

# VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE

Fakulta financí a účetnictví  
Katedra měnové teorie a politiky

Doktorská disertační práce

## **Finanční krize a jejich projevy v některých zemích s tranzitivní ekonomikou**

Vypracoval:  
Doktorský studijní program:  
Obor:  
Školitel:  
Datum:

Ing. Vladimír Kolman  
Finance a účetnictví  
Finance  
Doc.Ing. Jana Marková, CSc.  
květen 2006

## **Obsah disertační práce**

<b>Úvod</b>	str. 4
Zasazení problematiky do širších souvislostí	str. 4
Cíl práce	str. 8
Struktura práce	str. 8
Vymezení pojmů	str. 9
<b>1. Teoretická východiska</b>	str.12
1.1 Tři generace modelů měnových krizí	str.12
1.1.1 Modely první generace	str.12
1.1.2 Modely druhé generace	str.19
1.1.3 Modely třetí generace	str.23
1.2 Hlavní indikátory měnové krize a možnosti jejího předvídání	str.30
1.2.1 Přehled hlavních faktorů indikujících nebezpečí vzniku měnových krizí	str.30
1.2.2 Problematika předvídání měnových krizí	str.32
1.3 Problematika vzniku a šíření finanční nákazy	str.37
1.4 Krátkodobý kapitál a jeho působení při vzniku finančních krizí	str.41
1.5 Teritoriální riziko jako důsledek finančních krizí	str.46
1.5.1 Vymezení teritoriálního rizika	str.46
1.5.2 Obrana proti teritoriálnímu riziku	str.47
1.6 Závěry teoretické části práce	str.50
<b>2. Analýza nejdůležitějších měnových krizí, které proběhly ve druhé polovině 90. let minulého století a počátkem 21. století</b>	str.50
2.1 Měnová krize v roce 1997 v Thajsku	str.50
2.2 Měnová krize v roce 1997 v Jižní Koreji	str.54
2.3 Brazílská měnová krize v letech 1998/1999	str.58
2.4 Ruská měnová krize v roce 1998	str.61
2.5 Měnové krize v Argentině v letech 1995 a 2002	str.70
2.6 Měnové krize v Turecku	str.80
2.6 Měnová krize v České republice v roce 1997	str.88
2.7 Závěry analytické části práce	str.103
<b>3. Politika Mezinárodního měnového fondu při řešení měnových krizí</b>	str.104
3.1 Hlavní aspekty činnosti MMF při řešení měnových krizí v minulém století	str.104
3.2 Washingtonský konsensus	str.107
3.3 „Pražský rámec“ jako politika MMF pro řešení měnových krizí v 21. století	str.110
3.4 Závěry kapitoly o působení MMF v oblasti finančních krizí	str.116
<b>4. Závěry</b>	str.118

**Motto:**

**Neexistuje lstivější a účinnější prostředek k rozvrácení společnosti, než je podkopání základů peněžního oběhu.**

**John Maynard Keynes**

## Úvod

Finanční krize provázejí lidstvo celými moderními dějinami. Mají mnoho příčin a spouštěcích mechanismů. Jejich vznik je z historického hlediska nepochybně mimo jiné založen již v konceptu papírových peněz. I když účelem této práce není zabývat se historií těchto krizí, přesto je nutno v porovnání s minulostí konstatovat, že jejich výskyt v posledních dekádách výrazně akceleruje. Prohlubující se globalizace světové ekonomiky jejich nebezpečnost dále zvyšuje, zvláště pak prostřednictvím fenoménu „nákazy“. Výstižně to uvádí Joseph Stiglitz, který uvádí: „Dodnes existují obavy z finanční nákazy zachvacující svět, kdy zhroucení měny na jednom trhu přivodí i pád trhů ostatních“<sup>1</sup>. Jak již vyplývá z motta mé práce, finanční i bankovní krize mají závažné důsledky pro celou společnost, a to jak masivní nezaměstnaností postihující nižší vrstvy, tak také svým „vyvlastňovacím efektem“, který ničí drobné vkladatele, investory i podnikatele. Tím, že ožebračuje většinu vrstev obyvatelstva má i značné politické důsledky. Myslím, že lze bez nadsázky říci, že finanční krize a hyperinflace v Německu třicátých let minulého století byla jednou z významných příčin nástupu fašismu a tím i propuknutí Druhé světové války.

### Zasazení problematiky do širších souvislostí

Jak jsem uvedl již v úvodu, finanční krize jsou spojeny s existencí papírových peněz a proto se také poprvé objevily již v 17. století ve formě různých panik a mánií. Hnacím motorem krizí bývaly velmi často nejružnější spekulativní vlny. Příkladem pro to může být „tulipánová krize“, která otřásla Holandskem v letech 1636 až 1637, nebo spekulace s akciemi Misisippské společnosti ve Francii v roce 1720. Častou příčinou finančních krizí byly také války, což bylo zvláště charakteristické pro krize postihující tehdejší Anglii, v letech 1772, 1793 a 1797, z nichž poslední dvě souvisely s revolucí ve Francii a napoleonskými válkami.

Ani devatenácté století se neobešlo bez častých krizí, které měly většinou spekulativní charakter, zejména spekulace s půdou, komoditami, ale také již s akciemi. Nejvíce postihována byla především Francie, ale i jiné významné evropské země a USA. České země

byly v roce 1811 postiženy známým rakouským státním bankrotem souvisejícím s napoleonskými válkami. **Charakteristickým jevem pro krize 19. století byla nízká angažovanost věřitele poslední instance při řešení finančních krizí**, popřípadě i to, že v řadě zemí tato instituce vůbec neexistovala. Na druhé straně působil jako stabilizující faktor zlatý standard. V důsledku jeho působení také finanční krize postihovaly především země s nízkými zlatými rezervami.

Zcela nový charakter nabyly finanční krize ve dvacátém století. Do začátku 1. světové války sice ještě působil vliv zlatého standartu, který byl ale v průběhu války prakticky ve většině zemí opuštěn. Po válce se sice pokoušely některé země zlatý standard obnovit, ale tyto pokusy nebyly příliš úspěšné. Řada zemí zaváděla proto místo standartu zlaté mince standart zlaté devizy nebo standart zlatého slitku, což způsobilo, že měnová stabilita byla poměrně vratká.

**Obecně je pro dvacáté století charakteristické, že se četnost výskytu krizí zvýšila a jejich dopad byl také ničivější.** Kromě toho se začíná stále více projevovat i nový fenomén, kterým bylo „zmezinárodnění“ finančních krizí. „Zmezinárodní“ se projevovalo zejména v tom, že krize se z jedné země ve stále větší míře začaly přesouvat i do jiných států. Lze říci, že první takovou krizí, která se výrazně „přelévávala“ ze země do země, byla známá „Velká deprese“ z 30. let minulého století, jejímž spouštěcím mechanismem byl pověstný „Černý čtvrtek“ na burze v New Yorku ze dne 24. října 1929. Krize zasáhla postupně většinu ekonomik v celém světě. V této krizi se již angažovaly centrální banky, a to především jako dodavatel chybějící likvidity. Působení centrálních bank však nebylo příliš šťastné, což krizi nejenom že nezmírňovalo, ale v řadě případů naopak prohlubovalo. Jako příklad lze uvést činnost Federálního rezervního systému v USA nebo politiku tehdejší Československé národní banky, jejíž lpění na příliš pevném kurzu československé koruny krizi v Československu výrazně zhoršilo. Tato krize měla mimo jiné za následek i to, že většina zemí zcela opustila vazbu své měny na zlato.

**Úplně nová situace nastala po 2. světové válce v souvislosti se založením Mezinárodního měnového fondu.** V zásadě lze říci, že zavedením modifikovaného standartu zlaté dolarové devizy vycházející ze směnitelnosti amerického dolaru za zlato a ostatních měn za americký dolar na základě fixního kurzu bylo dosaženo na zhruba dvacet poválečných let poměrně velké měnové stability. Ke konci šedesátých let se ale začaly stále více projevovat slabiny tohoto uspořádání. Jako nejvýznamnější krize v tomto období lze uvést devalvací

---

<sup>1</sup> J. Stiglitz – Jiná cesta k trhu, str. 33, Prostor Praha 2003

britské libry v roce 1967 nebo devalvaci francouzského franku v roce 1969. Tyto krize ovšem byly pouze předehrou k největšímu otřesu celého dvacátého století, a to krizi amerického dolaru v letech 1971 až 1974. Tato krize znamenala rozpad celého Bretton-Woodského měnového systému založeného na fixních měnových kurzech.

Uvedený vývoj vytvořil předpoklady pro vznik nového typu krizí, které měly oproti krizím předchozím odlišné rysy. Jednak se zvyšuje frekvence krizí, způsobená zvýšenou mobilitou kapitálu, nastupující globalizací světových financí a v návaznosti na to i poklesem regulace pohybu kapitálu. Hrozba finančních krizí začala vzrůstat zejména v rozvojových zemích. Ty totiž ve stále větší míře využívaly širokou dostupnost úvěrových zdrojů k financování vlastních potřeb, ať již rozvojových nebo spotřebních. Jak uvádí Jana Marková, „Ekonomicky silnější země poskytovaly úvěry rozvojovým zemím značně velkoryse a málokterý věřitel se zajímal o to, k čemu tyto prostředky slouží a zda jsou investovány tak, aby byla zajištěna jejich návratnost. Ty byly většinou použity na nákup spotřebního zboží, velká část na zbrojení a výjimkou nebylo ani to, že tyto prostředky končily na osobních kontech vedoucích představitelů těchto zemí“<sup>2</sup>.

Důležitým faktorem krizí se v důsledku kursových pohybů stává denominace půjček v jiné než národní měně dlužnické země. Většina úvěrů je čerpána v amerických dolarech, nebo dalších významných světových měnách. Tyto úvěry byly v naprosté většině případů čerpány bez zajištění proti kursovým nebo úrokovým pohybům. Svou roli sehrávají i finanční inovace, pokles transakčních nákladů, špatný odhad vývoje na kapitálových trzích ohledně dostupnosti nových úvěrů, nedostatečně zvládnuté řízení rizika ze strany věřitelských bank a investorů, apod.

K důležité změně dochází v posledních deseti letech minulého století. Mezinárodní finanční krize, které proběhly do té doby měly svůj původ spíše v oblasti **velkých schodků běžného účtu platební bilance**. Běžný účet byl do počátku devadesátých let dvacátého století nejvýznamnější složkou platební bilance, zatímco mezinárodní kapitál nebyl ani tak veliký ani mobilní. To znamená, že jádro krize bylo ve větší spotřebě, než si mohla dlužnická země dovolit z hlediska svých exportních příjmů. Příkladem takové krize mohou být například finanční krize v Argentině.

**Nového druhu byla ale již finanční krize, které proběhla v letech 1992 až 1993 v Evropě** a která měla za následek devalvace měn některých zemí zapojených do kursového mechanismu Evropského měnového systému. Konkrétně se jednalo o Itálii, Španělsko,

---

<sup>2</sup> J. Marková – Mezinárodní měnové instituce, str. 88, Oeconomica Praha 2002

Portugalsko a Irsko. Ještě hůře dopadla Velká Británie, jejíž měna musela dokonce kursový mechanismus Evropského měnového systému úplně opustit. Do tohoto druhu krizí patří také měnové krize, které zasáhly v letech 1997 až 1999 Thajsko, Jižní Koreu a Indonésii. Tyto krize jsou ve srovnání s krizemi sedmdesátých a osmdesátých let již kvalitativně novým typem krizí a to **krizemi kapitálového účtu platební bilance**. Těmto krizím předcházely velký přítok soukromého kapitálu a jako roznětkou krize působily náhlé posuny v tržním sentimentu, jejichž důsledkem byl masivní odliv kapitálu z postižených zemí. Přitom ekonomické výsledky a parametry jak v oblasti hospodářského růstu, tak i stav veřejných financí nebyly v postižených zemích zase až tak špatné. Toto rozlišení uvádí např. kolektiv analytiků Mezinárodního měnového fondu pod vedením Monteka S. Ahluwalii. V jejich práci se přímo uvádí, že „...jsou často popisovány jako krize kapitálového účtu, aby se odlišily od více konvenčních krizí, které mají svůj původ v oblasti účtu běžného“<sup>3</sup>.

Z našich autorů se touto problematikou zabývá Mojmir Helisek, který pro tento typ krizí používá termín „Nové krize“<sup>4</sup>. V citované práci uvádí následující specifické rysy těchto Nových krizí.

