou poeticky zbarvených termínů: kotva a polštář. První z nich, kotva makroekonomické stabilizace, vyjadřoval záměr reformátorů využít politiku pevného kurzu k vytvoření jakéhosi pevného bodu pro všechny převratné liberalizační změny, které ekonomická reforma uvedla do pohybu. Žádný lepší stabilizující prostředek obdařený souměřitelnými efekty pro transparentnost, kredibilitu, ale i účinnost politik vlády a centrální banky nebyl identifikován.<sup>27</sup> Úvahy o blahodárném působení kurzové kotvy tak vedly k volbě vysoce rigidního kurzového režimu, který vytvářel minimální prostor pro rozhodovací volnost měnových autorit.<sup>28, 29</sup>

---

<sup>27</sup> Podrobnější diskuse kurzových režimů v tranzitních ekonomikách je obsažena v pracích Dornbush (1994), Sachs (1996).

<sup>28</sup> Režim pevného kurzu byl konstruován jako vazba koruny na koš měn, jehož složení podléhalo periodickým úpravám. Od 28. prosince 1990 do 1. ledna 1992 platila následující struktura: DEM 45,52 %, USD 31,34 %, ATS 12,35 %, CHF 6,55 %, GBP 4,24 %. Od 2. ledna 1992 do 2. května 1993 bylo složení následující: USD 49,07 %, DEM 36,15 %, ATS 8,07 %, CHF 3,79 %, FRF 2,92 %. Od 3. května 1993 do 26. května 1997 byl měnový koš složen pouze ze dvou měn: DEM 65 %, USD 35 %.

<sup>29</sup> Raná podoba pevného kurzu udávala vztah koruny ke směnitelným měnám jednoznačně v souladu s aritmetikou měnového koše. To znamená, že se znalostí počátečních parit a váhového složení měnového koše stačilo dosadit do příslušných vzorečků aktuální světové kurzy košových měn a tím vypočítat kurz koruny vůči všem ostatním směnitelným měnám. Teprve od září 1992 bylo zavedeno úzké pásmo  $\pm 0,5$  procentního bodu od centrální parity, což vytvářelo určitý prostor pro doladování výše kurzu podle poměrů nabídky a poptávky. V dubnu 1995 došlo k dalšímu rozšíření pásma na  $\pm 0,75$  procentního bodu tím způsobem, že centrální banka začala v obchodech s bankami používat rozpětí 0,25 procentního bodu mezi prodejní a nákupní cenou deviz. Vlastní technika obchodování se řídila pravidly tzv. devizového fixingu.

Byl zde ale také již zmíněný kurzový polštář v podobě sledu počátečních devalvací. Třebaže významná část tohoto oslabení domácí měny měla charakter na pravení jedné z nejkřiklavějších cenových deformací převzatých z plánované ekonomiky, pravdou zůstává, že prostředí podhodnoceného kurzu patřilo k vědomému zámeru v rámci balíku základních reformních opatření. Navíc zásada, že lepší je mýlit se na správné straně, podpořila v diskusích o žádoucí paritě variantu zaručující výraznější podstřelení „rovnovážné“ úrovně. Teze o silné koruně tak ani v nejmenším nefigurovala v konturách výchozího kurzového režimu.<sup>30</sup>

Má-li být popis kurzové politiky z počátečního stadia reformy úplný, je účelné rozšířit dvojici pojmů kotva a polštář ještě o pojem „korzet“. Bylo totiž nezbytné vnořit kurzový polštář do korzetu restriktivních politik, a tím předejít rychlému vyprazdňování polštáře, k němuž by docházelo, kdyby vysoká míra inflace tlačila na rychlé reálné zhodnocování kurzu. Koneckonců, počáteční oslabení kurzu iniciovalo výrazný inflační skok.<sup>31</sup>

Je nutné mít současně na zřeteli, že sevření kurzového polštáře korzetem bylo možné jedině díky zárodečnému stavu finančních trhů. Ekonomika byla uzavřena na kapitálovém účtu platební bilance, a proto i izolována od měnových účinků kapitálových toků. Centrální banka mohla regulovat poskytování úvěrů pomocí úvěrových a úrokových stropů, a také neformálně působit na hrstku státních bank vydělených z původního uspořádání monobanky. Chování mezd bylo celkem úspěšně usměrňováno pomocí důchodové regulace. Kromě toho kredibilitu výchozí kurzové parity podporoval původně nezamýšlený mzdový polštář, který vznikl tím způsobem, že počáteční inflační skok byl překvapením pro dosahovaný nárůst nominálních mezd, načež rezultující propad reálných mezd o 26 procent byl jen postupně eliminován.

---

<sup>30</sup> Série kurzových změn začala 8. ledna 1990 sjednocením tzv. obchodního kurzu (15 CSK/USD pro zahraničně obchodní transakce) a neobchodního kurzu (10 CSK/USD pro vybrané jednostranné převody) na hladině oficiálního kurzu 17 CSK/USD (nazýván byl kurzem pro obchodní a neobchodní platy). Vyhlášen byl turistický kurz 38 CSK/USD, upravený v polovině roku na 23 CSK/USD. Dne 15. října 1990 byl oficiální kurz devalvován na 24 CSK/USD a turistický kurz na 30 CSK/USD. Současně nabyla na účinnosti opatření regulující platební styk se zahraničím. Těsně před spuštěním ekonomické reformy byl 28. prosince 1990 odstraněn režim dvojího kurzu, načež kurzová kotva byla nastavena na úroveň 28 CSK/USD.

<sup>31</sup> V prvním roce transformace činila inflace 56,6 %. Podle odhadů se ale na tomto jednorázovém cenovém skoku vedle podhodnoceného kurzu z 50 až 70 % podílely i další faktory (rozsáhlá liberalizace cen, odstranění velkého počtu subvencí, přechod na světové ceny place- né za dodávky ruské ropy aj.).



Restriktivním účinkem působila fiskální politika, která mohla vyprazdňovat výdajový polštář, neboli seškrátávat mnohé dotační a subvenční tituly, jež přežívaly z doby centrálně plánované ekonomiky. Nic podobného se nedalo zopakovat později, jakmile již jednou česká ekonomika opustila přechodnou transformační fázi s dominantními prvky direktivně řízené a finančně uzavřené ekonomiky.

Jaké zkušenosti z tohoto období hospodářská politika načerpala? Shoda panuje v tom, že podhodnocený kurz přispěl ke zmírnění šoku, který následoval po rozpadu bývalých trhů RVHP, a tím napomohl rychlejší reorientaci obchodních toků z východu na západ. V kombinaci s transformační recesí byla dosažena přebytková obchodní bilance. V tomto smyslu kurzový doping splnil svá očekávání.

Politika podhodnoceného kurzu ale také stále zřetelněji upozorňovala na svá negativa. Převažující většina podniků nevyužila kurzový polštář k potřebné restrukturalizaci, nýbrž na něm usnula a probudila se, až kurz „začal kousat“. Ve struktuře obchodní bilance vysoký podíl připadal na vývozy surovin a dalších komodit s nízkým stupněm zpracování, což přibližovalo české hospodářství k charakteristikám méně rozvinutých zemí třetího světa. Měkký kurz nestimuloval zdokonalování necenových forem konkurence a umožnil přežívat málo životaschopným firmám.

Z výše uvedených důvodů sílila averze k vytváření nových kurzových polštářů poté, co ty staré splasknou. Rostlo přesvědčení, že kurz musí spíše tlačit na restrukturalizaci než nezbytnou restrukturalizaci oddalovat. Nositelem těchto myšlenek se stala zejména centrální banka, která pociťovala zřetelnou vazbu mezi velikostí polštáře a rezultujícího přikrmení inflace. Jestliže ale ostře odmítla tzv. řízenou devalvaci později, při hledání východisek z extrémně vysoké vnější nerovnováhy, pak k tomu již měla zcela jiné důvody.

### **4.3 Uplatňování vůdčí role kurzu**

Umístěním vypoštěřované kotvy do korzetu restriktivních politik bylo dosaženo toho, že prvotní proexportní cenový stimul nepřerostl do pádivé inflace. Naopak, k vyprazdňování kurzového polštáře docházelo postupně tím, jak se podařilo stabilizovat inflaci a přimět ji k rychlému poklesu směrem k jednociferným hodnotám. Nicméně i při mírných hodnotách inflace stále zůstával nezanedbatelný inflační diferen-

ciál, který vyvolával reálnou apreciaci koruny, a tím působil restriktivně na chod reálné ekonomiky.

V ekonomické literatuře se v této souvislosti diskutuje otázka, zda kurz má vést nebo následovat. Jinými slovy, má být upřednostňována disciplinující role kurzu, kdy tato ekonomická veličina působí jako pevný parametr, jemuž se musí vše ostatní přizpůsobovat (zejména mzdová vyjednávání a nákladové kalkulace výrobců)? Anebo to má být kurz, který bude nějakým způsobem přizpůsobován potřebám ekonomických aktérů?

V uvedeném dilematu se hospodářská politika jednoznačně rozhodla pro roli kurzu jako vůdce. Stabilní kurz měl spoluvytvářet efektivní strukturální změny, stimulovat necenové formy konkurence, upevňovat exportní profil rozvinuté a nikoli rozvojové ekonomiky, vnášet finanční disciplinu do chování mikrosféry. Vysoká otevřenost a rostoucí technologická propojenost české ekonomiky na vnější okolí rovněž znamenala, že výhody, které vývozcům přináší znehodnocený kurz, byly z velké části negovány dražšími dovozy investic a komponentů, bez nichž by ale vývozy ztrácely konkurenceschopnost.

Rychlým sestupem k jednociferným hodnotám inflace rostla jistota, že hospodářská sféra bude schopna absorbovat disciplinární tlak reálně se zhodnocujícího kurzu. Ostatně zprvu toto zhodnocování jenom vyrovnávalo předchozí prudké oslabení. Od určitého okamžiku ale již kurz plynule najel na dráhu trvalé reálné apreciacie. Naměřené hodnoty říkají, že v letech 1993 až 1996 reálné zhodnocování probíhalo ročním tempem 4-7 procent, v závislosti na použité definici reálného kurzu.<sup>32</sup> Bylo to příliš anebo se zhodnocování pohybovalo ve stále ještě rozumných mezích? Ekonomika koneckonců rostla, takže jistá proporce tohoto zhodnocování mohla být považována za rovnovážnou.<sup>33</sup>

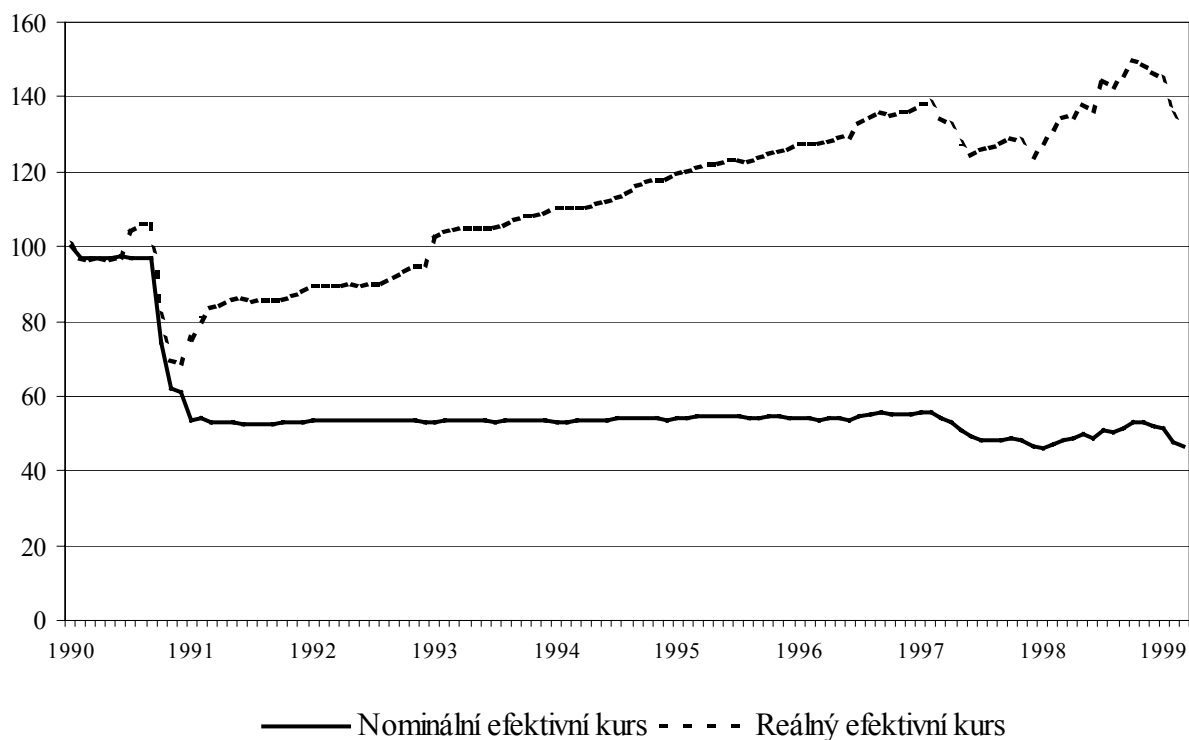
---

<sup>32</sup> Tyto údaje jsou čerpány z práce Čapek (1997).

