

Centrum pro ekonomiku a politiku



# Tři roky od měnové krize

## Sborník textů

*Václav Klaus, Ivan Kočárník, Karel Dyba  
a další autoři*

č. 5/2000

**cep**  
CENTRUM  

---

PRO EKONOMIKU A POLITIKU

Vydal: CEP - Centrum pro ekonomiku a politiku  
Praha, srpen 2000

© CEP

Editor: Marek Loužek

Obálka: David Matouš

Sazba: Věra Vyskočilová

Tisk: Reprint Praha

Vydání první

ISBN 80-902795-3-8

# Obsah:

## A. Vystoupení na semináři dne 29. května 2000

|  |   |
|--|---|
| <i>Prof. Ing. Václav Klaus, CSc.:</i> Tři roky po měnové krizi:<br>rekapitulace událostí a jejich souvislostí,<br>aby se na některé věci nezapomnělo - - - - - | 9 |
|--|---|

## B. Doplnkové texty

|   |    |
|---|----|
| <i>Doc. Ing. Ivan Kočárník, CSc.:</i> Postřehy jednoho<br>z „obětních beránků“ měnové krize z roku 1997 - - - - - | 29 |
| <i>Doc. Ing. Karel Dyba, CSc.:</i> Navrhovali jsme změnu<br>kurzového režimu - - - - -                            | 35 |
| <i>Prof. Ing. Robert Holman, CSc.:</i> Měnová krize 1997<br>byla trest za nezavedení volného floatingu - - - - -  | 43 |
| <i>Ing. Petr Mach:</i> Měnová krize z hlediska změn<br>devizových rezerv - - - - -                                | 49 |
| <i>Ing. Marek Loužek:</i> Měnová krize 1997:<br>Operace se zdařila, pacient zemřel - - - - -                      | 57 |

## C. Přílohy

|  |    |
|--|----|
| Začátek a konec měnového otřesu – srovnání - - - - -     | 68 |
| Průběh krizových dvou týdnů v květnu 1997 - - - - -      | 69 |
| Reposazby v květnu a červnu 1997 - - - - -               | 72 |
| Měnové politické nástroje ČNB - - - - -                  | 74 |
| Teorie měnových kurzů - - - - -                          | 77 |
| Systémy měnových kurzů ve světě k 31. 12. 1999 - - - - - | 80 |
| Česká koruna – historie - - - - -                        | 83 |
| Průběh zahraničních měnových krizí - - - - -             | 85 |



**A**

*Vystoupení na semináři  
dne 29. května 2000*





# Tři roky po měnové krizi: rekapitulace událostí a jejich souvislostí, aby se na některé věci nezapomnělo

*Prof. Ing. Václav Klaus, CSc.*

V květnu roku 2000 jsou tomu tři roky od zatím největší ekonomické turbulence naší postkomunistické éry. Říkám-li největší, z odstupu tří let a navíc se znalostí tehdejších i následných ekonomických dat si troufám tvrdit, že v onom květnovém týdnu **šlo daleko více o otřes politický než ekonomický**. Právě uplynulé tři roky jsou již dobou relativně dostatečného časového odstupu a jsou tudíž vhodnou příležitostí pro „klidnou“ či alespoň klidnější analýzu.

Pokusme se proto ke spoustě existujících pokusů o výklad těchto událostí přidat výklad další, i když je evidentní, že z mé strany o úplně nový pohled nejde a že navazuji na řadu svých dřívějších, známých, veřejně publikovaných textů, zejména na knihu „**Země, kde se již dva roky nevládne**“ (CEP, duben 1999). V tomto mém dnešním pokusu nejde o rigorózní analytický text, a to mimo jiné proto, že krátkost časových řad naší „nové“ ekonomiky žádné náročnější metody empirické analýzy stejně neumožňuje. Jde však o pokus o teoreticky i empiricky podložený a pozorný narativní přístup.

Pokusím se zejména důsledně oddělit to, co u nás příliš často oddělováno nebývá. Pokusím se **oddělit časová období**, která se – v našich dodnes přepolitizovaných a zájmově motivovaných – polemikách bohužel míchají dohromady. Položme si následující otázky:

- co krizovému období předcházelo?
- co se událo mezi prvním vědomým makroekonomickým brzdícím zásahem státu a vypuknutím otevřené měnové krize?
- jak probíhala vlastní krize?
- co se odehrávalo po skončení akutní krize?

Je to sice do jisté míry přístup zcela banální a nijak originální, ale „anatomie“ krize tohoto typu u nás běžná není. Ta bude předmětem první části mého vystoupení, ve druhé části jde spíše o určité zobecnění poučení, která z toho plynou.

## I. Anatomie naší měnové krize

Odlišují čtyři základní, mnoha charakteristikami se lišící období:

**ad a) V předkrizové fázi**, v období let 1994, 1995 a v první polovině roku 1996, probíhal v České republice relativně rychlý ekonomický růst, který v roce 1995 dokonce dosáhl hodnoty téměř neuvěřitelných 6,4 % ročního růstu HDP. Šlo o „klasické“ **transformační oživení**. V každém případě šlo o pozitivní fázi našeho polistopadového vývoje.

Při velmi nízké **míře nezaměstnanosti** (která se po většinu tohoto období udržovala pod 3 %) nebyla důvodem k zneklidnění a ke změně politiky ani **neklesající inflace** (udržující se na úrovni kolem 10 % ročně, což bylo v tehdejší době výrazně méně než v ostatních transformujících se ekonomikách), ani **fiskální situace státu**, protože jsme po celou tuto dobu vykazovali vyrovnané státní rozpočty. Někteří ekonomové, a spolu s nimi i celé vlivné, oficiální instituce jako ČNB a MMF, sice i tehdy leccos kritizovali, ale nejvíce nás snad tehdy varovali před relativně rychlým růstem mezd. Dovolil bych si argumentovat, že tehdejší **růst průměrných mezd** byl nepřijatelný hlavně pro ty, kteří chtěli dosáhnout – a to v krátkém čase – razantní snížení domácí inflace.

Pro ty z nás, kteří rychlou desinflaci naopak považovali za krajně nebezpečnou a nezodpovědnou, protože věděli, že by – při nezměněných expektacích ekonomických subjektů ohledně vývoje nominálních veličin – vedla k dramatickému ohrožení ekonomického růstu, růst průměrných mezd sám o sobě – navíc při vyprazdňování tzv. „mzdových“ transformačních polštářů, při rychlém přesouvání pracovních sil mezi sektory (a proto při nevyhnutelném mzdovém „vzlínání“) a při poklesu počtu vyplácených mezd (neboli při dobrovolném poklesu zaměstnanosti) – nebyl významným problémem. (Např. i často diskutovaný, tehdy jednorázově provedený nárůst mezd ve veřejném sektoru o více než 20 % sám o sobě – nevyvolal-li deficit státního rozpočtu – ničemu bezprostředně nevadil.)

Zcela stabilní byl od posledních dní prosince 1990 po celých 6 let **nominální měnový kurs**, i když **reálný kurs** v této době díky inflačnímu diferenciálu viditelně rostl. Byl tím postupně vyprazdňován další důležitý transformační polštář a šlo jen a jedině o to, jaký prostor v té které chvíli v tomto polštáři ještě zbývá. Žádná velká změna v tomto ohledu nenastala ani 2. října 1995, kdy se koru-

na formálně stala volně směnitelnou měnou. K zřetelnější změně došlo až v únoru 1996, kdy bylo rozšířeno fluktuální pásmo koruny na plus minus 7,5 %, což bylo jistou, ale – jak ukázala budoucnost – asi nedostatečnou změnou kursového režimu. Po celou dobu následujícího roku 1996 totiž koruna i přes tuto změnu posilovala – např. vůči německé marce z 18,45 Kč (za 1 DM) v únoru na 17,63 v prosinci.

Připomeňme i to, že v listopadu 1995 ratingová společnost Standard and Poor's přidělila České republice jako první postkomunistické zemi hodnocení A a že se v prosinci téhož roku stala ČR – také jako první – plnoprávným členem OECD.

Napětí v ekonomice však narůstalo, což nikdo z nás nikdy nepopíral. Problémem byla zejména **velmi vysoká míra investic** (značně převyšující domácí míru úspor), která byla navíc výrazně orientována vedle investic ekologických a infrastrukturních na investice do terciárního sektoru a relativně méně finančních prostředků proto zbývalo na modernizační výrobní investice. Kapacitovný efekt investic proto rozsahu celkových investic neodpovídal. Připomeňme si ale také to, že **byla tato vysoká míra investic tehdy všeobecně chválena** (a ne kritizována) a že měnit její strukturu intervencí státu nebylo dost dobře možné. Nevzpomínám si také, že by tehdejší míru investic někdo systematicky kritizoval. Ani představitelé ČNB, kteří se zúčastnili všech zasedání vlády i ekonomických porad, o tomto makroekonomickém problému nepředložili jediný koncepční materiál. Investiční míru nikdo snižovat nechťel a debata o mzdách k tomu výslovně nevedla, i když by se dalo říci, že se implicitně vztahu spotřeba – úspory týkala.

Nerovnováha úspor a investic měla svůj zrcadlový odraz ve vnější nerovnováze, demonstrované deficitem obchodní bilance a běžného účtu platební bilance, k nimž docházelo více méně bez souvislosti s měnovým kursem, resp. sama mírná změna kursu by jej krátkodobě nemohla vyřešit). Teprve viditelné „přelití“ této vnitřní nerovnováhy do vnější, ke kterému došlo v průběhu roku 1996, způsobilo, že se začala brát v úvahu. Platební bilance se stala nejproblémovější charakteristikou české ekonomiky tohoto období. Pokud však přetrvávala politická stabilita země, její vysoký kredit v zahraničí a s nimi spojený dostatečný příliv zahraničních investic, z deficitu běžného účtu nevyplýval žádný bezprostřední problém.

Mnoha z nás bylo i tehdy naprosto jasné, že se jedná o velmi zra-

nitelnou situaci, která se může rychle a nečekaně změnit. Věděli jsme, že krizová situace může vzniknout velmi snadno – jak dokazoval zejména tehdejší příklad Mexika, které se pro nás stalo velkým memem. Naivní a bezstarostní jsme určitě nebyli.

Dobře jsme věděli, jak snadno se může změnit domácí či zahraniční politická situace, jak netušeně může ekonomika – a to zcela nezaslouženě – utrpět nějaký nepříjemný exogenní šok, na základě jak nevinného motivu může mezi investory vzniknout panika a z ní plynoucí hrozné lavinové či dominové efekty, jak se ekonomika může dostat do obtíží i svými vlastními, tedy endogenními procesy, atd. Věděli jsme i to, že se v realitě většinou jedná o různou, vzájemně se posilující kombinaci všech těchto vlivů a že proto jde strašně moc o to, aby se jejich synergickému efektu nenapomohlo tím, co domácí hospodářskou politikou ovlivnitelné je, co my sami máme v rukou.

Připomenout je třeba i naši tehdejší, poměrně nepříznivou strukturu zahraničních investic, danou vedle celkového charakteru a základní logiky naší transformace i zvolenou mírou a typem otevření naší ekonomiky vůči světu (zejména ve finanční oblasti). Klíčovým momentem tohoto otevření byl říjen 1995, kdy byly – před naším vstupem do OECD – liberalizovány peněžní toky i na kapitálovém účtu platební bilance. Česká republika se mezi transformujícími se ekonomikami stala v tomto směru ojedinělým unikátem. Koruna začala být široce obchodovaná na mezinárodních trzích a díky tomu se desítky miliard eurokorun ocitly mimo kontrolu naší centrální banky. Nic podobného neexistovalo a neexistuje dodnes např. u forintu či zlotého, o dalších měnách ani nemluvě. Toto předčasné otevření kapitálového účtu, kterého jsem se já sám nemálo obával, bylo vedle prestižních důvodů motivováno zejména snahou ČNB snížit náklady sterilizace přílivu spekulativního kapitálu, ale tento efekt určitě dosažen nebyl. Byly tím naopak dokořán otevřeny dveře pro rychlé pohyby spekulativního kapitálu – a to v obou směrech. Bohužel ne jen ve směru jednom.

Racionální pohled na tehdejší ekonomickou situaci vybízel pokusit se **provést mírné zbrzdění ekonomiky**, které by existující napětí snížilo, ale které by nevedlo k jiné ekonomické poruše, které by nevedlo ke zneklidnění domácích i zahraničních investorů, které by nevedlo k ohrožení stability našeho bankovního a finančního systému a které by ve svém konečném důsledku neznamenal ztrátu kredibility celé české transformační cesty. Je zřejmé, že by bylo ideální eko-

nomiku začít brzdit už v polovině roku 1995 (při známých časových zpožděních), ale to se z řady důvodů nestalo. Zejména proto, že vláda neměla ani přílišnou chuť, ani dostatečnou jednotu začít brzdit ekonomiku již před volbami. V tom nebyla nijak originální a nikdo jí to tehdy ani nedoporučoval.

**ad b)** V této komplikované ekonomické situaci se v červnu 1996 konaly **parlamentní volby**, které – poněkud překvapivě – nepotvrdily předcházející postavení stran dosavadní vládní koalice. Po složitém koaličním jednání došlo k sestavení velmi riskantní menšinové vlády (umožněné sociální demokracií, nicméně bez jakéhokoli pevného smluvního základu typu opoziční smlouvy). Díky tomu došlo k dalšímu velkému oslabení manévrovací pozice vlády – jak v oblasti makroekonomie, tak v oblasti privatizace bank a některých dalších podniků, ale i v celkovém transformačním tažení. Snad na to nikdo za těch pár let nezapomněl. Této slabosti vlády bylo jak z domova, tak ze zahraničí využito k zásadnímu útoku proti „české cestě transformace“. Výsledkem bylo, že se česká ekonomika stala obětí politických ambicí části naší politické scény a to dokonce více než obětí svých vlastních nedokonalostí.

Rozhodující bylo v dané situaci **neudělat chybu**, nevést do ekonomiky vládou či centrální bankou žádný zbytečný, dodatečný ořez. To se, bohužel, nepodařilo. Dne 19. června, před ukončením koaličních jednání o nové vládě a bez jakékoli konzultace s tehdy existující, tedy „starou“, dožívající vládou, **vyhlásila ČNB výrazná restriktivní opatření**, o kterých od té doby vedeme nepřetržitý interpretační sporII). V každém případě je – alespoň pro mne – jasné, že banka ekonomiku zabrzdit chtěla a že toto opatření udělala vědomě. Nevěděla však, jak moc bude její opatření působit. Výrazně zvýšila povinné minimální rezervy (z 8,5 na 11,5 %) a spolu s nimi zvýšila i úrokové sazby, platné na mezibankovním trhu (tzn. diskontní, lombardní a repo sazby). Naše, ne příliš pevné a kapitálově ne silné komerční banky, pohybující se – z řady snadno vysvětlitelných důvodů – na ostří nože, na hraně svých možností, byly tímto měnovým zásahem zasaženy asi **daleko více než naše centrální banka očekávala předem a než tušila i potom**. Do 9. srpna musely komerční banky stáhnout z oběhu miliardy korun, což – nejsme-li v situaci ladem ležících peněz – není a nemůže být snadné, bezbolestné a bez následků. Některé banky to nezvládly vůbec a brzy odešly ze scény, zatímco jiné se udržely, ale

za cenu svých vlastních budoucích obrovských potíží a hlavně za cenu narušení neméně křehké rovnováhy (či spíše elementární stability) podnikové sféry, které byly – jako důsledek přizpůsobení se zásahu ČNB – hromadně vypovídány či neobnovovány úvěry. Poměrně známá data o množství peněz v oběhu a o nově poskytovaných úvěrech tyto mé závěry dokumentují více než jasně.

Dovolil bych si tvrdit, že právě v této chvíli **byla nastoupena přímá cesta k měnové krizi**. Nejprve – jako velmi nemilý letní signál – „padla“ plzeňská První kreditní a úvěrová banka. Brzy poté došlo ke střetu ČNB s naší největší soukromou bankou, s Agrobankou, která byla následně dotlačena až k faktické likvidaci. (Tato událost stále ještě vyžaduje dostatečné objasnění, protože se verze ČNB a Agrobanky velmi zásadně lišily a liší. I dnešní spory o nucené správně naznačují, že nemalý problém přetrvává dodnes.)

Vláda na tento krok důrazně a přesvědčivě nezareagovala a bez spolupráce s ČNB ani nic moc jiného dělat nemohla. Měla velké obtíže sama se sebou a zejména s přípravou a schválením státního rozpočtu na rok 1997, jehož projednávání v rozpolceném parlamentu výrazně destabilizovalo politickou situaci. **Ekonomika byla od politiky v dalších měsících spíše odvozena, než že by sama o sobě k destabilizaci „vedla“**. Ke stále většímu pnutí docházelo uvnitř vládní koalice. Nečekaným pádem předsedy ODA J. Kalvody (po poněkud absurdní příčině) se celá tato malá politická strana velmi zpochybnila a ostentativně nekoaliční chování předváděla stále více i KDU-ČSL, zejména její tehdejší předseda.

Svou šanci vycítila nejen opozice, ale i domácí i zahraniční média a v neposlední řadě i vlivné poradenské firmy, které si to konečně chtěly „vyřídit“ s českou transformační cestou a s naší neochotou dělat ze sebe pasivní objekt jejich – dobře placených – rad a doporučení. Nebyla nám prominuta zejména kupónová privatizace, která jim odebrala nemalou část jimi očekávaných zisků.

Dnes je třeba připustit i to, že **vláda dopad tohoto opatření ČNB na makrosituaci, na množství peněz v oběhu a na agregátní poptávku nedocenila** a že se zabývala – více méně metodou hašení požárů – pouze jeho mikrodopadem, a to jak na banky, tak na firmy reálného sektoru. **Vláda** – spolu s ČNB a se všemi domácími i zahraničními „posuzovatelskými“ a poradenskými, nesmírně moudrými a autoritativními firmami a institucemi – **předvídala pokračování**

## **rychlého růstu ekonomiky i v roce 1997, což byla zjevná chyba.**

Na tomto předpokladu postavila i svůj návrh státního rozpočtu na tento rok. Nakonec ho sice po velkých obtížích prosadila, ale na jinou, aktivnější politiku neměla sílu, a to jak díky své vlastní vnitřní nejednotě, tak silným tlakem zvenku (z parlamentu a z médií).

Ekonomika se – s téměř učebnicovým časovým posunem – na počátku roku 1997 zadrhla. Důvodem byla **absence dostatečné agregátní poptávky** a to bylo výlučně či alespoň dominantně důsledkem provedeného měnového opatření. Prvním signálem o tomto novém vývoji byl v lednu nečekaný výpadek příjmů státního rozpočtu, byť to bylo poněkud znejasněno tehdejšími nadprůměrnými mrazy a hlavně týdenní stávkou železničářů v závěru tohoto měsíce. Proto jsme netrpělivě čekali na jakákoli další data. V polovině února přišla – zpomalení potvrzující – data za lednový průmysl a na začátku března jsme zjistili pokračování výpadku příjmů rozpočtu i za únor, čili již za šestinu celého roku. Náhlé zastavení ekonomického růstu začínalo být – pro nás ve vládě – nesporné, ale bohužel až v tuto chvíli.

Poněkud zvláštním způsobem se vyvíjel měnový kurs. V průběhu politicky sporného roku 1996 a na počátku roku 1997 výrazně posiloval, a to i přes nárůst vnější nerovnováhy, způsobené velmi asymetrickým vývojem vývozu a dovozu. Svůj „nejvyšší“ bod dosáhl kurs koruny v polovině února 1997, kdy byl – např. vůči německé marce – o 2 koruny výše než před rokem, k čemuž přispělo i poměrně velké lednové vydání eurokorunových obligací. Teprve potom začal jeho zjevný pokles (i když byla původní parita měnového kursu překročena až v polovině května). Tragickou chybou však byla nediskuse tohoto problému mezi vládou a ČNB. Na jaře 1997 už přece bylo jasné snad všem, že **je vývoj kursu koruny zcela v rukou spekulantů** a že s domácí ekonomikou jako takovou nemá téměř nic společného. Kurs posiloval bez ohledu na stále varovnější čísla o prohlubující se vnější nerovnováze, což jen potvrzovalo předpoklad, že se spekulanti připravují na to, aby mohli kurs koruny srazit.

Vláda chtěla zasáhnout a radikální zásah připravovala. Hledala cestu jak co nejvíce zvýšit kredibilitu vlády i celé ekonomiky. Debata o návrhu tohoto zásahu, o **tzv. prvním balíčku**, který byl zaměřen na zabránění vzniku velkého deficitu státního rozpočtu cestou **rozpočtových škrtnů** a na **urychlení některých legislativních opatření pro zprůhlednění finančních trhů**, však podle očekávání vy-

volávala stále se zesilující politický střet III). Škrť rozpočtových výdajů o 25 miliard korun (který bylo třeba zrealizovat za 8, nikoli za celých 12 měsíců) byl skutečně **velmi rozsáhlý**. Mimo jiné dále brzdil agregátní poptávku a poměrně rychle přibrzdil zejména stavební investice a následně celé stavebnictví. Dnes je možné říci, že byl možná až přehnanou restrikcí, ale vyrovnanosti rozpočtu jsme z mnoha důvodů, i signálních dávali prioritu.