- „objevují se krize, u kterých je zpochybňována přítomnost tzv. fundamentálních příčin, které ovlivňují rozhodování finančních investorů (devalvace je vyvolána sebe naplňujícími se očekáváními devalvace
- krize jsou zarážející svou hloubkou, tj. mírou znehodnocení měnového kurzu, dosahující i několika set procent během několika měsíců,
- dochází k šíření krizí nákazou
- měnové krize mají hluboké dopady do reálné ekonomiky
- krize zasáhly země, které výrazně liberalizovaly běžný i finanční účet platební bilance
- krize byly spojeny s problémy nelikvidity a insolvence finančního i podnikového soukromého sektoru
- přinesly velké náklady na restrukturalizaci finančního sektoru s dopady do veřejných financí“

---

<sup>3</sup> „The IMF and Recent Capital Account Crises“ – IMF 2003, str. 9

<sup>4</sup> M. Helisek – Měnové krize (empirie a teorie), str. 39, Professional publishing, Praha 2004

Poměrně novým významným jevem je změněná role Mezinárodního měnového fondu, který se začíná v tomto období stále více angažovat při řešení mezinárodních finančních krizích a začíná v řadě případů působit také jako mezinárodní věřitel poslední instance.

Finanční krize se nevyhnuly ani 21. století. První významné finanční krize nového tisíciletí postihly v roce 2000/2001 Turecko a v roce 2001/2002 Argentinu. Z toho vyplývá, že problém finančních krizí je stále aktuální a živý a tyto krize mohou i nadále ohrožovat mezinárodní měnovou a finanční stabilitu. Proto je potřebné se tímto závažným problémem i nadále zabývat.

## **Cíl práce**

Problematiku mezinárodních finančních krizí jsem si zvolil za téma své disertační práce jak pro jeho význam, tak také pro jeho aktuálnost. Základním cílem mé práce je analýza příčin vzniku finančních krizí a jejich projevy ve vybraných zemích se zvláštním důrazem na krize konce minulého století, včetně České republiky. Velká četnost a intenzita těchto krizí v devadesátých letech vyvolala diskuse o tom, zda je možné krize předpovídat a předcházet jim. I tyto otázky jsou předmětem předložené práce. Důležitou roli, ať již pozitivní nebo negativní, při řešení finančních krizí sehrál Mezinárodní měnový fond. Proto bude v práci věnována pozornost jak jeho úloze v předkrizovém období, tak i účasti fondu při řešení následků těchto krizí.

## **Struktura práce**

V souladu s vytýčeným cílem bude věnována v první části mé práce pozornost teoretickým základům problematiky finančních krizí. Závažnost finančních krizí velmi rychle upoutala pozornost ekonomických teoretiků, kteří se pokoušeli analyzovat a modelovat jejich mechanismus. Tak vznikly modely měnových krizí, jejichž charakteristika tvoří jádro teoretické části této disertační práce. Struktura modelů odrážela konkrétní podmínky vzniku měnových krizí, které se za různých historických okolností přirozeně měnily a proto v práci charakterizují tři generace modelů měnových krizí. Vážné ekonomické i politické důsledky, které finanční krize přinášely, vyvolávaly snahu o předvídání jejich vzniku a předcházení šíření krizí mezi jednotlivými státy. Další část teoretických základů mé práce je proto věnována obecným otázkám tzv. „finanční nákazy“ a role krátkodobého kapitálu při jejím



šíření. Poslední část teoretického základu je věnována teritoriálnímu riziku, které je konkrétním projevem finančních krizí z hlediska mezinárodního obchodu a investic.

Finanční krize postihly řadu zemí s různou ekonomickou úrovní a v různých částech světa. Druhá část disertační práce se proto skládá z analýzy nejvýznamnějších krizí, které postihly vybrané země v poslední dekádě minulého století a na počátku nového tisíciletí. Při výběru zemí, jejichž finanční krize jsem analyzoval, jsem se soustředil především na typické představitele jednotlivých druhů krizí. Do svého výběru jsem zařadil i finanční krizi, která postihla Českou republiku v roce 1997. I když by z analytického hlediska byly zajímavé i jiné případy, například finanční krize, které zasáhly v daném období např. Turecko, Bulharsko nebo Ukrajinu, omezený rozsah práce mi neumožnil do ní uvedené země zahrnout.

Důležitou roli při řešení finančních krizí sehrál i Mezinárodní měnový fond. Třetí část práce je proto zaměřena na činnost Mezinárodního měnového fondu, který se v oblasti finančních krizí angažuje prakticky od svého založení v roce 1944, i když jeho působení nebylo vždy kladně hodnoceno. V této práci charakterizují hlavní etapy vývoje politiky MMF při jeho pomoci zemím, které byly finančními krizemi zasaženy. Zaměřuji se také na úvěrovou činnost fondu a podmínky, za nichž byla úvěrová pomoc poskytována.

## Vymezení pojmů

Určitý problém při zkoumání krizí ve finanční oblasti představuje nejednotná terminologie. Někteří autoři hovoří o finančních krizích, jiní o krizích měnových. V návaznosti na to lze dále vysledovat krize bankovní nebo krize dlužnické. Jakkoliv není přesné vymezení pojmů životně nezbytné, lze říci, že souhrnným pojmem finanční krize lze označit jak krizi měnovou, tak bankovní nebo rozpočtovou. Finanční krize je tedy podle mého názoru spíše zastřešujícím a zobecňujícím pojmem, neboť se projevuje v jedné nebo i více uvedených podobách.

Tomu by odpovídalo mimo jiné také vymezení finančních krizí různými autory. Na rozdíl od dále uvedených definic měnových krizí, které je charakterizují ve velké většině případů jako záležitost prudkého znehodnocení měny, je ale vymezení finančních krizí mnohem širší. Tak například guvernér České národní banky Zdeněk Tůma charakterizuje finanční krizi následovně: „.....**finanční trhy jsou založeny na důvěře. Finanční krize představuje krizi této důvěry, která svým rozsahem podkope fungování celého systému** nebo alespoň jeho

části. Krize při tom může mít různé podoby a zasáhnout různé trhy<sup>5</sup>. Výstižnou definici uvádí Frederic S. Mishkin. „Finanční krize je porucha finančních trhů, v jejímž důsledku se problémy negativního výběru a morálního hazardu zhoršují natolik, že **finanční trhy nejsou schopny efektivně transferovat finanční prostředky těm, kteří mají nejproduktivnější investiční příležitosti.**“<sup>6</sup>

Petr Musílek uvádí jinou definici finanční krize, kterou chápe jako „**výrazné zhoršení velké většiny finančních indikátorů, projevující se nedostatečnou likviditou finančního systému, rozsáhlou insolventností finančních institucí,** nárůstem volatility výnosových měr finančních instrumentů, výrazným poklesem hodnoty finančních a nefinančních aktiv a podstatným snížením rozsahu alokace úspor ve finančním systému“<sup>7</sup>. Tento autor také v citované práci chápe finanční krizi jakožto abstraktní pojem, jehož jevovou stránkou jsou jednotlivé dílčí krize

- Úvěrové a bankovní
- Likvidity
- Měnové a devizové
- Investiční

Z tohoto vymezení bych chtěl vycházet i ve své práci s tím, že se budu zabývat především krizemi měnovými.

Jedním z významných fenoménů ekonomické teorie i praxe jsou měnové krize. Přesto nelze ani zde říci, že by existovala jednotná definice měnové krize a jasno není úplně ani v pojmové oblasti. Nicméně, mezi ekonomickými teoretiky specializujícími se na tuto oblast existuje shoda na některých základních charakteristikách.

Poměrně rozsáhlý přehled charakteristik měnové krize tak, jak je uvádí ekonomičtí teoretikové, kteří se této problematice věnovali od roku 1998 je uveden v práci Abdula Abiada<sup>8</sup>. V jeho práci je uvedeno 30 definic měnových krizí různých autorů, což je myslím velmi reprezentativní vzorek. Z tohoto přehledu vyplývá, že nelze hovořit o jednoduché definici vycházející z jediného ukazatele. **Přesto ale 24 z 30 autorů uvádí jako jednu z charakteristik měnové krize významnou změnu měnového kurzu (přirozeně ve smyslu**

---

<sup>5</sup> Acta Oeconomica Pragensia 1/2003, str. 9.

<sup>6</sup> Mishkin, Frederic – Financial Policies And The Prevention Of Financial Crises In Emerging Market Countries, Working Paper 8087, National Bureau Of Economic Research – str. 2

<sup>7</sup> Acta Oeconomica Pragensia 1/2003, str. 14

**depreciace**). Otázkou je ovšem rozsah depreciace kurzu, který již lze považovat za měnovou krizi. Zde se názory jednotlivých autorů liší. Lze říci, že nejmenší uváděnou změnou v uvedeném smyslu je depreciace 15 % (Ghosh and Ghosh), nicméně rozšířenější údaj je 20 až 25 % během jednoho čtvrtletí.

Druhou z nejčastěji uváděných charakteristik měnové krize je pokles devizových rezerv, které uvádí 14 z uváděných autorů. Menší výskyt mají ostatní charakteristiky, jako je změna úrokové sazby, růst inflace nebo propad burzovních agregátů.

Vymezením definice měnové krize se zabývají i někteří čeští autoři. Tak například Mojmir Helísek<sup>9</sup> uvádí že „obvykle se pod měnovou krizí má na mysli útok domácích i zahraničních investorů na určitou měnu ve smyslu převodu aktiv (útěku od aktiv) v postižené měně do aktiv v zahraničních měnách. **Výsledkem je silné znehodnocení kurzu postižené měny**“.

Obdobně charakterizují měnovou krizi i M.Mandel a V.Tomšík<sup>10</sup>, kteří uvádějí že **„Měnová krize je zpravidla chápána jako výrazná depreciace (či vynucená devalvace) měnového kurzu, která vede k národohospodářským ztrátám v podobě poklesu reálného ekonomického růstu a zvýšení inflace“**.

Z hlediska historického hodnocení je důležité stanovení počátku a konce měnové krize. Poměrně jednoznačné vymezení uvádí Deutsche Bundesbank<sup>11</sup>, která charakterizuje vznik krize jako „okamžik, kdy pohyb zvoleného indikátoru (zde kursu měny) překoná svou směrodatnou odchylku 1,5 násobně. Konec krize pak nastává, když ukazatel zůstává tři po sobě následující čtvrtletí pod svou prahovou hodnotou“.

---

<sup>8</sup> Abiad, Abdul – Early Warning Systems: A Survey and a Regime-Switching Approach, IMF 2003, WP/03/32, str. 10 - 12

<sup>9</sup> Helísek, Mojmir – Měnové krize (empirie a teorie), Professional publishing, Praha 2004, str. 11

<sup>10</sup> Mandel, Martin – Tomšík, Vladimír, Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice, Management press, Praha 2003, str. 195

<sup>11</sup> Deutsche Bundesbank – Monatsbericht April 1999, str. 19

## 1. Teoretická východiska

### 1.1 Tři generace modelů měnových krizí

Propuknutí měnových krizí je vázáno na vznik určitých okolností, které byly a jsou rozmanité a v průběhu posledních desetiletí několikrát změnilo charakter. Tyto okolnosti byly vzhledem k závažnosti důsledků krizí vždy předmětem intenzivního zkoumání. Výsledky tohoto výzkumu byly postupně zobecnovány v modelech, které se přirozeně vyvíjely s postupujícím poznáním mechanismu měnových krizí. Jakkoliv jsou tyto modely (jako ostatně všechny modely) založeny na zjednodušování skutečnosti pouze na hlavní faktory a nelze je proto příliš použít při prognózování vzniku finančních krizí, přesto podávají základní přehled o mechanismech jejich jednotlivých typů. I když zkoumání těchto modelů není cílem této práce, považuji za potřebné uvést alespoň základní charakteristiky.

#### 1.1.1 Modely první generace

Modely první generace vznikly v důsledku potřeby popsat mechanismy krizí, které nastaly po rozpadu Breton-Woodského systému na počátku sedmdesátých let minulého století, například Mexickou a Argentinskou krizí ze 70. a 80. let. První model tohoto typu vytvořil americký ekonom Paul Krugman v roce 1979. Tento model byl dále rozpracováván, například ekonomy Floodem a Garberem v roce 1984.