<sup>33</sup> Jedná se o známý Balassa-Samuelsonův efekt, který v logice určitých předpokladů vyjadřuje velikost reálného zhodnocování funkčním vztahem, ve kterém figuruje rozdíl v růstu produktivity domácí a zahraniční ekonomiky, a také relativní velikost obchodovatelného a neobchodovatelného sektoru. Jednoduše řečeno, čím rychleji ekonomika roste, tím vyšší si může dovolit reálné zhodnocování kurzu, resp. při pevném kurzu může vykazovat vyšší inflaci.

Obrázek 6

Vývoj nominálního a reálného kurzu (průměrné měsíční hodnoty)



*Pramen:* Česká národní banka

Rozhodovací problém ale ležel jinde než ve zjištění, zda a o kolik fakticky pozorované reálné zhodnocování překračuje udržitelnou mez. Otázka zněla spíše tak, zda závěry o nadměrné reálné apreciaci, které se nikdy nedovedly zbavit nádechu ekonometrického experimentování, byly natolik robustní, aby bylo dosaženo názorové shody v tom, že politika pevného kurzu nutně potřebuje být vystřídána jiným kurzovým režimem, jenž by lépe ošetřoval problematiku reálného zhodnocování.<sup>34</sup>

<sup>34</sup> V diskusích o rovnovážné hladině kurzu se objevovala dvě protichůdná stanoviska, někdy paradoxně obsažená v pracích jednoho a téhož autora. Na jedné straně pohled běžného účtu, který zneklidňoval rostoucími deficity, dával empirickou fundaci názorům o nadhodnoceném kurzu. Vedle toho zde ale byly propočty tzv. koeficientu ERDI (Exchange Rate Deviation Index), definovaného jako poměr tržního kurzu a kurzu na bázi parity kupní síly. Tyto propočty naopak naznačovaly hluboké podhodnocení kurzu. Např. Spojenými národy sponzorovaný program ECP 93 identifikoval 2,81násobné podhodnocení české koruny vůči americkému dolaru a 3,57násobné podhodnocení vůči německé marce. Na bázi obrátů s 31 hlavními obchodními partnery odhadl Čapek (1997) dolarové koeficienty ERDI pro roky 1993, 1994 a 1995 ve výši 2,58, 2,45 a 2,09. To by tedy znamenalo, že ještě v r. 1995 byla česká koruna asi dvojnásobně podhodnocena vůči dolaru. Při této optice by tudíž reálné zhodnocování pouze

V praxi by to znamenalo obětovat disciplinární funkci pevného kurzu nějakému režimu řízených devalvací. Nechuť k něčemu takovému ale sjednotila všechny hlavní tvůrce hospodářské politiky.<sup>35</sup> Přínosy pevného kurzu pro makroekonomickou stabilitu, nízkoinflační prostředí, efektivní restrukturalizaci a perspektivní exportní strukturu zcela jednoznačně stavěly toto kurzové uspořádání po dlouhou dobu do role jasného favorita.

### 4.3 Plování uvnitř pásma

Jak známo, pevný kurz byl nakonec opuštěn, i když málokdo by na začátku ekonomické transformace uvěřil, že nastavená parita vydrží po dobu pěti let a dvou měsíců. Jestliže přesto narůstalo přesvědčení o nutnosti změny kurzového režimu, hlavním důvodem nebyla úvaha o škodlivých důsledcích nadměrného reálného zhodnocování pro vývoj běžného účtu platební bilance. Nikdo nepopíral, že pevný kurz nemá perspektivu, jestliže jeho autorita jako vůdce příliš nepůsobí na chování mezd a není zde ani politická shoda na vytvoření institucionálního zázemí, které by ukotvilo mzdová vyjednávání hlediskem kurzové stability. Toto jistě byly důležité důvody, které podlamovaly dlouhodobou kredibilitu politiky pevného kurzu. Nebyly to však důvody nejdůležitější.

Primární impulz ke změně vycházel z postupující liberalizace kapitálových toků. Tento proces stále zřetelněji obnažoval nekompatibilitu magického trojúhelníku, jehož vrcholy tvoří inflační, a tím i úrokový diferenciál, pevný kurz a volný pohyb kapitálu. Při tomto uspořádání vznikl jednoduchý stroj na peníze, fungující tím způsobem, že prakticky při nulovém kurzovém riziku zahraniční investor inkasoval rozdíl

---

svědčilo o postupném snižování cenové konkurenceschopnosti, zdaleka ne však o ztrátě cenové konkurenceschopnosti.

<sup>35</sup> Z uvedených důvodů byla v diskusích o nástupci pevného kurzu jen okrajová pozornost věnována režimu posuvného zavěšení (crawling peg). Tento kurzový režim vyvolával na prvním místě obavy, že dopředu oznámený plán minidevalvací se projeví v ještě hlubším zakořenění inflačních očekávání, aniž by nějak citelně napomohl cenové konkurenceschopnosti vývozu. Řešit vnější nerovnováhu oslabováním domácí měny by totiž vyžadovalo mnohem razantnější zásah, než jaký by implikovalo pravidlo o udržování konstantní hodnoty reálného kurzu, vycházející z relativně příznivých hodnot dosahovaných cenových indexů. Právě nízkou inflací se Česká republika lišila od Polska a Maďarska, tj. dvou zemí, kde kurzový režim posuvného zavěšení byl úspěšně aplikován.

mezi velikostí domácí a zahraniční úrokové sazby. Logickým důsledkem byla bludná spirála sílícího přílivu horkých peněz a nákladných sterilizovaných intervencí.<sup>36</sup>

Nový kurzový režim musel oslovit na prvním místě výše uvedenou nekompatibilitu. S nastavením domácích úrokových sazeb, které reflektovalo domácí měnové podmínky, však nešlo příliš hýbat. Ani cesta zpět k uzavírání ekonomiky na kapitálovém účtu platební bilance nepřicházela v úvahu. Řešení proto spočívalo v podstupování vyššího kurzového rizika. Na tomto základě byla v únoru 1996 realizována idea flukтуаčního pásma, jehož hranice byly umístěny do vzdálenosti  $\pm 7,5$  procentních bodů od staronové centrální parity.

Není účelem této práce vyhodnocovat, do jaké míry se flukтуаční pásmo zhostilo funkce repelenta horkých peněz. V daném kontextu je důležitější otázka, jak nový kurzový režim naložil s problémem reálného zhodnocování. Někteří pozorovatelé se domnívali, že větší prostor pro volné působení tržních sil přihlédne k fundamentálním zájmům běžného účtu. Očekávali, že rostoucí deficity běžného účtu povedou k samovolnému oslabování kurzu, a tím i k obnovování vnější rovnováhy. Zvolená šířka flukтуаčního pásma propůjčovala tomuto scénáři dostatečný realizační prostor. Chování kurzu však vesměs ignorovalo tyto představy. Jako ve všech finančně otevřených ekonomikách se i v české ekonomice prosadilo dominantní postavení kapitálového účtu vůči transakcím běžného účtu. A jelikož kapitálové toky

---

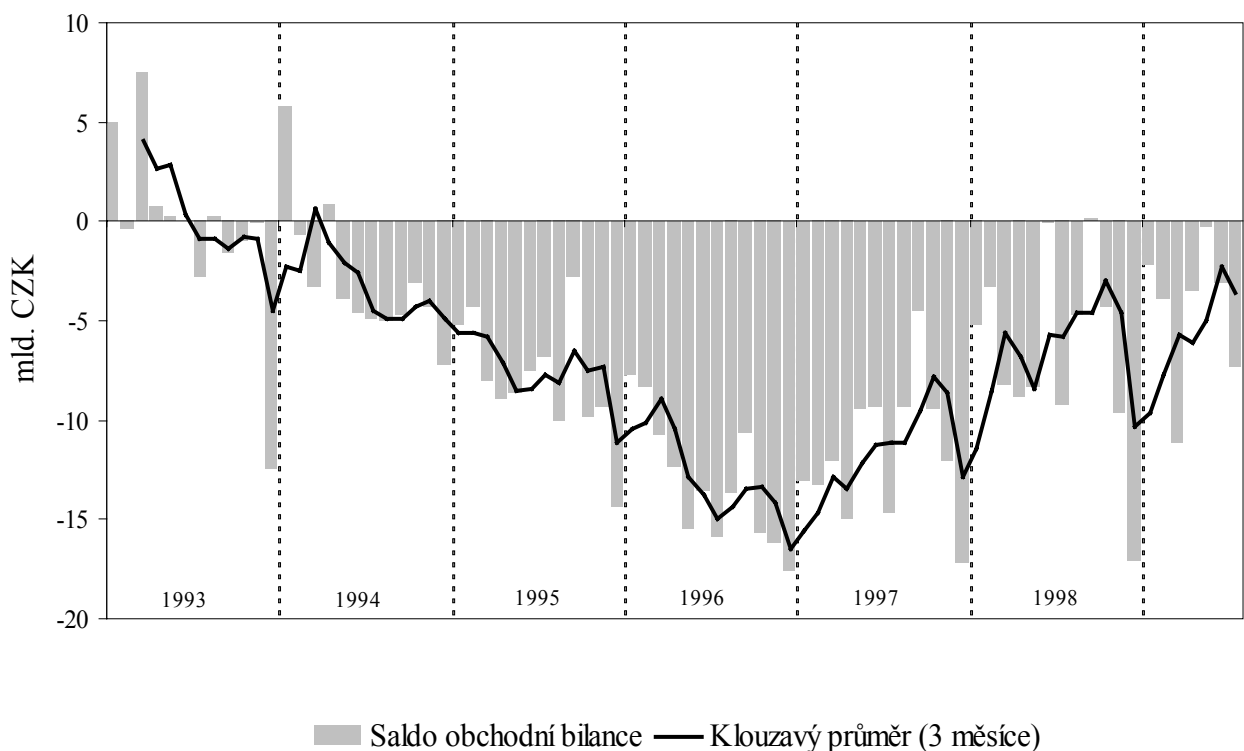
<sup>36</sup> Byly to zejména pobočky a dcery zahraničních bank, které zužitkovaly výše uvedené arbitrážové schéma do nabídky tzv. nedoručitelných forwardů (non-deliverable forward). Fungování tohoto produktu si lze ve zjednodušené podobě představit následujícím způsobem. Banka uzavírá s klientem dohodu o budoucím nákupu deviz za termínový kurz  $F$  a tyto devizy pak okamžitě klientovi prodá za spotový kurz  $S$ . S ohledem na techniku zajištění termínové operace (vytvoření korunového depozita proti termínovému nákupu deviz a dolarového dluhu proti budoucímu dolarovému příjmu) bude pro banku termínový obchod neutrální za předpokladu, že termínový kurz je stanoven v souladu s podmínkou tzv. pokryté úrokové parity,  $F = S(1 + r_D)/(1 + r_F)$ , kde  $r_D$  resp.  $r_F$  značí domácí resp. zahraniční sazbu. Banka tedy nevydělává ale ani neprodělává, kladný úrokový diferenciál  $r_D > r_F$  ovšem implikuje  $F > S$ , takže souběžná realizace spotové a termínové operace vynáší klientovi korunový zisk  $F - S$  na jeden dolar. A jelikož v obou operacích vystupuje proti klientovi stále stejná banka, namísto souběžné realizace uvedených dvou operací je klientovi jednoduše připsán na účet arbitrážový zisk. Praktická podoba nedoručitelných forwardů musela brát ohled na volatilitu zahraničních měn v rámci struktury měnového koše a také respektovala určité dělení arbitrážového zisku mezi bankou a klientem. Jílek (1996) uvádí, že měřeno hodnotou podkladového aktiva dosahoval objem nedoručitelných forwardů přibližně výše 20 mld. CZK.

měly silné pobídky k přílivu, proti nimž „pro nedostatek špatných zpráv“ nestály žádné významnější vyvažující pobídky k odlivu, dostavila se nominální apreciaci, která dále posílila již tu existující reálnou, generovanou inflačním diferencíalem.

Sama centrální banka nebyla v té době jednotná v názoru, zda čelit nominální apreciaci devizovými intervencemi. Nakonec ale převážilo přesvědčení, že sama toho moc nezmůže proti trendu. Ten byl skutečně silný a později ještě upevněný přetížením měnové politiky v období před měnovou krizí. Centrální banka se chtěla vyhnout riziku, že neúspěšné intervence poškodí její kredibilitu a navíc nanovo spustí sterilizační kolotoč. A tak se nakonec rozhodla tato rizika nepodstupovat, když konečným chování kurzu nekolidovalo s deklarovaným kurzovým režimem flukтуаčního pásma a navíc drželo na uzdě mnohé akutní inflační tlaky.

**Obrázek 7**

### Vývoj obchodní bilance



*Pramen:* Česká národní banka

A je zde ještě podstatná okolnost, která nabourává jednoduché schéma o tom, že nicneděláním, tj. neintervenováním proti nominální apreciaci, centrální banka uspěla měnovou krizí. Nezní to možná příliš konzistentně s učebnicovou poučkou o

negativním vlivu reálného posilování na chování běžného účtu, pravda je nicméně taková, že začátek roku 1997 přinesl pozitivní zlom do statistiky obchodní bilance. Její deficity začaly opisovat lepší se trend, což podporovalo hypotézu, že kombinace měnové restrikce a předchozí vlny proexportně zaměřených investic začíná přinášet první ovoce. Proto spíše než na nadměrné zhodnocování koruny by možná bylo více k věci stýskat si na nepřízeň osudu, na jakousi unáhlenost finančních trhů, které nedaly dostatek času k potvrzení sebelikvidující povahy vnější nerovnováhy. Jinými slovy, kdyby vnější impulzy k měnové krizi přišly o něco později, kdyby kulminování vnější nerovnováhy nespadlo do období vyhrocených poměrů v jihovýchodní Asii, možná že by ke spuštění krize chybělo kritické množství hybných sil. Toto by ale byl příliš alibistický závěr, neboť hospodářská politika by měla počítat s tím, že šťastné dny se střídají se smolnými a že překvapení může přijít i v ten nejméně vhodný okamžik.