Hlavním problémem prvního balíčku bylo to, že vzhledem k odlišnému názoru ČNB neřešil kursový problém. Jedině přes změnu kursového režimu a přes překvapivou změnu výše kursu se v té chvíli mohlo snížit riziko spekulativních kursových ataků. Všichni jsme tehdy dobře věděli, že – dnes už zapomenutá – dovozní depozita budou jen málo věrohodným administrativním pokusem řešit vznikající problém. Přehnaná rozpočtová restrikce byla tak pro vládu jedinou cestou jak předvést rezolutnost vůči zahraničí a jak současně tlačit na centrální banku. Jak dnes ale víme, ani tato metoda neměla úspěch.

**První balíček z 16. dubna byl odvážným politickým a ekonomickým krokem** a v odvrácení měnové krize a následné ekonomické recese mohl sehrát důležitou roli. Mohl, kdyby mu jeho kredibilita nebyla sebrána Josefem Luxem hned v den jeho přijetí vládou, který prohlásil, že bez zásadních personálních změn ve vládě (které by de facto znamenaly novou vládu a novou koaliční dohodu) žádnou cenu nemá. **Tím byl pozitivní signální efekt tohoto balíčku prakticky ihned vynulován.**

Díky tomu také ještě více zesílily spory nejen ve vládní koalici, ale i uvnitř jednotlivých stran, v ODS to již byl – jako předzvěst podzimu – např. Zieleniecův atak na mé údajné zatajení dopisu od MMF. Destabilizace jak ekonomiky, tak i politické situace v zemi tím vším narůstala a svou nemalou roli v následném vývoji sehrála i právě vypuknuvší krize v jihovýchodní Asii, která vedla k vážnému zneklidnění zahraničních investorů na celém světě.

ČNB dlouho nedělala nic. Zejména nechtěla preventivně devalvovat korunu (ač jsme ji k tomu z vlády v období prvního balíčku velmi tlačili). Pravděpodobně spoléhala na svou sílu, na svou dobrou pověst a na nemalé možnosti své případné intervence a **nebo** měla zcela jiné ekonomické (či dokonce politické) záměry. O nich spekulovat nechci. Nic z toho však pozitivně nezapůsobilo. Nastal radikální útok na korunu a vypukla akutní měnová krize.



**ad c)** V nastalém chaosu se ČNB pokoušela „foukat proti větru“ a svými nákupy korun intervenovat ve prospěch dosavadního kursu. Jak dobře víme, ztratila při tom zhruba 3 miliardy dolarů svých (resp. našich) měnových rezerv. Současně – podle tehdejší, téměř po celém světě všeobecně přijímané doktríny Mezinárodního měnového fondu – ve snaze udržet zahraniční kapitál v zemi prudce zvýšila úrokové sazby (např. svou repo sazbu ze 14 na 50%). **Útoků měnových spekulantů tím samozřejmě nezabránila, protože kdo odejít chtěl, ten rychle odešel, neboť odejít mohl.** Extrémně vysoké úrokové sazby odlivu kapitálu nezabránily, ale jako – snad nechtěný – efekt způsobily, že **měnová krize** přerostla v **krizi bankovní, ta pak v krizi finanční a ta nakonec ve všeobecnou krizi ekonomickou**, které přetrvávaly dlouho po odeznění samotné měnové krize. Přetrvávají prakticky dodnes. Náš křehký, protože ještě nevypělý a nezralý (nikoli málo regulovaný) bankovní, finanční i reálný (podnikový) sektor tento úrokový šok nevydržel. Dá se proto oprávněně říci, že **ekonomiku nezlomila měnová krize, ale způsob jejího léčení.**

Vraťme se však ještě k období vlastní měnové krize. Koruna byla devalvována o 10 % a fakticky došlo k zavedení floatingu, což bylo jistě správné (ale opožděné) rozhodnutí. Pro pořádek uvádím pár detailů: v pondělí 26. 5. se za mnou na Úřad vlády dostavila celá bankovní rada a informovala mne o tom, že nepřetržitě celý víkend zasedala (aniž jsem o tom byl informován), že žádné dobré řešení není k dispozici, že je situace neudržitelná, že nejsou schopni dále odolávat tlaku spekulantů a že je třeba korunu pustit a zavést floating (což znamenalo zrušit existující paritu měnového kursu).

Vláda se – už více jako iniciativu politickou než ekonomickou – pokusila o tzv. **druhý balíček**, který byl další rozpočtovou restrikcí (o dalších cca 18 miliard Kč) a dalším pokusem o formulaci návrhů některých institucionálních reforem. Ty však nemohly mít žádné bezprostřední dopady. Došlo také k výměně ministrů financí a průmyslu a obchodu, dvou nesporně výrazných osobností tehdejší vlády.

Druhý balíček byl z makroekonomického hlediska nadbytečným zesílením restrikce a jak jsem již řekl, byl vyvolán spíše politickými než úzce ekonomickými důvody. **Byl pokusem udržet vládu, ukázat její akceschopnost**, ale byl současně i pokusem předvést sílu tvůrců podzimního pádu vlády. Připomeňme si, že emancipující se politici různých stran, apriorně vůči všemu kritická média i tzv. odborná ve-

řejnost tehdy do omrzení opakovaly, že první balíček nebyl dostatečný a přesvědčivý a že je nutné do ekonomiky vnést daleko tvrdší zásah. **Fetišizace MMF**, který je dnes všeobecně pranýřován za selhání a za své fatální omyly právě v době měnových krizí roku 1997, **dosáhla tehdy svého vrcholu** a sebemenší váhání realizovat jeho jakákoli doporučení bylo klasifikováno jako arogance, zásadní omyl či neschopnost. Dnes se naopak většinově soudí, že jeho doporučení byla jednou z hlavních příčin prohloubení a prodloužení tehdejších krizí.

**ČNB byla zcela ve vleku strategie doporučené MMF** a proto před nevyhnutelným zvýšením inflace v období bezprostředně po otřesu dávala přednost dalšímu boji s inflací i za cenu devastujícího poklesu ekonomiky a i za cenu nebezpečí rozvratu celé domácí bankovní a podnikové sféry. O této své politice nebyla tehdy ČNB ochotna s nikým z nás diskutovat.

Nemohu přijmout názor, šířený např. viceguvernérem O. Dědkem, že ČNB sáhla k přehnané restrikci proto, že vláda nebyla ochotna diskutovat o institucionálních problémech, a že proto ČNB nezbylo nic jiného, než chránit touto riskantní cestou budoucí stabilitu ekonomiky. Pravdou je naopak to, že představitelé ČNB nikdy nevystoupili s žádnou iniciativou, která by ve vládě na institucionální problémy upozorňovala či dokonce volala po jejich radikálním řešení. Není také sebemenší pravdou, že by vláda o těchto věcech nebyla ochotna jednat. Osobně dobře vím, že by v tehdejší koaliční konstelaci nebylo vůbec možné a představitelné odmítnout jakoukoli iniciativu tohoto typu, pokud by reálně existovala.

V obou balíčcích byla obsažena řada kroků, které měly za cíl přispět k řešení některých našich institucionálních a právních problémů a nedokonalostí. Následující politický chaos bohužel zapříčinil to, že většina z nich tehdy realizována nebyla a že je realizována až dnes, což znamená s několikaletým zpožděním. Proto také mohla být o dva roky později velká část těchto návrhů převzata tzv. Dřevíčskou výzvou a proto mohla být za velkého mediálního aplausu presentována jako nová, zásadní iniciativa k překonání našich problémů. Reakce médií jasně ukázala, že když dva dělají totéž, není to totéž.

Měnová turbulence byla velkým otřesem především psychologickým a politickým. Tento otřes způsobil, že se v situaci, kdy bylo třeba rychle a kompetentně řešit vzniklé problémy, pozornost soustředila opačným směrem. Zcela převládla politika a politikaření a na dlou-

hou dobu bylo v zemi paralyzováno jakékoli reálné vládnutí. Radikalizoval se parlament, resp. opozice v něm, prudce vzrostlo napětí ve vládní koalici, Do zásadního protiútoků nastoupila média, resp. za novináře převlečení politici, kteří v nich působí.

Mohl-li bych to shrnout, **měnová krize byla důležitým upozorněním na problémy a rizika naší ekonomiky**. Bylo možné se jí vyhnout či zejména její následky překonat při ochotě všech zúčastněných partnersky spolupracovat. To se však nestalo a vlastní vinou jsme obětovali velkou část úspěchů počátku transformace politické řevnivosti a nesnášenlivosti.

Málokdy bývá zdůrazňováno, že byla měnová krize v úzkém slova smyslu – relativní silou české ekonomiky – poměrně brzy překonána, že se v druhé polovině roku 1997 měnový kurs koruny stabilizoval, že se postupně vracel na svou původní úroveň, že se stabilizovala i průmyslová výroba a že začal růst vývoz. Ekonomika byla v letech i podzimních měsících – možná až trochu překvapivě – v relativním klidu (i přes ničivé povodně). Místo postupu vpřed však naplno vypukla bankovní a finanční krize a následně i celková ekonomická recese.

**ad d)** Po skončení akutní měnové krize šlo hlavně o to, zda se politika vlády a centrální banky dokáže sjednotit na společném úsilí o překonání extrémního narušení našeho bankovního, finančního a podnikového sektoru či zda převáží názor, že je třeba co největší část ekonomiky buď nechat – v zájmu tzv. „uzdravování“ – padnout nebo ji nechat – díky jejímu „zlevnění“ – někomu lacině si koupit.

Nastalo to druhé. Opozice, menší koaliční strany, druhá garnitura v ODS a koneckonců i pan prezident vycítili obrovskou šanci změnit politické poměry a osud ekonomiky je při tomto jejich záměru bohužel až zas tak moc nepálil. Navíc – v logice svých postojů – ekonomickou situaci interpretovali tito lidé jako selhání transformace, resp. její české cesty a proto **vedli boj politický, nikoli pokus o co nejrychlejší ekonomickou stabilizaci**.

**Měnový otřes** (který sám o sobě ekonomicky až tak velký nebyl) **byl použit jako hlavní argument pro diskreditaci celé vládní ekonomické politiky** a jako hmatatelné potvrzení její neúspěšnosti. Stal se spouštěcím mechanismem politické krize, která měla za cíl především personální změnu na čele vlády. V této latentní podobě trva-

la tato politická krize až do tzv. Sarajeva, neboli do listopadového pádu koaliční vlády.

Zemím, jako bylo Maďarsko v roce 1995 či Jižní Korea v roce 1997, se rozumnou politikou podařilo rychle nabrat dech a obnovit růst, u nás – bez ohledu na následné dopady na finančně křehký podnikatelský a bankovní sektor – byla centrální bankou zvolena politika rychlého snížení inflace na úroveň EU. V tomto případě to bylo naopak „foukání po větru“, neboli **zbytečné zveličení samovolného – s poklesem ekonomiky spojeného – snížení inflace**. Úkolem centrální banky je však v takové situaci „foukání proti větru“.

Pro další vývoj ekonomiky byly proto rozhodující postupy ČNB v závěru roku 1997 a v první polovině roku 1998. Na to nesmíme zapomenout. Mám na mysli zejména **zavedení inflačního cílení, prodloužení měnové restriktce** (aplikací měnových nástrojů na makroúrovni) a **zprůsnění podmínek pro obezřetné fungování komerčních bank**, které bylo klasickým mikrozášahem, který prakticky zastavil úvěrování.

**Inflační cílení** je postupem pro transformující se ekonomiku zcela nevhodným. Konec konců, vyhlášení inflačního cíle samo o sobě působí méně než si naši bankéři myslí a nejedná se navíc o žádný „nástroj“ v klasickém slova smyslu. Horší než samo cílení byla proto **formulace nízkého inflačního cíle, špatný odhad transmisního mechanismu** mezi měnovou politikou a reálnou ekonomikou, resp. špatný odhad jeho parametrů a díky tomu **fatální omyly v odhadu skutečné inflace**. Dnes je už snad každému evidentní to, před čím jsme dlouhou dobu varovali. Naše **skoková desinflace si vyžádala obrovské ekonomické náklady**. Buď ČNB tak nízkou inflaci (která byla v mnoha měsících let 1998 a 1999 spíše deflací) chtěla nebo ji nechtěla a nízká inflace byla nechtěným důsledkem její chtěné politiky. Obojí je stejně špatné. Cílování inflace (navíc inflace čisté) kolem 6% a realita kolem nuly představovala navíc mimořádnou desinformaci ekonomických subjektů a vyvolala zbytečné, nadměrně vysoké nominální pohyby mezd a platů a některých dalších rozpočtových výdajů.

Podstatnější než utváření expektací inflačním cílováním byla měnová restriktce, daná zejména **opožděným snižováním nominálních úrokových sazeb**, resp. jejich pomalejším poklesem než jak ustupovala inflace. Výsledkem byl ničivý **nárůst reálných úrokových měř**, ač to vůbec nebylo zapotřebí. Je snad banální tvrdit, že ekono-

mika v této chvíli potřebovala zcela opačné pohyby a že nebyl žádný důvod banky a firmy reálného sektoru dále přiškrcovat. Tyto postupy však nebyly náhodné. Extrémní nezávislost naší centrální banky vedla k tomu, že se banka chovala výlučně podle svých vlastních zájmových kritérií. A nechci spekulovat o tom, zda to od ní byla špatná ekonomie či dobře promyšlená politika.

Zmiňuji-li také zpřísnění podmínek pro komerční banky, mám na mysli

- tehdejší **požadavky ČNB na dodatečnou tvorbu oprávek** k nemovitostním zástavám u nesplacených úvěrů a
- zesílené **požadavky ČNB na konsolidované bilance komerčních bank**.

Data potvrzují, že tato opatření právě v této chvíli ještě dále výrazně zvýšila náklady našich bank, že obrátila jejich výsledky hospodaření ze zisku do ztrát a že prakticky znemožnila poskytování nových úvěrů. Tím byla naší ekonomice zasazena poslední rána, která se bumerangovým efektem samozřejmě vrátila od podniků zpět k bankám. Nejde o to, zda tato opatření sama o sobě jsou nebo nejsou ekonomicky racionální a bankéřsky patřičně opatrná, protože o to nejde – jde jen a jedině o to, **zda byla provedena ve správné chvíli**. Hospodářský výsledek velkých českých bank byl těmito opatřeními změněn zásadně, ač šlo o opatření administrativní a ne o faktickou ekonomickou změnu.

Stejně tak nikdo z nás jistě nepochybuje o nutnosti včasného sladění našich a mezinárodních norem ohledně obezřetného chování bank, ale mnozí zásadně pochybujeme o vhodnosti tehdy zvoleného fázování a rozložení zavedených opatření v čase. Zavést tyto normy v okamžiku vymaňování se z měnové krize a v začátku ekonomické recese je tím nejhorším možným načasováním.

Celkově bych si dovolil tvrdit, že – při značné pasivitě a současně téměř irrelevantnosti vládní fiskální politiky díky existenci režimu pohyblivého kursu – **měnová politika k stabilizaci ekonomiky nepříspěla** a že naopak vedla k vzniku a několikaletému trvání všeobecné ekonomické recese. Z ní už žádná snadná cesta nevede, jak ostatně vidíme dodnes, ale to už by bylo na úplně jinou debatu.

## II. Obecnější poučení

Období let 1996–2000 dává nám všem poučení jak politické, tak ekonomické, a stejně tak i poučení institucionální. Politické aspekty znovu analyzovat nebudu. Evidentní je i problém absence souhry klíčových státních institucí, zejména díky specifickému postavení naší centrální banky, ale i to je předmětem jiných diskusí, byť právě tento aspekt našeho institucionálního rámce měnová krize tak výrazně obnažila.

Zůstanu proto u obecné ekonomické roviny. Měnové turbulence druhé poloviny devadesátých let u nás i v zahraničí přinesly řadu poznatků. Poučily nás, že není možné paralelně mít

- **fixní měnový kurs**
- **nevypělost (křehkost, zranitelnost či chatrnost) bankovních a finančních institucí**
- **naprostou otevřenost ekonomiky vůči velmi propojenému (či jak se dnes říká globalizovanému) světu**
- **jakoukoli makroekonomickou poruchu (inflaci, deficit běžného účtu platební bilance, deficit státního rozpočtu).**

Česká ekonomika měla bohužel v druhé polovině devadesátých let všechny čtyři tyto charakteristiky současně. **Co z nich mohla nemít?**

- Mohla snad nemít fixní kurs, ale já nevěřím, že by to znamenalo zásadní změnu celé situace. Spekulativní kapitál by se pravděpodobně pohyboval téměř stejně. Vytvořil by svými samovolnými pohyby patrně nepříjemnou kursovou bublinu tak jako tak, a to nejprve směrem nahoru a pak rychle směrem dolů. Centrální banka by „pouze“ nemusela ztratit miliardy dolarů při předem prohrané intervenci, ale ona by asi proti prudkému poklesu kursu intervenovala stejně, nedopustila by čistý floating.
- Nebylo možné mít zcela jinak kvalitní a zcela jinak stabilní bankovní a finanční instituce. Iluze, že by tyto instituce mohly být kvalitnější větší regulací a lepším dozorem kohosi, sedícího kdesi nahoře, jsou úsměvné, byť u nás stále znovu a znovu opakované a znovu k věření předkládané. Všechny tyto instituce u nás právě v této době procházely jednou svou nepřeskočitelnou vývojovou fází a proto nemohly být úplně jiné.
- Mohli jsme snad být méně otevření vůči světu, protože právě v tomto ohledu nebylo potřeba být před ostatními podobnými zeměmi.

- Makroekonomická situace asi nemohla být úplně jiná. I s odstupem řady let si myslím, že byla přiměřená naší době. Nebylo však třeba mít následně takové ambice ohledně snižování inflace jaké měla naše centrální banka.

Za daleko významnější než tyto ekonomické „fundamentals“ proto považuji nezvládnutý „crisis management“, neboli způsob reagování na vzniklou krizi. Všechna ekonomicky pozitivní období v historii byla hodnocena nikoli podle toho, co v nich bylo dosaženo, ale podle toho jak skončila. Přesně v tom je problém naší doby. Předchozí období bylo pozitivní, ale jeho konec všechno odepsal. Ten naše země nezvládla, či zvládnout nechtěla. Je naprosto evidentní, že reakce na vzniklé problémy byla výlučně domácím „úkolem“. Úloha vnějšku byla malá. To se týká i možné role externího financování ve chvíli krize, protože se ukázalo, že finanční pomoc ze zahraničí nemá v takové situaci žádný velký smysl. Česká republika ostatně žádnou vnější finanční pomoc nedostala (a ani o ni nežádala). Indonésie dostala 36 miliard, Korea 58 miliard a Thajsko 17 miliard dolarů, ale výsledky byly více méně stejné. Rozdíl je asi jedině v tom, že tyto země budou půjčky dlouho splácet, my nikoli.

Stejně tak se prokázalo, že v průběhu krize překotně prováděné či silácky avizované systémové reformy neměly a ani mít nemohly žádný krátkodobý vliv. Mohly pouze signalizovat, že se země snaží se sebou něco udělat. Bezprostřední efekt však neměly a nemělo by se tvrdit, že je tomu jinak.

Znovu se prokázalo, že nejdůležitější ze všeho je správné časování věcí. Makroekonomická politika měla být mírně restriktivní **předem**, ale určitě ne **potom**. Nepochopit tuto věc v MMF, v naší ČNB a leckde jinde je intelektuální tragédií, či vědomým záměrem mířícím jinam než k ekonomické stabilizaci. Česká republika byla v tomto ohledu pravděpodobně tím nejméně šťastným příkladem těchto postupů. Chtěli jsme být nejlepším žákem MMF.

O měnových krizích vznikla v poslední době rozsáhlá ekonomická literatura, ale klíčové dilema nerozřešila. Neřekla, zda měnové krize byly – či nebyly – v daných podmínkách nevyhnutelné. Učebnicově jistě různá elegantní řešení existují, ale v realitě nemohlo být vznikání trhů (jejich zdroj) na pozadí původně netržních ekonomik, učebnicově řazené a ideálně fázované. Domnívám se proto, že krize tohoto

typu – při globálním otevření trhů – v těchto ekonomikách zcela vyloučitelné nebyly. Mohly však mít úplně jiný průběh a jiné následky.