Modely první generace uvádějí jako hlavní příčinu krize chybnou fiskální politiku vlády, často spojenou s neadekvátní měnovou politikou centrální banky. Ta se snaží udržovat pomocí devizových intervencí na úkor devizových rezerv fixní měnový kurs, který ale není konzistentní s hlavními finančními ukazateli země. Proto jsou tyto modely označovány jako **modely s fundamentálními příčinami** (viz např. Mojmir Helisek<sup>12</sup>). Jako nejvýznamnější fundamentální příčina je uváděn zejména deficit státního rozpočtu, (viz např. Paul R. Krugman<sup>13</sup>), doprovázený obvykle expanzivní měnovou politikou centrální banky umožňující růst domácího úvěru, který nahrazuje měnovou zásobu odčerpanou devizovými intervencemi na úkor zmenšujících se devizových rezerv.

V důsledku expanzivní měnové politiky, jejímž cílem jsou jiné priority, než dlouhodobá stabilita (obvykle urychlení hospodářského růstu a snaha snížit nezaměstnanost v politicky

---

<sup>12</sup> M. Helisek – Měnové krize (empirie a teorie), Professional publishing, Praha 2004, str. 91

<sup>13</sup> Krugman, R. Paul. - Balance Sheets, The Transfer Problems and Financial Crises– Boston Cluever Academic Press 1999 str. 1

citlivém období) i vlivem relativně nepružného reálného domácího produktu, se zvyšuje domácí cenová hladina. Ta se stále více odchyluje od cenových hladin hlavních obchodních partnerů. Rostoucí domácí peněžní nabídka se také stále více přeměňuje na dovozy zahraničního zboží, nebo na nákup zahraničních aktiv, což vede ke stále větším deficitům obchodní a tím i celkové platební bilance.

V důsledku toho, že měnový kurs postižené země je fixní, nemůže centrální banka na vzniklou nerovnováhu parity kupních sil, a na schodky běžného účtu platební bilance reagovat devalvací měny. Pokud tato situace pokračuje déle, rozdíl mezi oficiálním fixním kurzem a reálným, nebo spíše realistickým kurzem se stále více zvětšuje. Nerealisticky postavený měnový kurs musí ale centrální banka ve stále větší míře bránit devizovými intervencemi, což se projevuje v poklesu devizových rezerv, nebo v horším případě i čerpáním úvěrů v zahraničních měnách ke krytí schodků v platební bilanci. Tato situace upoutá dříve nebo později pozornost jak investorů do dané země, tak i domácích a zahraničních spekulantů. Ti vycítí, že situace se za určitý čas stane neudržitelnou a autority příslušné země budou donuceny přistoupit ke změně kursové politiky, tedy k devalvaci své měny.

Při popisu základní verze modelu první generace (v literatuře se mu někdy říká kanonický) jsem využil variant zpracovaných autory Robert P. Flood – Nancy P. Marion<sup>14</sup> a dále autory Fourcans – Franck<sup>15</sup>. Popis modelu je následující:

- a) Model vychází z předpokladu malé otevřené ekonomiky s fixním kurzem vztaženým k měně velkého zahraničního obchodního partnera. Za fixování kurzu měny je zodpovědná národní měnová instituce.
- b) Rovnováha na domácím peněžním trhu vyplývá z rovnice (dále uvedené výrazy jsou v logaritmickém tvaru až na výraz  $-\alpha(i)$ ,  $\alpha > 0$ )

$$(1) \quad m - p = -\alpha(i), \alpha > 0$$

$m$  = domácí peněžní zásoba

$p$  = domácí cenová úroveň

$i$  = úroveň domácí úrokové sazby

$-\alpha i$  = představuje reálnou poptávku po penězích jako zápornou funkci domácí úrokové sazby

---

<sup>14</sup> R.P.Flood – Nancy P. Marion, Working paper IMF č. 98/130, vydané v roce 1998

<sup>15</sup> Fourcans, Andre – Franck, Raphael, Currency Crises, vydáno Edward Edgar Publishing Ltd, Northampton MA, 2003

c) Domácí peněžní zásoba odpovídá dvěma druhům aktiv měnového přehledu

$$(2) \quad m = \ln(d + r)$$

$d$  = domácí úvěry       $r$  = mezinárodní rezervy

d) Domácí cenová hladina, jakož i úroveň domácích úrokových sazeb je formována mezinárodní arbitráží. Cenová úroveň vychází z parity kupních sil.

$$(3) \quad p = s + p^*$$

domácí cenová hladina =  $p$

zahraniční cenová hladina =  $p^*$

kurs měny =  $s$

e) Úroková sazba se řídí nekrytou úrokovou paritou

$$(4) \quad i = \dot{s} + i^*$$

$i^*$  je zahraniční úroková sazba

$i$  je domácí úroková sazba

$\dot{s}$  je očekávaná změna měnového kursu

Během období s fixovaným kursem domácí měny se domácí cenová hladina pohybuje svázaně s cenovou hladinou v zemi s referenční měnou. Změna úrokové sazby na domácí měnu se pak rovná změně úrokové sazby na příslušnou referenční zahraniční měnu a množství devizových rezerv se přizpůsobuje nabídce peněz. V režimu pružného devizového kurzu je naopak množství devizových rezerv relativně stabilní, měnový kurs se volně pohybuje a vyrovnává likviditu peněžního trhu.

V základním modelu se tedy vychází z toho, že kurz je fixovaný na úrovni  $s = \underline{s}$ , což znamená, že  $\dot{s} = 0$  a  $i = i^*$ . Dále předpokládáme, že financování

deficitu veřejných financí vyžaduje růst domácího úvěru konstantním tempem  $\mu$ , a že  $i^*$  a  $p^*$  jsou konstantní. Pokud rovnice (2), (3) a (4) substituujeme do rovnice (1) za podmínky, že  $\dot{s} = 0$ , pak dostáváme vztah (5), jehož úpravou a derivací se dostáváme k následujícím vztahům.

$$(5) \quad \ln(r + d) - p^* - \underline{s} = -\alpha (i^*)$$

$$(6) \ln(r + d) = p^* + \underline{s} - \alpha(i^*)$$

(7)  $r + d = e^{(p^* + \underline{s} - \alpha(i^*))}$  Pozn. Vzhledem k tomu, že  $e$  je Eulerovo číslo a všechny výrazy v exponentu jsou konstanty, je první derivace pravé části rovnice rovna nule. Za těchto okolností potom dostáváme derivací levé strany a konečnou úpravou následující vztah č. 8.

$$(8) \frac{dr}{dt} = - \frac{dd}{dt}$$

Pokud tedy devizový kurs, zahraniční ceny a zahraniční úrokové sazby jsou fixní, domácí úvěr  $d$  roste tempem  $\mu$  (a první derivace  $d$  podle času se tedy rovná  $\mu$ ), pak devizové rezervy  $r$  se snižují stejným tempem a platí, že

$$(9) \dot{r} = - \mu$$

( $\dot{r}$  představuje změnu devizových rezerv, neboli jejich derivaci).

Tato země tedy zcela zřejmě spotřebuje dříve nebo později všechny své devizové rezervy ( $r=0$ ) a fixní kurs se zhroutí. Pokud domácí úvěr dále roste tempem  $\mu$ , lze předpokládat, že uvolněný kurs bude klesat stejným tempem, neboli

$$(10) \dot{s} = \mu$$

Pokud vložíme tento vztah do rovnice nekryté úrokové parity, pak

$$(11) i = \mu + i^*$$

K analýze tohoto zlomu je třeba ještě zmínit činnost vlády při ztrátě jejích devizových rezerv. Propuknutí krize, její načasování a rozsah pak vycházejí z různých scénářů chování vlády v krizi. V průběhu krize má většina vlád dvě možnosti řešení.

- a) Přejde k režimu pohyblivého devizového kurzu (případ Mexika v roce 1994)
- b) Přejde od jedné úrovně fixního kurzu k jiné fixní úrovni, která lépe odpovídá současným podmínkám (případ zemí EMS v letech 1992-1993).

Důležitým fenoménem ovlivňujícím průběh krize jsou dále spekulanti. Součástí tohoto modelu krize (a ostatně i reálného života) je to, že spekulanti v určitém okamžiku vykoupí zbývající devizové rezervy určené k udržování fixního kurzu. Vládě potom nezbude nic jiného, než dovolit kurzu volně plavat. Je jasné, že fixní devizový kurs se musí zhroutit. Otázka je kdy.

Za účelem zjištění načasování útoku se zavádí pojem **stínového kurzu**  $\hat{s}$ . Ten je definován jako plovoucí kurs, který by nahradil fixní kurs v okamžiku, kdy devizové prostředky, které byly v devizových rezervách centrální banky přejdou do rukou spekulantů. V aktivech měnového přehledu jsou pak převážně jen **domácí úvěry** a měnové autority upustí od dalších devizových intervencí na obranu fixního kurzu měny.

Paul Krugman definuje tento stínový kurs jako „**měnový kurs, který by nastoupil v čase t, pokud by centrální banka neměla žádné měnové rezervy, ponechala by plovoucí kurs, avšak pokračovala by v růstu domácího úvěru**“<sup>15a</sup>. Stínový kurs je klíčový pro určení zisku spekulantů, neboť je to cena, za kterou spekulanti mohou prodat devizové rezervy, které nakoupili od měnové autority napadené země.

Stínový kurs  $\hat{s}$  je jinak řečeno kurs, který vyrovnává peněžní trh po realizovaném útoku, při kterém jsou devizové rezervy vyčerpány. Stínový kurs je dán v citované práci rovnicí

$$(12) \quad \hat{s} = \alpha\mu + d$$

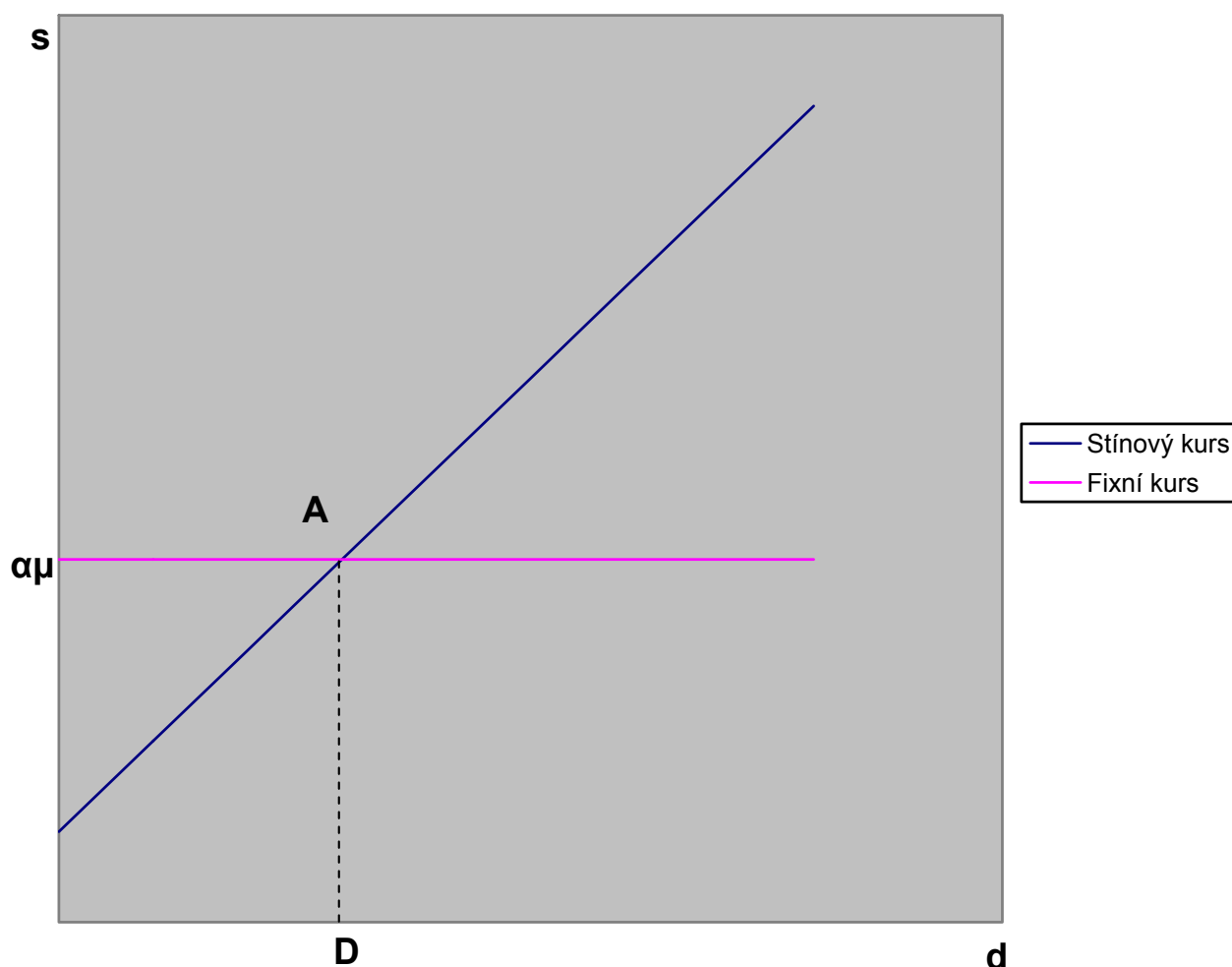
$\hat{s}$  = stínový kurs  
 $\mu$  = tempo růstu domácího úvěru  
 $d$  = rozsah domácího úvěru ve vztahu k měnové zásobě  
 $\alpha$  = funkce poptávky po penězích

Rovnici (12) je možno odvodit transformací rovnice (5) a rovnice (11) za předpokladu neměnné zahraniční cenové hladiny a vyčerpaných devizových rezerv. Rovnici (12) lze spolu s fixním kursem před útokem spekulantů vynést do grafické podoby uvedené v grafu č.1. Křivka stínového kurzu se na tomto grafu protíná s horizontální křivkou fixního kurzu v bodě A, který odpovídá rozsahu domácího úvěru na úrovni D.