---

## 5 Schylování k bouři

Žádný válečný konflikt nepropuká ze dne na den. Obvykle býváme svědky postupného zostřování napětí, které o sobě dává vědět prostřednictvím drobných pohraničních přestřelek, výměn diplomatických nót a podobných zneklidňujících událostí. Jinými slovy, obvykle bývá dostatek času k rozpoznání horšící se situace a také je dán prostor pro politické urovnání či alespoň obrušování ostrých hran. Záleží jen na hlavních aktérech, jak zvládnou šance k odvrácení hrozícího konfliktu. Ve výše uvedeném smyslu lze průběh roku 1996 a prvních měsíců roku následujícího považovat za období gradujícího napětí, během něhož bylo vysláno dostatek signálů o komplikující se hospodářské situaci a které nebylo využito k nalezení účinné preventivní akce proti stále více zející vnější nerovnováze.

### 5.1 Blednoucí obraz úspěšné transformace

Počátek roku 1996 byl ještě ve znamení ofenzívy vedené proti přílivové vlně. Podstatnou změnu zaznamenal kurzový režim: od 28. února vešlo v platnost rozšířené flukтуаční pásmo z dosavadních  $\pm 0,5$  na  $\pm 7,5$  procent při zachování centrální parity i struktury měnového koše. Centrální banka byla připravena nepřipustit desta-



bilizaci kurzu, kterou by mohla vyvolat nárazová změna kurzového režimu, a proto intervenovala v reakci na bezprostřední odliv krátkodobého kapitálu. Celkový rozsah devizových prodejů dosáhl za tři dny částky 660 mil. USD (přibližně 5 % devizových rezerv). Intervence rychle vyhladily turbulentní vlnku. Část krátkodobého kapitálu odplynula, kdežto příliv dlouhodobého kapitálu (především přímých zahraničních investic a podnikových úvěrů) pokračoval s konstantní intenzitou.

Stabilizací poměrů na devizovém trhu se však vývoj nevrátil do atmosféry dřívějších „báječných let“. Mezi prvními to byla centrální banka, kterou zneklidňovaly nezdravé tendence, jež tlačily ekonomiku do prohlubujících se nerovnováh. Peněžní zásoba výrazně přestřelovala horní mez vytyčeného koridoru, a tím signalizovala potenciální problémy s budoucí inflací. Pádívá růstová tempa si udržovala úvěrová expanze. A co více, znepokojoval začal rozsah deficitů na běžném účtu platební bilance. Analýza příčin těchto nežádoucích trendů odhalovala neúměrný růst reálných mezd, který nechával v závěsu tempa růstu produktivity práce.

Obrat k horšímu byl pozorovatelný nejen v rovině makroekonomické stability, ale také z pohledu mikroekonomických reforem:

- Kumulace problémů malých bank, která hrozila přerůst v systémovou krizi, vedla k vyhlášení programu stabilizace bankovního sektoru. Za období leden až červenec 1996 bylo nucenou správou, odebráním licence či likvidací postiženo 7 malých peněžních ústavů, což přivodilo stres i finanční újmu nezanedbatelnému počtu vkladatelů.
- V sektoru investičních fondů se odehrály první velké podvody. Doprovodné skandály jako špička ledovce upozorňovaly na hluboce netransparentní poměry ovládající domácí kapitálový trh. Ty byly navíc posvěceny oficiální rétorikou vlády o škodlivost zásahů do obchodování s vlastnickými právy.
- Sektor zdravotních pojišťoven prošel sérií bankrotů, po které zůstalo množství neuhrazených dluhů a hořká chuť fiaska liberálně pojaté reformy financování zdravotní péče. Finančním problémům se nevyhnula největší domácí pojišťovna.
- Na veřejné mínění silně působily nezdařené privatizační projekty a spektakulární případy tunelování podniků i bank novopečenými vlastníky. Touto formou byla vybírána daň za zvolené přístupy k restrukturalizaci, které absolutizovaly rychlost privatizace, rezignovaly na důslednější výkon vlastnických práv státu a principiálně odmítaly některé standardní formy angažovanosti vlády v ekonomice (podpora přímých zahraničních investic, proexportní politika aj.)

- Dostavovala se dříve tušená rizika kuponové privatizace v podobě rozptýlené a nepřehledné vlastnické struktury, a také nulového přínosu pro kapitálové posílení podnikové sféry.
- Společným jmenovatelem mnohých kritizovaných neduhů byla nedostatečná pozornost věnovaná vymahatelnosti práva a vytváření regulačního rámce v prostředí hlubokých institucionálních změn.

K dokreslení celkového klimatu tehdejší doby nelze nezmínit parlamentní volby v květnu 1996, které k existujícím problémům přidaly dodatečnou dimenzi politického cyklu. V předvolební atmosféře byly oznámeny a následně medializovány sliby, které odporovaly představě, že přehřívající se ekonomika potřebuje ochlazovací kúru v zájmu korekce prohlubujících se nerovnováh. Volební výsledky vedly ke vzniku staronové koaliční, avšak již jen menšinové vlády, poznamenané napjatými vztahy mezi koaličními partnery a vzhledem k rozložení politických sil i pochybnostmi o schopnosti udržet kontinuitu reformního programu.

## 5.2 Přetížená měnová politika

V atmosféře nereálných expektací přiživovaných politickým cyklem a za zjevné nechuti vlády akceptovat signály o plíživé erozi makroekonomické stability pustila se centrální banka do svého závodu osamělého běžce. Do tohoto závodu se pustila s vědomím, že izolovaná aplikace nástrojů měnové politiky není tou nejlepší odezvou v situaci, kdy převažujícím projevem inflační mezery, čili převisu agregátní poptávky nad agregátní nabídkou, není ani tak narůstání cen jako spíše narůstání vnější nerovnováhy. Bylo totiž možné očekávat, že zvýšení úrokových sazeb, které by sledovalo zpomalení růstu agregátní poptávky, se mnohem citelněji dotkne složky investic než osobní spotřeby. Omezovat investice ale znamená omezovat budoucí růstový potenciál. Vyšší úrokové sazby také vábí do ekonomiky více krátkodobého kapitálu, který chce vydělávat na štědrém úrokovém diferenciálu. Tím dochází ke zhodnocování kurzu, což podlamuje exportní výkonnost.

Bylo evidentní, že optimální mix hospodářské politiky by vyžadoval, aby větší díl stabilizačního břemene převzala fiskální a důchodová politika. Státní rozpočet, namísto sklouzávání do deficitů, by měl usilovat o přebytky, aby efektivně přispíval

ke snížení agregátní poptávky a současně působil ve směru poklesu úrokových sazeb. Vývoj reálných mezd by měl těsněji vázat na vývoj produktivity práce, aby chování mezd napomáhalo při obnovování vnější rovnováhy na nabídkové i poptávkové straně.

Uvedené požadavky ale nepadaly na úrodnou půdu. Bylo slyšet argumenty, že vládní rozpočet dělá v rámci dané politické konstelace maximum a nedává větší prostor pro omezování rozpočtových výdajů. Přitom fakticky vláda reagovala na eskalaci vnější nerovnováhy v r. 1996 uvolňováním fiskální politiky, jehož projevem bylo i rozpuštění dřívějších rozpočtových přebytků (viz Tabulka 4).<sup>37</sup> Na adresu mzdového vývoje bylo řečeno, že vláda nedisponuje nástroji pro ovlivňování mezd v soukromém sektoru a konec konců pozorovaný růst reálných mezd jenom vyrovnává jejich propad při startu ekonomické reformy. Částečně mělo toto odmítnutí ke spolupráci s měnovou politikou oporu v daném stavu věcí, částečně se zde ale také projevovala nechuť kousnout do kyselého jablka. Ať tak či onak, měnová politika zůstala ve svém úsilí čelit rozvolňování makroekonomické disciplíny osamocena.

**Tabulka 4**

**Porovnání měsíčních sald státního rozpočtu v letech 1995 a 1996 (mld. Kč)**

	1995	1996	změna (1996-1995)		1995	1996	změna (1996-1995)
Leden	6,7	6,9	0,2	Červenec	-0,4	1,9	2,3
Únor	-3,8	-3,7	0,1	Srpen	1,2	-4,5	-5,7
Březen	3,7	-1,5	-5,2	Září	3,1	3,6	0,5
Duben	-4,8	-3,5	1,3	Říjen	-2,1	1,2	3,3
Květen	1,2	-3,1	-4,3	Listopad	3,4	-4,2	-7,6
Červen	7,5	3,8	-3,7	Prosinec	-8,4	1,4	9,8
Roční kumulace					7,3	-1,7	-9,0

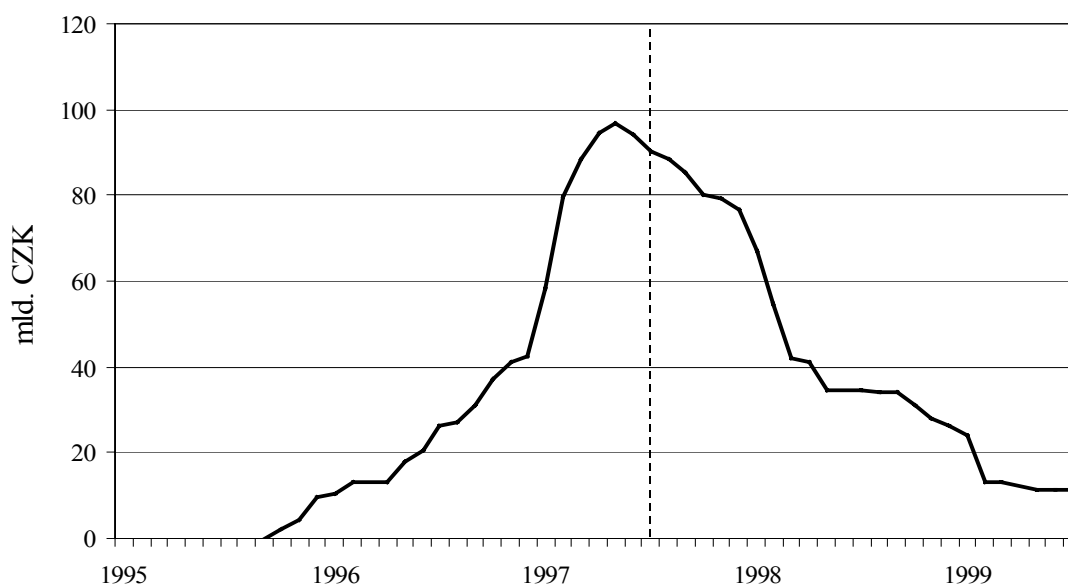
*Pramen:* Ministerstvo financí ČR

<sup>37</sup> Tendence k nekooperativnímu chování fiskální politiky na pozadí narůstající vnější nerovnováhy je ještě patrnější v propočtech cyklické a strukturální složky rozpočtového deficitu. Jak známo, v této analytické úloze jde o to identifikovat cyklickou část deficitu, která je produktem hospodářského cyklu (a proto jen volně souvisí s rozpočtovým rozhodováním vlády) a zbývající strukturální část, která představuje vědomý fiskální stimul. Podle odhadů ČNB dosáhla v r. 1996 (tj. v kritickém roce před měnovým otřesem) strukturální složka deficitu veřejných rozpočtů 2,6 % na HDP. O rok dříve to bylo 1,4 %.

Zvolena byla zprvu „drobečková“ politika, čili metoda zvyšování operativní úrokové sazby v malých krocích.<sup>38</sup> Takovéto dávkování však evidentně zůstávalo pod prahem citlivosti ekonomických aktérů. Proto měsíc po parlamentních volbách, v červnu 1996, bylo rozhodnuto o razantnějším zpřísnění měnové politiky.<sup>39</sup> Přijaté rozhodnutí centrální banky, ve své době považované za legitimní reakci na vyšší inflační rizika, se stalo v jednom ohledu osudovým. Totiž o půl roku později, když se státní rozpočet dostal na příjmové straně do vážných potíží a potvrdily se signály o ztrátě růstového tempa, rozpoutalo se hledání viníků odpovědných za vzniklou situaci. Vláda ukázala prstem právě na červnové zpřísnění měnové politiky jako na prvo počátek všech problémů. Centrální banka byla obviněna z necitlivého šlápnutí na brzdy, jež s nikým nebylo konzultováno. Tato roztržka následně zvýšila napětí ve vztazích mezi vládou a centrální bankou, což komplikovalo preventivní akci proti blížící se měnové krizi.

**Obrázek 8**

**Objem nesplacených euroobligací (k 29. 7. 1997)**



*Pramen:* Česká národní banka

<sup>38</sup> Operativní repo-sazba pro splatnost jeden týden prodělala tyto změny: zvýšení z 11,25 % na 11,50 % od 29. 3. 1996, zvýšení z 11,50 % na 11,60 % od 29. 4. 1996 a zvýšení z 11,60 % na 11,80 % od 9. 5. 1996.