## Appendix

Tabulka 1: Hlavní makroekonomické indikátory

| Rok                | 1990 | 1991  | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|--------------------|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Reálný HDP (%)     | -1,2 | -14,2 | -6,4 | 0,6  | 2,7  | 6,4  | 3,9  | -0,1 | -2,3 | -0,2 |
| Inflace* (%)       | 9,7  | 57,9  | 12,7 | 20,8 | 10   | 9,1  | 8,8  | 8,5  | 10,7 | 2,2  |
| Nezaměstnanost (%) | 0,8  | 4,1   | 2,6  | 3,9  | 4,0  | 3,4  | 4,1  | 5,4  | 7,3  | 8,7  |
| Běžný účet/HDP (%) |      |       |      | 1,3  | -1,9 | -2,6 | -7,4 | -6,1 | -1,9 | -2,0 |

\* meziroční prosincová míra inflace

Pramen: ČSÚ

Tabulka 2: Nerovnováha úspor a investic na HDP

|               | 1993   | 1994   | 1995   | 1996   | 1997   | 1998   | 1999   | 2000   |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Investice/HDP | 28,4 % | 28,7 % | 32 %   | 31,8 % | 30,8 % | 28,3 % | 26,4 % | 26,3 % |
| Úspory/HDP    | 28,7 % | 27,8 % | 29,9 % | 28,1 % | 26,3 % | 27,3 % | 26,5 % | 25,8 % |

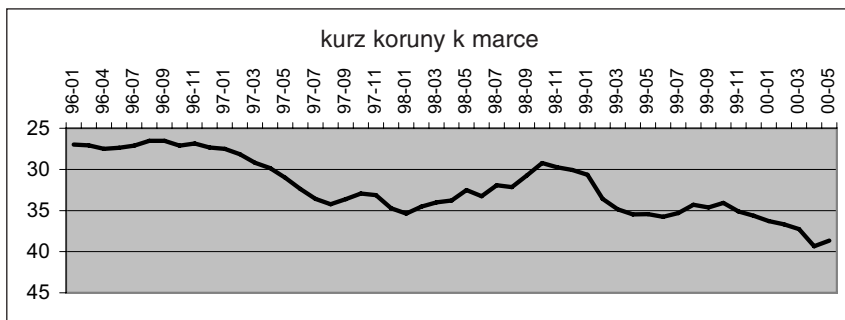
Investice/HDP = podíl tvorby fixního kapitálu na HDP, úspory/HDP

= podíl hrubých národních úspor na HDP

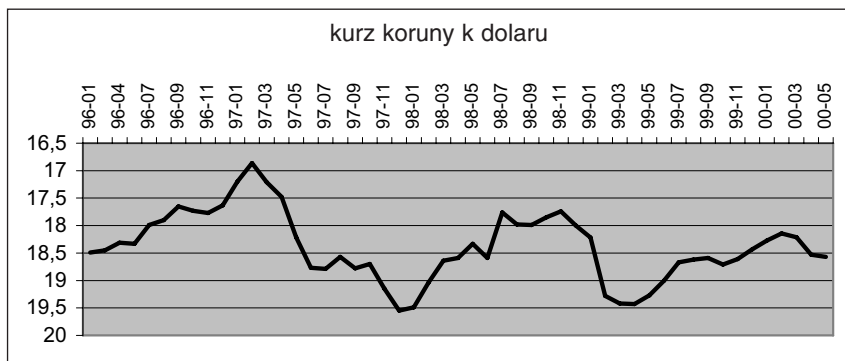
1997 a 1998 – předběžné údaje, 2000 – predikce

Pramen: ČSÚ, MF

Graf 1: Kurzový vývoj

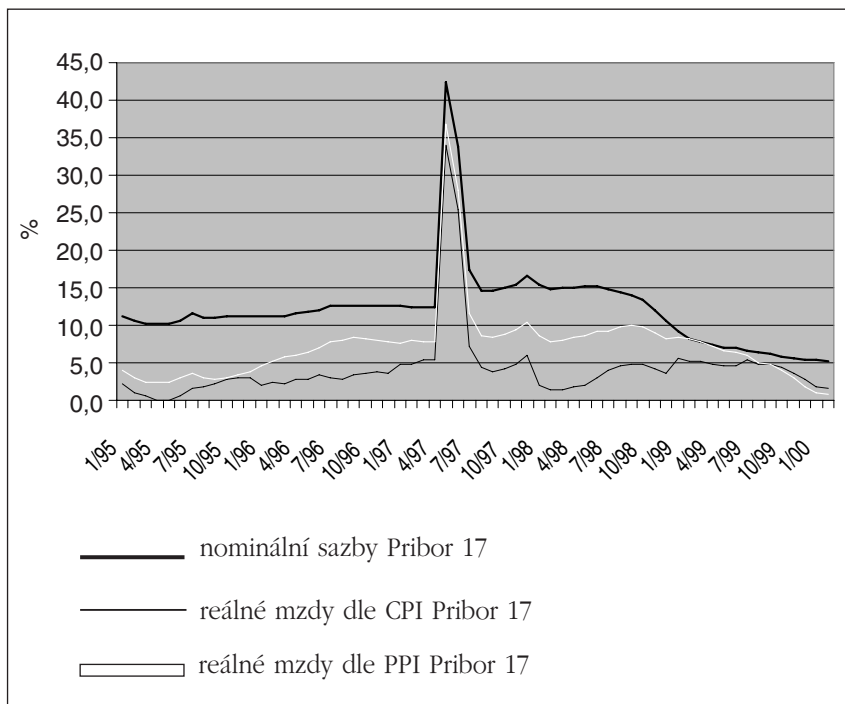






*Pramen: CEP*

*Graf 2: Reálné úrokové sazby v letech 1995–2000*



*Pramen: CEP*



# **B**

*Doplňkové texty*



# Postřehy jednoho z „obětních beránků“ měnové krize z roku 1997

*Doc. Ing. Ivan Kočárník, CSc., bývalý ministr financí*

Přiznám se, že když mě Václav Klaus požádal, abych napsal něco k měnové krizi z roku 1997, ani se mi do toho moc nechtělo. Ne proto, že jsem byl jednou z jejích obětí, ale spíše proto, že jsem si v roce 1997 předsevzal, že se nebudu veřejně vyjadřovat k ekonomickému a politickému vývoji v České republice současnému ani minulému. Z tohoto důvodu jsem odmítal a odmítám nabídky našich medií (nicméně jim za tyto nabídky i touto cestou děkuji a vážím si jich). Pokud jsem někdy udělal výjimku – a bylo jich skutečně za 3 roky jen velmi málo – bylo to zapříčiněno buď tím, že jsem se k některým „hloupostem“ musel vyjádřit (nevydržel jsem být zticha) anebo tím, že jsem nechtěl, aby se na některé věci (o kterých vědělo jen málo lidí) zapomnělo. Napsání tohoto textu je tím druhým případem.

\* \* \*

Text Václava Klause „Tři roky po měnové krizi“ je svým záběrem nesmírně široký, takže v podstatě nenechává žádný obsahový prostor pro další autory. Navíc, chci hned zpočátku zdůraznit, že zhruba z 95 % sdílím Klausovo vidění našich problémů popsanych v jeho textu i jeho argumentaci. Zaměřím se proto spíše na některé osobní postřehy, které mohou prohloubit analytické uchopení událostí.

## **Postřeh č. 1 – rozpornost chápání problému vnější rovnováhy a reakce**

Od roku 1994 měla ČR záporné saldo běžného účtu platební bilance (dále jen BÚPB). Jeho rozměr v letech 1994 a 1995 vztahený k HDP nebyl nikterak výrazný (pohyboval se mezi 2–3 %). Od posledního čtvrtletí 1995 se však začal prohlubovat. Hodně jsme o tomto diskutovali, zejména mezi ekonomickými ministry. Těchto diskusí se účastnila i ČNB. I když jsme věděli, že překročení jisté hranice může znamenat ztrátu kredibility České republiky, věděli jsme (alespoň někteří z nás) dvě věci:

- a) jakkoli se v literatuře uvádí jistá bezpečná hranice podílu deficitu BÚPB na HDP, toto procento nesmí být chápáno jako dogma, zá-

visí na mnoha dalších okolnostech (to konec konců předvádí i současné Polsko, které podle statistik výrazně překračuje bezpečnou hranici)

- b) že masivní příliv přímých zahraničních investic z let 1994 a 1995 se dříve či později *musí projevit* na exportním výkonu české ekonomiky a tím i na změně tendencí v oblasti vnější rovnováhy. Tento předpoklad se potvrdil. Z řady analýz (mimo jiné i z analýz ČNB) vyplývá, že poměrně rychlá dynamika exportu v druhé polovině roku 1997 a v dalších letech byla dominantně ovlivněna právě těmito investicemi a méně změnou měnového kurzu.

## Postřeh č. 2 – chybné prognózy růstu HDP na rok 1997

Na ministerstvu financí se podařilo v polovině 90. let vytvořit velmi dobrý tým lidí, který se věnoval finanční politice. Do tohoto týmu patřili i pracovníci, kteří se zabývali makroekonomickými analýzami a prognózami. Bylo to právě ministerstvo financí, které muselo prognózu ať již očekávané skutečnosti běžného roku či prognózu na následující rok sdělit z důvodu sestavení státního rozpočtu většinou jako první. Ostatní instituce včetně ČNB mohli vyčkat ještě několik měsíců a být „chytřejší“.

Když se porovnají prognózy – jak dřívější tak i ty „chytřejší“ – na rok 1997, je vidět, že nikdo – ani ČNB – nepředpokládal takový vývoj ekonomického růstu, k jakému ve skutečnosti došlo.

| <i>Prognózy indexů HDP ve stálých cenách na rok 1997<br/>podle různých institucí (m.r.=100)</i> |                  |                   |
|---|------------------|-------------------|
|   | <i>září 1996</i> | <i>duben 1997</i> |
| ministerstvo financí  | 105,0            | 102,6             |
| ministerstvo průmyslu a obchodu   | 105,5            | 103,5             |
| ministerstvo pro místní rozvoj  | 105,5            | n.a.              |
| ministerstvo práce a soc.věcí   | n.a.             | 103,5             |
| Česká národní banka   | n.a.             | 103,0–104,0       |
| Český statistický úřad  | 105,8            | n.a.              |
| Patria Finance  | 105,5            | 104,0             |
| Investiční a poštovní banka   | 105,3            | 104,8             |
| Živnobanka  | 105,5            | 103,1             |
| Agrobanka   | 105,7            | 103,0–104,0       |
| Komerční banka  | n.a.             | 104,5             |

*Pramen: Ministerstvo financí*

*n.a. = údaj k danému datu není k dispozici*

Pro úplnost je třeba dodat, že **skutečné tempo růstu HDP za rok 1997 bylo záporné a činilo – 0,1 %.**

### **Postřeh č. 3 – neznalost či řádově chybný odhad ČNB míry citlivosti ekonomiky na dynamiku růstu peněžní zásoby**

ČNB udržovala v letech 1994 a 1995 průměrné roční tempo růstu peněžní zásoby (počítané z měsíčních temp růstu) zhruba na úrovni 17,5 %. Od druhé poloviny roku 1996 začala růst peněžní zásoby velmi razantně zpomalovat. Pokud by se použila pololetní data tak v 1.pololetí 1996 činil průměrný roční růst cca 18,5 %, ve druhém pololetí již 13,1 % a v roce 1997 pouhých 7,8 %.

Připomínám pro úplnost, že deflátor HDP v roce 1997 se pohyboval okolo 7,5 % (jinými slovy cenový růst v průřezu HDP prakticky pohltil celý přírůstek peněžní zásoby). Rychlost a míra razance snížení tempa růstu peněžní zásoby byly vskutku „impozantní“. Tato „impozantnost“ se nemohla neprojevit v dynamice růstu ekonomiky (navíc ekonomiky, která procházela transformací). Skutečnost, že ČNB ještě v dubnu 1997 (viz tabulku výše) prognózovala růst HDP mezi 3 až 4 % (a to i přes moje varování), dokládá, že si nebyla vědoma hloubky svého zásahu.

### **Postřeh č. 4 – průběžná data o vývoji příjmů státního rozpočtu (denní, týdenní i měsíční) byla velmi dobrým a hlavně rychlým indikátorem vývoje ekonomického růstu**

Celých 5 let, kdy jsem byl ministrem financí jsem každé ráno (samozřejmě v pracovních dnech) studoval zhruba třístránkovou tabulku o vývoji příjmů státního rozpočtu. Tabulka obsahovala údaje vypovídající o tom, kolik příjmů „připlynulo“ do státního rozpočtu za předchozí den a kumulativní údaj o celkových příjmech od počátku roku.

Nejcennější v této tabulce byl index vztahující kumulativní příjmy státního rozpočtu k určitému dni běžného roku k této veličině ke stejnému dni minulého roku. Tento index byl v zásadě velmi stabilní. Vzpomínám si, že v průběhu roku 1996 se tento index pohyboval okolo úrovně 1,06, neboli meziroční růst příjmů státního rozpočtu měřený po jednotlivých dnech činil cca 6 %. Vývoj v roce 1997 byl zcela odlišný.

Prakticky od počátku roku se tento index pohyboval stále v okolí nuly – nebo-li říkal, že meziroční růst příjmů je nulový. Zpočátku jsem nechal prověřit, zda nejde o nějaký šotek, či metodickou chybu. Když bylo prokázáno, že ne, věděl jsem, že se v ekonomice cosi děje, s čím jsme nepočítali. Zhruba před koncem ledna jsem se se svými obavami svěřil premiérovi. Byl toho názoru, že je příliš brzy činit z tohoto vývoje nějaké závěry, nicméně přál si být informován o denním vývoji příjmů rozpočtu. V únoru již bylo jasné, že nejde o žádný náhodný výkyv. V březnu jsme poprvé diskutovali tyto skutečnosti v širším kruhu (Klaus, Dlouhý, Tošovský a já). Poté následovala příprava balíčků atd.

### **Postřeh č. 5 – nevyužití vhodného momentu k uvolnění měnového kurzu**

Měnový kurs v České republice byl neuvěřitelně dlouhou dobu držen jako v zásadě fixní. Někteří z nás to brali jako velkou přednost a svým způsobem fixní kurs „fetišizovali“ (použil jsem tento termín i v parlamentní debatě v roce 1997). Myslím, že i ČNB se jistě „fetišizací“ nevyhnula. Jakkoliv se nám podařilo nalézt vhodnou dobu (období relativně klidného měnového vývoje) pro přechod od fixního kursu k volnějším uspořádání (floating v pásmu 15 %) – nám říkám proto, že se tak stalo po společné debatě u oběda v hotelu Forum, které se zúčastnil V. Klaus, J. Tošovský a I. Kočárník) – absolutně se nám nepodařilo nalézt vhodné období pro úplné uvolnění kurzu.

Jednoznačně se nabízelo relativně klidné období při tvorbě prvního úsporného balíčku, ale o tom nechtěl slyšet guvernér – možná ani ne tak z věcných důvodů, ale zejména z velmi vzednuté animozity mezi ním a premiérem. Neuvolnění kurzu v tomto období považuji za jednu z největších chyb transformačního procesu v České republice. Nakonec k uvolnění došlo pod tlakem a k tvorbě tohoto rozhodnutí jsem byl přizván už jako „obětní beránek“. Několik dní před tím, jsem oznámil svoji rezignaci – což byla podmínka proto, aby mohla dál fungovat koaliční vláda – podmínka, kterou si kladl jeden z předsedů tehdejších stran vládní koalice (dnes již nežijící).

### **Postřeh č. 6 – týkající se nevyhnutelnosti či vyhnutelnosti poklesu HDP v letech 1997–1999**

K poklesu HDP, tak jak byl ve skutečnosti zaznamenán, nemuselo dojít. Určité zpomalení dynamiky růstu HDP bylo s největší pravdě-



podobností nezbytné v návaznosti na řešení problému nerovnováhy na běžném účtu platební bilance. „Pokles HDP byl výslednicí primárně silné (přehnané) restrikce měnové politiky nastartované ČNB v polovině r. 1996, sekundárně restrikcí fiskální v podobě balíčků (podle mého názoru druhý balíček byl chybou) a terciárně „pomalým odbrzdováním“ resp. „uvolňováním měnové restrikce.“ (citace z mé statě „Drastický recept“ uveřejněné v časopisu EURO č. 5/98).



# Navrhovali jsme změnu kurzového režimu

***Doc. Ing. Karel Dyba, CSc.,  
bývalý ministr hospodářství***

V tomto příspěvku uvedu několik poznámek a osobních postřehů, které se vztahují k měnové krizi v květnu 1997. Jsou spojeny s mojí činností jako ministra hospodářství ve vládě Václava Klause v roce 1996, jakož i s mojí činností v týmu poradců premiéra Václava Klause od podzimu 1996 do jara 1997, která zahrnuje období před měnovou krizí a těsně po ní.

## **1. Co měnové krizi přecházelo**

Měnovou krizi (ve srovnání s dramatickými devalvacemi v Jižní Asii, Mexiku apod. šlo však u nás o minikrizi koruny) považuji v širším politicko ekonomickém a časovém kontextu za epizodu vyvolanou zejména chybným rozhodnutím ČNB zhruba v polovině roku 1996 o náhlé změně monetární politiky směrem k jejímu zásadnímu zpřísnění. To při daných strukturálních charakteristikách transformující se ekonomiky vedlo k neočekávanému zpomalení hospodářského růstu ke konci r. 1996 a zejména na počátku r. 1997. Zpomalení růstu vyostřilo existující problém vnější nerovnováhy a při zhoršující se politické situaci (minoritní koaliční vláda oslabovaná navíc vnitřními koaličními spory) došlo ke ztrátě důvěry ve zdravý vývoj české ekonomiky. Vyústěním byl útok na korunu a vynucená změna.

Měnová krize po odeznění extrémních hodnot úrokových měr zanechala dědictví v podobě stabilizace těchto měr na vyšší úrovni než před krizí a tendenci k ještě přísnější monetární politice. Posléze setrvávání v nadměrně přísné monetární politice (a k tomu navíc ztvrdnutí regulace komerčních bank) při klesajícím růstovém výkonu uvrhlo ekonomiku do zbytečného hospodářského propadu, ze kterého se dnes (r. 2000) jen obtížně vzpamatovává. (O tom viz můj text *Měnová politika a hospodářský růst*. Ve: *Ekonomika, právo a politika, Sborník textů ze seminářů*, č. 4/2000. CEP, Praha, či také text mé „profesorské“ přednášky *Makroekonomická politika*

*a tempo hospodářského růstu v období transformace české ekonomiky, Politická ekonomie 1998, č. 2, která byla proslovena v květnu 1997.)*

O uvedené změně monetární politiky rozhodla ČNB jednostranně, tj. bez konzultace s vládou. Nevzpomínám si, že by na vládě o tomto záměru guvernér př. viceguvernér ČNB podali jakoukoliv informaci. Rovněž poradě ekonomických ministrů (což byl orgán, na kterém se pravidelně projednávaly různé analytické materiály před tím, než je ministři eventuálně předložili do vlády, a kterou jsem měl tu čest z pověření V.K. občas vést) žádná makroekonomická analýza z dílny ČNB, která by zdůvodňovala zásadní změnu v monetární politice, k diskusi předložena nebyla. Nemám pochybnost o tom, že taková diskuse by jistě byla především odborná.

Akademická minulost několika klíčových ekonomických ministrů včetně premiéra vtiskovala debatám na poradě odborně technický charakter a dovolím si tvrdit, že tito ministři měli jistou erudici právě v makroekonomických otázkách (o čemž svědčí jejich knižní a časopisecké publikace doma i v zahraničí). Z takové diskuse by mohli centrální bankéři a jejich analytici těžit a případně dospět k strukturovanějšímu vidění politicko ekonomických problémů, které prudké a zásadní zpřísnění monetární politiky může vyvolat. Nevěřím totiž, že ČNB si byla vědoma všech důsledků, které její rozhodnutí může přinést (např. pro rozpočtové záměry) a považuji za více než pravděpodobné, že diskuse centrálních bankéřů s vládními ekonomy by je napomohla definovat a upřesnit oběma stranám. Koneckonců s takovým monetárně politickým krokem ve znovuzrozené tržní ekonomice žádná praktická zkušenost neexistovala.

Chtěl bych také věřit, že ČNB byla vedena dobrými úmysly s cílem zpomalit přehřívající se ekonomiku a nikoliv jistým furianstvím: když vláda tak zvaně nepomáhá ochladit ekonomiku přebytkovým rozpočtem, pak o to „zodpovědnější musíme být my centrální bankéři“. A že bylo jen náhodou, že tak závažné rozhodnutí bylo učiněno těsně před parlamentními volbami, kdy ministři byli silně zaneprázdněni svými politickými povinnostmi i dosti intenzivními koaličními rozmíškami a na „vládnutí“ jim času moc nezbývalo. Jejich pozornost byla přece jen maličko upřena jinam než k věcným hospodářským problémům a nemohlo tomu být jinak.