<sup>15a</sup> Krugman, P.R. – Balance Sheets, The Transfer Problems and Financial Crises – Boston Cluever Academic Press 1999



Graf č. 1- průběh křivky stínového kursu



V úseku před bodem **D** (kdy stínový kurs je pod úrovní kursu fixního a podíl domácího úvěru na měnové zásobě je menší, neboť zbývající část tvoří devizové rezervy) spekulanti utrpí nákupem deviz za vyšší fixní kurs než je realistický stínový kurs ztrátu. V takovém případě k útoku nedojde. Naproti tomu, pokud spekulanti počkají až na okamžik kdy **d** vzroste nad úroveň **D**, potom je i stínový kurs větší, než kurs fixní a spekulanti docílí na zisk na každou jednotku devizových rezerv, kterou koupili od měnové autority napadené země.

Spekulanti jsou schopni předvídat vhodný okamžik a budou tedy mezi sebou soutěžit o co největší zisk ze spekulace. To znamená, že se budou snažit zahájit útok dříve, než ostatní. Tato soutěž bude mezi nimi pokračovat až do doby, kdy rozsah domácího úvěru je dotlačen až do úrovně bodu **D**. Předvídaný útok by měl být zahájen v tomto okamžiku, tedy v okamžiku,

kdy  $\underline{s} = \hat{s}$ . Konkurence spekulantů mezi sebou by měla vyloučit, že se kurs bude měnit skokem.

Předpokládejme dále, že rozsah spekulativního útoku je  $-\Delta r$  (odpovídá poklesu devizových rezerv). Z rovnice (6) vyplývá, že kurs po útoku se bude zvyšovat (bude devalvovat) tempem  $\mu$ . Požadavek úrokové parity dále vyžaduje, aby také úroková míra na domácí měnu se zvýšila o  $\mu$ . Tento bod je klíčovým pro první generaci modelů měnových krizí v čase předvídaného spekulativního útoku. Úroková sazba na domácí měnu se musí zvýšit, aby odrazela její předpokládané znehodnocení. Na samotný peněžní trh působí v době útoku dva vlivy.

- 1) Peněžní zásoba klesne o rozsah útoku (sníží se o devizové rezervy nakoupené spekulanty)
- 2) Poptávka po domácí měně klesá, poněvadž úrokové sazby na ni se zvyšují, aby odrazely její předpokládané znehodnocení.

Bilance peněžního trhu vyžaduje v případě útoku pokles peněžní nabídky (peněžní zásoby) tak, aby přesně odrazela pokles v poptávce po penězích. Platí tedy, že

$$\Delta r = -\alpha\mu$$

**Domácí úvěr** se vyvíjí podle vztahu  $dt = do + \mu t$   $t = \text{čas}$

**Devizové rezervy** se pak vyvíjejí opačně dle vztahu  $rt = ro - \mu t$

V časovém okamžiku útoku  $T$  pak devizové rezervy padají k nule. Podmínku pro útok pak lze matematicky formulovat následovně.

$$- \Delta r = ro - \mu T = \alpha\mu$$

Přeformulováním uvedeného vztahu můžeme vyjádřit čas vhodný pro útok spekulantů.

$$(7) \quad T = \frac{ro - \alpha\mu}{\mu}$$

Z rovnice (7) vyplývá, že čím vyšší jsou původní devizové rezervy v době před útokem a čím pomalejší je míra růstu úvěru (například v důsledku zadlužování státu), tím déle trvá, než režim fixního kurzu zkolabuje.

Modely měnových krizí mají řadu modifikací, například se bere v úvahu, že úbytek devizových rezerv je centrální bankou sterilizován. Tyto modifikace však již přesahují zaměření této práce a proto se jimi nebudu dále zabývat.

### **1.1.2 Modely druhé generace**

Potřeba vypracování modelů druhé generace se objevila v polovině devadesátých let minulého století po krizi Evropského měnového systému, jakož i po krizi, která vypukla ve stejném období v Mexiku. Modely druhé generace by měly mimo jiné také analyzovat i útoky spekulantů, které s uvedenými krizemi souvisely. Jejich útoky se liší od spekulativních útoků popisovaných

modely první generace ve dvou důležitých bodech.

- a) V zemích, které zažily v devadesátých letech spekulativní útoky měly měnové autority svázané ruce jak stavem domácí konjunktury a bankovního systému, tak i přísnými úvěrovými omezeními uplatněnými v partnerských zemích. To jim zabránilo v použití tradičních metod k podpoře svého v zásadě pevného měnového kurzu.
- b) Výše uvedené spekulativní útoky, zejména ty, které postihly členské země Evropského měnového systému, zjevně neměly na rozdíl od situace popisované modely první generace bezprostřední vztah k takovým ekonomickým fundamentům, jako je stav veřejných financí nebo objem devizových rezerv.

Modely druhé generace tedy vycházejí z předpokladu, že v ekonomice postižené země neexistuje před propuknutím krize zásadní fundamentální nesoulad. Tak například rozhodnutí opustit vázaný měnový kurs při krizi Evropského měnového systému nebylo způsobeno vyčerpáním devizových rezerv, ale neochotou vlád bojovat s dlouhotrvajícími spekulativními útoky vysokými úrokovými sazbami.

Modely popisují vzájemné působení mezi jednáním soukromého sektoru na straně jedné a reakcí vlády a centrální banky na straně druhé, což může vést z hlediska důsledků k řadě nejrůznějších variant. Ekonomika se tedy může pohybovat od jednoho rovnovážného stavu k jinému a co je důležité, přechod z rovnovážného stavu při kterém nehrozí nebezpečí

spekulativního útoku, do stavu hrozícího útokem, může být jednoduše iniciován pouhým nepředvídatelným posunem v tržních očekáváních.

Příčinou problémů také může často být rozpor mezi jednotlivými cíli měnových autorit. Úřady tak mohou například podporovat cenovou stabilitu nebo signalizovat trhům záměr realizovat v budoucnu zdrženlivou měnovou politiku. Tyto své cíle mohou podpořit zavedením režimu fixního měnového kurzu. Na druhé straně si mohou úřady dát současně za cíl dosáhnout snížení nezaměstnanosti nebo dodat likviditu bankovnímu systému.

Pokud výhody fixního kurzu přesahují celospolečenské náklady s tím spojené, bude tento kursový mechanismus zachován. Nicméně, posun v tržních očekáváních ohledně schopnosti měnových autorit udržet systém fixního kursu může bilanci výhod versus nákladů rychle změnit. **Soukromé subjekty tak mohou dospět k závěru, že pravděpodobnost devalvace se zvýšila.** To se následně promítne do růstu úrokových sazeb a zvýšených mzdových požadavků odborů, což ale více zatíží dluhovou službu státu, zhorší „zdravotní stav“ bankovního soustavy a sníží vyhlídky na pokles nezaměstnanosti. Tyto okolnosti mohou vládu a centrální banku přivést k závěru, že udržování fixního kurzu je příliš nákladné. Toto vládní rozhodnutí dodatečně opravňuje předchozí devalvační očekávání soukromých subjektů, což vyústí do „**sebe naplňující se měnové krize**“.

Modely krizí druhé generace kladou velký důraz na chování státních autorit a na to, že vláda má více možností řešení, které mohou ovlivnit to, jestli krize nastane a jak bude silná. Centrální banka a vláda mohou například realizovat kursovou politiku tak, aby minimalizovaly odchylky od svého cílového stavu jak v oblasti cen, tak i zaměstnanosti. Přitom ale mohou i čelit „šoku výstupu“. Pokud bude tento šok malý, autority dají zřejmě přednost pokračování ve stávající kursové politice, i když se míra zaměstnanosti poněkud odchýlí od požadované úrovně. Centrální banka a vláda mohou mít přirozeně štěstí a mohou být konfrontovány pouze s malými šoky. Nicméně, kdykoliv může přijít šok velkého rozsahu. **V návaznosti na to pro měnové autority proto může být výhodné realizovat po většinu času politiku fixního kursu a tuto politiku opustit pouze v případě velkého šoku.** Měnové autority musí přirozeně nést náklady takového využití „únikové doložky“ (zejména politické, ale i ekonomické), jinak by byla v pokušení používat devalvací k řešení problémů příliš často.

V této souvislosti bych chtěl uvést model tzv. **ztrátové funkce vlády**, vyvinutý L.S.Copelandem.<sup>16</sup>

---

<sup>16</sup> Copeland, L.S. – Exchange Rates and International Finance, str. 447 - 452

$$L = [\psi (s^* - s) + \eta \Delta s^e]^2 + I(\Delta s)$$

**L = ztrátová funkce vlády**

**s\* = žádoucí měnový kurs, který by existoval pokud by nebyl zaveden fixní kurs**

**s = aktuální kurs**

**s<sup>e</sup> = očekávaný kurs**

**I(Δs) = ztráta důvěryhodnosti vyvolaná uvolněním kurzu**

**Je-li Δs = 0, pak I(Δs) = 0**

**Je-li Δs > 0, pak I(Δs) = Q**

**Ψ, η = parametry (>0) zohledňující vliv jednotlivých faktorů**

Výraz (s\* - s) vyjadřuje rozsah nadhodnocení současného kurzu oproti žádoucímu kurzu, a výraz ψ(s\* - s) tedy představuje ztrátu s tímto nadhodnocením spojenou. Výraz ηΔs<sup>e</sup> vyjadřuje náklady spojené s obranou kurzu vzniklé v důsledku depreciačních očekávání. V zásadě to jsou náklady způsobené růstem úrokových sazeb. Kvadratická funkce vyjadřuje, že náklady na obranu rostou více než proporcionálně ke stupni nadhodnocení a očekávané depreciaci kurzu.

V případě, že se vláda odhodlá k devalvaci, pak s\* se bude rovnat s, „matematicky“ zmizí celý výraz v hranaté závorce a ztráty vlády se omezí pouze na ztrátu důvěryhodnosti Q.

**Pokud se měnové autority rozhodnou fixní kurs bránit, mohou nastat dvě varianty.**

- a) Pokud lze předpokládat, že obrana bude úspěšná, pak ztráta měnových autorit při obraně kurzu bude

$$L_1 = [\psi(s^* - \acute{s})]^2 \quad \acute{s} = \text{fixní kurs}$$

Vláda a centrální banka se rozhodnou bránit fixní kurs v případě, že ztráta spojená s nadhodnocením kurzu bude menší, než ztráta kredibility spojená s uvolněním kurzu, matematicky vyjádřeno tehdy, když

$$L_1 < Q.$$

- b) Pokud soukromý sektor bude spekulovat na to, že vláda boj o udržení pevného kurzu prohraje a kurz bude nakonec devalvován na úroveň  $s^*$ , budou náklady spojené s obranou vyšší. Ztrátová funkce pro případ neúspěšné obrany pak má tento tvar:

$$L_2 = [ \psi (s^* - \acute{s}) + \eta (s^* - \acute{s}) ]^2$$

Ve ztrátové funkci v tomto případě nyní  $(s^* - \acute{s})$  znamená nejenom ztrátu spojenou s nadhodnocením měny, ale také ztrátu z očekávané depreciace měny.