<sup>39</sup> Zvýšení diskontní sazby z 9,5 % na 10,5 %, zvýšení lombardní sazby z 12,5 % na 14 %, zvýšení povinných minimálních rezerv (s výjimkou stavebních spořitelen) z 8,5 % na 11,5 %. Operativní jednotýdenní repo-sazba byla posunuta z hladiny 11,80 % na 12,40 %.

Jak na toto pestré dění reagoval zahraniční kapitál? Určitě ne příliš logicky, když na začátku roku 1997 překvapil explozí korunových euroobligací.<sup>40</sup> O překvape- ní lze mluvit z toho důvodu, že uvedený jev gradoval v okamžiku, kdy zahraniční analytici obsáhle informovali o rostoucích rizicích při investování do českých aktiv (vnější nerovnováha se prohlubovala, hospodářský růst se zpomaloval, politická sta- bilita se vytrácela). V každém případě vlna korunových euroobligací přišla v krajně nevhodnou dobu, neboť se projevila v silném posilování koruny (dosažené maximum činilo 5,5 % od centrální parity), právě když se vyhrcoval problém deficitu na běž- ném účtu platební bilance.

Fenomén korunových euroobligací nicméně připomenul, jak dalece již postou- pila integrace české ekonomiky do světových finančních trhů. Upozornil, že domácí monetární prostředí se stalo součástí nesrovnatelně většího celku, stojícího mimo dosah domácích legislativních a regulatorních autorit. Toto hlubší propojení s externími trhy bezesporu působilo ve směru zesílení akutních problémů, avšak jen z toho důvodu, že aktivovány byly dodatečné přizpůsobovací mechanismy, které dá- valy najevo, že velký trh bude vždy diktovat podmínky trhu menšímu. Takto ovšem poselství korunových euroobligací nebylo ve své době pochopeno, obava z destabilizujících důsledků vnější nerovnováhy nesjednocovala rozhodující tvůrce politik k přijetí efektivní preventivní akce.

### 5.3 Příliš málo, příliš pozdě

Globálně rozvažující zahraniční investor, pro něhož je Česká republika pouze jednou z mnoha alternativ alokace kapitálu, musel být v prvním čtvrtletí roku 1997 konfrontován následujícími skutečnostmi:

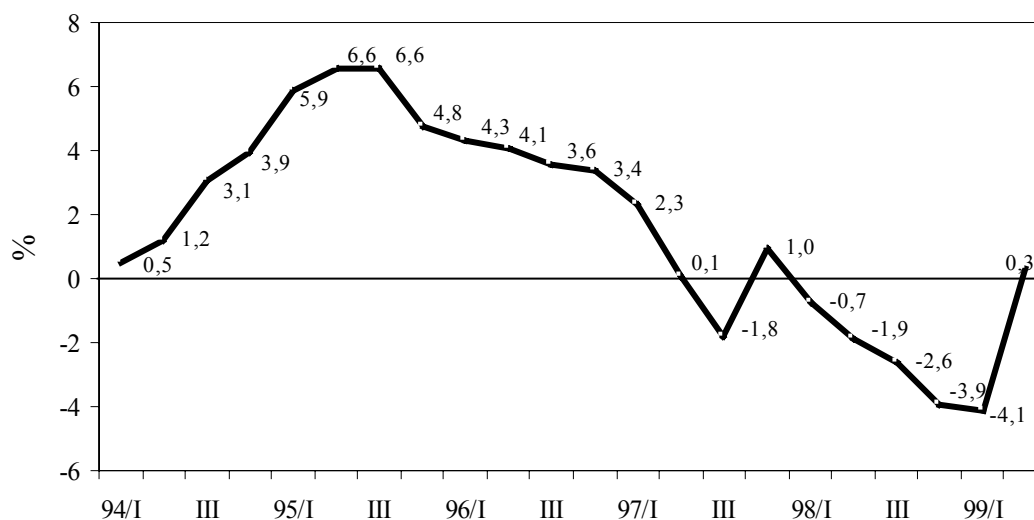
---

<sup>40</sup> Jestliže za celý rok 1996 bylo evidováno 26 emisí v hodnotě 1,2 mld. USD, za první čtvrtletí r. 1997 to bylo již 35 emisí v hodnotě 1,7 mld. USD. Rozmach tohoto trhu lze vy- světlit snahou o porcování vysokého úrokového diferenciálu. Drobné investory, kteří genero- vali rozhodující část poptávky, lákal vysoký výnos a před podstupovaným kurzovým rizikem je uklidňoval relativně krátký termín splatnosti (převážně 1 až 2 roky), ale i dobrý zvuk české koruny těšící se pověsti stabilní měny se silnou vazbou na německou marku. Pro emitenty z řad podnikového, bankovního i veřejného sektoru byly eurokorunové instrumenty zajímavé tím, že prostřednictvím swapových operací otevíraly cestu k levnějšímu vypůjčování v některé ze světových měn.

- Pohled skrze optiku indikátorů zranitelnosti ukazoval na jeden z nejhorších deficitů běžného účtu k HDP (některé odhady pro začátek roku 1997 mířily nad 10 procent), nevykrytý přílivem dlouhodobého nedluhového kapitálu. Narůstající hrubá zahraniční zadluženost se přibližovala k bezpečnostní hranici 40 procent. Prolongace trendů signalizovala rychlý sestup devizových rezerv směrem k bezpečnostní konstantě tří měsíčních dovozů (porovnání koncových stavů roků 1996 a 1995 ukazovalo pokles devizových rezerv z hodnoty 6,2 na 4,3 měsíčních dovozů).
- Rozbor makroekonomické situace odhaloval známky ochabujícího hospodářského růstu při současném prohlubování vnější nerovnováhy (narůstání deficitů běžného účtu) i vnitřní nerovnováhy (předstih růstu reálných mezd před růstem produktivity práce, napětí ve státním rozpočtu). Na mikroúrovni byla patrná ztráta transformační dynamiky (odkládaná privatizace bank, pomalá restrukturalizace a slabý výkon vlastnických práv, nevýrazné cenové deregulace, hluboce netransparentní kapitálový trh, špatný stav vymahatelnosti práva aj.)

**Obrázek 9**

**Pokles tempa HDP**



*Pramen:* Český statistický úřad

- Politická scéna směřovala ke stále větší nestabilitě, živené špatnými zprávami z ekonomiky i patovým výsledkem parlamentních voleb.

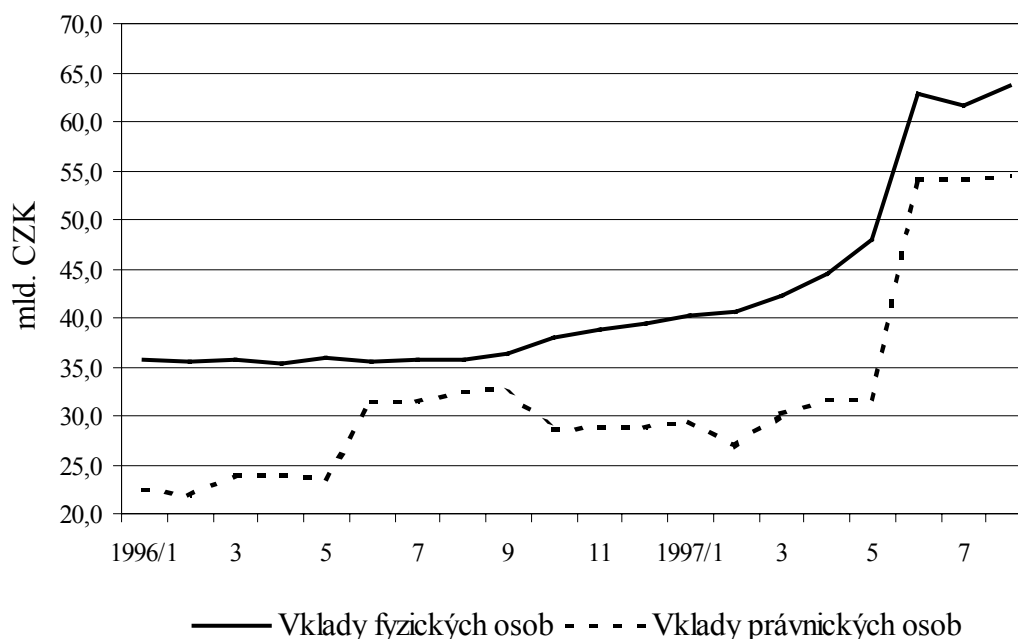
- Ve vzájemném vztahu dvou hlavních tvůrců ekonomických politik, tj. vlády a centrální banky, se usadilo napětí, poznamenané polemikou, kdo může za zpomalení hospodářského růstu. Doprovodné mediální přestřelky dále obnažovaly zranitelnost české ekonomiky.<sup>41, 42</sup>
- Znepokojení vyvolávalo chování obyvatelstva tím, jak rychle v tomto sektoru začaly narůstat devizové vklady. Česká národní banka dostávala z trhu signály, že významní hráči (hedgeové fondy) mají zainvestováno na prudké oslabení kurzu.

Sečteno a podtrženo, výše uvedená mozaika zpráv z České republiky přímo vybízela k tomu, aby tato země začala být vnímána jako teritorium vystavené potenciálním turbulencím. Na tento nepříjemný fakt upozornila též Závěrečná zpráva „utajené mise“ Mezinárodního měnového fondu z konce března 1997, která obsahovala explicitní varování, že ekonomika se vystavuje riziku spekulativního útoku, jenž může ohrozit mnohé z dosavadních úspěchů transformace.<sup>43</sup>

<sup>41</sup> Mediální ofenzivě, obviňující centrální banku za zpomalení hospodářského růstu, čelila ČNB následujícími protiargumenty: tendence k poklesu růstových temp měla počátek již v prvním čtvrtletí r. 1995, tedy o rok a půl dříve před inkriminovaným zpřísněním měnové politiky v červnu 1996 (viz Obrázek 9); červnové zpřísnění mělo nepodstatný dopad na růst nominálních úrokových sazeb z nově poskytovaných úvěrů, v reálném vyjádření došlo jen k mírnému nárůstu sazeb; nedošlo k uzavření přítoku peněz do ekonomiky, jelikož v úhrnu nových úvěrů a vypůjčování v zahraničí i na kapitálovém trhu žádný pokles nebyl zaznamenán.

<sup>42</sup> “Trumfovým esem” v rukou kritiků centrální banky se stal vývoj peněžního agregátu M2 (viz např. Klaus (1999)). Skutečně, jestliže před zpřísněním měnové politiky v červnu 1996 se meziroční přírůstky tohoto agregátu pohybovaly v rozmezí 17 - 19 % (se zahrnutím vlivu SPT Telecom to bylo dokonce 21 - 23 %), potom v první polovině následujícího roku sestoupily k hodnotám 6 - 7 %. Interpretovat takový vývoj jako důsledek přestřelené měnové restriktce bylo ovšem značně nekorektní. Dominantní pokles přírůstků peněžní zásoby šel totiž na vrub komponenty čistých zahraničních aktiv (v r. 1996 meziroční propad o 7 %), v jejímž vývoji se zračil konec přílivové vlny (viz Obrázek 4). Naproti tomu domácí úvěrová expanze zopakovala meziroční nárůst z předchozího roku (zvýšení o 13,3 %). Klesající přírůstky peněžní zásoby rovněž podávaly svědectví o eskalující vnější nerovnováze (každé dodatečné zhoršení deficitu obchodní bilance o 10 mld. korun představovalo pokles peněžní zásoby přibližně o 1 procentní bod). Nelze rovněž zapomenout, že v plném proudu byla konsolidace malých bank, která v tomto sektoru přivodila značné snížení úvěrové aktivity, nevykompenzované ve skupině velkých a zahraničních bank. Uvedený pohled do zákulisí peněžní zásoby byl názornou ilustrací dnes již klasického povzdechu jednoho centrálního bankéře: “My jsme neopustili peněžní zásobu, ona opustila nás.”

<sup>43</sup> Přívlastek “utajený” je narážkou na jednu z mnoho mediálních aférek rozleptávajících soudržnost vládního kabinetu. Někteří členové vlády si tehdy stěžovali na to, že nebyli záměrně seznámeni s varovným poselstvím březnové mise MMF.

**Obrázek 10****Růst devizových vkladů (rezidenti)**

*Pramen:* Česká národní banka

Ve výše popsané atmosféře, v dubnu 1997, vláda přijala dokument nazvaný Korekce hospodářské politiky a další transformační opatření. V návaznosti na uvedený krok požádala Parlament o vyslovení důvěry. Přijatý akční program, který byl později znám pod neformálním označením „první vládní balíček“, postupoval po linii opatření jak s krátkodobým tak se střednědobým účinkem. Úkolem „krátkého konce“ balíčku bylo demonstrovat odhodlání vlády zamezit dalšímu zhoršování vnější i vnitřní nerovnováhy a tímto jasným signálem udržet důvěru zahraničního kapitálu. Tomuto cíli měly napomoci následující kroky: rozpočtové škrty ve výši 25,5 mld. CZK (4,6 % projektovaných rozpočtových výdajů), snížení mzdového růstu u pracovníků rozpočtového sektoru (místo přislíbeného meziročního nárůstu 11,9 % to bylo pouze 7,3 %), zavedení dovozních depozit.<sup>44</sup>

“Dlouhý konec” balíčku obsahoval množství námětů, které měly vrátit ekonomické reformě její dřívější tempo. Uloženo tak bylo zřízení nezávislé Komise pro

<sup>44</sup> Instrument dovozních depozit přikazoval dovozcům vybraných zbožových skupin složit u některé obchodní banky po dobu 6 měsíců na neúročený účet 20 % hodnoty dováženého zboží. Tato poněkud neobvyklá forma administrativního limitování dovozů byla náhražkou za dovozní přírážku, která v té době představovala politicky výbušné téma. Její zavedení totiž dlouhou dobu prosazovala opoziční sociálnědemokratická strana, s čímž však vládnoucí pravicová koalice vehementně nesouhlasila.



cenné papíry, vytvoření speciálního týmu pro potírání závažné finanční kriminality, urychlení privatizace bank, prosazování důslednějšího výkonu vlastnických práv ve státních podnicích, zavedení regulace municipálního dluhu a množství dalších úkolů.