## 2. Dopis Václava Klause Stanley Fisherovi

Nadměrně tvrdá monetární politika vedla s určitým zpožděním ke značnému prohloubení poklesu tempa hospodářského růstu, což při daném poklesu vnější konjunktury a nadhodnoceném reálném kurzu koruny paradoxně umocnilo problém vnější nerovnováhy a vyvolalo deficit státního rozpočtu. Že to není úvaha ex post takzvaně „s výhodou zpětného pohledu“, dokládá citát z dopisu V.K. (ze kterého v zájmu přesnosti cituji v angličtině a bez předchozího dovolení, avšak tři roky poté a v daném kontextu se to asi smí) ze dne 11. 4. 1997, kterým odpovídá na předchozí a ve své době „slavný“ fax (údajně utajený před vládou) od prof. Stanleyho Fishera, v té době acting managing director MMF:

*...,There is no doubt that we had a very high current account deficit in the middle of 1996 but I disagree strongly with characterization of our inflation as too high. Some measure was necessary but there was absolutely no room for any change in fiscal policy in the direction of budget surplus. The central bank made a totally irrational maneuver that can be characterized as overkill, if I use nice term. As a result two unpleasant phenomena happened:*

*– the current account widened sharply because the impact of a monetary restriction was much bigger on the aggregate supply side than on the aggregate demand side (your figure 8,5% of GDP was after the central bank action, not before).*

*– the government revenues declined sharply so that our task these days is to balance the budget (which was originally based on much faster forecasts of GDP growth) but there is absolutely no chance to achieve fiscal surplus of 2% to 3% of GDP in 1997 as you suggest in your today fax.*

*... The situation is difficult. Believe me that I am fully involved in its improvement. After transmitting this fax to you, I will immediately switch to Czech and start rewriting the last night version of the Government's „package of measures.“*

Stojí za pozornost, že ve zmíněném faxu S. Fischer – potažmo MMF – doporučuje snížení inflace a rozpočtový přebytek 2 až 3 % v situaci, kdy už ekonomika měla nízký a klesající růstový výkon. O to silněji lze pochybovat o správnosti tohoto doporučení. Mise MMF, která toto doporučení zřejmě dala do pera S. F., zřejmě vycházela z dat

za r. 1995 a 1996 ukazujících relativně vysoká tempa hospodářského růstu (ta však byla později dodatečně opravena ČSÚ směrem dolů!)\* a předpokládala jejich neudržitelnost ve světle problémů s vnější nerovnováhou.

Na přehřátost ekonomiky ukazovala podle názoru analytiků MMF relativně vysoká a neklesající míra inflace, která se pohybovala na úrovni 8–9 % (v realitě však vzhledem k problémům měření inflace v transitivity ekonomice byla velmi pravděpodobně nižší). MMF ale své doporučení formuloval v době, kdy už ekonomika byla evidentně jinde a vyžadovala jinou hospodářskou politiku, než bylo doporučení MMF.

Je pikantní, že ve zmíněném faxu není žádné doporučení týkající se politiky měnového kurzu. Doporučovat omezit vládní výdaje bez současného oslabení kursu (a při dané měnové politice) znamená fakticky uvést ekonomiku do recese, což je ovšem velmi drastické léčení. Oslabení kursu by však dále znamenalo akceptovat neklesající či poněkud vyšší inflaci, což evidentně nebylo v souladu s doktrínou MMF v tehdejší době (viz zmíněný citát z Klausovy odpovědi Fischerovi), a silně se to jistě nelíbilo ČNB.

### **3. Doporučovali jsme devalvaci nebo crawling peg**

Recese či dokonce hospodářský propad velmi vyostřuje strukturální problémy tranzitivní ekonomiky a dále zvyšuje politicko ekonomické transformační náklady (nezaměstnanost, ztráta politické podpory apod.). Je iluzí se domnívat, že k řešení strukturálních problémů, což je možné jen evolučně a za delší období, musí být vláda donucena tvrdým tlakem přísné monetární politiky („politici jsou vždy nezodpovědní“, „starají se jen o svoje znovuzvolení“, „vědomě slibují nespílitelné“, rozhoupávají politický cyklus, když v zájmu

---

\*) To naznačuje obtížný problém měření agregátních ekonomických veličin jako je např. běžný účet platební bilance, HDP apod. V obou případech později ČSÚ jak známo čísla upravoval. (Úpravy statistických údajů jsou běžnou věcí i v etablovaných tržních ekonomikách. Měření agregátních ukazatelů v transitivity ekonomikách je však i z objektivních důvodů mnohem obtížnější problém a pozdější úpravy těchto ukazatelů jsou zásadnější.) Nicméně hospodářsko politická rozhodnutí jsou činěna nutně na základě prvotních údajů a odrážejí-li tato data realitu dosti nepřesně, pak kalibrování hospodářsko politických zásahů je chybné a může mít nečekané důsledky. To snad do určité míry je polehčující okolnost nejen pro ČNB.

zvolení ve volebním roce vždy schvalují explicitní či skrytý rozpočtový deficit atd.).

Prohlížím-li si své poznámky z jara 1997 z inkriminovaného období, kdy jsem „poradcoval“ u Klause, vidím, že jsem spolu s ostatními poradci (Weigl, Erbenová, Holman, Kocourek) doporučoval záměrnou změnu kurzového režimu s cílem oslabení reálného kurzu koruny či alespoň zpomalení jejího růstu, tj. např. přechod na posuvně zavěšený kurz (crawling peg) s předem určenou nominální devalvací za určité období, obdobně jako tomu bylo např. v Maďarsku či Polsku, ale i v Chile.

Kdyby k tomu došlo při vyhlášení prvního „balíčku“ vládních opatření (*Korekce hospodářské politiky a další transformační opatření, 16. 7. 1997*), kterými vláda reagovala na novou makroekonomickou situaci, pak by pravděpodobně nedošlo k pozdějším vynuceným krokům, k vynucené změně kurzového režimu a krizi koruny, k druhému „balíčku“ s jeho sebestačnými prvky (a dalším snížením rozpočtových výdajů, které spolu s I. Kočárníkem dnes tj. „po bitvě“ vidím jako chybu), nedošlo by k hluboké recesi atd.

Mimochodem už první balíček obsahoval v konzistentní podobě návrhy na strukturální změny (v oblasti institucí, vlastnických práv, změn zákonů a jejich vynuucování atd.), které později v té či oné podobě v různých proklamacích byly jakoby znovuobjevovány, někdy s dobrým úmyslem jindy s rádobyironickým úšklebkem nad omezeností vládních ekonomů. Jiná věc je ovšem otázka jejich realizovatelnosti.

Druhá (připomínám minoritní) Klausova koaliční vláda byla stále více rozdrápana vnitřními spory a navíc držena svým způsobem v šachu sociálně demokratickými poslanci (poslancem?) v parlamentě. Kredibilita dosavadního kursu transformace a jejich hlavních protagonistů ztrátou hospodářské dynamiky dosti utrpěla a najednou vyrostli i uvnitř vlády „noví“ ekonomové, kteří v zápětí na veřejnosti začali přicházet s návrhy (např. zpochybňování udržení směnitélosti koruny), které dále podmiňovaly tolik potřebnou jednotnou politickou vůli ke korekci hospodářské politiky a k prosazování dalších obtížných transformačních kroků v nové situaci. Objektívni pozorovatel by i v tomto období mohl hledat kořeny pozdějších Klausových kroků na politické scéně. Politický význam měnové krize tak byl jistě víc než jen episodní.

#### 4. Poučení pro institucionální zakotvení centrální banky

Poučením z měnové krize (ale možná i z celé transformace) je, že konzultace mezi centrální bankou a vládou by měly být institucionalizovány, tj. zapsány v zákoně a nemohou stát jen na dobrých vztazích z minulosti mezi jednotlivými zainteresovanými osobami. Ty se pod tlakem objektivních okolností mohou změnit.

V současné době je v parlamentu ve schvalovacím procesu novela zákona o ČNB, ke které zejména ze strany ODS byla předložena řada doplňovacích návrhů, které podle ČNB, řady publicistů i některých ekonomických analytiků znamenají ohrožení nezávislosti ČNB. Je nepochybné, že doplňovací návrhy vycházejí i ze zkušenosti s monetární politikou praktikovanou ČNB od poloviny r. 1996 a jejich důsledků.

Při této diskusi se někdy argumentuje, že Evropská centrální banka podporuje verzi zákona o ČNB předloženého do parlamentu vládou (a v podstatě připraveného ČNB), a tedy, že navrhované doplňky skutečně omezují nezávislost ČNB, nebo se právě míra nezávislosti Evropské centrální banky dává za vzor, případně obojí.

V této souvislosti je zajímavé, jak postavení a politiku Evropské centrální banky nedávno analyzoval kolektiv renomovaných evropských ekonomů a uveřejnila prestižní výzkumná organizace CEPR v Londýně. (*C. Favero, X. Freixas, T. Persson, Ch. Wyplosz: One money, many countries. Monitoring the European Central Bank, Volume 2, CEPR, Londýn 2000*). Autoři docházejí k závěru, že Evropský parlament by měl mít větší roli při jmenování členů bankovní rady ECB a jako politická autorita stanovit inflační cíl pro ECB. Dále podle autorů analýzy ECB při svých operacích postrádá transparentnost a odpovědnost (accountability), zejména ve srovnání s Bank of England. ECB sama rozhoduje, co v praxi znamená cenová stabilita bez jakékoliv politické protiváhy. Autoři dále konstatují, že „strategie ECB je nazírána jako obskurní a často dokonce archaická.“

Významný americký ekonom Paul Krugman ve svém příspěvku *The Euro: beware what you wish for* (viz webová stránka P. Krugmana), v němž komentuje konflikt mezi evropskými politiky a centrálními bankéři (ECB), říká: „...„Musíme si připomenout, že hlavním smyslem statutárního a institucionálního uspořádání ECB bylo vytvořit institu-



ci, která je schopná říci ne, která nedá politikům to, co by chtěli. Říci ano, tj. dát politikům co by si přáli, **i když to, co chtějí je úplně rozumné** (zvýrazněno K. D.), je pocíťováno jako zrada. Čím více politikové požadují, aby ECB konala, tím hlouběji se centrální bankéři zakopávají.“

Zdá se, že zkušenost s přehnanou nezávislostí centrální banky, tedy není žádným českým specifíkem. Autonomie ústřední banky je jistě důležitá pro efektivní provádění měnové politiky, která by působila stabilizačně a nebyla závislá na politickém cyklu. Centrální bankéři však na druhé straně nemohou žít v izolovaném skleníku a nebrat ohled na pluralitu názorů uvnitř ekonomické obce. Česká měnová krize 1997 mohla proběhnout daleko klidněji a k ekonomickému propadu v dalších letech nemuselo dojít, pokud by centrální banka pozorněji naslouchala širšímu spektru názorů, včetně vládních ekonomů.



# Měnová krize 1997 byla trest za nezavedení volného floatingu

*Prof. Ing. Robert Holman, CSc.,  
Vysoká škola ekonomická*

Cílem tohoto příspěvku je upozornit na souvislosti měnové politiky ČNB s měnovými turbulencemi v květnu 1997 a vyslovit hypotézu, že kdyby ČR přešla dříve na volný floating, pravděpodobně bychom se měnovému otřesu 1997 vyhnuli. Struktura příspěvku je následující: první část zkoumá měnovou politiku v počátku transformace a upozorňuje na riziko liberalizace kapitálových toků při zachování fixního kurzu. Druhá část analyzuje období od rozšíření fluktuativního pásma v únoru 1996 do května 1997. Třetí část se zabývá obdobím od května 1997 až do současnosti. Čtvrtá část zdůrazňuje rozdíly mezi měnovými strategiemi ČR, Maďarska a Polska.

## **1. Liberalizace kapitálových toků při fixním kurzu byla riskantní**

Měnová politika měla v postkomunistických zemích střední Evropy od začátku transformace klíčový vliv na podnikovou sféru. Podnikové investice byly silně závislé na výši úrokových sazeb a na růstu objemu úvěrů, neboť podniky neměly dost vlastního kapitálu a byly (zejména po přerušení toku dotací ze státního rozpočtu) odkázány na bankovní úvěry.

V prvních letech transformace hrála měnová politika především *stabilizační úlohu* – měla zabránit tomu, aby liberalizace trhů vyvolala nekontrolovatelnou inflaci. Nikdo však nevěděl, do jaké míry má být měnová politika restriktivní, tj. jakým tempem má růst peněžní zásoba, jak vysoké mají být úrokové sazby a jak mají být nastaveny úvěrové limity. Inflaci se podařilo udržet pod kontrolou a lze proto říci, že měnová politika v těch letech splnila svou roli.

Od roku 1993 se v České republice zrychlil růst peněžní zásoby, což přispělo k obnovení hospodářského růstu a k hospodářské expanzi let 1994–1996. V roce 1996 však Česká národní banka náhle změnila kurz měnové politiky směrem k větší restrikci. Jaké byly důvody a co tomu předcházelo?

V říjnu 1995 (před naším vstupem do OECD) uskutečnila ČNB rozsáhlou *liberalizaci toků na finančním účtu* platební bilance a umožnila obchodování s českou korunou na mezinárodních měnových trzích. Ani Polsko ani Maďarsko tak odvážnou liberalizaci neuskutečnily. Centrální banka však zároveň setrvala u *režimu fixního kurzu* – koruna byla udržována v úzkém flukтуаčním pásmu 5 %. Tím vzniklo reálné nebezpečí, že se česká měna stane předmětem zájmu měnových spekulantů. Tehdy byly vytvořeny podmínky pro *spekulační útok na korunu*, k němuž o dva roky později skutečně došlo.

Liberalizace kapitálových toků ve spojení s režimem fixního kurzu koruny byla první vážná chyba naší centrální banky (chyba, které se nedopustily centrální banky Polska ani Maďarska). Krátkodobý kapitál začal v roce 1995 plynout do země v nebývalé míře, protože české úrokové sazby byly (vzhledem k inflaci) vyšší než v zahraničí a kurzové riziko bylo minimální. Centrální banka zareagovala až v únoru 1996 rozšířením flukтуаčního pásma z 5 % na 15 %, ale toto opatření bylo opožděné a nedostatečné. *Kdyby ČNB bezprostředně po liberalizaci kapitálových pohybů zavedla režim volně plovoucího kurzu, pravděpodobně bychom se vyhnuli měnové krizi z května 1997.*

## **2. Období od rozšíření flukтуаčního pásma do května 1997**

Velký příliv zahraničního kapitálu v polovině 90. let vedl ke zrychlení růstu peněžní zásoby. ČNB se snažila tlumit růst peněžní zásoby *sterilizačními operacemi*, ale ty byly jednak příliš nákladné a jednak se měly účinkem. Prodeje dluhopisů ČNB totiž vyvolávaly na kapitálových trzích *efekt vytěšňování*: vedly k dalšímu růstu úrokových sazeb, který dále lákal do země zahraniční kapitál, což vyžadovalo další sterilizační operace atd.

Růst peněžní zásoby, vyvolávaný přílivem zahraničního kapitálu, zvyšoval agregátní poptávku, která narážela na nedostatek domácích produkčních kapacit a tak se přelévala do dovozů. Obchodní bilance se začala dramaticky zhoršovat. Centrální banka, znepokojena tímto vývojem, žádala vládu o výraznější přitvrzení rozpočtové politiky, avšak vláda k tomu nebyla ochotna.

Tehdy se ČNB, v přesvědčení, že za inflaci i za rostoucí schodek obchodní bilance může nadměrný růst peněžní zásoby a agregátní

poptávky, rozhodla jednat na vlastní pěst a přitvrdit měnovou politiku. V únoru 1996 si banka „rozvázala ruce“ k provádění měnové politiky, když rozšířila flukтуаční pásmo koruny na 15 %.

V červenci 1996 pak ČNB, bez konzultací s vládou, rozhodla o zvýšení povinných minimálních rezerv a úrokových sazeb. Tento obrat v měnové politice nebyl šťastný. Vedl k výraznému zpomalení růstu peněžní zásoby a úvěrů a přišel už v době, kdy měla ekonomika vrchol hospodářského cyklu za sebou. ČNB tak uštedřila české ekonomice brzdicí impuls, který zbytečně prohloubil hospodářskou recesi v následujících letech.

Na jaře roku 1997 se začala ohlašovat hospodářská recese. Vláda na tuto situaci zareagovala *rozpočtovými balíčky*, které dramaticky snížily vládní výdaje. Vláda logicky očekávala, že centrální banka na tuto rozpočtovou restrikcii zareaguje uvolněním měnové politiky. Ekonomika totiž trpěla hospodářskou stagnací ve spojení s velkým schodkem obchodní bilance. V takové situaci je vhodné kombinovat *restriktivní rozpočtovou politiku s expanzivní měnovou politikou*, protože tento „mix“ obou politik udrží *nízké úrokové sazby*. Nízké úrokové sazby by bývaly snížily příliv krátkodobého zahraničního kapitálu a koruna by oslabil, což by prospělo obchodní bilanci. ČNB však, k překvapení ekonomů, setrvala u měnové restrikce, čímž prohlubovala hospodářskou recesi a obchodní schodek zároveň.

### **3. Období od měnového otřesu v květnu 1997 do současnosti**

Zhoršující se situace české ekonomiky a rovněž měnová krize v jihovýchodní Asii nakonec vedly k tomu, že se investoři začali zbavovat korun a zahraniční kapitál začal opouštět zemi. ČNB se marně snažila devizovými intervencemi udržovat korunu ve flukтуаčním pásmu. V květnu došlo ke *spekulativnímu útoku* na korunu, na který centrální banka reagovala velkým zvýšením úrokových sazeb a posléze opuštěním režimu fixního kurzu a přechodem k *floatingu*. Tím se podařilo odvrátit masivní únik kapitálu a pád koruny. „Požár“ byl uhašen – měnová krize byla zažehnána.

Neaplnily se však předpovědi většiny ekonomů, že po opuštění režimu fixního kurzu koruna oslabí a ustálí se na úrovni přesahující 20 Kč za německou marku. Centrální banka totiž setrvala u politiky vysokých úrokových sazeb, čímž se jí podařilo udržet silnou korunu.

Přechodem k plovoucímu kurzu ztratila měnová politika svou protiinflační kotvu, kterou byl do té doby pevný měnový kurz. Centrální banka musela proto zvolit nové pravidlo měnové politiky. Mohla zvolit buď *měnové cílování* (růst peněžní zásoby) nebo *inflační cílování*. Na podzim roku 1997 ohlásila ČNB svou novou protiinflační strategii – bylo jí *inflační cílování*.

V té době se již plně projevila nekoordinovanost politik vlády a centrální banky. ČNB stanovila své inflační cíle bez předchozí dohody s vládou. Už tím ztratila tato politika značnou část *důvěryhodnosti*, která je pro její úspěšnost nezbytná.

Dalším problematickým místem inflačního cílování bylo, že nešlo o politiku udržování existující míry inflace nýbrž o *politiku desinflační*, která měla ambici snížit míru inflace. Samy inflační cíle byly stanoveny dosti ambiciózně, uvážíme-li nestandardní charakter inflace v transformující se ekonomice. Ještě horší ale bylo, že naše centrální banka neměla žádné zkušenosti s inflačním cílováním a neuměla nastavit nástroje měnové politiky (zejména úrokové sazby) tak, aby se do zvoleného inflačního cíle opravdu „strefila“. Banka ve snaze dosáhnout svých inflačních cílů udržovala úrokové sazby příliš vysoko.

Ekonomika se v roce 1998 již nacházela v recesi a tato měnová politika byla tudíž zcela neadekvátní situaci. Z toho důvodu také došlo ke značnému „podstřelení“ inflačního cíle. Na rok 1998 si ČNB stanovila inflační cíl (tzv. čistou inflaci) v rozmezí 5,5 %–6,5 %, ale skutečná čistá inflace nakonec byla pouhých 1,7 %! Ukázalo se, že politika inflačního cílování v transformující se ekonomice je značně riskantní, zejména je-li její snahou *snížení* míry inflace. Není pochyb, že tato měnová politika přispěla v roce 1998 značnou měrou k ekonomickému propadu.

#### **4. Odlišnost měnové strategie ČR od Maďarska a Polska**

Měnová politika naší centrální banky byla hlavní příčinou ostré hospodářské recese let 1998–1999. Tuto hypotézu silně podporují ekonomická data, která ukazují, že mezi přitvrzováním měnové politiky a sklouzáváním ekonomiky do recese existuje zřetelná korelace. Časové zpoždění mezi měnovou restrikcí a následným hospodářským zpomalováním v zásadě odpovídalo tomu, co říká a předpovídá ekonomická teorie.

Také argument špatných úvěrů lze použít ve prospěch této hypo-

tézy. Rozsah špatných úvěrů je závislý na hospodářské konjunktúře. Když probíhá silný růst, podniky prodávají a bez problémů splácí úvěry. Když se však dostaví recese, odbyt vážne a podniky ztrácejí schopnost splácet své úvěry. Tím se původně *dobré úvěry* mění rázem ve *špatné úvěry*. Není pochyb, že rozhodující část špatných úvěrů měla v době naší hospodářské recese tento charakter. Jinými slovy, rozsah špatných úvěrů byl umocněn měnovou restrikcí.

V tom se měnová politika v České republice odlišovala od měnové politiky v Maďarsku. Maďarsko v rámci Bokrosova balíku v roce 1995 připustilo devalvaci forintu, čímž umožnilo růst čistého exportu, tedy i agregátní poptávky. Šlo tedy o mix restriktivní rozpočtové politiky s oslabováním domácí měny. Maďarská centrální banka v roce 1995 připustila devalvaci i zvýšení inflace a vytvořila tím maďarským podnikům „polštář“, který jim umožňoval nahradit výpadek domácí poptávky zahraniční poptávkou. Ukázalo se přitom, že zahraniční investoři vůbec nehodnotili oslabení forintu a zvýšení inflace v Maďarsku negativně a nikterak je to neodradilo dále tam investovat.