Očekávání trhů se projeví jako chybná, pokud žádoucí kurs  $s^*$  bude splňovat podmínku

$$L_2 > Q$$

Očekávání trhů se potvrdí jako správná pokud

$$L_1 < Q < L_2$$

Vzhledem k tomu, jak **soukromé subjekty formují svá očekávání o budoucí hodnotě měnového kurzu**, může existovat více úrovní pro prahovou hodnotu poruch nebo šoků, **které spouští vládní „únikovou doložku“**. Předpokládejme, že ekonomika se nachází v rovnováze a pouze poruchy největšího rozsahu přesáhnou prahovou hodnotu, která způsobí krize. Pokud se očekávání soukromých subjektů stanou náhle více pesimistickými, ekonomika se může posunout na jinou úroveň rovnováhy, **při které mohou způsobit krizi šoky i o mnohem menší intenzitě. Posun v očekáváním pak přirozeně závisí i na stavu ekonomiky a jejich očekávaných změnách.**

Záleží také na kapitálové síle a také počtu spekulantů. V případě, že proti fixnímu kurzu zaujme masivní pozici jeden nebo několik velkých obchodníků, jako to bylo v roce 1992 kdy George Soros zaútočil proti anglické libře, ekonomika bude mít mnohem méně šancí udržet fixní kurs, než v případě mnoha malých a vzájemně nekoordinovaných spekulantů. Ale i v případě malých spekulantů mohou působit mechanismy, které automaticky jejich akce koordinují. Je tomu tak například v situacích různých informačních asymetrií, kdy individuální investor sice sám věří v udržitelnost fixního kurzu, ale obává se toho, jak trh (ostatní investoři) zareagují na novou informaci o stavu ekonomiky. Z obavy ze ztrát pak zaujme takovou pozici, která ho před ztrátou chrání. Pokud se takto zachová dostatečně velký

počet obchodníků, rozvine se „stádová reakce“, která vyvolá krizi. Opět se zde projevuje koncept „**samo naplňující se krize**“.

V modelech druhé generace je velmi důležitý **vládní závazek k podpoře fixního měnovému kurzu**. Pojem „**závazek k podpoře**“ zahrnuje zejména to, čeho všeho je vláda odhodlána se vzdát, aby udržela politiku fixního měnového kurzu. V extrémním pojetí závazku k podpoře kurzu musí být vláda připravena obětovat na obranu kurzu nejenom své devizové rezervy, ale musí být připravena i k dalším, bolestivějším obětem, jako jsou vzrůst nezaměstnanosti nebo zhoršení solventnosti bankovního systému. Ochota vlády k obětem je tedy

samozřejmě přímo úměrná zejména ke stavu ekonomiky. Je mnohem obtížnější přinést oběti v zájmu udržení pevného kurzu v situaci, když nezaměstnanost je už i tak dost vysoká a solventnost bankovního systému je vratká i bez kursových turbulencí, než to dělat za normálních okolností. Cílem spekulantů pak je odhadnout, kam až je vláda ochotna při obraně pevného měnového kurzu jít.

Závěr, který plyne z modelů druhé generace tedy je, že **krize může být nepředvídatelným důsledkem změn v tržních očekáváních, nicméně posunu v očekáváních, které vyvolají krizi obvykle předchází zhoršení některých ekonomických ukazatelů. Útok spekulantů se tedy může, ale také nemusí uskutečnit**. Zde spočívá zásadní odlišnost od modelů první generace, ve které je útok nevyhnutelným důsledkem zhoršujících se základních ekonomických fundamentů. Dalším závěrem pro modely druhé generace je to, že „**čím menší je rozdíl mezi žádoucím a fixním kurzem, tím snazší bude obrana kurzu fixního**“.

### 1.1.3. Modely třetí generace

Asijská krize v letech 1997-1998 přinesla některé nové problémy, které modely druhé generace nemohly zcela uspokojivě vysvětlit. Jednalo se především o vliv nových faktorů, které se objevily ve hře. Těmito faktory se staly slabost bilancí podnikových a finančních institucí, ale také hospodářské poměry, v jejichž rámci se podnikový i finanční sektor v asijských zemích rozvíjel. Pro tyto poměry je charakteristická jak nepřiměřeně nízká úroveň regulace finančních institucí v dlužnických zemích, nezdravé politicko-hospodářské vztahy v postižených zemích, tak i to, že mezinárodní věřitelské zahraniční banky a globální finanční investoři zjevně zanedbávali ve své řídicí struktuře procesy efektivního řízení rizik. Nadměrné přebírání rizik finančními institucemi jak v úvěrové tak i investiční oblasti a

současně i ochota dlužníků k dalšímu zadlužování se pak ve svém důsledku odrážely v deficitech finančního účtu platební bilance a vysoce zranitelné finanční pozici bankovního i podnikového sektoru v dlužnických zemích.

Modely třetí generace nepředstavují jednolitý blok, ale dělí se na několik skupin podle toho, který faktor způsobující krizi považují jejich autoři za dominantní. Mojmír Helísek rozděluje z tohoto hlediska modely třetí generace do následujících skupin<sup>17</sup>.

- a) krize způsobené morálním hazardem a přeinvestováním
- b) krize způsobené nedostatkem likvidity při panice domácích i zahraničních věřitelů - jinak řečeno rozdílná časová struktura aktiv a pasiv, kdy např. krátkodobé úvěrové zdroje v pasivech jsou na straně aktiv umístěny ve střednědobých a dlouhodobých úvěrech nebo dluhopisech
- c) krize způsobené tím, že zahraniční dluh firem a komerčních bank vyjádřený v domácí měně roste v důsledku otevřené devizové pozice při devalvaci domácí měny vůči měně, ve které je dluh denominován (tzv. modely s podnikovými rozvahami);

#### **ad a)**

O této první skupině modelů třetí generace lze souhrnně říci, že pracuje s pojmem „**morální hazard**“. Vychází se zde z toho, že za fasádou poměrně dobrých makro ekonomických ukazatelů (např. nízkých schodků veřejných financí nebo relativně malou úrovní veřejného zadlužení, doprovázeného rychlým tempem růstu HDP, nízkým stavem nezaměstnanosti, apod.) se skrývá rozsáhlá neefektivnost. Charakteristické jsou pro ni zejména úzké vazby mezi soukromým a státním sektorem včetně zavedené tradice dlouhodobých garancí státních a veřejně - právních firem a institucí soukromému sektoru. Dalším symptomem je velmi časté personální a vlastnické propojení mezi bankami a podnikovou sférou, významné pozice předních politických a státních činitelů a zvláště jejich příbuzných a přátel v řídicích orgánech soukromých firem a bank, atd.

To vše mělo za následek nadměrné spoléhání se na dluhové a zahraniční financování ze strany dlužníků, kteří předpokládali, že v případě potíží obdrží pomoc ze státního rozpočtu. Kromě nepotismu zde hrály roli i politické faktory, neboť vlády se obávaly nepodpořit

---

<sup>17</sup>Helísek, Mojmír – Měnové krize (empirie a teorie), Professional Publishing Praha 2004, str. 99



významné domácí podniky a banky, které se dostaly do finančních potíží. Vlády se obávaly politických důsledků toho, pokud by větší počet zaměstnanců ztratil práci nebo významný počet vkladatelů přišel o své vklady v bankách. Tento poslední faktor je často označován anglickým termínem jako politika „**too big to fail**“ (česky – **příliš velký na bankrot**). Podnikatelé a bankéři pohybující se v takovémto prostředí morálního hazardu si tak mohli být jistí, že za své rizikové chování neponesou osobní zodpovědnost.

Reakce ze strany věřitelů (a to zejména mezinárodních) byla obdobná, neboť se spoléhali na to, že v případě obtíží zasáhne stát dlužnické země, který nakonec dluh uhradí a proto se příliš nezabývali efektivností jimi financovaných projektů. Spoléhání se na zásah státních autorit se mimochodem ve významné části případů zahraničním věřitelům nakonec i vyplatilo a jejich ztrátové úvěry byly v řadě případů splaceny ze státních prostředků.

Nicméně, růst založený na takovémto financování není dlouhodobě udržitelný, neboť tento způsob státních garancí, ať již je formulovaný právně v listinných podobách „de iure“ nebo vyjádřený politickými závazky „de facto“ **představuje skrytý deficit státního rozpočtu.**

Vlastní průběh krizového scénáře tohoto typu uvádí výstižně Petr Musílek<sup>18</sup> v následujícím schématu.

**„Kamarádský kapitalismus“ + neúčinná regulace → „Kamarádské úvěrové principy →  
↓ Hodnota bankovních úvěrů → Finanční krize**

V případě, že se podnikový sektor nebo jeho část dostane do potíží, vláda ho začne podle dohody finančně sanovat. V případě, že začne ekonomika sklouzávat do recese, potřebuje vládní pomoc stále větší počet podniků a v návaznosti na to i bank. Tím se ovšem do té doby skrytý deficit veřejných rozpočtů přeměňuje na deficit normální. Poněvadž se výše schodku rychle blíží k neúnosné hranici, stát se dále odmítá v pomoci soukromému sektoru angažovat. To je ovšem jasný signál pro zahraniční věřitele a investory, kteří začnou svůj kapitál z postižené země urychleně stahovat. Další vývoj je již obdobný, jako v předchozích modelech.

Devizové rezervy postižené země se v důsledku obrany fixního kurzu rychle vyčerpávají, což jen dále podnítl útěk dalších investorů. Vzhledem k tomu, že většina zemí není s to ubránit dlouhodobě svůj fixní kurs, následuje nevyhnutelně devalvace.

---

<sup>18</sup> P. Musílek – Podstata a příčiny finančních krizí, str. 13, Acta Oeconomica Pragensia 1/2003

## **ad b)**

Druhý přístup, který je některými autory také nazýván jako „**model runu na banku**“, vychází z toho, že v postižené ekonomice volí investoři mezi alternativou krátkodobé investice, která má malou rentabilitu a výnosným investováním v dlouhodobém časovém horizontu. Investice s dlouhým časovým horizontem se ale může ukázat jako neefektivní, pokud bude investor nucen svou pozici předčasně uzavřít. Banky a institucionální investoři řeší tento problém sběrem volných finančních prostředků od subjektů s finančními přebytky. To jim umožňuje i krátkodobé zdroje umisťovat ve formě dlouhodobých úvěrů a finančních investic, neboť je jen velmi málo pravděpodobné, že jejich vkladatelé budou požadovat svá depozita zpět v jednom časovém okamžiku. Proto si mohou dovolit držet jen malou část takto shromážděných zdrojů ve formě krátkodobých investičních instrumentů.

Přesto mohou nastat situace, kdy zejména v důsledku nepříznivých informací mohou vkladatelé požadovat své vklady v jednom krátkém časovém úseku. V takovém případě musí finanční zprostředkovatel likvidovat své dlouhodobé pozice, což se v takových případech obvykle neobejde bez citelných ztrát, které mu tím vzniknou.

Obdobná situace může nastat i na celostátní úrovni, kdy do dané ekonomiky přichází kapitál především ve formě krátkodobých investic, ať již mají formu nákupu krátkodobých státních cenných papírů nebo instrumentů mezibankovního peněžního trhu. Pokud jsou tyto zdroje dále umisťovány do dlouhodobých projektů nebo dokonce použity na spotřebu, může snadno vypuknout mezi investory panika, která je obdobně jako v případě modelů druhé generace sebe naplňující se.

V případě uzavřené ekonomiky může této panice zabránit centrální banka, která zasáhne z titulu své funkce věřitele poslední instance dodáním chybějící likvidity. Nicméně v otevřené ekonomice s fixním kursem jsou možnosti centrální banky limitovány omezeným rozsahem devizových rezerv.

**ad c)** Tato skupina modelů třetí generace je v literatuře nazývána „**modely s podnikovými rozvahami**“ a zkoumá postoj zahraničních věřitelů ke korporátním dlužníkům v příslušné zemi. Dále uvedenou verzi rozpracovává zejména autor Paul Krugman<sup>19</sup>.

Poskytnuté úvěry zamýšlené jako investice v dané zemi (nezáleží na technice

---

<sup>19</sup> Krugman, Paul – Balance Sheets, the Transfer Problem and Financial Crises, str. 267,268

poskytnutí, tj. přímé úvěry, nebo odkup emise dluhopisů) jsou v přímé závislosti na velikosti majetku, který mohou dlužníci nabídnout jako záruku za přijaté úvěry. Rovněž tento majetek může mít různé formy, ať již se jedná o nemovitosti nebo finanční investice včetně zahraničních investičních instrumentů. Velikost zahraničního majetku ovšem také závisí na úrovni měnového kurzu a jeho pohybu. Poměr objemu poskytnutých úvěrů ve vztahu k objemu majetku použitelného k zajištění úvěrů se označuje jako tzv. „**pákový efekt**“ (v anglické literatuře „leverage“) Vzhledem k tomu, že investiční možnosti jsou dány především disponibilním objemem úvěrů, lze je tedy určit následujícím vztahem

$$(1) I_t \leq (1 + \Theta) W_t$$

$I_t$  = investice, které mohou podnikatelé čerpat v čase t

$\Theta$  = koeficient kvantifikující pákový efekt

$W_t$  = čisté bohatství podnikatelů, použitelné jako záruka za úvěry

V případě, že se výše uvedený výraz stane rovnicí, pak to znamená, že podnikatelé plně využili „možného úvěrového rámce“ k financování investic a investice budou na úrovni  $I_t$  (**financeable level**).