Centrální banka přivítala a podpořila přijetí vládního balíčku. Vycházela z úvahy, že prioritou dne musí být rychlé a efektivní řešení vnější nerovnováhy. Toto zadání diktovalo přijetí restriktivních opatření, a to i za cenu krátkodobé stagnace růstu. Nicméně i restriktci lze optimalizovat vhodným mixem politik, což se nedalo říci o dosavadní skladbě, v níž dominovala měnová restrikce. Tato jednostranná kombinace, založená na růstu úrokových sazeb, prakticky omezovala pouze investiční složku agregátní poptávky, zatímco vliv na soukromou spotřebu byl minimální. Důsledkem bylo tíhnutí kurzu k apreciaci. Naproti tomu fiskální restrikce mohla efektivně a okamžitě zapůsobit na velikost spotřeby, dovozů i na chování mezd ve stále významném státním i polosoukromém sektoru. Vedlejším efektem mohlo být i tíhnutí úrokových sazeb k poklesu. Česká národní banka tak v korekci hospodářské politiky viděla jakýsi výměnný obchod v tom smyslu, že pokud vláda prosadí dostatečnou fiskální restriktci a zasadí se o přibrzdění mzdového růstu, bude možné uvažovat na straně centrální banky o obezřetném uvolňování měnové politiky. A jako vstřícné gesto stvrzující tuto logiku bylo v předvečer vyhlášení stabilizačního balíčku rozhodnuto o snížení povinných minimálních rezerv (pokles z 11,5 % na 9,5 %).

Korekcí hospodářské politiky došlo k výraznému sblížení pohledů vlády a centrální banky na způsob řešení existujících nerovnováh, nikoli však ke sblížení pohledů na příčiny těchto nerovnováh. Centrální banka zastávala názor, že to jsou mnohá strukturální a institucionální úzká hrdla, která vyvolávala symptomy přehřívání již při středně vysokých tempech růstu. Neschopnost nabídkové strany držet krok s rostoucí domácí poptávkou se pak transformovala do narůstající vnější nerovnováhy. Naproti tomu vláda se nadále držela své teorie o „prvotním hříchu“ centrální banky, která udusila ekonomický růst, prohloubila vnější nerovnováhu a dostala státní rozpočet do překerní situace. Proto také její rétorika zdůrazňovala úlohu balíčku spíše jako prostředku k rychlému obnovení hospodářského růstu, přesněji k rychlému snížení úrokových sazeb než jako prostředku k eliminaci vnější nerovnováhy bez

měnových otřesů. Lze se domnívat, že toto byl jeden z důvodů vlažného přijetí vládního balíčku ze strany finančních trhů.<sup>45</sup>

## 5.4 Spor o řízenou devalvaci

Budiž ke cti všech stran zúčastněných na formulaci stabilizačního balíčku, že v kritických dnech, vyžadujících maximální uklidnění zjištěných očekávání, na veřejnost nepronikl ostrý spor o tzv. řízenou devalvaci. Teprve později se veřejnost dozvěděla, že ekonomičtí ministři vlády chtěli uplatnit poptávkovou restrikcí v kombinaci se záměrným znehodnocením kurzu. Proti takovému zapojení kurzu do korekce hospodářské politiky však kategoricky vystoupila centrální banka. A tím s odstupem času na sebe soustředila palbu kritiky, v níž padala slova o zahleděnosti do pevného kurzu, o mánii držet strnulý kurzový režim doslova za každou cenu. Bylo argumentováno, že události si nakonec stejně vynutily pevný kurz opustit, tvrdohlavost centrální banky ale přišla daňové poplatníky na miliardy rezerv ztracených během neúspěšných intervencí.

Jak vysvětlit toto „záhadné jednání“ centrální banky? Standardní poučky přece říkají, že oslabení kurzu působí proexportně a protiimportně. Jestliže tedy ekonomika nutně potřebovala povzbudit vývozy a omezit dovozy, proč potom neaplikovat kurzovou injekci a redukovat léčbu vnější nerovnováhy pouze na poptávkovou restrikcí?

Na odmítavém přístupu centrální banky ovšem nebylo nic záhadného, uvědomíme-li si, že ekonomika neřešila učebnicovou úlohu tzv. přesměrování výdajů, v níž kurz mění proporce mezi poptávkou po výstupu domácího a zahraničního sektoru. Naopak, prostředí již bylo vysoce nestandardní, prostoupené pocitem, že spekulanti útok na korunu již nemusí na sebe nechat dlouho čekat. Jinými slovy, kurzová očekávání již byla sjednocena devalvačním směrem a s obavami se vzhlíželo, kdo je uvede do pohybu. Doporučení provést řízenou devalvaci, která mohla být realizová-

---

<sup>45</sup> K dokreslení celkové názorové skladby je užitečné připomenout i tzv. antibalíček z dílny ekonomů opoziční sociálně demokratické strany. Tento dokument ostře odsuzoval fiskální restrikcí a naopak doporučoval vyšší rozpočtový deficit, který by přispěl k řešení problémů české ekonomiky cestou rychlejšího hospodářského růstu. Dovošní přírážka se měla stát důležitým instrumentem omezujícím dovozy a generujícím rozpočtové příjmy pro financování navrhovaných prorůstových programů. Ve stejném duchu argumentuje i Weigl (1999), který poptávkovou restrikcí považoval za chybu, načež řešení excesivní vnější nerovnováhy spatřoval v rychlém odstraňování bariér růstu.

na buď posunutím pásma v depreciačním směru nebo přímou intervencí na oslabení měny, by se mohlo snadno stát pověstným výkřikem spouštějícím lavinu připravenou k rozjezdu. Interní analýzy o potenciální síle útěku od koruny dávaly uvedeným obavám zcela zřetelné obrysy.<sup>46</sup>

Problémem tedy nebyla jakási zahleděnost do pevného kurzu, nýbrž otázka načasování exitu ze stávajícího režimu fluktuálního pásma. Centrální banka chtěla předejít tomu, aby změnu kurzového režimu doprovázela masivní spekulace, která vyvolává nákladná přestřelení. Požadovala proto, aby také vláda vytvořila odpovídající předpoklady pro vyvážení se z existujících kurzových závazků. To konkrétně znamenalo, že v boji s vnější nerovnováhou se bude viditelněji angažovat fiskální politika. Bezpodmínečně bylo též nutné zaznamenat obrat ke zdravějšímu mzdovému vývoji. Bylo argumentováno, že teprve do prostředí renovované makroekonomické disciplíny lze vpustit oslabení kurzu, ale spíše jen jako doplňkovou cestu k obnovování vnější rovnováhy. Pouze uvedená sekvence mohla dle názoru centrální banky propůjčit kredibilitu stabilizačnímu programu a zabránit vzniku dojmu, že proklamovaná korekce hospodářské politiky začne i skončí devalvací. Mnohé výroky o vyčerpaných možnostech fiskální a mzdové restrikce silně přispívaly k upevnění takového pocitu. Pro nekompromisní postoj České národní banky se tak řízená devalvace do vládního balíčku nakonec nedostala.<sup>47, 48</sup>

---

<sup>46</sup> Expertizy ČNB zpracované na začátku r. 1997 signalizovaly, že v případě zesílených devalvačních očekávání a prudké změny investičního klimatu může odliv zdrojů v rozsahu 2 mld. USD (16 % celkových devizových rezerv) nastat během několika dnů, odliv zdrojů do 4 mld. USD (32 % celkových rezerv) by se realizoval během několika týdnů a odliv ve výši 8,8 mld. USD (71 % celkových rezerv) by hrozil během několika měsíců. Identifikována byla též případná úzká hrdla, která by zpomalovala odliv kapitálu (ochota investorů likvidovat korunové pozice i za cenu vysokých ztrát, stav likvidity peněžního a kapitálového trhu, prvky pasivní rezistence českých bank apod.). Brzdící efekt těchto skutečností však mohl být jen velmi hrubě kvantifikován.

<sup>47</sup> Odmítavý postoj ČNB k řízené devalvací vycházel též z interních analýz, které nepotvrzovaly množící se komentáře o fatálním nadhodnocení koruny. To znamenalo, že obrana kurzu proti spekulacím výkyvům nebyla zdaleka bezvýhodná. Pozdější vývoj dal tomuto postoji v mnohém za pravdu, neboť v průběhu měnové krize kurz oslabil vůči původní centrální paritě pouze asi o 10 % a v některých chvílích se dokonce vracel do starého fluktuálního pásma.

<sup>48</sup> Argumentačně nevyužita zůstala paralela s mexickou krizí v r. 1995. Jak uvádí Griffith-Jones (1996), v prostředí napjatých devalvačních očekávání se mexická vláda rozhodla čelit masivní vnější nerovnováze řízenou devalvací (centrální parita fluktuálního pásma byla oslabena o 15 %). Tento krok ale vyprovokoval spekulativní chování, pod jehož náporom došlo k opuštění pásma a k vynucenému přechodu na režim plovoucího kurzu.

---

## 6 Anatomie měnového otřesu

Dne 15. května 1997 došlo v ranních hodinách k prudkému oslabení měnového kurzu. Během jedné hodiny koruna ztratila 100 bazických bodů a dostala se k pětiprocentní úrovni na depreciační straně flukтуаčního pásma. Potvrzovaly se domněnky, že za tímto výrazným výkyvem stojí hedgeové fondy praktikující spekulativní taktiku krátkého prodeje.<sup>49</sup> O dva dny dříve se pod soustředěný tlak spekulace dostal thajský baht, takže se dalo usuzovat, že jiskra nákazy přeskočila z jihovýchodní Asie do střední Evropy, neboť obě měny byly již delší dobu zařazovány do stejné skupiny zranitelnosti. Nebylo pochyb, že tušené riziko měnových turbulencí začíná dostávat zcela konkrétní obrysy.

---

<sup>49</sup> Operace krátkého prodeje (short selling) spočívá v tom, že spekulant si vypůjčí korunu, obratem je konvertuje do deviz a čeká na oslabení vypůjčené měny. Naplní-li se v dostatečném rozsahu depreciační scénář, lze zpětným prodejem deviz splatit původní korunovou půjčku a ještě inkasovat zisk. Nebezpečná je tato operace tím, že prodeje vypůjčených korun zesilují depreciační tlaky, a tím vytvářejí atmosféru sebenaplňujících se očekávání. Z konsolidované bilance bankovního sektoru je možné vyčíst, že mezi 10. a 20. květnem 1997 (srovnávají se okamžiky pět dní před vypuknutím a pět dní po vypuknutí spekulativního útoku) došlo ke zvýšení korunových úvěrů nerezidentům o necelých 10 mld. korun. V průběhu dalších pěti dní uvedená kategorie úvěrů klesla o 7 mld. korun. Na základě této informace lze usuzovat, že co do rozsahu mělo užití spekulativní techniky krátkého prodeje nerezidenty jen okrajový význam a dále že zájem nerezidentů o spekulaci vůči koruně poměrně rychle opadl.

Při popisu a hodnocení důležitých událostí se obvykle zajímáme o to, s jakou strategií přistupovali tvůrci politik k výzvám daného období. V prostředí měnové krize má ovšem takovéto uvažování zřejmá úskalí daná tím, že jednoduše nebývá čas na promýšlení, formulování a vyhodnocování strategických záměrů. Situace se vyvíjí velmi překotně, nové okamžiky přinášejí nová překvapení, důležitá rozhodnutí často padají ve stresu časového a informačního vakuu. Nemělo by proto překvapit, že teprve s určitým odstupem se zřetelněji rýsují obecnější vzorce chování, které v době měnové krize přehlušuje příval stále nových událostí.

Hledáme-li vhodné označení pro chování centrální banky, která v první linii čelila horečnatým stavům finančních trhů, lze s jistou licencí hovořit o organizovaném ústupu. Tím se chce vyjádřit, že strategickým záměrem centrální banky nebylo jakési apriorní předsevzetí bránit se úporně proti přesile tržních aktérů. Šlo spíše o to zvolit vhodný ústupový manévr, který využívá všechny využitelné vlastnosti terénu, a tím minimalizuje utržené ztráty. Ty by totiž mohly být nesrovnatelně vyšší, kdyby se ústup zvrhl v bezhlavý útěk.

## **6.1 Utahování likvidity**

K příznačným rysům měnového otřesu v České republice patřilo to, že nákaza z jihovýchodní Asie uvedla do pohybu nejprve nerezidenty. Tyto aktéry bylo možné charakterově rozdělit do dvou skupin: na zklamané investory a dychtivé spekulanty.