Česká národní banka udělala v závěru roku 1997 pravý opak: držela vysokými úrokovými sazbami silnou korunu i nízkou inflaci. V České republice tedy (na rozdíl od Maďarska) byla *počínající hospodářská recese* doprovázena *restriktivní politikou!* Vysoké úrokové míry a silná koruna v situaci klesající poptávky doslova srazily české podniky na kolena. V plném světle se projevila velká závislost podniků na bankovních úvěrech. Při nízké poptávce a vysokých úrokových sazbách podniky ztrácely schopnost splácet úvěry a české banky se propadaly do ztrát. Původně bonitní bankovní úvěry se překotně měnily ve špatné úvěry.

ČNB na situaci bankovního sektoru opět reagovala neadekvátně: zpřísnila požadavky na obezřetné podnikání, čímž prakticky donutila banky k zastavení úvěrování podniků. Vznikla paradoxní a pro ekonomiku velmi nepříznivá situace, označovaná jako *credit crunch*, kdy banky mají přebytek likvidity, podniky trpí naopak nedostatkem likvidity, přičemž úvěrové kanály jsou „zablokovány“, protože banky se obávají podniky úvěrovat. Požadavky centrální banky na obezřetné podnikání nutí banky poskytovat úvěry pouze bonitním klientům, ti však v zemi (v důsledku recese a měnové restrikce) prakticky neexistují. Hrozí vlna bankrotů a vzniká politický tlak na vládu, aby sa-

novala velké průmyslové podniky. Státní rozpočet má tendenci se prudce zhoršovat.

Měnová politika jistě nebyla *jedinou* příčinou hospodářské recese let 1997–1999. Recese by nastala tak jako tak, jako důsledek předchozího přehřátí ekonomiky. Měnová politika však v těchto letech nebyla adekvátní hospodářské situaci a její restriktivní charakter hospodářskou recesi zbytečně prohloubil.

## **5. Závěr**

Souvislost měnové politiky ČNB s měnovými turbulencemi roku 1997 je zřetelná. V letech 1993–95 byla měnová politika spíše expanzivní, což se přelévalo do velké vnější nerovnováhy. V druhé polovině 90. let byla politika naopak restriktivní, což významně přispělo k hospodářské recesi posledních tří let. Lze se oprávněně domnívat, že kdyby ČNB bezprostředně po liberalizaci kapitálových pohybů zavedla režim volně plovoucího kurzu, pravděpodobně bychom se měnové krizi z května 1997 vyhnuli.



# Měnová krize z hlediska změn devizových rezerv

*Ing. Petr Mach,  
Centrum pro ekonomiku a politiku*

Měnová krize roku 1997 byla charakteristická pádem hodnoty měny, změnou kurzového režimu a masivními devizovými intervencemi centrální banky. Souběžně probíhaly silné politické otřesy. Cílem mého příspěvku je ukázat, že relativní změna hodnoty kurzu nebyla tak velká, aby se dalo hovořit o skutečné krizi. Koruna se již více než rok pohybovala více méně volně v rámci širokého fluktuačního pásma, a tak i změna kurzového režimu na floating mohla být formální záležitostí. Za podstatný prvek měnové krize z května 1997 je třeba považovat – odhlédneme-li od politických aspektů – především existenci a rozsah devizových intervencí proti znehodnocování koruny.

Dopad těchto intervencí byl nesmírně vážný, ani ne tak pro zbytečnou ztrátu devizových rezerv, jako především pro jejich měnové a hospodářské důsledky. Vyslovím hypotézu, že s těmito pokusy o udržení kurzu úzce souvisí celková hospodářská recese, z níž se teprve dnes pomalu dostáváme.

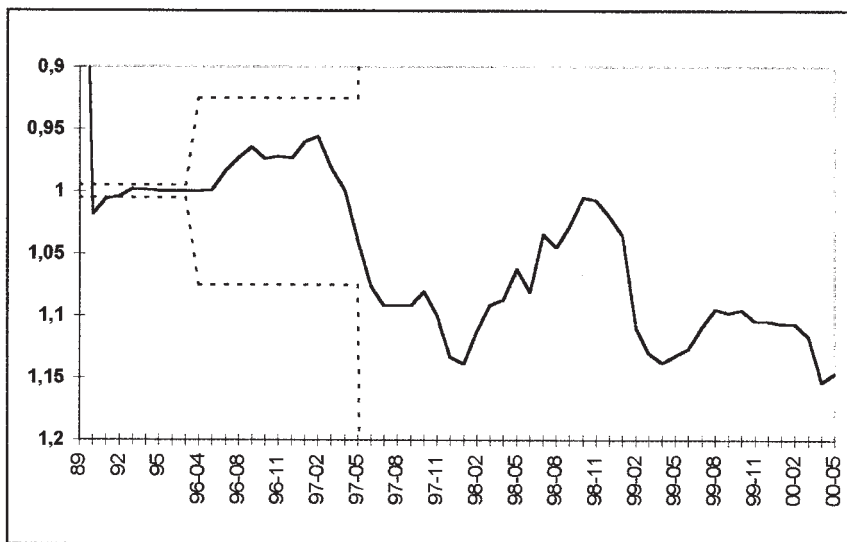
## **1. Kurzový vývoj**

Měnové krizi v květnu 1997 předcházelo období téměř absolutní vnější stability měny v rámci režimu fixního kurzu s úzkým pásmem oscilace do února 1996 a následné období pozvolné apreciacie v rámci rozšířeného fluktuačního pásma (viz Graf 1 na následující straně).

Jak ukazuje vývoj kurzu od května 1997, kurz po měnovém otřesu osciloval dlouhodobě podél spodní hranice bývalého fluktuačního pásma a pravděpodobně by v něm byl dodnes, kdyby se centrální banka nevrátila k praxi intervencí proti znehodnocování měny. Viděno s větším časovým odstupem, vlastně o žádný velký výkyv nešlo. K podobnému výkyvu kurzu, jak je patrné z grafu, došlo např. v únoru 1999, aniž by to kohokoliv výrazně vzrušovalo.

V květnu 1997 však došlo k prolomení hranice oscilace a bylo tedy nutno deklarovat změnu režimu. *Šlo proto spíše o krizi kurzového režimu než o krizi kurzu jako takového.* Kurz byl navíc spojován v pově-

*Graf 1: Vývoj kurzu koruny ke koši měn USD a DEM v pásmech oscilace*



*Pramen: CEP. Data o kurzech USD a DEM: Česká národní banka. Graf zobrazuje v korunách hodnotu portfolia tvořeného 0,036121 marky a 0,12305 dolaru, což odpovídá vazbě koruny na marku a dolar v závěrečném období režimu fixního kurzu.*

domí lidí s celkovým stavem hospodářství, a v jejich očích tak vývoj kurzu odrážel celkovou úspěšnost či neúspěšnost transformace. Pád koruny a krize kurzového režimu byly proto také krizí politickou.

Lze vyslovit hypotézu, že kdyby již od roku 1996 existoval režim volně plovoucího kurzu, k žádné krizi by nemuselo dojít. Když už ale ke krizi režimu kurzu přesto došlo, bylo chybou reagovat devizovými intervencemi. Kurz by se jinak vychýlil možná více, možná méně, ale nedošlo by k následným negativním dopadům.

## **2. Devizové intervence**

Fakt, že pokles hodnoty měny byl provázen masivní intervencí centrální banky, byl z hlediska ekonomických dopadů mnohem závažnější než samotný výkyv kurzu nebo změna kurzového režimu.

K ozřejmění tohoto tvrzení je třeba vysvětlit souvislost kurzových intervencí a peněžní zásoby.

Měnová politika zahrnuje důležité nástroje, jako operace na volném trhu, ovlivňování úrokové míry, stanovování povinných minimálních rezerv bank a provádění devizových intervencí.

Každé nakoupené devizy znamenají *ceteris paribus* emisi peněz do ekonomiky a každé prodané devizy znamenají stažení peněz. Měnový vývoj do měnové krize lze pro názornost rozdělit právě z hlediska směru intervencí centrální banky na devizovém trhu, přičemž existuje i souvislost s rovnováhou státních financí.

### ● **Období intervencí proti zhodnocování koruny**

Režim fixního kurzu byl od roku 1990 nastaven tak, že poptávka po korunách na devizovém trhu (bez poptávky centrální banky) převyšovala nabídku deviz. Tuto nerovnováhu dorovnávala centrální banka svými intervencemi, díky nimž jí narůstaly devizové rezervy. Do rozšíření flukтуаčního pásma v únoru 1996 byly nákupy deviz (i přes částečnou sterilizaci těchto intervencí prodejem cenných papírů) významným faktorem růstu objemu obíhajících peněz.

Vysoká tempa růstu množství peněz v letech 1990–1995 se odrážela v růstu nominálního hrubého domácího produktu a umožňovala *ceteris paribus* i vysoká tempa růstu nominálních vládních výdajů při současném poklesu daňové kvóty, bez ohledu na to, nakolik byl peněžní růst vstřebán reálným ekonomickým růstem a nakolik se projevil inflací cenové hladiny.

### ● **Období volného plování kurzu v rámci širokého flukтуаčního pásma**

V únoru 1996 centrální banka rozšířila flukтуаční pásmo, aby nebyla nucena v zájmu udržení kurzu koruny v jeho mezích tolik intervenovat. Toto opatření znamenalo zastavení růstu devizových rezerv a přispělo tím ke zpomalení růstu množství peněz v ekonomice.

Plán rozpočtu na rok 1997 však zastavení růstu množství peněz nebral v úvahu, a byl tak postaven na nerealistických hodnotách. Vláda plánovala příjmy na základě dostupných odhadů růstu cenové hladiny a reálného ekonomického růstu. Bohužel žádný renomovaný ana-

lytik nebral v úvahu kvantitativní teorii peněz, z níž plyne, že tempo růstu nominálního produktu nemůže *ceteris paribus* převyšovat tempo růstu množství peněz. Formálně to zobrazuje např. zjednodušené přírůstkové vyjádření rovnice směny v této podobě:

$$p\% + y\% \cong m\% + v\%$$

Pokud je v ekonomice méně peněz, než se čekalo, méně peněz se také vybere. Proto na začátku roku 1997 vláda čelila vznikajícímu rozpočtovému deficitu, který bylo nutno řešit radikálním seškrtáním výdajů v podobě „prvního balíčku opatření“.

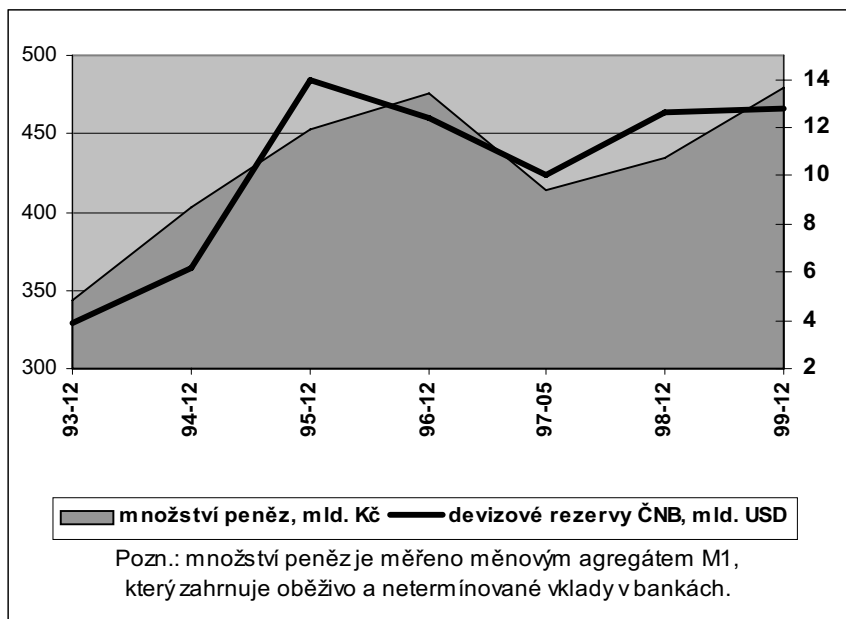
### ● Období intervencí proti depreciazi koruny

Centrální banka byla v režimu širokého flukтуаčního pásma nadále odhodlána na devizovém trhu zasáhnout, pokud by se kurz měl tendenci odchýlit mimo flukтуаční pásmo. V květnu 1997 při intervencích proti znehodnocování koruny prodala ČNB devizy v objemu přes dvě miliardy dolarů (aniž by se jí podařilo kurz ve flukтуаčním pásmu udržet). Tento prodej deviz znamenal bezprostřední stažení korun z oběhu, které se na předkrizovou úroveň peněžní zásoby dostávaly postupně během dalších let.

Měnová krize si tak vynutila druhý balík rozpočtových škrťů. Někteří kritici transformace hovoří o „strukturálních“ a „instutucionálních“ příčinách hospodářské recese (aniž by tím měli na mysli např. existenci fixního kurzu) a měnovou krizi považují za odraz těchto nedokonalostí. Pravý opak je pravdou: *kořeny recese leží právě v systému fixního kurzu a provádění devizových intervencí.*

Počáteční proces růstu devizových rezerv a růstu množství peněz v období fixního kurzu s úzkým flukтуаčním pásmem, zastavení tohoto růstu v období rozšířeného flukтуаčního pásma a pokles obou veličin v době devizových intervencí centrální banky na devizovém trhu proti znehodnocování koruny oproti cizím měnám dokumentuje Graf 2 a Tabulka 1.

Graf 2: Vývoj peněžního agregátu M1\* a devizových rezerv



Tabulka 1

| měsíc   | 12/93 | 12/94 | 12/95 | 12/96 | 5/97  | 12/98  | 12/99 |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| <b>množství peněz M1,</b><br><b>mld. Kč</b> (levá osa)      | 344   | 403   | 453   | 475,3 | 414,2 | 434,00 | 479,8 |
| <b>devizové rezervy ČNB,</b><br><b>mld. USD</b> (pravá osa) | 3,9   | 6,2   | 14    | 12,4  | 10    | 12,6   | 12,8  |

Pramen: ČNB

\* Podobný vývoj vykazuje i široký agregát M2 očištěný o vklady v cizích měnách. Peněžní agregát M2 zahrnoval i běžné vklady v cizích měnách (!) a objem těchto depozit v roce 1997 stoupl o 50 miliard korun, tedy o více než polovinu. Z toho důvodu považuji agregát M2 v období před měnovou krizí a po měnové krizi za nesrovnatelný, a to pro odlišné korunové ocenění vkladů v cizích měnách před devalvací a po devalvací, a pro odlišný dopad konverze těchto vkladů na likviditu v režimu fixního kurzu a v režimu floatingu.

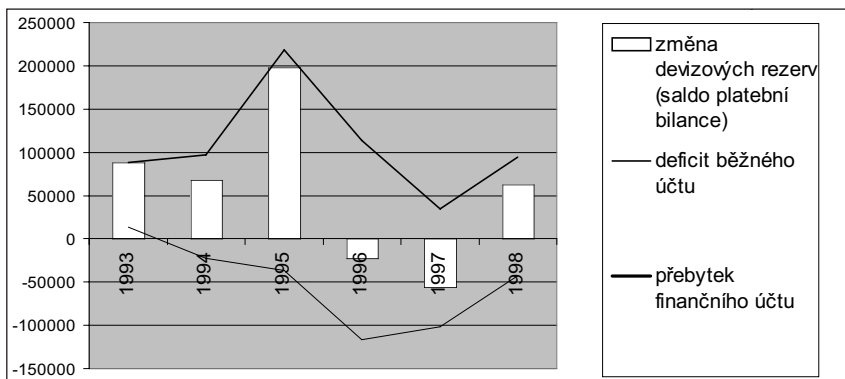
### 3. Příčiny měnové krize

Díky řadě faktorů, mj. hluboké devalvaci koruny na počátku transformace, trvalému přílivu kapitálu a vyrovnaným veřejným financím, trvala u koruny do roku 1996 – na rozdíl od jiných měn transformujících se ekonomik – tendence k apreciaci. V takové situaci znamenají intervence za udržení fixního kurzu prodej vlastní měny a schopnost udržet kurz není limitována objemem devizových rezerv.

Příliv kapitálu byl vyšší, než investice českých investorů v cizině. Z toho plyne, že běžný účet platební bilance musel být v deficitu. Kdo tehdy volal po přebytkové obchodní bilanci, implicitně chtěl, aby cizí investice v Čechách byly nižší než české investice v zahraničí. To je samozřejmě absurdní přání. Samotnou existenci nebo výši deficitu běžného účtu nebo dokonce jen obchodní bilance tak nelze považovat za příčinu měnové krize.

Přínejmenším tu část deficitu běžného účtu, která vznikala na úkor přílivu tzv. krátkodobého nebo spekulativního kapitálu, který úrokovou arbitráží vydělával na režimu uměle udržovaného fixního kurzu, lze však považovat za indikátor následné změny kurzu. Ten spolu s vysokými úrokovými mírami, jež byly důsledkem udržování tohoto kurzu, lákal krátkodobý kapitál, který dokáže rychle měnit způsob či místo zhodnocování a může tak náhle vychýlit kurz. Dlouhodobě udržovaný režim fixního kurzu tak lze považovat za příčinu pozdější deprecie, nikoliv však za příčinu samotné krize. *Krize se stala krizí, nepočítáme-li politický dopad, především kvůli nešťastným devizovým intervencím.*

Graf 3: Vývoj sald platební bilance



Pramen: ČNB, mil. Kč

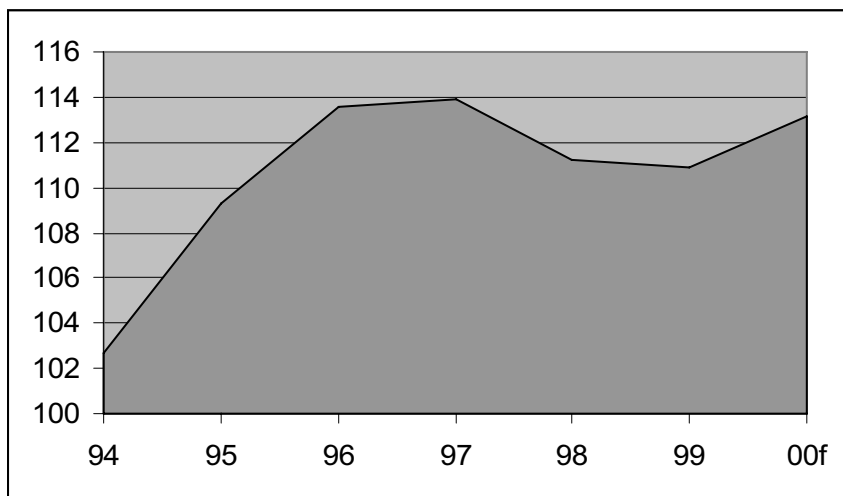
#### 4. Důsledky měnové krize

Stát přišel při intervencích centrální banky v květnu 1997 o pětinu devizových rezerv a ekonomika o 13 % peněžní zásoby (měřeno agregátem M1).

Mělo-li prudké zastavení peněžního růstu v roce 1996 negativní dopad na reálnou ekonomiku, pak takto masivní intervence hospodářství „dorazila“. Pokles peněžní zásoby se při nepružnosti některých cen proměnil v reálný hospodářský pokles. Devizové intervence přinesly poptávkový šok, jemuž se nabídková strana přizpůsobovala dlouho a s nemalými náklady.

Reálný hrubý domácí produkt po měnové krizi poklesl (viz Graf 4) a ruku v ruce s tím vzrostla nezaměstnanost. Reálný HDP opsal podobnou křivku „N“ jako peněžní zásoba a devizové rezervy v Grafu 2.

*Graf 4: Vývoj reálného hrubého domácího produktu*



*Pramen: Komerční banka, rok 1993=100, rok 2000 předpověď*

Za pozitivní důsledek měnové krize lze však považovat samotnou změnu kurzového režimu, již se měnová politika odpoutala od závislosti na vývoji devizového trhu.

#### 4. Poučení pro vládu a centrální banku

Naše měnová krize byla podle mého názoru především krizí měnové politiky, která byla ve vleku režimu fixního kurzu. Tato její omezenost vyvrcholila poklesem množství peněz při intervenci v květnu 1997.

Z měnové krize lze vyvodit tři základní ponaučení:

1) Stabilita kurzu by neměla být ve standardní tržní ekonomice základní prioritou hospodářské politiky. Takovou stabilitu lze udržovat jedině za cenu nestability jiných veličin, které se tím dostávají mimo kontrolu tvůrců hospodářské politiky.

2) Vláda by při prognózování odhadu růstu rozpočtových příjmů neměla uvažovat inflaci a reálný růst izolovaně, ale měla by je vnímat v kontextu tempa růstu množství peněz.

3) Centrální banka by při intervencích na devizovém trhu měla mít velmi silně na vědomí, že každý prodej deviz se *ceteris paribus* odrazí v poklesu množství domácích peněz v ekonomice a naopak se všemi závažnými důsledky, které z toho plynou.