Úvahy věřitelů o očekávaných investicích se pak mohou pohybovat na třech následujících úrovních. Vazba mezi očekávanými a skutečnými investicemi je pak vyjádřena v grafu č. 2.

**ca)** Pokud budou věřitelé z jakýchkoliv důvodů ohledně vývoje v dané zemi pesimističtí, budou i jejich investice nízké. To se odrazí i na malé ekonomické výkonnosti této země, což následně vyvolá depreciační očekávání v oblasti kurzu. To by ale zvýšilo zadlužení domácích dlužníků čerpajících úvěry v zahraniční měně, neboť jejich zadlužení vyjádřené v domácí měně (otevřená devizová pozice) vzroste přímo úměrně k rozsahu devalvace. Tento vzrůst zadluženosti ohrozí finanční stabilitu dlužníků. **Za těchto okolností budou proto poskytnuté zahraniční úvěry konvergovat k nule.**

**cb)** V případě, že názor zahraničních věřitelů bude optimistický, lze očekávat příliv investic, který může mít i masivní rozsah. Silný hospodářský růst vyvolaný investicemi se projeví rovněž na očekávaních spojených se zhodnocováním domácí měny. To by v případě realizace dále podpořilo růst bohatství domácích podnikatelů a také snížilo úroveň jejich zadlužení vyjádřené v domácí měně. **Výsledkem pak je, že každá skutečně realizovaná investice**

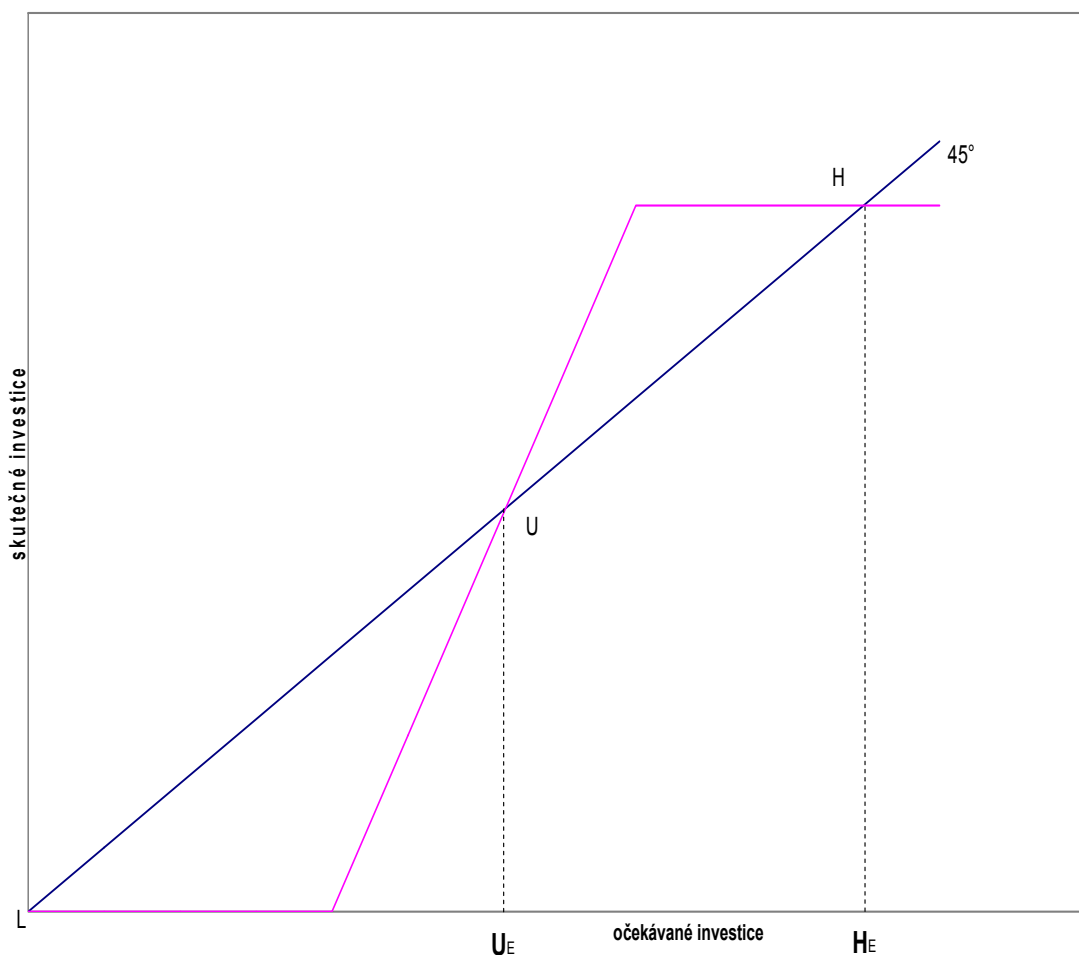
**vyvolává násobek investic očekávaných.** Proto také dochází k faktickému zpevnění kurzu domácí měny. Tuto situaci lze vyjádřit vztahem

$$(2) \quad (\Delta I_f / \Delta I) > 1$$

Na grafu č. 2 je tento vývoj znázorněn průběhem zalomené úrovně z původně nulové úrovně skutečných investic do části se sklonem vyšším než  $45^\circ$ .

**cc)** Následný vodorovný průběh linie je vysvětlován dosažením stejné očekávané výnosnosti v dlužnické zemi s mezinárodním trhem. **Skutečné investice proto dále neporostou.**

Graf č.2 – Průběh investiční křivky



Měnová krize je vysvětlována opačným postupem. I malá negativní změna v očekávání zahraničních věřitelů v odhadu situace, která spustí vlnu stahování kapitálu (a rušení

investic) může vyvolat devaluaci a následný kolaps kurzu. Vůbec to nemusí znamenat, že realizované investice byly riskantní nebo neefektivní. Na přímce přímé úměrnosti (45<sup>0</sup>) v Grafu č. 2 jsou protnutím s modelovou křivkou vyjádřeny tři rovnovážné situace.

- **Bod L** (Low level of expected investment) vyjadřuje první extrém, kdy rovnováhy je dosaženo tím, že v důsledku pesimistického odhadu nejsou realizovány žádné investice
- **Bod H** (High level of expected investment) vyjadřuje druhý extrém, při kterém rovněž nejsou realizovány žádné další investice, neboť výnosnost v dané zemi se vyrovnala s průměrnou výnosností realizovanou mezinárodními investory ve svých vlastních zemích
- **Bod U** (Unstable point) vyjadřuje nestabilní situaci, kdy i mírné změny (ať již pesimistické nebo optimistické) v očekávané úrovni investic, nebo jinak řečeno, v investičním sentimentu (bod U<sub>E</sub>) mohou vést k velkým změnám ve skutečných investicích. Tyto velké změny ve skutečných investicích působené i jen malými změnami v očekáváních jsou geometricky v grafu vyjádřené strmostí grafové křivky.

Pro modely třetí generace je obecně typická velká role „**sebe naplňujících se očekávání**“, což i v tomto případě do určité míry zatlačuje do pozadí vliv fundamentálních faktorů. Ty se zde prosazují spíše prostřednictvím jejich interpretace investory, kteří se na tomto základě snaží předpovídat další vývoj a tomu pak podřizují svá investiční rozhodnutí.

Výše uvedený model vcelku dobře vysvětluje krizi v jihovýchodní Asii v letech 1997 – 1998. Paul Krugman v této souvislosti uvádí, že

- 1) Nejdůležitějším faktorem krize byl vysoký podíl úvěrů místních podniků ve vztahu k vlastnímu kapitálu (vysoký pákový efekt – v modelu  $\Theta$ )
- 2) Vysoký pákový efekt byl pro asijské podniky typický po celá desetiletí, ale počátkem 90. let minulého století začaly podniky uvedených zemí čerpat v masivním měřítku úvěry denominované v zahraničních měnách (především v amerických dolarech), což je vystavilo vysokému kursovému riziku. Uvedené dva faktory byly rozhodujícími příčinami výše uvedeného kolapsu.

V některých pracích se občas vyskytují úvahy o tom, že jednotlivé generace modelů vysvětlují krize vzniklé pouze v určitém období. Podle mého názoru to ale není příliš oprávněné tvrzení. Jednotlivé generace modelů spíše popisují různé okolnosti, které vedly ke

vzniku krizí, a které se mohou opakovat i v budoucnu, pokud se znovu objeví příslušné podmínky.

## 1.2 Hlavní indikátory měnové krize a možnosti jejího předvídání

### 1.2.1 Přehled hlavních faktorů indikujících nebezpečí vzniku měnových krizí

I když se základní příčiny měnových krizí mohou od sebe lišit, jak ostatně vyplývá z bodu 1.1 této práce, přesto lze identifikovat obecné charakteristiky signalizující zranitelnost země vůči nebezpečí měnové krize.

Prvním takovým indikátorem je vývoj **devizových rezerv**, které se mohou dostat na nebezpečně nízkou úroveň, která již ohrožuje platební schopnost dané země. Je tedy zřejmé, že zranitelnost ekonomiky významně roste, pokud je úroveň devizových rezerv nedostatečná. Problémem ovšem je určení přiměřené úrovně devizových rezerv. Jejich úroveň proto musí být vztažena k jiné ekonomické veličině, která může čerpání devizových rezerv nejvíce ovlivnit. **Jednou z nejpoužívanějších veličin je měnový agregát M2**. Agregát M2 vyjadřuje domácí závazky jak komerčních bank, tak i centrální banky a tedy v zásadě i potenciální poptávku po devizových rezervách z domácích zdrojů. Lze říci, že to platí nejenom v režimech volné směnitelnosti, ale i v režimech s omezeným přístupem k devizám, neboť peněžní nabídka může podněcovat poptávku po cizí měně prostřednictvím neoficiálních trhů nebo přes nepřímé devizové transakce.

Dalším ekonomickým ukazatelem důležitým pro určování přiměřenosti devizových rezerv je **objem krátkodobého zahraničního dluhu**, ať již soukromého nebo vládního. Jeho vztah k objemu devizových rezerv signalizuje, do jaké míry je příslušná země ohrožená **útěkem zahraničního kapitálu** a jak nebezpečné pro ni mohou být nejrůznější **investorské paniky** související s krizemi popisovanými modely druhé generace (viz odst. 1.1.2 této práce). Modifikací tohoto ukazatele je **vztah devizových rezerv k celkovému objemu splatných závazků dané země**, které také mohou být zdrojem odlivu cizí měny ze země.

Relativní velikost devizových rezerv by ovšem neměla být posuzována izolovaně jak z časového, tak i makroekonomického hlediska a také bez zřetele k náladám zahraničních investorů. Tak například země může mít náhodně v některém roce velkou kumulaci plateb, což ale při zdravých makroekonomických základech a pozitivní náladě investorů nemusí signalizovat devizovou zranitelnost. Naopak, relativně vysoká úroveň devizových rezerv

může mít krátkou životnost v případě velkých deficitů veřejných financí a platební bilance a negativního investorského sentimentu.

Jiným indikátorem nebezpečí propuknutí měnové krize může být **změna v úrokovém diferenciálu** mezi investičními instrumenty nenominovanými v domácí měně na straně jedné a zahraniční měně na straně druhé. Rostoucí riziko se projeví mimo jiné i v poklesu cen akcií a dluhopisů na domácím kapitálovém trhu.

Riziko měnové krize může také signalizovat **zhoršení fundamentálních makroekonomických veličin**, zejména stav platební bilance, veřejných financí, růstu domácího úvěru, apod. Jako příklad lze uvést mezinárodně používaný ukazatel, kdy příslušná země je považována za ohroženou měnovou krizí, pokud podíl schodku běžného účtu platební bilance na hrubém domácím produktu delší dobu přesahuje 5 % (viz např. výzkumnou práci týmu IMF č. 186/1999).