Tzv. zklamaného investora si lze představit jako osobu, která ztratila zájem o český trh, přesněji pozbyla ochotu podstupovat zvýšená rizika obsažená v investování do českých aktiv. Zklamaný investor byl vesměs odhodlán likvidovat své pozice i za cenu vysokých ztrát, a to v obavě, že liknavost s odchodem by se mohla vymstít v ještě vyšších ztrátách. Vedle toho dychtivý spekulant ztělesňoval typ investora, kterého lákala tučná odměna v případě výrazného oslabení české koruny. Byl proto ochoten vložit do své vize určitý kapitál a v rámci svých možností napomoci tržním silám svoji sázku materializovat.

S vědomím uvedeného spektra protihráčů zvolila Česká národní banka taktiku tzv. utahování likvidity (liquidity squeeze). Ta sestávala z kombinace nesterilizovaných intervencí a stahovacích repo-operací. Jinými slovy, centrální banka interveno-

vala prodejem zahraničních aktiv ze svých devizových rezerv a nákupem domácí měny.<sup>50</sup> Tímto způsobem stahovala z trhu korunovou likviditu, což nejenže nekompenzovala dodávacími repo-operacemi, nýbrž nasadila ještě další dostupné páky, aby efekt nesterilizovaných intervencí umocnila (individuální tendry a repa s různými splatnostmi, omezení a posléze úplné uzavření lombardní facility).<sup>51</sup> Nemálo pozorovatelů nespatořovalo v tomto konání nic víc než marnou snahu o obranu kurzového pásma a plýtvání devizovými rezervami.

Jak ale bylo již řečeno, nešlo o vítězství, ale o organizovaný ústup. Devizové intervence mají v tomto ohledu své nezastupitelné místo. Prodej deviz totiž umožňuje odchod zklamaných investorů. Ti vypadávají z kola ven a nadále již nepřizívují psychózu úprku stáda. Nikdo jiný než centrální banka by jim spořádaný odchod nemožnil, neboť uprostřed vřavy spekulativního útoku není nikdo jiný, kdo by devizy prodával.

Intervence musely být nesterilizované a podpořené dalším odsáváním likvidity z toho důvodu, aby centrální banka nefinancovala spekulativní útok sama proti sobě. Utažením likvidity bylo docíleno toho, že banky neměly dostatek volných korunových prostředků, které by jinak rády zapůjčily spekulantům. Nedostatek likvidity bezesporu vyháněl vzhůru úrokové sazby peněžního trhu. To mělo ale rovněž své opodstatnění, jelikož bylo nezbytné prodražit vypůjčování korun pro spekulativní účely. Vyšší sazby také více odrazovaly od bezhlavého likvidování korunových pozic.<sup>52, 53</sup>

---

<sup>50</sup> ČNB se snažila intervenovat na spotovém i forwardovém devizovém trhu. Záměr o provádění intervencí termínovými obchody se ale nesetkal s velkým úspěchem, neboť tento trh přestal být po krátké době likvidní. Podařilo se realizovat jenom zlomek předpokládaného objemu termínových operací.

<sup>51</sup> Uzavření lombardu bankám znemožnilo dostat se ke korunové likviditě tím způsobem, že by si vypůjčovaly u ČNB proti zástavě cenných papírů. Tím opatřením byla dočasně suspendována role centrální banky jako věřitele poslední instance. Jednalo se o velmi účinný nástroj utažení likvidity, který některé banky přinutil provést razantní zvýšení depozitních sazeb ve snaze přilákat korunové zdroje vkladatelů.

<sup>52</sup> O intenzitě utažení likvidity si lze vytvořit částečnou představu z následujících údajů. Sazba jednotýdenní PRIBOR, kterou ČNB používala jako operační cíl měnové politiky, se z předkrizové hodnoty 12,5 % během dvou týdnů vyšplhala na maximum 85,6 %. Sazba pro jednotýdenní repo-operace centrální banky ve vrcholu krize činila 75 %. Lombardní sazba, za kterou si obchodní banky mohou vypůjčovat od centrální banky proti zástavě cenných papírů, byla zvýšena ze 14 % na 50 %, další nezbytné zvýšení nebylo provedeno jenom z toho důvodu, že lombardní facility byla uzavřena. Rozdíl mezi krátkým a dlouhým koncem výnosové křivky peněžního trhu se prohloubil z původních 0,65 na 42,18 procentních bodů. Absolutní rekord vykazala sazba do druhého dne (overnight rate), která v jednu dobu činila 197,5 %.

Technika utahování likvidity měla své evidentní náklady a limity. Za prvé, do výše vyhnané úrokové sazby mezibankovního peněžního trhu začaly po nějaké době prosakovat do sazeb, které banky účtují svým klientům. Tím již byla přímo zasažena reálná ekonomika, finanční situace podnikové sféry. Uvedenou transmisi urychlovaly zejména ty banky, pro které byl mezibankovní peněžní trh důležitým místem obstarávání zdrojů. A za druhé, intervence proti oslabování měny mají svoji nepřekročitelnou mez, stanovenou velikostí devizových rezerv, popř. výpůjční kapacitou měnových autorit. V praxi však obvykle nelze kalkulovat s takto „na doraz“ vymezeným intervenčním prostorem, neboť by to znamenalo zahrávat si se státním bankrotem.<sup>54</sup>

Zvolený ústupový manévr byl tak neveselou optimalizační úlohou, která nabízelá špatná mezi ještě horšími řešeními. Velkou chybou by bylo rezignovat hned na začátku měnových turbulencí, nechat volný průběh přestřelování kurzu v době, kdy zdaleka nebyla pohřbena naděje, že se podaří uklidnit situaci na devizovém trhu a udržet kredibilitu pásma. Ještě větší chybou by ale bylo přecenit vlastní síly, nerozpoznat okamžik, za nímž obranné taktiky již spíše připomínají blufování v pokeru.

S výhodou zpětného pohledu lze říci, že Česká národní banka se nedostala ani do jednoho z uvedených dvou extrémů a svou roli zvládala poměrně úspěšně. Dobře časovanými i kalibrovanými intervencemi bránila kurzu v nadměrné volatilitě tak, aby jeho záchvěvy neatakovaly depreciační hranu flukтуаčního pásma. Zklamáním investorům byl umožněn relativně klidný odchod. Mnozí dychtiví spekulanti nedosáhli zamýšlených horentních zisků, a proto začali ztrácet zájem o další spekulaci proti koruně. Svou roli zde sehrálo důsledné utažení likvidity a částečně i pokus o administrativní separaci interního a externího segmentu obchodování s korunou.<sup>55</sup>

---

<sup>53</sup> Je účelné si připomenout, že bankovní sektor disponoval poměrně velkým zásobníkem likvidity v podobě držby krátkodobého dluhu centrální banky. Tento likviditní polštář pocházející z doby kapitálového přílivu narůstal úměrně tomu, jak centrální banka sterilizovala prodejem pokladničních poukázek intervenční nákupy deviz. V průběhu krize tento polštář zhubl z výchozích 66 na 25 mld. CZK neboť banky potřebovaly dodatečné korunové zdroje pro financování zvýšených nákupů deviz.

<sup>54</sup> Další limitující veličinou je schopnost bank dostát svým povinnostem při udržování povinných minimálních rezerv. Tímto problémem byl poznamenán právě ten cyklus tvorby povinných rezerv, do jehož průběhu vpadla měnová krize.

<sup>55</sup> Formou tzv. přátelské domluvy bankám (moral suasion) se Česká národní banka pokusila zastavit půjčování domácí měny nerezidentům, a tím paralyzovat spekulativní chování externího trhu. Jedna skupina bank vyjádřila ochotu toto doporučení respektovat, jiná se naopak bránila k něčemu podobnému zavázat. Reakcí většiny byla chladná zdrženlivost. Přes určitý počáteční úspěch však účinnost tohoto neformálního omezení vnější směnitelnosti rychle erodovala, což bylo patrné již po uběhnutí prvních dvou týdnů. Vysvětlení lze hledat v tom, že

K tomu všemu centrální banka spotřebovala přibližně 20 procent svých devizových rezerv (objemově asi 2,3 mld. USD).<sup>56</sup>

Mohlo by se zdát, že dosažená pacifikace nerezidentních aktérů přiblíží měnové turbulence ke svému konci. Opak byl však pravdou. Stále zřetelněji se rýsovalo, že hektický týden plný zpráv o napjatém osudu koruny uvedl do pohybu velkou masu rezidentů. Proti koruně začal hromadně spekulovat podnikový sektor, který propadl chování typickému v prostředí devalvačních očekávání (předzásobování dováženým zbožím i devizovými prostředky, odkládání vývozu, apod.). Sektor domácností byl zasažen nákupní horečkou a hromadnou konverzí korunových účtů na devizové.<sup>57</sup> Psychózu ohrožené měny přizivovala mediální prohlášení některých domácích ekonomických expertů, která vytrvale prognózovala hluboký propad koruny.

Situace nabývala rysy obecné paniky, výrazné ztráty důvěry v domácí měnu a sebenaplňujících se devalvačních očekávání. Tato eskalace měnové krize vedla k přehodnocení doposud uplatňované taktiky. Bylo zřejmé, že devizové rezervy centrální banky nebudou nikdy natolik rozsáhlé, aby unesly masový útěk obyvatelstva od koruny. A i kdyby se podařilo nějakým způsobem tento úprk zastavit, zdecimované rezervy by nahrávaly recidivě opakovaně se vracejících turbulencí. Politika enormně vysokých úrokových sazeb rovněž nebyla dlouhodobě udržitelná, jelikož hrozila přerůst v krizi bankovního sektoru.

---

„poslušné“ banky přicházely o provize z neuskutečněných obchodů, přičemž opatření samo bylo necitlivé v tom smyslu, že postihovalo jak čistě spekulativní tak zajišťovací operace.

<sup>56</sup> Pod tlakem již propuknuvší měnové krize byl přijat tzv. druhý vládní balíček, který sestával z dodatečně schválených rozpočtových škrťů ve výši 16,9 mld. CZK. Celkové krácení rozpočtových výdajů tím dosáhlo 2,7 % HDP. Oznámen byl též příslib sestavit státní rozpočet pro příští rok 1998 jako přebytkový. K tomu ale nakonec nedošlo, zejména pod tlakem katastrofálních záplav, které v létě 1997 postihly třetinu území České republiky a způsobily škody v přibližném rozsahu 2 mld. USD.

<sup>57</sup> Během května bylo rezidenty konvertováno do deviz přibližně 40 mld. korun. Devizové vklady domácích podniků se zvýšily o 72 %, u domácností toto bylo 31 %. U nerezidentů se objem devizových vkladů zvýšil o pouhou 1 mld. korun, což je konzistentní s hypotézou, že tyto subjekty prováděli hromadou repatriací investic a jejich výnosů. Vezmeme-li v úvahu, že devizové intervence ČNB činily celkem 75 mld. korun a že devizová pozice bankovního sektoru zůstala víceméně vyrovnaná, pro objem repatriace vychází hrubý odhad 30 mld. korun.



**Tabulka 5**

**Vývoj základních úrokových sazeb a kurzu v květnu a červnu 1997**

	<b>Průměrná repo-sazba</b>	<b>Lombardní sazba</b>	<b>Sazba do druh. dne</b>	<b>Spread do druh. dne</b>	<b>Sazba 1 týden</b>	<b>Spread 1 týden</b>	<b>Měnový kurz</b>
<b>2.5.</b>	12,39	14,00	12,26	0,24	12,48	0,24	1,0272
<b>5.5.</b>	12,38	14,00	12,63	0,26	12,47	0,24	1,0269
<b>6.5.</b>	12,38	14,00	12,63	0,25	12,47	0,24	1,0240
<b>7.5.</b>	12,36	14,00	12,28	0,24	12,48	0,24	1,0190
<b>9.5.</b>	12,37	14,00	11,64	0,26	12,50	0,24	1,0255
<b>12.5.</b>		14,00	12,50	0,24	12,46	0,22	1,0247
<b>13.5.</b>		14,00	12,49	0,24	12,47	0,22	1,0261
<b>14.5.</b>	12,39	14,00	12,49	0,25	12,47	0,22	1,0358
<b>15.5.</b>		14,00	12,50	0,26	12,76	0,26	1,0340
<b>16.5.</b>	12,68	50,00	12,36	0,25	13,16	0,25	1,0380
<b>19.5.</b>	40,85	50,00	34,93	14,62	40,25	14,42	1,0270
<b>20.5.</b>	36,72	50,00	80,66	19,49	43,38	13,79	1,0278
<b>21.5.</b>	44,57	50,00			60,00	25,33	1,0227
<b>22.5.</b>	44,14	50,00	197,50	130,00	75,00	38,75	1,0300
<b>23.5.</b>	62,49	50,00	70,71	43,97	81,27	50,33	1,0374
<b>26.5.</b>	73,26	50,00	79,42	40,04	82,50	47,06	1,0280
<b>27.5.</b>	74,59	50,00	186,13	86,42	86,88	42,50	1,1114
<b>28.5.</b>	164,92	50,00	172,11	72,19	80,63	41,25	1,1075
<b>29.5.</b>	151,13	50,00	194,38	51,25	85,63	41,25	1,0951
<b>30.5.</b>	149,03	50,00	151,88	56,25	85,63	44,07	1,0854
<b>2.6.</b>	44,98	50,00	65,04	29,58	72,50	39,00	1,0969
<b>3.6.</b>	36,38	50,00	55,67	19,84	58,13	27,13	1,0959
<b>4.6.</b>	42,18	50,00	21,50	14,17	47,10	16,45	1,0911
<b>5.6.</b>	45,00	50,00	46,56	15,25	47,88	18,30	1,1008
<b>6.6.</b>	39,00	50,00	45,75	14,19	46,45	16,87	1,1054
<b>9.6.</b>		50,00	45,19	14,00	47,44	15,00	1,0928
<b>10.6.</b>		50,00	43,81	11,68	47,90	14,88	1,0765
<b>11.6.</b>	29,00	50,00	33,16	7,94	35,23	10,71	1,0730
<b>12.6.</b>		50,00	30,47	6,00	33,63	8,13	1,0725
<b>13.6.</b>		50,00	29,90	5,24	30,50	6,44	1,0728
<b>16.6.</b>	36,69	50,00	36,69	5,88	29,78	5,75	1,0760
<b>17.6.</b>	32,95	50,00	35,31	5,00	33,13	6,57	1,0676
<b>18.6.</b>	25,00	50,00	19,78	7,87	31,69	6,94	1,0715
<b>19.6.</b>	24,37	50,00	20,18	6,99	30,81	6,31	1,0636
<b>20.6.</b>	22,00	50,00	16,94	6,19	25,97	5,88	1,0631
<b>23.6.</b>	19,92	50,00	20,94	5,13	22,15	5,75	1,0619
<b>24.6.</b>	18,49	50,00	18,71	3,52	20,69	5,06	1,0577
<b>25.6.</b>		50,00	21,25	2,69	18,86	1,96	1,0574
<b>26.6.</b>	18,50	23,00	22,63	2,43	18,98	1,89	1,0605
<b>27.6.</b>	18,50	23,00	19,28	2,09	20,78	2,47	1,0648
<b>30.6.</b>	18,19	23,00	13,98	2,73	20,97	2,59	1,0692