# Operace se zdařila, pacient zemřel

*Ing. Marek Loužek,  
Centrum pro ekonomiku a politiku*

Od vypuknutí nejvážnější měnové krize od počátku české transformace uplynuly již tři roky. Nejen občané, kteří nestačili včas převést koruny do deviz, ale i vládní politici, kteří byli nuceni měnový otřes vysvětlovat, prožívali vskutku krušné chvíle. Z časového odstupu se některé věci možná jeví méně dramaticky. Nabízí se řada otázek.

Liší se česká měnová krize principiálně od krize asijské, mexické či brazilské? Dalo se měnovému otřesu 1997 v ČR zabránit? Selhala česká hospodářská politika při vlastní operaci, nebo až následné rekonvalescenci? Měly vláda a centrální banka ordinovat neutrální, potlačovací, nebo akomodativní politiku?

První část příspěvku zasazuje českou měnovou krizi do kontextu měnových krizí ve světě. Druhá část analyzuje kurzový režim. Třetí část popisuje vlastní průběh krize v květnu 1997. Čtvrtá část se zabývá pokrizovou fází a následnou rekonvalescencí. Pátá část se ptá, nakolik selhala česká hospodářská politika při léčení měnové krize. Šestá část dává do souvislosti léčbu krize s teorií potlačovací, neutrální a akomodativní politiky při nepříznivých nabídkových šocích. Sedmá část přináší závěr.

## **1. Historie měnových krizí**

Literatura o tzv. měnových krizích (currency crisis) prožívá dnes ve světě bouřlivý boom. Ekonomové se snaží vysvětlit průběh různých měnových otřesů, ptají se po příčinách, hledají jejich společné i rozdílné vlastnosti.

Měnových krizí zažily hospodářské dějiny celou řadu. V posledních desetiletích na sebe upozornily tři nejznámější: 1) zhroucení finančního systému v latinské Americe v letech 1982–84, 2) mexická krize z prosince 1994, kdy byla vláda nucena přejít z fixního na plovoucí kurz a 3) asijská krize, která vypukla v roce 1997 a postihla Thajsko, Malajsii, Indonésii, Filipíny a Jižní Koreu.

Otázka, proč měnové krize vznikají, zatím nebyla uspokojivě vysvětlena. Na jedné straně stojí „fatalistické“ teorie, které tvrdí, že

vznik krizí příliš nesouvisí se stavem domácí ekonomiky, nýbrž je důsledkem vývoje na mezinárodních finančních trzích. Měnové otřesy jsou zcela nepředvídatelné, krize může udeřit odkudkoli – jak na ekonomiku vyspělou tak na emerging markets. Podle tohoto pesimistického pohledu přichází měnové krize nečekaně a nelze se na ně připravit.

Druhým pohledem jsou „fundamentální“ teorie, které vznik měnových krizí dávají do souvislosti s určitými fundamentálními ekonomickými veličinami – zahraničním zadlužením, mezerou mezi úsporami a investicemi, produktivitou práce, úrokovými sazbami, (ne)stabilitou finančního sektoru apod.

Patrně nejrozšířenější „fundamentální“ teorií je doktrína „udržitelného deficitu běžného účtu“. Ta říká, že měnové krize vypukají při překročení určité kritické hranice vnější nerovnováhy. Deficit běžného účtu kolísal v letech 1993–96 v Jižní Koreji, Indonésii, Malajsii a na Filipínách mezi 3–6 % HDP. V ČR v roce 1996 činil deficit běžného účtu 7,6 % HDP. Tyto vysoké schodky běžného účtu považovala řada ekonomů za varovné.

O přesné výši udržitelného deficitu se vedou spory. Při vyšším tempu růstu HDP je možno ceteris paribus dosahovat i vyšších deficitů běžného účtu, takže „udržitelnost“ vnější nerovnováhy nelze rozhodně chápat staticky. Každá země se navíc nachází v odlišných institucionálních podmínkách, má různou míru otevřenosti své ekonomiky, různý stupeň mobility kapitálu, což jsou všechno faktory, které ovlivňují výši „udržitelného“ deficitu.

S deficitem běžného účtu souvisí relativní výše investic a úspor na HDP. V situaci, kdy se ekonomika – zejména tzv. emerging market – bouřlivě rozvíjí, vstřebává nové technologie a výrobky, a domácí úspory nestačí tomuto mohutnému investičnímu tempu, bývá tato mezera vyplněna přílivem zahraničního kapitálu, který se zrcadlově projevuje ve vnější nerovnováze.

## **2. Kurzový režim**

Obecně platí, že pro vznik měnových krizí jsou daleko riskantnější fixní než plovoucí měnové kurzy. V systému fixního kurzu je měna pevná, což přispívá k ekonomické stabilitě, ale na druhé straně se kurz může odchýlit od své „rovnovážné“ či „přirozené“ úrovně. Pak může k jeho přizpůsobení dojít skokově, při čemž hrozí přestřelení.

V systému plovoucího kurzu měna volně „plave“, takže prožívá období spontánních depreciací a apreciací, avšak ty málokdy nabudou podoby ničivých měnových krizí.

Ptáme-li se, co české měnové krizi předcházelo, a dokonce jí možná do značné míry determinovalo, je třeba připomenout právě kurzový režim. Politické faktory při spuštění měnové krize jsou sice nepochybnitelné, hrály však spíše roli katalyzátoru celého procesu, který by díky fundamentální změně makroekonomických veličin zřejmě beztak nastal.

Nastavení systému a výše kurzu patřilo k neobtížnějším rozhodnutím ekonomické reformy v roce 1990. Že oficiální kurz české koruny z doby komunismu bude po liberalizaci zahraničního obchodu a deregulaci cen v lednu 1991 neudržitelný, bylo jasné od začátku. Otázkou, před níž tvůrci transformace stáli, bylo *1) jaký kurzový režim zvolit a 2) jakou hladinu kurzu případně nastavit.*

Protože se po spuštění liberalizaci cen a zahraničního obchodu očekával inflační skok, byl zvolen systém pevného kurzu, který působil jako „nominální kotva“ a současně bránil roztočení devalvačně-inflační spirály. Díky kurzovému „ukotvení“ ekonomiky se podařilo stabilizovat v ČR inflaci na hladině nejnižší v porovnání s ostatními transformujícími se zeměmi.

Hodnota 28 korun za dolar byla kompromisem mezi dvěma alternativami: japonské poradci doporučovali 20 korun za USD, MMF požadoval 33–35 korun za dolar. Japonská varianta byla sociálně únosnější, vedla k mírnějšímu propadu reálných mezd, avšak za cenu vysoké zahraniční zadluženosti. Doporučení MMF snižovalo riziko zahraniční zadluženosti, ale bylo sociálně drastičtější.

Fakt, že kurz 28 korun za dolar se prakticky udržel od roku 1991 až do května 1997, byl malý středoevropský zázrak. Žádné jiné tranzitivní ekonomice se podobné kouzlo nepodařilo. Luxus pevného kurzu však nebyl zadarmo. Centrální banka, která korunu držela, byla nucena přihlížet masivnímu přílivu zahraničními kapitálu, který lákaly vysoké nominální úrokové sazby i relativní jistota v pohodlí fixního kurzu.

Česká ekonomika, která vykazovala vysokou míru úspor, ale ještě větší míru investic, byla přirozeným terčem zájmu zahraničních inves-

torů, kteří zde ukládali svůj kapitál, což se na druhé straně projevovalo ve zvyšování vnější nerovnováhy na běžném účtu platební bilance. Protože nominální kurz zůstával neměnný (a koruna se reálně zhodnocovala), mezera mezi vývozy a dovozy se prohlubovala.

Ohledně „správného“ vývoje kurzu panovala nejistota. Na jedné straně existovaly devalvační spekulace díky rostoucímu deficitu běžného účtu, na druhé straně působily revalvační tlaky díky neutuchajícímu přílivu zahraničního kapitálu. Rozšíření flukтуаčního pásma na plus minus 7,5 % v únoru 1996 mělo oslabit spekulativní kapitálové pohyby a pomoci koruně najít rovnovážnou úroveň.

Protože ani po rozšíření pásma koruna výrazně neznehodnocovala a vnější nerovnováha narůstala stále hrozivěji, zpřísnila ČNB v červnu a srpnu 1996 měnovou politiku: zvedla základní úrokové sazby a zvýšila povinné minimální rezervy z 8,5 % na 11,5 %. O míře této restriktce i faktu, že tak ČNB provedla bez konzultace s vládou, se dodnes vedou spory (viz text prof. V. Klause v tomto sborníku). Faktem je, že po tomto zpřísnění se růst množství peněz zpomalil a hospodářství se na druhý rok propadlo do recese.

### **3. Měnová krize v květnu 1997**

Na existenci vnější nerovnováhy v tranzitivní ekonomice nemůže být a není nic špatného. Rozdíl mezi mírou investic a úspor se musí někde promítnout a tím je v malé otevřené ekonomice schodek obchodní bilance. Prohlubování vnější nerovnováhy však na druhé straně nemůže probíhat donekonečna. A také donekonečna neprobíhalo.

Od začátku roku 1997 začalo být zřejmé, že se česká ekonomika pomalu leč jistě přibližuje „udržitelné“ hranici deficitu běžného účtu. To, kde tato hranice přesně leží, nevěděl nikdo a nevíme to ani dnes. Jedině trh a spontánní vývoj kapitálových toků rozhodují o timingu měnových krizí a „kritické hranici“. To, co nastartuje celý proces, je do značné míry náhodné. Rozbuškou v ČR byla politická situace.

Vzhledem ke zhoršujícímu se stavu veřejných financí a zpomalujícímu se hospodářského růstu se začaly množit kritické hlasy o správnosti nastoupené cesty transformace. Menší koaliční strany využívaly přirozenou slabost menšinové vlády a vznášely požadavky po „korekcích“ dosavadní politiky. První korekcí byl dubnový balíček, který obsahoval drastické rozpočtové škrty i přísliby institucionálních opat-

ření. Nesplnil však očekávání, zejména proto, že menší koaliční strany a média stále hlasitěji volaly po personálních změnách ve vládě.

Na počátku roku 1997 byla koruna díky emisím korunových euroobligací silná až přespříliš. Krátkodobí investoři se soustředili na vysoké úrokové sazby domácího trhu, což vedlo k vytvoření jisté kurzové bubliny. Od února 1997 začala tato bublina splaskávat a v dubnu se kurz ocitl pod centrální paritou. V polovině května pak vycítili finanční spekulanti historický okamžik.

15. května se kurz propadl 5 % pod centrální paritu a ČNB poprvé intervenovala. 16. května ČNB zvedla lombardní sazbu ze 14,5 % na 50 % a 19. května reposazbu až na 45 %. V dalších dnech intervence pokračovaly. 21. května dosáhly úrokové sazby na mezibankovním trhu v některých chvílích až 500 %. 22. května koruna padá na 6,4 % pod centrální paritu a ČNB administrativně odřezává cizince od krátkodobých korunových úvěrů. 23. května padá kurz na 5 % pod paritu a ČNB znovu intervenuje. 24.–25. května oznamují rezignaci ministři vnitra a financí, úmysl odejít zveřejňuje i ministr obchodu.

Protože intervence zabírají jen částečně a spekulanti stále utíkají od korun, oznamují 26. května premiér Klaus a guvernér Tošovský změnu kurzového režimu na řízený floating. ČNB si vyhrazuje právo intervenovat, neprozrazuje však kdy a jak. 29. května vydávají šéfové tří koaličních stran pověstný druhý balíček, který znamenal sypání popela na hlavu a měl vládě zajistit politické přežití. To se podařilo jen na půl roku – do sarajevského pádu vlády.

#### **4. Nezládnutá rekonvalescence**

Odeznění měnové krize proběhlo ve třech etapách: 1) několik týdnů v červnu a červenci, kdy bylo nutné stabilizovat kurz, 2) období od srpna zhruba do listopadu až prosince 1997, kdy ČNB dále zpříšňovala měnovou politiku a 3) rok 1998, kdy po počátečním uvolnění restrikce došlo k jejímu opětovnému přitvrzení pomalým snižováním úrokových sazeb a zpřísněním administrativních opatření pro činnost bank.

Ad 1) Dramatické přitvrzení restrikce v podobě vysokých úrokových sazeb v květnu a červnu bylo logické, neboť bylo nutné zabránit hrozícímu pádu měny po vzoru Mexika a východoasijských tygrů. Strategie „hladkého přistání“ kurzu bez přestřelení se ukázala jako

účinná a těžko obviňovat ČNB z toho, že jednala nerozváženě, když úrokové sazby snižovala opatrně. Obava, aby se kurz nepropadl o padesát či sto procent (jak se to stalo v některých asijských zemích), byla pochopitelná. Každý centrální bankéř by se v takové chvíli choval obezřetně.

Ad 2) V období od konce srpna do listopadu až prosince 1997 nastala fáze rekonvalescence, kdy se kurz držel na úrovni bývalé dolní parity. Centrální banka však místo dalšího očekávaného povolování restrikce nesmyslně utahovala šrouby: reposazba se od konce srpna (29. 8.) do prosince (1. 12.) zvýšila z 14,5 % na 18,5 % (!), lombardní sazba zůstala po celou dobu nezměněná: 23 %. Následek této – zřejmě příliš tvrdé restrikce – byl propad HDP v prvním pololetí 1998.

Ad 3) V prosinci 1997 přešla ČNB na tzv. inflační cílení. V prvních prosincových dnech došlo k mírnému povolení restrikce, když ČNB snížila čtrnáctidenní reposazbu na 15 %. Tato stále dosti vysoká sazba však zůstala nasazena až do léta 1998. Protože si ČNB stanovila dosti ambiciózní cíl, byla nucena restriktivní politiku držet i nadále. Výsledkem této nešťastné politiky byl tragický propad v posledním čtvrtletí 1998 – 4,9 % HDP a uvíznutí v deflační pasti (skutečná čistá inflace 1,7 %, přestože cílový interval byl 5,5–6,5 %).

Ačkoli od léta 1998 se začaly nominální sazby postupně snižovat, inflace padala ještě rychleji, takže reálné úrokové sazby rostly. Koruna se díky vysokým úrokovým sazbám začala znovu zhodnocovat a dostala se dokonce na původní hodnoty před měnovou krizí. Inflační cílení ve skutečnosti předpokládalo nehybný kurz, ačkoli to centrální banka nikdy nepřiznala. Kdyby nenasadila tak přísnou restrikci, koruna by plavala někde u 20 korun za marku a vybřednout z recese jsme mohli daleko dříve.

## 5. Selhala česká hospodářská politika?

Ptáme-li se, zda selhala česká hospodářská politika při léčbě měnové krize 1997, odpověď závisí na zkoumaném období a druhu makroekonomické autority – vlády a centrální banky.

**Vláda** byla v roce 1997 ochromena koaličními spory a její schopnost věcně posuzovat vzniklou situaci byla oslabena. Dubnový balíček přinesl ostrou fiskální restrikci, což bylo jistě pozitivní, včetně

přislíbů některých institucionálních změn. Ty však nemohly krátkodobý vývoj nijak ovlivnit. Současně vláda očekávala od ČNB, že povolí měnovou restrikcí.

Při vlastní měnové krizi v květnu 1997 byla vláda spíše ve vleku událostí. Druhý balíček byl hysterickou reakcí na devalvaci koruny i na volání menších stran po korekcích a obětních beráncích. Rozpočtové škrty obsažené ve druhém balíčku byly přehnané, ale vláda neměla jinou alternativu, protože obecné mínění uvnitř národohospodářské obce je požadovalo.

**Centrální banka** vyhověla požadavku vlády na povolení restriktce 8. května 1997, kdy ČNB snížila povinné minimální rezervy z 11,5 na 9,5 %. Je otázkou, zda to bylo dostatečné. Stejně tak je otázkou, zda při vlastní měnové krizi měla ČNB tak zoufale intervenovat na záchranu koruny. Ztráta dvou miliard dolarů byla zřejmě zbytečná. Přesto je však počínání centrální banky těžké odsoudit: kdyby ČNB korunu nebránila, ozvala by se zase kritika, proč si tedy ČNB fluktuální pásmo stanovovala, proč neintervenovala a nepoužívala vlastní rezervy, které mají tomuto účelu sloužit.

V prvním období bezprostředně po měnové krizi – v červnu a srpnu – byla obezřetnost ČNB pochopitelná. Ve druhém období – od srpna do prosince 1997 však bylo zesílení restriktce přehnané. Zcela chybné bylo počínání ústřední banky v roce 1998, kdy další zpřísnění restriktce bylo sebevražedné a podepsalo se na hospodářském propadu běžného i následujícího roku.

S trochou nadsázky můžeme měnovou krizi 1997 vylíčit úslovím „operace se zdařila, pacient zemřel“. Operace – stabilizace kurzu a zabránění hlubokému propadu koruny v červnu a červenci 1997 – byla vcelku úspěšná (byť nemusela ČNB vyplývat tolik devizových rezerv na intervencích). Následná rekonvalescence od srpna do prosince a zejména vývoj v roce 1998 byly nešťastné a vedly k udušení pacienta – české ekonomiky.

Mohla se ČR měnovému otřesu vyhnout? Je možné argumentovat, že při dřívějším přechodu na floating by k otřesu nedošlo. Důkazy však nemáme. Země, jejíž měna volně „plave“, prožívá období depreciací a apreciací, které obvykle nenabudou podoby ničivých měnových krizí. Země s pevným kurzem a vnější nerovnováhou jsou logicky náchylnější k měnovým otřesům. Je otázkou, zda pře-

chod od jednoho kurzového režimu ke druhému lze provést bezbolestně. I kdybychom na floating přešli dříve, není jisté, že by proběhl hladce.

## 6. Potlačovací, neutrální, nebo akomodativní politika

Mezinárodní měnový fond a Světová banka prosazují při měnových krizích léčebnou kůru v podobě poskytování záchranných půjček a nasazení restriktivní makroekonomické politiky. Současně doporučují opatření na stabilizaci bankovního sektoru, který je vnímán jako klíčový pro zdravé fungování ekonomiky. Restriktivní politika by však měla brát v úvahu časový horizont.

Znehodnocení domácí měny je z pohledu ekonomické teorie nepříznivým nabídkovým šokem. Na ten lze obecně reagovat *potlačovací*, *neutrální* nebo *akomodativní* politikou.

**Potlačovací** politika je politika, při níž se vláda a centrální banka při nepříznivém nabídkovém šoku snaží udržet inflaci na dosavadní úrovni. Cílem je za každou cenu udržet stabilitu cenové hladiny – byť za cenu zvýšení nezaměstnanosti či upadnutí ekonomiky do recese. V ideálním případě se inflace nemění, ale dojde k velkému propadu reálného produktu.

**Neutrální** politika znamená, že centrální banka přizpůsobí množství peněz v ekonomice nové situaci, ale nesnaží se za každou cenu udržet ani inflaci ani hospodářský růst na uzdě. Dochází ke zpomalení růstu a nárůstu inflace, ale tyto skoky jsou mírnější než při důsledné politice potlačovací nebo akomodativní.

**Akomodativní** politika je snaha udržet v případě nepříznivých šoků za každou cenu hospodářský růst, byť za cenu zvýšení inflace. Centrální banka přizpůsobí množství peněz nové situaci, aby nedošlo ke snížení produkce. V ideálním případě se úroveň reálné produkce nezmění, ale dojde k citelnému zvýšení inflace.

Která z těchto politik byla vhodná pro českou ekonomiku? Tato otázka nespadá do pozitivní analýzy, nýbrž do oblasti normativních soudů. To však neznamená, že by se pro preferenci té či oné varianty nedaly uvést racionální argumenty.

Akomodativní politika by v situaci české ekonomiky po měnovém otřesu 1997 byla zřejmě příliš nebezpečná. Uvolnění peněžní zásoby



v okamžiku, kdy v Asii padají měny o sto a více procent, by bylo hazardem, který nikdo nemohl dopustit. Kritizovat ČNB za to, že neprováděla akomodativní politiku, by tedy bylo neupřímné.

Variantou, kterou zvolila ČNB, byla potlačovací politika. Jejím cílem bylo nenechat vyskočit inflaci nad míru před měnovou krizí. V roce 1998 však ČNB navíc přijala strategii „potlačovací politiky na druhou“, která znamenala, že se centrální banka nejen nespokojila s mírou inflace před měnovou krizí, ale chtěla ji snížit dokonce pod ni. Výsledkem byla hluboká recese a výrazné zvýšení nezaměstnanosti.

Třetí variantou, kterou bylo možné použít, byla neutrální politika: nesnažit se snižovat inflaci za každou cenu, vyjít z předpokladu, že znehodnocení měny vzhledem k vysoké vnější nerovnováze bylo přirozené a že logickou daní za její zkrocení bude krátkodobé zvýšení inflace. Neutrální politika by vedla k mírnějšímu snížení hospodářského růstu, než k jakému došlo, a ekonomika by se nedostala do pasti deflace, v níž se nakonec ocitla v roce 1999.