Se vznikem měnových krizí popisovaných modely třetí generace se objevují i další, dříve opomíjené signály rizika propuknutí měnové krize, zejména otřesy v bankovním systému dané země. Jako zvláště rizikový faktor se **uvádí vysoký poměr dluhu k vlastnímu kapitálu bank a podniků a vysoký podíl krátkodobých závazků na celkovém dluhu**. Slabost podnikových bilancí se potom přelévá do bankovního sektoru.

Nezanedbatelný dopad na propuknutí krize má také **politická situace**, například volba socialisticky orientovaných vlád, státní převraty, apod. Imunní vůči politicky motivovanému riziku ovšem nejsou ani země s demokratickým zřízením. Aaron Tornell například hodnotí vliv volebního cyklu na zranitelnost země finanční krizí s tím, že tato zranitelnost je podstatně větší v povolebním období, než v období před volbami.<sup>20</sup>

Naopak, riziko vzniku krize je snižováno jinými faktory, literatura například uvádí jako takovýto faktor přítomnost programů vedených a financovaných Mezinárodním měnovým fondem.

Komplexnější přehled jednotlivých indikátorů vzniku nebezpečí krize uvádím v následující kapitole pojednávající o tzv. modelech včasné výstrahy.

---

<sup>20</sup>Tornell, Aaron, 1999, „Common Fundamentals in the Tequilla and Asian Crises“, National Bureau of Economic Research, WP 7139

### 1.2.2 Problematika předvídání měnových krizí

Měnové krize jsou svými devastujícími účinky na postižené země, zvláště pak poklesem hrubého domácího produktu leckdy i v řádu desítek procent a silným růstem nezaměstnanosti, velmi obávaným ekonomickým jevem. Proto je přirozené, že se postupem času objevily pokusy o nalezení mechanismů, které by pomohly vznik měnových krizí předvídat a tím i umožnit účinnou obranu, nebo alespoň přijetí opatření ke zmírnění důsledků krize. První projekty tzv. „**systémů včasné výstrahy**“ se objevily po propuknutí Mexické krize v roce 1994 a toto úsilí se znásobilo po propuknutí Asijské krize v roce 1997.

Úkol předvídat krize je svým způsobem zakomponován i ve výše uvedených konstrukcích modelů měnových krizí. S větším stupněm spolehlivosti při jejich předvídání lze ovšem počítat pouze u krizí popisovaných modely první generace. V tomto případě je to umožněno v zásadě přímou kauzální vazbou mezi vznikem krize a zhoršením ekonomických fundamentů. Krize popsané modely druhé a třetí generace, u nichž mají velký vliv takové faktory jako je „investiční sentiment“, těžko identifikované státní záruky nebo „kamarádské úvěrování“, lze ovšem předpovídat propuknutí krize podstatně obtížněji.

Nároky na systém předvídání měnových krizí a tím de facto i jeho definici podává výstižně kolektiv analytiků IMF následujícím způsobem. „**Ideální systém včasné výstrahy by měl identifikovat situace, které znamenají zřetelné riziko krize postihující vnější platební schopnost země nebo působící velkou devalvaci její měny**“.<sup>21</sup>

Hlavním problémem predikčních systémů je i dnes jejich spolehlivost. Nejdokonalejší modely již sice mohou poskytovat podstatné informace o hrozícím riziku vzniku krize, jejich problémem však je to, že stále ještě vysílají množství falešných signálů. Výše citovaný materiál MMF č. 186/1999 uvádí, že **v 60 % krize, které typický model předpověděl, v průběhu následujících dvou let ve skutečnosti nenastaly**. Na první pohled to nesvědčí o přílišné úspěšnosti predikčního aparátu. Nicméně, na jeho obranu je třeba si uvědomit, že v řadě případů přijaly úřady příslušné země taková opatření, která mohla hrozící krizi odvrátit. Rovněž je nutno vzít v úvahu i skutečnost, že v případě sebe naplňujících se krizí popsaných modely druhé a třetí generace mohly ohroženým zemím pomoci příznivé vnější podmínky, nebo měly tyto země prostě štěstí a krizi unikly. V neprospěch modelů používaných pro

---

<sup>21</sup> Anticipating Balance of Payment Crises – The Role of Early Warning Systems. Berg, Borenstein, Milesi-Ferretti, Patillo Occasional Paper IMF 186/1999, str. 2



předpovědi krizí hovoří to, že **jsou konstruovány na základě minulých skutečností a zkušeností**, kterou v zásadě dobře vysvětlují. Jejich slabinou je to, že nemohou postihnout nové okolnosti a podmínky, které se projevují v současnosti nebo v budoucnosti, což se pak projevuje v nižší spolehlivosti prognóz. **Cena modelů je naopak v tom, že přispívají k analýze rizik existujících v příslušných zemích, zejména pak k odhalování slabých stránek jejich ekonomik.**

Zajímavá je **nízká schopnost účastníků finančních trhů předvídat blížící se krize.** Citovaná výzkumná práce MMF č. 186/1999 v tomto smyslu uvádí, že nejenom dvanáctiměsíční, ale dokonce ani třicetidenní předpovědi kurzů dělané na základě pravidelného průzkumu mezi finančními analytiky a dealery bank vůbec nezachytily ani blížící se Mexickou krizi v roce 1994, ani hrozící krizi v Thajsku v roce 1997, přestože statistiky Banky pro mezinárodní platby v Basileji již probíhající útěk kapitálu z Thajska a Jižní Koreje signalizovaly. Uvedená tržní očekávání jsou zjevně konstruována i v tomto případě pouze na základě minulého vývoje, což dokládá například i fakt, kdy dvanáctiměsíční očekávání předpovídala v Mexiku na přelomu let 1995 a 1996 další zhoršování krize, zatímco ve skutečnosti se tato země touto dobou již začala z krize vymaňovat. Lepší výsledky neměly ani renomované ratingové agentury. Jak vyplývá z citované výzkumné zprávy, snižování ratingu následovalo ve většině případů až po propuknutí krize a nikoli před ní.

Z modelů konstruovaných pro předvídaní měnových krizí bych se chtěl stručně zmínit o třech, přičemž vzhledem jak k zaměření své práce, tak i k výše uvedeným problematickým výsledkům prognóz těmito modely produkoványi uvádím pouze přehled indikátorů a nikoliv celý matematický aparát. Ukazatele používané jednotlivými autory považují naopak za významné, například z hlediska posuzování teritoriálního rizika.

Nejznámějším je pravděpodobně **model vypracovaný ekonomy Kaminskim, Lizondem a Reinhartem v roce 1998<sup>22</sup>**. V literatuře se většinou uvádí pod zkratkou KLR. Tento model je založený **na sledování měsíčních změn 14 ukazatelů**. Kdykoliv dojde k překročení stanovené mezní hranice pro příslušný ukazatel (pomocí směrodatné odchylky byla mez stanovena na 20% od dlouhodobého průměru), model kombinuje velikost změny se změnami dalších ukazatelů, které se vychýlí mimo limit. Výstupem pak je pravděpodobnost propuknutí

---

<sup>22</sup> Anticipating Balance of Payment Crises – The Role of Early Warning Systems. Berg, Borenzstein, Milesi-Ferretti, Patillo Occasional Paper IMF 186/1999, str. 2

krize. Model pracuje s následujícími ukazateli, resp. s jejich změnami (převzato z výše uvedené výzkumné práce 186/1999).

- Reálný kurs měny
- Podíl měnového agregátu M2 k devizovým rezervám
- Devizové rezervy
- Míra růstu exportu
- Míra růstu importu
- Reálná úroková míra
- Míra růstu podílu domácího úvěru na HDP
- Míra růstu směnných relací
- Poměr úrokové míry z úvěrů k úrokové míře z depozit
- Míra růstu peněžního multiplikátoru pro měnový agregát M2
- Míra růstu průmyslové produkce
- Reálný úrokový diferenciál
- Míra růstu burzovního indexu
- Míra růstu bankovních depozit

Z uvedených 14 ukazatelů má polovina lepší signalizační schopnost než zbytek. Těmito ukazateli jsou odchylka reálné úrokové sazby od trendu, růst poměru M2 k devizovým rezervám, růst vývozu, růst devizových rezerv, růst podílu domácího úvěru k HDP, reálná úroková míra a změna směnných relací.

Na obdobných principech je založen predikční **model ekonomů Frenkela a Rose z roku 1996** (v literatuře uváděn jako FR model), který ale pracuje s menším počtem ukazatelů. Na základě ukazatelů ze 41 zemí modelovali autoři pomocí regresních křivek průběh závislosti mezi vývojem dále uvedených ukazatelů a propuknutím krize. Podle tohoto modelu pak obecně roste pravděpodobnost propuknutí krize, pokud

- Je vysoký růst domácího úvěru
- Poměr devizového úvěru k měnovému agregátu M2 je vysoký
- Reálný devizový kurs je nadhodnocený
- Země má vysoké deficity veřejných rozpočtů a běžného účtu platební bilance
- Ekonomika je více uzavřená (měřeno podílem exportu a importu na HDP)
- Zahraniční úrokové sazby jsou vysoké

- Nedochozí k nominálnímu snižování zahraničního dluhu
- Země má ve srovnání s ostatními podobnými státy nízký podíl přímých zahraničních investic na HDP

Třetí, novější model vyvinul v roce 2003 **Abdul Abiad** publikovaný ve výzkumné práci Mezinárodního měnového fondu č. WP/03/32. Tento autor propočítává pravděpodobnost vzniku krize s pomocí ekonometrických metod (konkrétně Markova proměnného modelu – Markov-switching model). Abiad pracuje s **celkem 22 ukazateli včasné výstrahy, které klasifikuje do tří skupin.**<sup>23</sup>

Do první skupiny zařazuje standardní ukazatele makroekonomické nerovnováhy, ve druhé skupině jsou ukazatelé charakterizující kapitálové toky a ve třetí skupině pak indikátory finanční zranitelnosti. Tyto skupiny jsou dále specifikovány podle jejich charakteristik, jak vyplývá z následujícího přehledu.

**a) ukazatelé makroekonomické nerovnováhy**

**aa) ukazatelé vnější nerovnováhy**

1. Odchylka reálného kurzu od trendu
2. Podíl běžného účtu platební bilance na HDP
3. Míra růstu exportu

**ab) ukazatelé nepřiměřenosti krytí devizovými rezervami**

4. Podíl agregátu M2 na devizových rezervách
5. Míra růstu podílu měnového agregátu M2 na devizových rezervách
6. Tempo růstu devizových rezerv

**ac) ukazatel nadměrné úvěrové expanze**

7. Tempo růstu domácího úvěru

**ad) ukazatelé signalizující zpomalení v reálné ekonomice**

8. Tempo růstu průmyslové produkce
9. Tempo růstu HDP (měřeno na čtvrtletní bázi)

**ae) ukazatel růstu/pádu ceny aktiv**

10. Vývoj na místní burze cenných papírů

**af) ukazatel peněžní restrikce**

---

<sup>23</sup> Abiad, – Abdul, Early Warning Systems: A Survey and a Regime-Switching Approach, IMF 2003, WP/03/32, str. 23 - 25

11. Reálná úroková míra

**b) ukazatelé vyjadřující toky kapitálu**

**ba) ukazatel možné příčiny obrácení kapitálového toku**

12. LIBOR

**bb) ukazatel úvěrové expanze**

13. Tempo růstu podílu bankovních aktiv na HDP

**bc) ukazatel krátkodobé zadluženosti**

14. Podíl krátkodobého dluhu na devizových rezervách

**bd) ukazatelé skladby kapitálových toků**

15. Podíl celkového přílivu kapitálu bez přímých zahraničních investic na HDP

16. Podíl portfoliových investic na celkovém toku kapitálu

**c) ukazatelé finanční zranitelnosti**

**ca) ukazatel kapitálové přiměřenosti**

17. Bankovní rezervy k celkovým aktivům bank

**cb) ukazatel působení věřitele poslední instance**

18. Podíl úvěrů centrální banky na celkových závazcích komerčních bank

**cc) ukazatel důvěry v bankovní systém**

19. Podíl bankovních depozit na měnovém agregátu M2

20. Tempo růstu podílu bankovních depozit na agregátu M2

**cd) ukazatel schopnosti bank mobilizovat depozita**

21. Podíl poskytnutých úvěrů na depozitech

22. Tempo růstu poskytnutých úvěrů na depozitech

Porovnáním ukazatelů všech tří výše uvedených systémů včasné výstrahy před měnovými krizemi zjistíme, že vycházejí z obdobných ukazatelů, zejména v makroekonomické oblasti. Nicméně, třetí model, který je novější a byl vyvinut až v roce 2003 (na rozdíl od předchozích dvou pocházejících z poloviny devadesátých let), používá již širší soubor ukazatelů. Významným zastoupením ukazatelů kapitálových toků a charakteristiky bankovního systému

**již Abiadův systém včasné výstrahy nepochybně reaguje na specifika měnových krizí,** popisovaných modely druhé a třetí generace.