*Pramen: Česká národní banka*

Na pořad dne se tak dostala realizace dřívějších úvah o exitu z deklarovaného závazku intervenovat na obranu ohroženého flukтуаčního pásma. Iniciováno bylo jednání s vládou, které potvrdilo, že náklady spojené s dalším udržováním stávající-

ho kurzového režimu by byly prohibitivně vysoké. V návaznosti na toto jednání bylo ve večerních hodinách dne 26. května 1997, dvanáctý den měnové krize, oznámeno, že česká měna se pohybuje v režimu řízeného plovoucího kurzu s německou markou jako referenční měnou.

## 6.2 Odeznívání krize

Prvních několik dní po změně kurzového režimu bylo kritických. V reakci na zrušení pásma hrozil dramatický pád měny, čemuž bylo nutné předejít. Provedeno proto bylo několik intervencí, včetně jedné verbální v tom smyslu, že ČNB očekává v blízkém horizontu průměrný kurz v intervalu 17 – 19,50 korun za německou marku. Tento pokus o ukotvení kurzových očekávání na jedné straně vyvolal spekulace o povaze kurzové politiky centrální banky, na druhé straně přispěl k určité orientaci ekonomických aktérů v prostředí nového kurzového režimu. O něco více bylo ještě přitvrzeno utažení likvidity, takže úrokové sazby peněžního trhu v té době kulminovaly. Vysoké spready ukazovaly na přetrvávající nervozitu finančních trhů.<sup>58</sup> Udržovaný objem likvidity byl cílen na nižší hodnoty než jaké vyžadovala vyrovnaná pozice povinných minimálních rezerv. V kombinaci všech těchto opatření se podařilo zabránit přestřelení kurzu, neboť ten, měřeno metrikou právě opuštěného měnového koše, se po propadu asi o 8 procentních bodů v bezprostřední reakci na zrušení pásma stabilizoval na devalvační straně asi 10 procent od bývalé centrální parity.

Centrální banka tudíž nejednala podle obecně rozšířeného mýtu, že přechodem na plovoucí kurz přenechala tržním silám veškerou iniciativu při stanovení nové kurzové úrovně. Naopak, kurz koruny bránila proti přestřelení vystupňovaným utažením likvidity a navýšením úrokových sazeb. To mělo jistě své náklady. Co by ale znamenalo nechat kurz nadměrně znehodnotit? Dostavil by se růst cen dovozů, krach nedostatečně zajištěných devizových dlužníků, stupňovaný stres v bankovním

---

<sup>58</sup> Rozpětí mezi kótovanou úrokovou sazbou pro prodej a sazbou pro nákup dané splatnosti (bid-ask spread) představují důležitý indikátor likvidity peněžního trhu. V době zvýšeného napětí hypertrofují rizika na nabídkové straně trhu, takže málokdo chce zapůjčovat, resp. zapůjčování musí být kompenzováno vysokou rizikovou prémie. Kotace ztrácejí oboucestný charakter, čímž vysychá likvidita trhu. Pro ilustraci, rozpětí prodej-nákup u jednotýdenní sazby PRIBOR se před měnovou krizí pohybovalo v průměru kolem hodnoty 0,23 procentních bodů. Měnové turbulence toto rozpětí vyhnaly na maximum 50,33 procentních bodů.

sektoru. Rozjíždějící se inflační spirálu by mohlo zastavit pouze nekompromisní zvýšení úrokových sazeb. Ekonomika by se tak nevyhnula ještě vyšším ztrátám způsobeným nevratnými účinky přestřeleně znehodnoceného kurzu.

První signály o zklidňování situace se dostavily začátkem června, kdy přestaly narůstat devizové vklady. Koncem června se dokonce objevily mírné tlaky na zhodnocení kurzu, které ČNB tlumila intervencemi k doplnění devizových rezerv. Bylo možné zahájit strategii tzv. přistávání úrokových sazeb. V tomto manévru šlo o to, sesednout s referenčními sazbami centrální banky na hladiny, které by byly přiměřené již potřebám provádění běžné měnové politiky a nikoli potřebám utahování likvidity. Důležité bylo postupovat obezřetně, tj. spíše v menších krocích tak, aby se předešlo riziku výraznějšího znehodnocení koruny.<sup>59</sup> V polovině června byl znovu otevřen lombardní úvěr.

Proces přistávání úrokových sazeb trval přibližně do konce srpna, tj. necelé tři měsíce. Měřeno základní referenční sazbou centrální banky byla nově nalezená postkrizová hladina úrokových sazeb posazena přibližně o dva procentní body výše ve srovnání s předkrizovou úrovní. Přistávaly rovněž spready úrokových sazeb v návaznosti na celkové zklidňování situace. Centrální banka si ohmatávala nový kurzový režim, který demonstroval zvýšenou citlivost na zprávy o vývoji inflace, deficitů běžného účtu a dalších fundamentálních veličin. Z měnového hlediska se ekonomika začala vracet do normálního života. Šlo však skutečně jenom o začátek, neboť u konce byl pouze akutní chirurgický zákrok, nikoliv zdlouhavá a neméně bolestivá rekonvalescence.

---

<sup>59</sup> Přistávání úrokových sazeb bylo komplikováno nepříznivým vývojem běžného hospodaření vlády. Potřeba financovat schodek státního rozpočtu odčerpávala z mezibankovního trhu velké množství likvidity, což působilo proti poklesu úrokových sazeb cílenému centrální bankou. V několika případech bylo nutné operace se státním dluhem neutralizovat dodáváním likvidity do systému. Problémy státního rozpočtu se vyhroutil zejména poté, co byl dosažen zákonem stanovený strop pro emisi státního dluhu (16 mld. CZK). Krátkou dobu bylo praktikováno zdržování výdajů a jejich uvolňování do výše příjmů. To však vyvolalo ostré protesty těch zaměstnanců státního sektoru, kteří neobdrželi včas své platy. Ve stavu legislativní nouze proto byla zvýšena kvóta pro emisi krátkodobého dluhu státu na 33 mld. CZK.

**Tabulka 6**

**Vývoj základních úrokových sazeb v červenci a srpnu 1997**

	<b>Průměrná repo-sazba</b>	<b>Lombardní sazba</b>	<b>Sazba do druh. dne</b>	<b>Spread do druh. dne</b>	<b>Sazba 1 týden</b>	<b>Spread 1 týden</b>	<b>Měnový kurz</b>
1.7.	17,89	23,00	19,03	1,91	19,06	1,90	1,0677
2.7.	18,36	23,00	14,72	2,01	19,25	1,98	1,0682
3.7.	18,10	23,00	17,81	1,67	18,99	1,81	1,0697
4.7.		23,00	17,23	1,53	18,45	1,59	1,0670
7.7.	16,97	23,00	16,04	1,54	17,42	1,87	1,0651
8.7.	16,49	23,00	16,20	1,31	16,86	1,70	1,0677
9.7.	16,20	23,00	16,29	1,16	16,65	1,57	1,0711
10.7.	16,20	23,00	16,57	1,23	17,05	1,54	1,0836
11.7.		23,00	18,69	2,59	22,88	5,82	1,0931
14.7.	16,19	23,00	15,36	3,79	21,07	4,64	1,1081
15.7.	16,62	23,00	12,57	1,69	17,46	1,97	1,1015
16.7.	15,99	23,00	12,94	1,91	17,01	1,81	1,1072
17.7.	16,31	23,00	16,83	1,55	16,96	1,67	1,1144
18.7.	16,30	23,00	16,88	1,55	17,08	1,61	1,1132
21.7.	16,00	23,00	14,50	1,76	17,07	1,52	1,1162
22.7.	15,70	23,00	15,25	1,25	16,79	1,43	1,1159
23.7.	15,26	23,00	14,71	1,06	15,79	1,03	1,1063
24.7.	15,20	23,00	15,20	0,80	15,64	1,01	1,0981
25.7.	15,20	23,00	13,96	1,24	15,60	0,99	1,0958
28.7.	14,90	23,00	14,97	0,81	15,43	0,94	1,1024
29.7.	14,90	23,00	12,46	1,25	15,43	0,95	1,1040
30.7.	14,89	23,00	10,83	1,37	15,39	0,89	1,1060
31.7.	14,90	23,00	14,38	0,64	15,39	0,86	1,0995
1.8.	14,70	23,00	14,48	0,68	15,13	0,75	1,1000
4.8.	14,50	23,00	14,64	0,42	14,92	0,63	1,1053
5.8.	14,50	23,00	14,04	0,63	14,80	0,58	1,1026
6.8.	14,50	23,00	13,90	0,54	14,70	0,53	1,1004
7.8.	14,50	23,00	14,32	0,41	14,63	0,55	1,0956
8.8.	14,50	23,00	14,43	0,43	14,66	0,53	1,0897
11.8.	14,50	23,00	14,46	0,40	14,62	0,53	1,0836
12.8.	14,50	23,00	14,12	0,40	14,61	0,51	1,0830
13.8.	14,49	23,00	8,25	1,72	14,60	0,48	1,0817
14.8.	14,50	23,00	14,17	0,38	14,59	0,46	1,0812
15.8.	14,49	23,00	14,75	0,41	14,64	0,44	1,0855
18.8.	14,50	23,00	13,84	0,24	14,76	0,45	1,0927
19.8.	14,49	23,00	10,69	2,45	14,67	0,45	1,0943
20.8.	14,49	23,00	12,84	0,80	14,59	0,43	1,0979
21.8.		23,00	14,28	0,70	15,00	0,56	1,1041
22.8.	14,50	23,00	12,19	0,43	14,78	0,48	1,0926
25.8.	14,49	23,00	12,25	0,47	14,64	0,45	1,0876
26.8.	14,47	23,00	10,44	1,53	14,58	0,42	1,0845
27.8.	14,48	23,00	9,19	1,60	14,51	0,43	1,0862
28.8.	14,50	23,00	14,39	0,47	14,56	0,42	1,0884
29.8.	14,50	23,00	14,53	0,42	14,59	0,40	1,0855

*Pramen: Česká národní banka*

---

# Epilog

Mezinárodní měnový fond uvádí Českou republiku mezi příklady zemí, které se dovedly úspěšně a pouze vlastními silami vypořádat se záludnostmi měnové krize.<sup>60</sup> Tato instituce oceňuje jak techniku, s níž byl odrážen spekulativní nápor, tak i rozhodnost při aplikaci širšího stabilizačního programu. Ztrátu devizových rezerv bylo možné považovat za minimální vzhledem k původnímu rozsahu vnější nerovnováhy. Navíc centrální bance se velmi brzo naskytly příležitosti k doplnění zásob. Aktivovány nebyly ty klauzule devizového zákona, které umožňovaly suspendovat dosaženou volnost kapitálového pohybu.

Vyhasnutím měnových turbulencí však problém zdaleka nekončil. Bylo nutné oslovit příčiny, které k tomuto jevu vedly, a poprat se s důsledky, jež tento jev po sobě zanechal. Bude-li se jednou důkladněji zpracovávat historie hospodářské politiky zmiňovaného období, přístup k výše uvedeným otázkám bude zcela jistě tvořit logickou kostru bádání. Je to plně pochopitelné, neboť česká ekonomika zamířila do doma vyrobené recese, jediné ve skupině reformujících se středoevropských ekonomik, což vystupňovalo polemiku, proč chování českého hospodářství takto vybočuje

---

<sup>60</sup> Viz např. IMF Public Information Notice (tzv. PIN dostupný na webové stránce Fondu), kde je shrnuta diskuse nad materiálem Article IV Report v radě výkonných ředitelů počátkem r. 1998.

z řady. Cílem této práce není pokrýt uvedené období v detailu srovnatelném s předchozím výkladem. Určité resumé přesto může být vhodnou tečkou za hlavním tématem.