## **7. Závěr**

Ačkoli lze mít pochopení pro jednání ČNB v době vlastní měnové krize a následujících dvou měsících, restrikce po zbytek roku 1997 a zejména v roce 1998 byla jednoznačně přemrštěná a jde o nejvážnější chybu hospodářské politiky v posledních pěti letech. Chybou centrální banky bylo, že prováděla zbrklou potlačovací politiku, a to ještě potlačovací politiku „na druhou“, protože se snažila stlačit míru inflace pod úroveň před květnovou měnovou krizí. Lze předpokládat, že při volbě neutrální politiky by česká ekonomika neprožila tak krutou recesi a neuvízla by v pasti deflace. Operace by se zdařila a pacient by přežil.



# C

## *Přílohy*

## 1. Stav na začátku a na konci měnového otřesu

|                             | 30. 4. 1997                                   | 30. 5. 1997                                       |
|-----------------------------|---|---|
| <b>REPO – 1denní</b>        | 10,79 %                                       | 151,88 %  |
| <b>Lombard</b>              | 14 %  | 50 %  |
| <b>Diskont</b>              | 10,5 %  | 13 % (neobchodovalo se)                           |
| <b>Devizové rezervy ČNB</b> | 11, 518 miliard USD                           | 10,025 miliard USD                                |
| <b>Kurz Kč/DEM</b>          | 17,903  | 19,180  |
| <b>Kurz Kč/USD</b>          | 31,005  | 32,691  |
| <b>Kurzový režim</b>        | Fixní kurz s rozšířeným pásmem oscilace 7,5 % | Řízený floating s oficiálně nedeklarovaným pásmem |

## 2. Průběh krizových dvou týdnů v květnu 1997

**Čtvrtek, 15. května.** Kurz se propadá 5 % pod centrální paritu a ČNB poprvé intervenuje. Po intervenci kurz posiluje pouze na 3,4 % v devalvačním pásmu. ČNB oznamuje, že zvýší repo sazbu, čímž se kurz vrací až ke třem procentům pod paritou. Poté však opět oslabuje na 3,7 % devalvačního pásma vůči paritě koše marky a dolaru.

**Pátek, 16. května.** Spekulanti stupňují tlak. ČNB zvedá lombardní sazbu ze 14,5 % na 50 %. Okamžitě poté koruna na mezibankovním trhu zpevňuje o více než procento. Ministr průmyslu a obchodu Dlouhý (ODA) vystupuje s názorem, že by současnou situaci mohla řešit demise kabinetu a následné vytvoření nové vlády stejné koalice.

**Sobota, 17. května.** Prezident Václav Havel prohlašuje po příjezdu z USA, že odpovědnost za situaci v zemi má vláda a nastanou-li nějaké problémy, nemůže se ze své odpovědnosti vylhat. Guvernér ČNB, který prezidenta v USA doprovázel, nesleduje klesající kurs české koruny „ani jako optimista, ani jako pesimista, ale jako realista“.

**Pondělí, 19. května.** ČNB zvyšuje repositazbu na 45 % a intervencemi stahuje z oběhu další koruny. Denní zápůjční sazba na mezibankovním peněžním trhu vzrostla na 38 procent, depozitní sazba na 35 procent. Před závěrem obchodování kotuje koruna na úrovních 30,7 k dolaru a 18,0 k marce.

**Úterý, 20. května.** Zvýšení úrokových sazeb částečně stabilizuje kurz. Koruna mírně posiluje na 1,6 % pod centrální paritu. Ve 22:00 hod. v Kramářově vile začíná kolo jednání předsedů koaličních stran Václava Klause (ODS), Michaela Žantovského (ODA) a Josefa Luxe (KDU–ČSL) o rekonstrukci kabinetu.

**Středa, 21. května.** Spekulanti pokračují ve frontálním útoku. Úrokové sazby na mezibankovním trhu vyskakují v jeden okamžik až na 500 %. Koruna oslabuje o 0,75 % a uzavírá na 2,6 % v devalvačním pásmu. Podle guvernéra ČNB není deficit obchodní bilance a běžného účtu platební bilance v dané fázi vývoje tuzemské ekonomiky nezdravý, jde pouze o jeho míru.

**Čtvrtek, 22. května.** Koruna se propadá 6,4 % pod centrální paritu. ČNB administrativně odřezává cizince od krátkodobých kuru-

nových úvěrů. Panika vrcholí. Na kurz koruny spekulují už i podniky, občané převádějí koruny na devizy. ČNB ztrácí podle odhadů jenom tento den půl miliardy dolarů rezerv. Tiskový mluvčí ČNB vylučuje, že by banka v nejbližší době přijala opatření k devalvaci měny.

**Pátek, 23. května.** Koruna je nejslabší v poledne – hrozivých pět procent v devalvaci. Poté následuje intervence ČNB a zvýšení repo-sazby na 75 %, po níž nastává zpevnění kursu až na 1,3 % v devalvačním pásmu. Na pobočkách bank jsou fronty, směnárnám docházejí valuty. Místopředseda ČSÚ Šujan vyjadřuje názor, že pád koruny je hysterií, která byla vyvolána spíše z důvodů politických než ekonomických.

**Sobota, 24. května.** Ministr průmyslu a obchodu Vladimír Dlouhý oznamuje na sněmu ODA úmysl definitivně odejít z vlády. Ministr financí Ivan Kočárník a ministr vnitra Jan Ruml dávají na výkonné radě ODS k dispozici své funkce.

**Neděle, 25. května.** Prezident Václav Havel kritizuje české politiky, že „svým haštežením nahrávají spekulantům, kteří pak vytvářejí nežádoucí tlak na českou korunu“. Politolog Pehe soudí, že vláda by měla jako celek podat demisi. Předseda KDU–ČSL Josef Lux nevylučuje v případě, že by se koaliční strany nedohodly na změnách v kabinetu, možnost demise celé vlády.

**Pondělí, 26. května.** Premiér Klaus a guvernér Tošovský oznamují, že ČNB změnila kurzový režim na řízený floating. Dosavadní fluktuální pásmo, které vymezovalo pro pohyb kursu prostor 7,5 % na obě strany od centrální parity, je zrušeno. Kurz koruny den zakončuje hodnotou 2,7 % na někdejší devalvační straně. Kurs koruny k marce končí na 18,05 Kč/DEM a k dolaru na 30,51 Kč/USD. Prezident Václav Havel věří, že „měnové opatření, které dnes ohlásila Česká národní banka, bude působit na představitele vládní koalice tak, aby urychleně navrhli principiální, a nikoli pouze kosmetická politická řešení nynější situace“.

**Úterý, 27. května.** V průběhu dne koruna prudce padá až na 19,40 Kč/DEM. Předsedové koaličních stran sepisují dokument, který by měl doprovázet chystané personální změny ve vládě. Přípravované škrty ve státním rozpočtu, na nichž se shodli při jednání s prezidentem předsedové lidovců a ODA Josef Lux a Michael Žan-

topský, považuje předseda ČSSD Miloš Zeman po faktické devalvaci české měny za další důkaz bezmocnosti a neschopnosti vlády.

**Středa, 28. května.** Koruna se na mezibankovním trhu ustálila po úterním prudkém pádu. Předsedové koalice zveřejňují stabilizační a ozdravný program vládní koalice („druhý balíček“). Premiér oznamuje, že dosavadní šéf resortu školství Ivan Pilip (ODS) usedne do křesla ministra financí a novým ministrem průmyslu a obchodu se stane velvyslanec ČR ve Velké Británii Karel Kühnl. Mluvčí ČNB Martin Švehla soudí, že „koalice v programu krátkodobých ekonomických opatření splnila očekávání ČNB a přijala s kroky, které jdou správným směrem“.

**Čtvrtek, 29. května.** Kurs koruny končí obchodování na úrovni 18,85 k DEM a 32,00 k USD, čímž se vrací na hranici bývalého flukтуаčního pásma. Ekonom Jan Švejnar vítá, že Česká národní banka uvolnila korunu a nechala ji volně plavat, ale kritizuje pro nákladnost intervence, jimiž ČNB bránila původní pevnější kurs měny. ČNB oznamuje, že pokud by se nepodařilo zbrzdit růst mezd, bude nucena reagovat dalším zesílením restrikce.

*Pramen: Zpravodajství ČTK*

### 3. Reposazby v jednotlivých dnech května a června 1997

| Sazby | Průměrná REPO<br>% | Lombardní sazba<br>% | Over night<br>% | Kurz/parita<br>Index |
|-------|--------------------|----------------------|-----------------|----------------------|
| 2.5.  | 12,39              | 14,00                | 12,26           | 1,0272               |
| 5.5.  | 12,38              | 14,00                | 12,63           | 1,0269               |
| 6.5.  | 12,38              | 14,00                | 12,63           | 1,024                |
| 7.5.  | 12,36              | 14,00                | 12,28           | 1,019                |
| 9.5.  | 12,37              | 14,00                | 11,64           | 1,0255               |
| 12.5. | x                  | 14,00                | 12,50           | 1,0247               |
| 13.5. | x                  | 14,00                | 12,49           | 1,0261               |
| 14.5. | 12,39              | 14,00                | 12,49           | 1,0358               |
| 15.5. | x                  | 14,00                | 12,50           | 1,034                |
| 16.5. | 12,68              | 50,00                | 12,36           | 1,038                |
| 19.5. | 40,85              | 50,00                | 34,93           | 1,027                |
| 20.5. | 36,72              | 50,00                | 80,66           | 1,0278               |
| 21.5. | 44,57              | 50,00                | x               | 1,0227               |
| 22.5. | 44,14              | 50,00                | 197,50          | 1,03                 |
| 23.5. | 62,49              | 50,00                | 70,71           | 1,0374               |
| 26.5. | 73,26              | 50,00                | 79,42           | 1,028                |
| 27.5. | 74,59              | 50,00                | 186,13          | 1,1114               |
| 28.5. | 164,92             | 50,00                | 172,11          | 1,1075               |
| 29.5. | 151,13             | 50,00                | 194,38          | 1,0951               |
| 30.5. | 149,03             | 50,00                | 151,88          | 1,0854               |
| 2.6.  | 44,98              | 50,00                | 65,04           | 1,0969               |
| 3.6.  | 36,38              | 50,00                | 55,67           | 1,0959               |
| 4.6.  | 42,18              | 50,00                | 21,50           | 1,0911               |
| 5.6.  | 45,00              | 50,00                | 46,56           | 1,1008               |
| 6.6.  | 39,00              | 50,00                | 45,75           | 1,1054               |
| 9.6.  | x                  | 50,00                | 45,19           | 1,0928               |
| 10.6. | x                  | 50,00                | 43,81           | 1,0765               |
| 11.6. | 29,00              | 50,00                | 33,16           | 1,073                |
| 12.6. | x                  | 50,00                | 30,47           | 1,0725               |
| 13.6. | x                  | 50,00                | 29,90           | 1,0728               |



| <b>Sazby</b> | <b>Průměrná REPO</b><br>% | <b>Lombardní sazba</b><br>% | <b>Over night</b><br>% | <b>Kurz/parita</b><br>Index |
|--------------|---------------------------|-----------------------------|------------------------|-----------------------------|
| 16.6.        | 36,69                     | 50,00                       | 36,69                  | 1,076                       |
| 17.6.        | 32,95                     | 50,00                       | 35,31                  | 1,0676                      |
| 18.6.        | 25,00                     | 50,00                       | 19,78                  | 1,0715                      |
| 19.6.        | 24,37                     | 50,00                       | 20,18                  | 1,0636                      |
| 20.6.        | 22,00                     | 50,00                       | 16,94                  | 1,0631                      |
| 23.6.        | 19,92                     | 50,00                       | 20,94                  | 1,0619                      |
| 24.6.        | 18,49                     | 50,00                       | 18,71                  | 1,0577                      |
| 25.6.        | x                         | 50,00                       | 21,25                  | 1,0574                      |
| 26.6.        | 18,50                     | 23,00                       | 22,63                  | 1,0605                      |
| 27.6.        | 18,50                     | 23,00                       | 19,28                  | 1,0648                      |
| 30.6.        | 18,19                     | 23,00                       | 13,98                  | 1,0692                      |

*Pramen: Šmídková, K. a kol. – Měnové turbulence koruny v květnu 1997: Bankovníctví 1998, č. 5, s. 15*

#### 4. Měnově politické nástroje ČNB

|        | Repo sazba (%)  |         | Diskontní sazba | Lombardní sazba | Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%) |                               |
|--------|-----------------|---------|-----------------|-----------------|---|-------------------------------|
|        | 1 týden         | 2 týdny | %               | %               | bank  | stavebních spořitelen a ČMZRB |
| Stav k | <b>Rok 1995</b> |         |                 |                 |   |                               |
| 1.1.   | -               | -       | 8,5             | 11,5            | -   | -                             |
| 26.6.  | -               | -       | 9,5             | 12,5            | -   | -                             |
| 3.8.   | -               | -       |                 |                 | 8,5   | 4,0                           |
| 8.12.  | 11,25           | 11,30   |                 |                 |   |                               |
|        | <b>Rok 1996</b> |         |                 |                 |   |                               |
| 29.3.  | 11,50           | 11,50   |                 |                 |   |                               |
| 29.4.  | 11,60           | 11,60   |                 |                 |   |                               |
| 9.5.   | 11,80           | 11,80   |                 |                 |   |                               |
| 21.6.  | 12,40           | 12,40   | 10,5            | 14,0            |   |                               |
| 1.8.   |                 |         |                 |                 | 11,5  |                               |
|        | <b>Rok 1997</b> |         |                 |                 |   |                               |
| 8.5.   |                 |         |                 |                 | 9,5   |                               |
| 16.5.  | 12,90           |         |                 | 50,0            |   |                               |
| 19.5.  | 45,00           |         |                 |                 |   |                               |
| 23.5.  | 75,00           |         |                 |                 |   |                               |
| 27.5.  |                 |         | 13,0            |                 |   |                               |
| 2.6.   | 45,00           |         |                 |                 |   |                               |
| 4.6.   |                 | 39,00   |                 |                 |   |                               |
| 6.6.   | 39,00           |         |                 |                 |   |                               |
| 11.6.  | 31,00           | 29,00   |                 |                 |   |                               |
| 13.6.  | 29,00           |         |                 |                 |   |                               |
| 18.6.  | 25,00           | 25,00   |                 |                 |   |                               |
| 20.6.  | 22,00           | 22,00   |                 |                 |   |                               |
| 23.6.  | 20,00           | 20,00   |                 |                 |   |                               |
| 24.6.  | 18,50           | 18,50   |                 |                 |   |                               |
| 27.6.  |                 |         |                 | 23,0            |   |                               |
| 30.6.  | 18,20           | 18,20   |                 |                 |   |                               |

|        | Repo sazba (%)  |         | Diskontní sazba | Lombardní sazba | Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%) |                               |
|--------|-----------------|---------|-----------------|-----------------|---|-------------------------------|
|        | 1 týden         | 2 týdny | %               | %               | bank  | stavebních spořitelen a ČMZRB |
| Stav k | <b>Rok 1997</b> |         |                 |                 |   |                               |
| 1.7.   | 17,90           | 17,90   |                 |                 |   |                               |
| 7.7.   | 17,00           | 17,00   |                 |                 |   |                               |
| 8.7.   | 16,50           | 16,50   |                 |                 |   |                               |
| 9.7.   | 16,20           | 16,20   |                 |                 |   |                               |
| 15.7.  | 16,00           |         |                 |                 |   |                               |
| 16.7.  |                 | 16,00   |                 |                 |   |                               |
| 22.7.  | 15,70           | 15,70   |                 |                 |   |                               |
| 23.7.  | 15,20           | 15,40   |                 |                 |   |                               |
| 24.7.  |                 | 15,20   |                 |                 |   |                               |
| 28.7.  | 14,90           | 14,90   |                 |                 |   |                               |
| 1.8.   |                 | 14,70   |                 |                 |   |                               |
| 4.8.   | 14,50           | 14,50   |                 |                 |   |                               |
| 31.10. |                 | 14,80   |                 |                 |   |                               |
| 1.12.  | 19,00           | 18,50   |                 |                 |   |                               |
| 2.12.  | 18,50           | 18,00   |                 |                 |   |                               |
| 3.12.  | 17,75           | 17,50   |                 |                 |   |                               |
| 4.12.  | 17,00           | 16,75   |                 |                 |   |                               |
| 9.12.  | 15,50           | 15,50   |                 |                 |   |                               |
| 10.12. |                 | 15,00   |                 |                 |   |                               |
| 11.12. | 15,00           |         |                 |                 |   |                               |
| 17.12. |                 |         | 14,75           |                 |   |                               |
|        | <b>Rok 1998</b> |         |                 |                 |   |                               |
| 23.1.  |                 |         |                 | 19,0            |   |                               |
| 20.3.  |                 | 15,00   |                 |                 |   |                               |
| 17.7.  |                 | 14,50   |                 |                 |   |                               |
| 30.7.  |                 |         |                 |                 | 7,5   |                               |
| 14.8.  |                 | 14,00   | 11,5            | 16,0            |   |                               |
| 25.9.  |                 | 13,50   |                 |                 |   |                               |

|        | Repo sazba (%)  |         | Diskontní sazba | Lombardní sazba | Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%) |                               |
|--------|-----------------|---------|-----------------|-----------------|---|-------------------------------|
|        | 1 týden         | 2 týdny | %               | %               | bank  | stavebních spořitelen a ČMZRB |
| Stav k | <b>Rok 1998</b> |         |                 |                 |   |                               |
| 27.10. |                 | 12,50   | 10,0            | 15,0            |   |                               |
| 13.11. |                 | 11,50   |                 |                 |   |                               |
| 4.12.  |                 | 10,50   |                 |                 |   |                               |
| 23.12. |                 | 9,50    | 7,5             | 12,5            |   |                               |
|        | <b>Rok 1999</b> |         |                 |                 |   |                               |
| 18.1.  |                 | 8,75    |                 |                 |   |                               |
| 28.1.  |                 |         |                 |                 | 5,0   |                               |
| 29.1.  |                 | 8,00    |                 |                 |   |                               |
| 12.3.  |                 | 7,50    | 6,0             | 10,0            |   |                               |
| 9.4.   |                 | 7,20    |                 |                 |   |                               |
| 4.5.   |                 | 6,90    |                 |                 |   |                               |
| 25.6.  |                 | 6,50    |                 |                 |   |                               |
| 30.7.  |                 | 6,25    |                 |                 |   |                               |
| 3.9.   |                 | 6,00    | 5,5             | 8,0             |   |                               |
| 5.10.  |                 | 5,75    |                 |                 |   |                               |
| 7.10.  |                 |         |                 |                 | 2,0   | 2,0                           |
| 27.10. |                 | 5,50    | 5,0             | 7,5             |   |                               |
| 26.11. |                 | 5,25    |                 |                 |   |                               |

*Pramen: ČNB*

## 5. Teorie měnových kurzů

**Definice měnového kurzu.** Měnový kurz je cena cizí měny vyjádřená v domácí měně. Na měnovém trhu se střetává nabídka a poptávka s měnami různých zemí. Nabídku zahraničních měn vytvářejí cizí investoři, kteří chtějí investovat v tuzemsku a domácí vývozci, kteří prodávají své zboží a služby v cizině. Poptávku po cizích měnách vytvářejí dovozci, kteří přivážejí do země cizí zboží a tuzemští investoři, kteří chtějí investovat v zahraničí. Tržní kurz se může lišit od oficiálního kurzu. V historii můžeme vysledovat různé systémy měnových kurzů.

**Klasický zlatý standard.** Nejvýznamnějším systémem měnových kurzů byl zlatý standard. V nejkřesťanskější podobě se uplatnil v letech 1880–1913. Měnové kurzy mezi různými zeměmi byly dány obsahem zlata v jejich peněžních jednotkách. Stabilita byla dána dlouhodobě stabilní cenou zlata. Státy definovaly hodnotu svých měn pomocí fixního množství zlata. Každá země razila zlaté mince se státním znakem zaručujícím ryznost a hmotnost. Každá země měla možnost mince roztavit a prodat je za běžnou cenu zlata. Existovala volná směnitelnost zlata respektive plnohodnotných peněz za bankovky – a to jak uvnitř zemí tak přes hranice.

**Modifikovaný zlatý standard.** Mezi dvěma světovými válkami se klasický zlatý standard modifikoval do dvou podob: *standardu zlaté devízy* a *standardu zlatého slitku*. *Standard zlatého slitku* znamenal omezení minimálního směňovaného množství zlata za bankovky a naopak. Minimální směňované množství bylo stanoveno tzv. zlatým slítkem (cihličkou). *Standard zlaté devízy* používaly nově vzniklé státy včetně ČSR, které neměly dostatečné devizové zásoby zlata. Principem bylo, že se domácí měna vázala na cizí měnu, která již byla přímo vázána na zlato.

**Fixní měnové kurzy.** Základy fixních měnových kurzů vytvořila konference v Brettonwoodu v roce 1944. Brettonwoodský systém byl zlatý dolarový modifikovaný standard. Jedinou měnou přímo směnitelnou za zlato byl americký dolar, ostatní měny byly směnitelné vůči dolaru. Směnu dolarových bankovek za zlato mohly provádět pouze centrální banky. Každá měna měla stanovena oficiální paritu, která se určila ve vztahu k dolaru i ke zlatu. Cena dolaru byla stanovena na 35 USD za unci zlata. Brettonwoodskému systému se v zásadě

podarilo udržet stabilitu měnových kurzů mezi lety 1945–1971. Vzniklé odchylky kurzu od jejich „přirozené“ úrovně byly výjimečně řešeny jednorázovými devalvacemi či revalvacemi.

Na Brettonwoodské konferenci došlo k založení Mezinárodního měnového fondu (MMF). MMF působil a dodnes působí jako „centrální banka“ centrálních bank. Členské státy přispívají do MMF stanovenými částkami. Mají-li problémy s vyrovnaností platební bilance a udržením kurzu, nebo chtějí zavést volnou směnitelnost své měny, mohou od MMF čerpat půjčky. Druhou institucí založenou na brettonwoodské konferenci byla Světová banka. Banku financují věřitelské země, aby mohla poskytovat slabším členům půjčky na různé projekty. Těmito dlouhodobými půjčkami se rozšiřují toky statků a služeb z rozvinutých států do rozvojových zemí.

**Pružné měnové kurzy.** Kurz určují převážně síly nabídky a poptávky. V závislosti na stupni státní intervence bývá odlišován *čistý plovoucí kurz (free floating)* a *řízený plovoucí kurz (managed floating)*. Vláda intervenuje, když kupuje nebo prodává vlastní měnu nebo cizí měny s cílem ovlivnit hodnotu kurzu.

**Volně plovoucí kurz (free floating)** je určován výhradně nabídkou a poptávkou bez jakékoli intervence vlády. Jestliže stoupne nabídka cizí měny, kurz domácí měny se znehodnotí. Pokud se zvýší poptávka po zahraniční měně, kurz domácí měny se znehodnotí. Na trhu se utváří spontánní tržní rovnováha, do níž ani centrální banka ani vláda nijak nezasahují. Příkladem může být rozpad brettonwoodského systému v první polovině 70. let, kdy některé země (včetně USA) nechaly své měny „volně plavat“.

**Řízený plovoucí kurz (managed floating)** je systém, kdy se měnový kurz pohybuje podle nabídky a poptávky, ale centrální banka na trhu intervenuje, aby jej ovlivnila „žádoucím“ směrem. Fluktuální pásmo je pouze implicitní. Pokud se kurz dostane mimo žádanou hladinu, centrální banka zasahuje a začne na trhu prodávat či nakupovat devizy.

**Terminologie kurzových změn.** Zvedne-li se poptávka po zahraniční měně a nezmění se nabídka, dojde ke znehodnocení domácí měny (zvýšení kurzu). Taková změna kurzu se nazývá *depreciací*. Stoupne-li poptávka po domácí měně a nezmění se její na-

bídky, pak dojde ke zhodnocení měny (snížení kurzu). Taková změna se nazývá *apreciací*.

Úřední znehodnocení měny se nazývá *devalvací*. Devalvovat měnu lze vůči jiné měně, nebo vůči koši měn. Úřední zhodnocení měny se nazývá *revalvací*. Rovněž revalvovat je možné vůči jiné měně i proti koši měn. Úřední změnu kurzu i změnu kurzového režimu má buď v kompetenci vláda, nebo tak činí po dohodě s centrální bankou.

*Pramen: Woelfel, Ch.: Encyklopedia of Banking & Finance: Probus Publishing Company: Chicago, Cambridge, 1994*

## 6. Systémy měnových kurzů ve světě podle zemí k 31. 12. 1999

### *Země s fixním kurzem (45)*

| <b>K jedné měně (32)</b>  | <b>Ke koši měn (13)</b>  |
|---|--|
| Aruba, Bahamy, Bahrain, Barbados, Belize, Bhútán, Cape Verde, Čína, Egypt, Salvador, Irán, Irák, Jordánsko, Libanon, Lesotho, Makedonie, Malajsie, Maledivy, Namibie, Nepál, Nizozemské Antily, Omán, Pákistán, Katar, Saudská Arábie, Svazijsko, Sýrie, Trinidad a Tobago, Turkmenistán, Spojené Arabské Emiráty, Zimbabwe | Bangladéš, Botswana, Fidži, Kuvajt, Lotyšsko, Malta, Maroko, Mynma, Samoa, Seychely, Šalomounovy Ostrovy, Tonga, Vanuatu |

### *Země s volným floatingem podle způsobu řízení měnové politiky (51)*

| <b>Měnové agregáty (12)</b>  | <b>Inflační cílení (7)</b>   | <b>Smišené a jiné (32)</b>  |
|--|--|---|
| Filipíny, Gambie, Ghana, Guinea, Guayana, Jemen, Kolumbie, Korea, Mauricius, Mongolsko, Peru, Sierra Leone | Austrálie, Brazílie, Chile, Kanada, Nový Zéland, Spojené Království, Švédsko | Afgánistán, Albánie, Angola, Arménie, Ekvádor, Eritrea, Georgie, Haiti, Indie, Indonésie, Japonsko, Jižní Afrika, Kazachstán, Kongo (Kinshasa), Korea, Libérie, Madagaskar, Mexiko, Moldávie, Mozambik, Papua-Nová Guinea, Ruská Federace, Rwanda, Somálsko, Švýcarsko, Súdán, Tanzanie, Thajsko, Uganda, USA, Zambie |



**Země s řízeným floatingem podle způsobu řízení  
měnové politiky (26)**

| <b>Měnové agregáty (3)</b>     | <b>Inflační cílení (1)</b> | <b>Smíšené a jiné (22)</b>  |
|--------------------------------|----------------------------|---|
| Jamajka<br>Malawi<br>Slovensko | Česká republika            | Alžírsko, Ázerbajdžán,<br>Bělorusko, Burundi,<br>Dominikánská republika,<br>Etiopie, Guatemala,<br>Chorvatsko, Kambodža,<br>Keňa, Kyrgyzstán,<br>Mauretánie, Nigérie,<br>Norsko, Paraguay,<br>Rumunsko, Singapur,<br>Slovensko, Surinam,<br>Tádžikistán, Ukrajina,<br>Uzbekistán. |

**Zavěšené kurzy (peg) podle omezení pohybu kurzu**

| <b>Nehybné ačního<br/>fluktuální pásmo<br/>(horizontal bands) (6)</b> | <b>Posouvání fixního<br/>kurzu (crawling<br/>peg) (5)</b> | <b>Posouvání fluktu<br/>pásmo (crawling<br/>bands) (7)</b>                 |
|---|---|--|
| Dánsko, Řecko, Kypr,<br>Island, Libye, Vietnam                        | Bolívie, Kostarika,<br>Nikaragua, Tunisko,<br>Turecko     | Honduras, Izrael,<br>Maďarsko, Polsko,<br>Srí Lanka, Uruguay,<br>Venezuela |

**Zvláštní měnová ukotvení (31)**

| <b>Východo-<br/>karibský<br/>společný<br/>trh (6)</b>   | <b>Západo-<br/>africká<br/>hospodářská<br/>a měnová<br/>unie (8)</b>                          | <b>Středoafriické<br/>hospodářské<br/>a měnové<br/>společenství (6)</b>                 | <b>Evropská měnová<br/>unie (euro) (11)</b>   |
|---|---|---|---|
| Antigua<br>a Barbuda,<br>Dominika,<br>Grenada,<br>Svatý Kryštof<br>a Nevis,<br>Svatý<br>Vincenc | Benin, Burkina<br>Faso, Cote<br>d' Ivoire,<br>Guinea-Bissau,<br>Mali, Niger,<br>Senegal, Togo | Čad, Gabon,<br>Kamerun, Kongo<br>(Brazzaville),<br>Středoafriická<br>republika, Senegal | Belgie, Finsko, Francie,<br>Irsko, Itálie,<br>Lucembursko,<br>Německo, Nizozemí,<br>Portugalsko, Rakousko,<br>Španělsko |

***Currency board a ostatní kurzové režimy (14)***

| <b>Currency board (8)</b>   | <b>Ostatní (6)</b>   |
|---|--|
| Argentina, Bosna a Hercegovina,<br>Bulharsko, Hongkong, Džibutsko,<br>Estonsko, Litva | Kiribati, Marshallovy Ostrovy,<br>Mikronésie, Palau, Panama, San<br>Marino |

*Pramen: International Financial Statistics, IMF, May 2000*

## 7. Historie koruny

Vznik československé měny po rozpadu Rakousko-Uherska byl spojen se jménem prvního ministra financí Aloise Rašína, který v roce 1919 provedl na území s válkou rozvráceným hospodářstvím měnovou reformu. V první polovině 20. let se podařilo zastavit inflaci a ekonomika se rozvíjela v tržním prostředí.

Politickým cílem bylo, aby se koruna co nejdříve stala tzv. měnou zlaté devizy. To se podařilo v roce 1929, kdy byl zlatý obsah koruny stanoven na 44,58 miligramu ryzího zlata a Národní banka musela udržovat kurz korun k dolaru na této zlaté paritě. Odpůrci uzákonění zlaté devizy namítali, že se tak stalo v nevhodné době, neboť hodnota zlata ve světě stoupala.

Posílením koruny se zhoršila konkurenční schopnost československého zboží na zahraničních trzích a republika začala být pozvolna vtahována do hospodářských problémů ostatních zemí. Značná finanční provázanost jednotlivých zemí se naplno projevila v době hospodářské krize 1929–33. Doposud poměrně homogenní měnový systém se rozpadl na řadu oblastí a bloků.

Na počátku roku 1934 československá měna poprvé devalvovala, což sice na nějaký čas zajistilo oživení, ale pád bloků měny v zemích tzv. zlatého bloku (Francie, Holandsko, Itálie, Švýcarsko) v roce 1936 donutil vládu k dalšímu znehodnocení koruny.

Následující relativně příznivý vývoj koruny ukončila druhá světová válka. Vznikem protektorátu přestala být koruna samostatnou měnou, což potvrdila 1. října 1940 celní a měnová unie s německou říší. Koruna se stala nominálním zlomkem německé marky v poměru 10 korun = 1 říšská marka, při čemž reálný kurz byl přibližně pět až šest korun za marku.

Poválečná vláda začala v podmínkách zdevastované ekonomiky prakticky od začátku. Novou měnovou politiku ukončil únor 1948 a na něj navazující měnová reforma z roku 1953. Vnitřní cenové hladiny se přepočety v relaci 5:1 a výše. Ve stejném poměru byla dosavadní měny přeměněna na novou. Vláda navíc stanovila zákonem zlatý obsah koruny. Zároveň se koruna přestala pohybovat v tržním prostředí a ztratila svou směnitelnost.

Složité narovnávání pokřivených vztahů koruny vůči směnitelným měnám po roce 1989 nastalo. V roce 1990 koruna třikrát devalvo-

vala, celkem o 86 %. Dalším mezníkem byl leden 1991, kdy systé-  
movou liberalizaci cen doprovázela i vnitřní směnitelnost koruny.  
Stále se však s korunou neobchodovalo na mezinárodních finanč-  
ních trzích.

Ke konci roku 1992 se spolu s rozdělením ČSFR oddělily česká  
a slovenská koruna. Česká koruna pokračovala na cestě k plné smě-  
nitelnosti. 1.10.1995 se ČR zařadila mezi více než stovku států, které  
vyhověly mezinárodně uznávaným podmínkám pro vnější směnitel-  
nost svých měn.

Od roku 1991 do roku 1996 existoval v ČR fixní kurz. V únoru  
1996 došlo k rozšíření flukтуаčního pásma pro pohyb koruny na  
plus minus 7,5 %. 26. května 1997 došlo k úplnému zrušení fluktu-  
ačního pásma a zavedení formálně volného – v praxi skrytě řízené-  
ho – floatingu (oficiálně je ČR řazena mezi země s řízeným floatin-  
gem).

*Pramen: Vencovský, F. a kol.: Dějiny bankovníctví v českých zemích:  
Bankovní institut, Praha 1999.*

## 8. Historie měnových krizí ve světě

**Asijská měnová krize.** Měnová krize v jihovýchodní Asii byla pro ekonomickou veřejnost překvapením, nikdo ji neočekával (alespoň ne v takových rozměrech). Země jihovýchodní Asie – Jižní Korea, Thajsko, Malajsie a Indonésie – měly do té doby impozantní ekonomické výsledky, některé z nich (Jižní Korea, Thajsko) byly řazeny k asijským „ekonomickým tygrům“. V 90. letech (až do vypuknutí krize v roce 1997) patřil tento region k ekonomicky nejdynamičtějším oblastem světa. Tempa ekonomického růstu se blížila dvouciferným hodnotám. Inflace v těchto zemích nebyla vysoká, deficity veřejných rozpočtů rovněž ne. Země měly sice schodky zahraničněobchodních bilancí, což však u rychle rostoucích ekonomik bývá považováno za normální jev.

Rychlý ekonomický růst těchto zemí byl do značné míry podporován dovozem zahraničního kapitálu. Zahraniční investoři ochotně nakupovali aktiva těchto zemí, čímž financovali značnou část jejich investic. Úrokové míry tam byly vysoké, depreciační očekávání nízká. V letech 1991–96 připlýnulo do pěti zemí regionu (Filipíny, Indonésie, Jižní Korea, Malajsie a Thajsko) přes 260 miliard dolarů soukromého zahraničního kapitálu.

K nízkým depreciačním očekáváním ovšem do velké míry přispělo to, že většina asijských zemí měla režimy stabilního kurzu – „zavěsily“ své měny na americký dolar. Zahraniční investoři tak nepocítovali riziko z depreciační asijských měn, neboť věřili, že tamní vlády a centrální banky nedovolí depreciační. Právě to se však těmito zemím a jejich měnám nakonec stalo osudným a přispělo k měnové krizi.

Obrovský příliv zahraničního kapitálu do těchto zemí proudil převážně přes tamní banky. Banky přitom požívaly implicitní státní garance – všem bylo jasné, že dostanou-li se do finančních potíží, jejich vlády je nenechají padnout a budou je sanovat. To ještě více upevňovalo důvěru zahraničních investorů a jejich ochotu půjčovat těmto ekonomikám. Zahraniční investoři podlehli dvojí iluzi, která uměle snižovala riziko jejich investic do tohoto regionu – že tamní vlády nedovolí depreciační svých měn, a že nedovolí pád svých bank.

Banky, požívající implicitní státní garance, podléhají „morálnímu hazardu“ a ochotně půjčují i na spekulativní a vysoce rizikové investiční projekty. Příliv zahraničního kapitálu a „snadné půjčování“ bank vedly nakonec k tomu, že začala narůstat „spekulační bublina“ na trhu

aktiv (cenných papírů a nemovitostí), jejichž ceny šplhaly do nereálných výšek. Domácí podnikatelé a spekulanti věřili, že asijský hospodářský zázrak bude pokračovat a že své půjčky snadno splatí z budoucích výnosů svých investic. A zahraniční investoři byli ukolébáváni iluzí o vládami garantované pevnosti měn a bank.

Asijská „bublina“ praskla v roce 1997. Nejprve započala finanční krize – když investoři ztratili důvěru v asijská aktiva a začali se jich hromadně zbavovat, ceny akcií a nemovitostí začaly padat volným pádem. Následovala měnová krize, neboť investoři, převádějící své peníze převážně do dolarových vkladů, nakupovali na měnovém trhu dolary a prodávali asijské měny. Nebylo již moci, která by mohla zabránit hluboké depreciaci asijských měn. Měnová krize naplno propukla v červnu 1997, kdy deprecioval thajský baht (poté, co se jej thajská centrální banka nějakou dobu marně pokoušela zachránit prodejem svých devizových rezerv). Vzhledem k intenzivní ekonomické propojenosti zemí tohoto regionu se finanční a měnová krize rychle šířila do dalších zemí regionu. Během krátké doby došlo k depreciaci thajské vůči americkému dolaru o 80 %. Následovaly hluboké depreciace měn Jižní Koreje, Malajsie, Filipín a Indonésie. Všechny tyto země opustily fixní kurzy svých měn (jejich „zavěšení“ na dolar) a nechaly je volně „plavat“.

Ukázalo se, jak silně byl tento ekonomický region závislý na zahraničním kapitálu. Po odlivu zahraničního kapitálu a po pádu cen akcií došlo k prudkému zvýšení úrokových měr, což následně vyvolalo ekonomickou depresi a nezaměstnanost. Vysoké úrokové míry již nelákaly zahraniční investory, protože důvěra v aktiva a měny jihoaasijských zemí byla ta tam. Zato způsobily neschopnost domácích dlužníků splácet dluhy a vznikla hrozba sérií bankovních krachů. Vlády byly nuceny požádat o pomoc Mezinárodní měnový fond. Ten poskytl zemím jihovýchodní Asie půjčky v řádu desítek miliard dolarů. Ani tato pomoc však nezabránila hluboké hospodářské depresi celého regionu, která se nakonec přenesla i na jejich velké obchodní partnery – Japonsko a Austrálii.

**Mexická měnová krize.** Podobně jako v jihovýchodní Asii, i v Mexiku bylo možno hledat zdroj finanční a měnová krize v bankovním systému. Mexické banky byly chráněny vládními garancemi a systémem rozsáhlého pojištění bankovních vkladů. Od roku 1988 udržovalo Mexiko stabilní měnový kurz v rámci kurzového pásma. Garance bankovních vkladů i udržování stabilního kurzu pesa uměle

snižovalo rizika zahraničnímu kapitálu, který rychle proudil do Mexika a financoval mexický hospodářský růst v první polovině 90. let. Podobně jako v jihovýchodní Asii, i v Mexiku byla důvěra investorů založena do velké míry na iluzi v pevnost mexické měny a mexických bank.

V roce 1994 došlo v Mexiku k lokálním politickým nepokojům, které zažehly jiskru nedůvěry zahraničních investorů. Jejich předchozí důvěra v mexickou ekonomiku se přes noc změnila v panický útěk. Odliv zahraničního kapitálu ze země donutil mexickou centrální banku v prosinci 1994 devalvovat peso o 15 % a dva nato jej nechat volně „plavat“. Peso pak během krátké doby znehodnotilo vůči americkému dolaru na polovinu své původní hodnoty. „Útěk“ kapitálu z Mexika v krátké době vyvolal finanční a měnovou krizi a poté hospodářskou depresi.

**Brazilská měnová krize.** Jednou z posledních měnových krizí byla brazilská krize. Brazílie po dlouhou dobu udržovala stabilní kurz své měny. Ten byl hlavním nástrojem protiinflační politiky brazilské vlády. Brazílie byla totiž v osmdesátých letech sužována hyperinflací dosahující tisíce procent ročně.

V roce 1994 provedl nově zvolený prezident Cardoso měnovou reformu a vyhlásil inflaci boj, jehož hlavním nástrojem se měl stát pevný kurz brazilského reálu. Během několika let se inflace v Brazílii snížila z 3000 % na dvě procenta. Nízká inflace, stabilní kurz měny a vysoké úrokové míry přilákaly během krátké doby do Brazílie mnoho zahraničního kapitálu a země prožívala silný hospodářský růst.

Ukázalo se však, že pevný kurz měny sám o sobě nestačí k tomu, aby udržel prosperitu brazilské ekonomiky a důvěru zahraničních investorů. Brazilské vládě se nepodařilo udržet „na uzdě“ rostoucí vládní výdaje, deficit státního rozpočtu rychle narůstal a vláda se stále více zadlužovala. Bylo jen otázkou času, kdy investoři ztratí důvěru v brazilskou ekonomiku a měnu.

Signálem panického útěku investorů od brazilského reálu bylo prohlášení neschopnosti brazilského státu Minas Gerais splácet své dluhy vůči brazilské federální vládě. Investoři se vyděsili a začali se zbavovat brazilských aktiv a brazilské měny. Centrální banka byla nucena opustit pevný kurz reálu, který vzápětí začal rychle depreciovat. Začala měnová krize.

*Pramen: Holman, R.: Ekonomie: Praha, C. H. Beck, 1999, s. 581–585*

**cep**  
CENTRUM  

---

**PRO EKONOMIKU A POLITIKU**

CEP je občanské sdružení založené a zaregistrované na podzim roku 1998. Chce se stát kvalitním českým institutem pro ekonomická a politická studia.

Cílem CEPu je šíření idejí svobodné společnosti a tržního hospodářství a podpora myšlenek velkých osobností liberálního myšlení.

V čele CEPu stojí správní rada, kterou tvoří profesor ekonomie Václav Klaus, profesor medicíny Vratislav Schreiber a senátor Richard Salzmann.

Centrum pro ekonomiku a politiku je subjektem nezávislým na politických stranách a nehodlá být od politických stran přímo či nepřímo podporováno.

Kontakt:

**Centrum pro ekonomiku a politiku**

Nám. Míru 9  
120 53 Praha 2

tel. a fax: (02) 21596451  
e-mail: cep@iol.cz  
<http://web.iol.cz/cep>

č. účtu: 19-2304260257/0100  
IČO: 68402091