Nemůže být sporu o tom, že po ústupu měnové krize zůstávala ekonomika v sevření zvýšené restriktce. Koneckonců to byl čas pro oba vládní balíčky, aby zvrátily zakořeněný trend k prohlubování vnější nerovnováhy. Nedalo se utéci před schválenými rozpočtovými škrty, které zapříčinily zejména propad stavební výroby a ostrý pokles reálných mezd ve veřejném sektoru. Také měnová politika musela z řady důvodů zůstat obezřetná. Thajská krize z května 1997 obnažila hlubší problémy celého tamního regionu, načež záchvěvy asijských měn rychle přeskakovaly na českou korunu. Na chování kurzu měla silný vliv prohlubující se krize politická, urychlovaná narůstajícími problémy domácí ekonomiky. Znehodnocený kurz koruny se začal projevovat ve zvyšování inflace. Uvedené faktory proto neumožňovaly okamžité uvolnění fiskálních, mzdových i měnových politik na předkrizové hodnoty.

Se znalostí pozdějšího vývoje, zejména pak hloubky hospodářské recese, se nicméně vrací otázka, zda šrouby pokrizové restriktce nebyly utaženy příliš těsně.<sup>61</sup> Lze si živě představit, že názorová větev, která připisovala vznik ekonomických potíží nadměrné měnové restriktci ještě před rozjezdem měnových turbulencí, spatřovala v pokračující restriktci pokrizového období nové důkazy pro staré pravdy. Do této verze šikovně zapadal rychlý pokles inflace, který se začal odehrávat od poloviny roku 1998. Česká národní banka výrazně podstřelila svůj inflační cíl stanovený pro tento rok. Našlo se proto dostatek zájemců, kteří levně nakoupili tezi o ambiciózních dezinflačních cílech centrální banky prosazovaných na úkor růstu a zaměstnanosti.<sup>62</sup>

---

<sup>61</sup> Ekonomika se dotkla dna hospodářské recese ve prvním čtvrtletí 1999, kdy meziroční pokles HDP dosáhl – 4,1 %. Za předchozí rok činil pokles HDP – 2,3 %.

<sup>62</sup> Aplikace učebnicové poučky o existenci konkurenčního vztahu mezi růstem a inflací byla ovšem zavádějící v českém prostředí časově navazujícím na měnovou krizi. Primárním důvodem tehdejší zvýšené restriktce nebylo plnění dezinflačních cílů, nýbrž úsilí o obnovu vnější rovnováhy. Jestliže přesto inflace měřená meziroční změnou indexu spotřebitelských cen v průběhu r. 1998 poklesla z březnového maxima 13,4 % na prosincovou úroveň 6,8 % (v následujícím roce sestup pokračoval až na červencové minimum 1,1 %), potom silný vliv sehrály měnově neovlivnitelné faktory (výrazný pokles cen komodit na světových trzích, nižší hospodářský růst v EU, zcela atypické chování agrárních cen pod vlivem cenového podbízení obchodních řetězců či zvýšených dovozů dotovaných potravin, pomalejší cenové deregulace). Perspektiva deflace v celosvětovém měřítku byla tehdy široce diskutována. Pro srovnání, v r. 1998 poklesla inflace v Polsku o 5,0 procentních bodů, v Maďarsku to bylo 7,4 procentních bodů.

Nebylo by korektní nepřiznat, že některá rozhodnutí centrální banky by možná vypadala poněkud jinak, kdyby zde byla minulá zkušenost s chováním ekonomiky v recesi. Kdyby panovala jistější představa o budoucí slabosti růstového výkonu a náběhu na deflaci, ke snižování úrokových sazeb by patrně došlo dříve a kalibrace určitých regulací bankovního dohledu by asi byla více rozložena v čase.<sup>63</sup> K zásadnímu uvolnění měnové politiky nicméně došlo.<sup>64</sup> Přesto prorůstová odezva bankovního a podnikového sektoru zůstávala na bodu mrazu. Do centra pozornosti se dostal jev tzv. zablokování úvěrů (credit crunch).

Proč stagnovalo poskytování úvěrů, když nominální i reálné úrokové sazby dosahovaly historicky nejnižších hodnot? Hledat odpověď na tuto otázku je užitečné z toho důvodu, že se mnohé dozvíme o primárních příčinách měnové krize. Banky půjčovaly málo, neboť jim v tom bránily zejména vysoké objemy dříve poskytnutých špatných úvěrů, předlužená podniková klientela, nedostatek úvěrovatelných projektů a v neposlední řadě i čekání na dlouho odkládanou privatizaci. Jinými slovy, zablokování úvěrů muselo vystřídat předchozí úvěrovou euforii, která zaplevelila špatnými půjčkami jak velké banky „namočené“ do procesu transformace, tak i malé privátní banky, z nichž většina na svoji nezkušenost, malou kapitálovou sílu ale i podvodné praktiky doplatila krachem. Řada přišla i na mnohé podniky, které se zadlužily nejen na investice a provoz, ale i v důsledku časté privatizace úvěrem. Jevo zablokování úvěrů tak nastavil zrcadlo mnohým problémovým přístupům české hospodářské politiky ke způsobu privatizace a restrukturalizace bank i podniků. Upozornil na nezdravý mikroekonomický základ hospodářské expanze v „báječných“ letech před měnovou krizí.

---

<sup>63</sup> V polovině r. 1998 reagovala ČNB na tristní stav v oblasti zajišťování úvěrů nemovitostmi přijetím opatření, které ukládalo bankám během tří let nahradit nemovité zástavy u nejhorší kategorie ztrátových úvěrů opravnými položkami v plné výši. Uvedený krok byl vynucen dlouholetým neuspokojivým stavem právního prostředí, které víceméně diskvalifikovalo funkci nemovitostí jako kvalitní zástavy k poskytnutým úvěrům (souhlas dlužníka s prodejem zastavené nemovitosti, neúnosná délka soudního řízení, malá výtěžnost realizovaných zástav aj.). Zpřísněné požadavky na tvorbu rezerv poměrně tvrdě pocítily tři největší domácí banky, zatížené vysokým procentem ztrátových úvěrů.

<sup>64</sup> ČNB začala snižovat úrokové sazby v červenci 1998 z hladiny 15 %. Do října 1999 základní operativní sazba následně sestoupila v celkovém počtu 17 kroků na hladinu 5,5 %. V reálném vyjádření při tzv. pohledu ex ante (od nominálních sazeb je odečítána očekávaná a nikoli momentálně měřená inflace) byly dosahovány sazby v intervalu 0 – 3 %.

S odstupem již více než dvou let od měnových turbulencí z roku 1997 se současně ukazuje, že česká hospodářská politika uspěla při řešení vnější nerovnováhy. Tím získala potřebnou imunitu, která chránila před nákazou šířící se z jihovýchodní Asie a Ruska. Důvěra zahraničních investorů byla obnovena do té míry, že tématem dne se stala nová přílivová vlna zahraničních investic. Daní za odstranění vnější nerovnováhy byla hospodářská recese. Daň v podobné výši ale zaplatily vesměs všechny země, které navštívila měnová krize.<sup>65</sup> Chtít po vzoru některých politiků i ekonomů obojí zároveň, tj. mít v jednom čase nápravu rozsáhlých makroekonomických nerovnováh i hospodářský růst, to patrně patří do kategorie zbožných přání ležících mimo dosah ekonomických zákonitostí. Do paměti by se spíše měla vrýt prožitá zkušenost, že po fázi nezdravé expanze dříve nebo později přijde bolestivá kontrakce. Měnový otřes '97 vyslal tuto zprávu zcela jasným způsobem. Pokud jí hospodářská politika takto porozumí, půjde sice o zprávu draze zaplacenou, ne však zbytečnou.

---

<sup>65</sup> Kurzová krize v Mexiku měla za následek pokles HDP o 6,2 % v r. 1995. Spekulativní útok v Thajsku po sobě zanechal hospodářský propad 10,2 % v r. 1998. V témž roce Jižní Korea vykázala pokles 5,8 %, přičemž o rok dříve dosahovala růst 5,0 %. Dramatickým vývojem prošla Indonésie, kde růstové tempo 4,9 % v r. 1997 bylo v následujícím roce vystřídáno střemhlavým pádem 13,7 %. Údaje jsou převzaty z International Financial Statistics, IMF August 1999.





---

# Literatura

- Backe P.; Integrating Central and Eastern Europe into the European Union: The Monetary Dimension; conference paper in Reforming the European Union and Prospects for Enlargements; Warsaw; May 1997.
- Backe P. and Linder I.; European Monetary Union: Prospects for EU Member States and Selected Candidate Countries from Central and Eastern Europe; Focus on Transition 2/1996; Oesterreichische Nationalbank.
- Balassa B.; The Purchasing-Power Parity Doctrine: A Reappraisal; Journal of Political Economy; No. 72; 1964.
- Buch C. M. and Heinrich R. P.; The End of the Czech Miracle?; Kiel discussion paper 301; Institute fur Weltwirtschaft; June 1997.
- Čapek A.; Reálný efektivní směnný kurz: problémy konstrukce; výzkumná publikace č. 77; Institut ekonomie ČNB; 1997.
- Dědek O.; Currency Convertibility and Exchange Rate Policies in the Czech Republic; Eastern European Economics; November-December 1995.
- Dědek O.; Fakta a mýty o útoku na korunu; Ekonom 4/1998.
- Dědek O. et al.; The Break-up of Czechoslovakia: An In-depth Economic Analysis; Avebury; England; 1996.

- Dědek O. and Derviz A.; Kurzová politika rozšířeného oscilačního pásma; Politická ekonomie; 1996/5.
- Dornbush R.; Exchange Rate Policies in Economies in Transition; ed. R. C. Barth and Ch.-H. Wong; Approaches to Exchange Rate Policy; IMF Institute, Washington; 1994.
- Dornbush R. and Fisher S.; Moderate Inflation; World Bank Economic Review; vol. 7; no. 1/1993.
- Fisher S.; Why are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability? in Achieving Price Stability; Federal Reserve Bank of Kansas City; August 1996.
- Garber P.M. and Lall S.; Derivative Products in Exchange Rate Crisis; conference paper; Managing Capital Flows and Exchange Rates: Lesson from the Pacific Basin; Federal Reserve Bank of San Francisco; September 1996.
- Goldstein M.; Presumptive Indicators/Early Warning Signals of Vulnerability to Financial Crises in Emerging-Market Economies; preliminary paper; Institute for International Economics; January 1996.
- Griffith-Jones S.; The Mexican Peso Crisis; ECLAC Review; December 1996.
- Helpman E., Leiderman L. and Bufman G.; A new brand of exchange rate bands: Chile, Israel and Mexico; Economic Policy; October 1994.
- Hrnčíř M.; Foreign Exchange Rate Regime and Economic Recovery; Prague Economic Papers; 1993/1.
- Hrnčíř M. and Klacek J.; Stabilization Policies and Currency Convertibility in Czechoslovakia; European Economy, special edition; 2/1991.
- Icard A.; The Transmission of Monetary Policy in an Environment of Deregulation and Exchange Rate Stability; Journal of Monetary Economics 33; 1994.
- Jílek J.; Příliv zahraničního kapitálu a devizová pozice bank; Politická ekonomie; 1996/1.
- Kenen P.B.; Managing Exchange Rates; Routledge; London and New York; 1988.
- Kim S.B.; Thailand: Challenges After the Float; Goldman Sachs; Economic Research; July 1997.
- Klaus V.; Země, kde se již dva roky nevládne; Rabbit & Rabbit; Praha; 1999.

- Krugman P.; A Model of Balance-of-Payment Crisis; Journal of Money, Credit and Banking; August 1979.
- Kornai J.; Adjustment Without Recession: A Case Study of the Hungarian Stabilization; Collegium Budapest; discussion paper No. 33; August 1996.
- Mathieson D.J. and Rojas-Suarez L.; Liberalization of the Capital Account: Experiences and Issues; IMF Working Paper; June 1992.
- Obstfeld M.; The Rational and Self Fulfilling Balance of Payment Crisis; American Economic Review; vol. 76; 1986.
- Opravilová R.; Vývoj ratingového hodnocení České republiky; Bankovníctví; 20/1995.
- Sachs J. D.; Economic Transition and the Exchange-Rate Regime; AEA Papers and Proceedings; May 1996.
- Schadler S., Carkovic M., Bennett A. and Kahn R.; Recent Experiences with Surges in Capital Inflows; IMF Occasional paper 108; Washington DC; December 1993.
- Singer M.; Ekonomická krize – důsledek splasknutí bubliny cen produkčních aktiv; Centrum pro ekonomiku a politiku 2/1999.
- Šmídková K.; Koruna Exchange Rate Turbulence in May 1997; výzkumná publikace č. 2; Česká národní banka 1998.
- Tošovský J.; Disinflation in the Czech Republic: Looking Both Backward and Forward; in Achieving Price Stability; Federal Reserve Bank of Kansas City; August 1996.
- Weigl J.; Kde hledat příčiny současné hospodářské krize; Centrum pro ekonomiku a politiku; 2/1999.
- Williamson J.; Exchange Rate Management; Economic Journal; January 1993.