Některé Abiadem uváděné ukazatele signalizující zvýšenou zranitelnost jednotlivých zemí vůči měnovým krizím bych chtěl využít v dalších částech mé práce při analýze rizika vybraných zemí.

### **1.3 Problematika vzniku a šíření finanční nákazy**

Důsledkem ničivého dopadu měnových krizí bylo kromě snahy o jejich předpovídání také zvýšené úsilí o poznání kanálů, kterými se tyto krize mohou šířit z jedné země do druhé. Ekonomie si zde ne neprávem vypomohla s jinak čistě medicínským výrazem **nákaza**. Původní dojem, že hlavní příčinou přelévání krize z jedné země do druhé je **geografická blízkost postižených zemí** a jejich propojení prostřednictvím obchodních kanálů, bylo nutno po tzv. Tequilové krizi v roce 1994 v Mexiku poopravit zejména v důsledku stále se **zvyšujícího vlivu globalizace** světové ekonomiky.

Zmíněná Mexická krize v letech 1994-1995 postihla již nejenom i další země v Latinské Americe (zejména Argentinu, která s Mexikem ani nesousedí, ani s ním nemá mimořádně silné obchodní vazby), ale také Turecko. Thajská krize v roce 1997 se rychle rozšířila do dalších asijských zemí, zejména do Indonésie, Jižní Koreje, Malajsie a na Filipíny. Vypuknutí měnové krize v Rusku v roce 1998 vedlo během několika měsíců k všeobecnému kolapsu rozvojových trhů (anglicky emerging markets), zejména způsobilo zvýšení tlaku na Brazílii a dále zhoršilo finanční situaci Ukrajiny, která byla již i tak podlomena asijskou krizí.

#### **Kanály, kterými se šíří „finanční nákaza“**

I když pojem „finanční nákaza“ není v literatuře úplně přesně vymezen, lze ji charakterizovat jako „**přenos neočekávaných šoků na trzích aktiv v období krize na jiný trh nebo do jiné země**“<sup>24</sup> Kolektiv analytiků Mezinárodního měnového fondu uvádí ve výzkumné práci č. 217 z roku 2003 následující příčiny šíření nákazy<sup>25</sup>

---

<sup>24</sup>IMF Working Paper WP/04/78, Empirical Modeling of Contagion, Dungay, Fry, Gonzales-Hermosillo, Martin, str. 5

<sup>25</sup>Hamann, Kochhar, Lane, Meredith, Odenius, Ordoobadi, Poirson and Robinson -Assessing Crisis Vulnerabilities in Latin America – Occasional Paper IMF 217/2003, str. 17 – 24.

Jako **první zdroj nákazy** jsou uváděny **nedokonalé informace věřitelů**. Věřitelé, kteří identifikují problémy v jedné zemi a obávají se ztrát očekávají, že podobné problémy se mohou objevit i v zemích sousedních. Výše uvedená výzkumná zpráva hovoří o **elementu regionálního profilu**. V důsledku toho pak investoři omezují svou angažovanost v celém regionu. Obdobně jako v kapitole 1.1 této práce lze hovořit o „sebe naplňující se krizi“. **Riziko tohoto druhu nákazy lze snížit pouze dobrou informovaností investorů**, což jim umožňuje lépe rozlišovat mezi rizikem skutečným a zdánlivým. Tento přístup se například osvědčil při propuknutí krize v Argentině v roce 2001/2002, kdy investoři nepodlehli panice, neomezili svou angažovanost vůči ostatním zemím Latinsko-amerického kontinentu a krize tak zůstala omezena pouze na zemi původu.

**Druhou uváděnou příčinu** představuje **propojení zemí obchodními toky**. Tato příčina je považována za velmi důležitou. Může se projevit nahrazováním dovozu domácí produkcí, obchodně protekcionistickými opatřeními, konkurencí na třetích trzích nebo protisměrnými efekty na dodavatele vstupů. Do této skupiny také patří i politicky motivované akce, jakými jsou například konkurenční devalvace, které mohou mít negativní dopady na významné obchodní partnery. Jako příklad lze uvést rozhodnutí Taiwanu devalvovat v polovině října 1997 svou měnu vůči USD, což vyvolalo silný tlak na sousední země, zvláště na Hong Kong. Tato devalvace je považována za jednu z příčin Asijské měnové krize v roce 1997. Jistý význam při přenosu nákazy může mít rovněž restriktivní fiskální politika. Zpřísnění rozpočtové kázně realizované s cílem dosažení střednědobé finanční stability může utlumit ekonomickou aktivitu s nepříznivým dopadem na exportní možnosti partnerských zemí, což se odrazí ve snížení jejich růstu a zhoršení jejich finanční rovnováhy. Typickým příkladem je přenos potíží z Brazílie do Argentiny, kdykoliv v Brazílii dochází ke snížení hospodářského růstu.

**Třetím důležitým kanálem přenosu nákazy** jsou **finanční vazby prostřednictvím bankovních půjček** (společní věřitelé, nerezidenční depozita, přemísťování portfolií) a také

---

v menší míře formou zahraničního vlastnictví domácích bank a podniků. V některých případech jsou tyto vazby dále posíleny technickými faktory. Například, pokud je výnosnost aktiv v zemích regionu pozitivně korelována, pak v případě, že si investoři přejí omezit svou angažovanost v zemi, které nedůvěřují a nemohou tak z různých důvodů učinit přímým převodem peněz do centrály, pak se snaží omezit svou přítomnost v dané zemi prostřednictvím svých poboček nebo spřátelených bank v dalších zemích regionu. Jako příklad lze uvést to, že obavy o situaci v Brazílii byly řešeny ze strany věřitelů převodem jejich aktiv do bank se sídlem v Chile. Důležitost bankovního kanálu přenosu krize je dobře patrná z následující tabulky, ze které vyplývá výrazná závislost zemí v Latinské Americe na depozitech ve volně směnitelných měnách od několika málo evropských a amerických velkobank (zde vyjádřená v procentním podílu na pasivech bankovního systému uvedených zemí).

**Tabulka č. 1** Rok 2002, podíl uvedených bank na pasivech ve volné měně bankovních systémů příslušných zemí v %

	<b>Bolivie</b>	<b>Chile</b>	<b>Mexiko</b>	<b>Paraguay</b>	<b>Peru</b>	<b>Venezuela</b>	<b>Brazílie</b>
<b>Španělsko</b>							
Banco Santander	16,70	30,7	16,1	x	7,9	20,1	5,4
Banco Bilbao Vizcaya	x	6,8	27,7	7,9	18,1	18,1	x
<b>USA</b>							
Citibank	7,1	5,1	29,1	21,4	4,7	x	2,1
<b>Kanada</b>							
Bank Nova Scotia	x	4,1	5,4	x	3,8	3,9	x
<b>Velká Británie</b>							
Lloyds Bank	x	x	x	10,6	x	x	2,2
<b>Holandsko</b>							
AMN Amro Bank	x	x	x	x	16,9	x	3
<b>Francie</b>							
Banque Sudameris	x	x	x	10,5	23,3	x	x
<b>Celkem</b>	<b>23,8</b>	<b>46,7</b>	<b>78,3</b>	<b>50,4</b>	<b>74,7</b>	<b>42,1</b>	<b>12,7</b>

Zdroj: Occasional Paper IMF 217/2003

Jak vyplývá z tabulky č. 1, pouhých sedm výše uvedených bank, které ovšem patří mezi světově nejdůležitější bankovní instituce, poskytuje zjevně rozhodující zdroj úvěrových prostředků ve volně směnitelné měně pro většinu bank v Latinské Americe. Tento poznatek lze zobecnit do konstatování, že významným kanálem pro šíření nákazy je tendence

dlužnických zemí spolupracovat pouze s omezeným okruhem věřitelských institucí. V literatuře je tato tendence nazývána jako „**efekt společného věřitele**“.

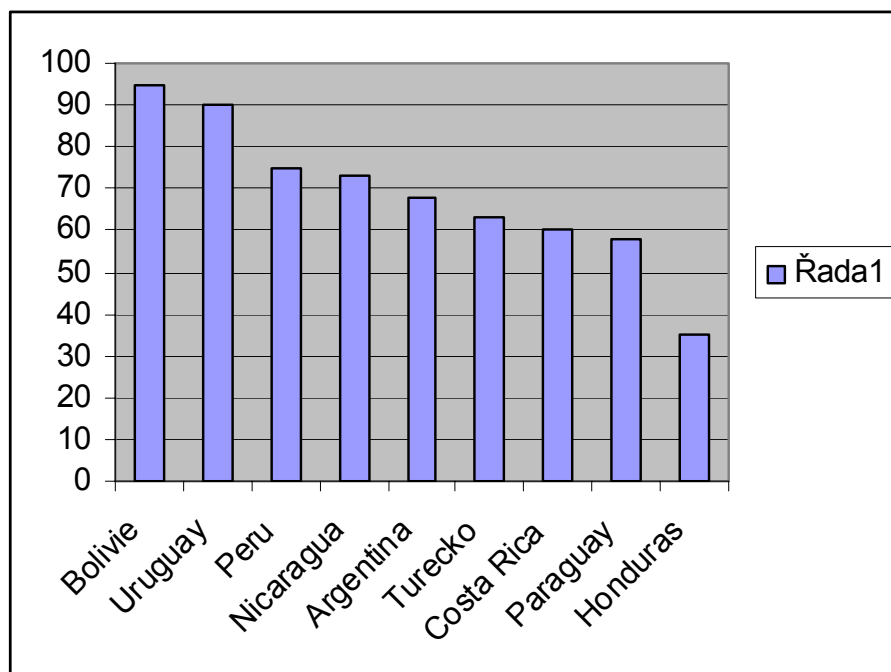
Čtvrtou variantou šíření nákazy je tzv. „**budíková hypotéza**“ (wake-up call hypothesis). Tato hypotéza je založena na předpokladu, že účastníci mezinárodních finančních trhů mají tendenci omezovat svoji úvěrovou angažovanost vůči zemím, **které mají společně „slabé stránky**“, i když tyto země nespojují ani přímé obchodní vazby, ani společná regionální příslušnost. Do jisté míry je tato varianta obdobná variantě první.

Jedním z faktorů, který vytváří příznivé podmínky pro tento kanál šíření nákazy je „**dolarizace finančního sektoru**“ a s tím související systémové riziko bankovní soustavy příslušné země. To, že významný podíl pasiv místních bank je denominován většinou v dolarech (popřípadě i v dalších předních světových volně směnitelných měnách), vytváří zvlášť příznivé podmínky pro rychlý útěk kapitálu. Jak zahraniční tak i domácí vkladatelé a věřitelé totiž bedlivě sledují finanční i politický vývoj jak v domácí zemi, tak i v zemích sousedních a v případě, že si vývoj situace vyhodnotí jako rizikový, neprodleně vyvádějí svá depozita do bezpečnějších teritorií. To ovšem vytváří tlak na devizové zdroje bank, které nejsou obvykle dostačující. Komerční banky jsou často vystaveny také úvěrovému riziku, neboť půjčují devizové zdroje domácím dlužníkům, kteří ovšem nejsou kryti proti riziku kursových ztrát. To jenom dále zvyšuje nesoulad měnové struktury aktiv a pasiv bank. Ty se pak v případě nedostatku devizové likvidity pokoušejí ať již formou přímých odkupů nebo devizových půjček získat část devizových rezerv centrální banky s příslušným dopadem na vývoj kurzu a dalších agregátních ukazatelů rovnováhy ekonomiky. V případě, že se jim to nepodaří, pak může dojít i k vyvolání tzv. „runu na banky“. Jako příklad lze uvést runy na banky v Uruguayi a Paraguayi vyvolané stažením depozit zahraničních investorů jako důsledek jejich obav vyvolaných dřívějšími krizemi v Argentině.

Vysoký stupeň dolarizace je dlouhodobě typický zejména pro menší země v Latinské Americe, ze zemí mimo tento region pak pro Turecko, jak je patrné z dále uvedeného grafu č. 3. Ze zemí Jižní Ameriky se tomuto jevu vyhnula pouze největší země, a to Brazílie, především díky přísné devizové regulaci. Tento graf uvádí procentní podíl depozit denominovaných v cizí měně (především v USD) na celkových pasívech bank v příslušných zemích. Stav je ke konci roku 2001.



Graf č.3 Podíl cizoměnových pasiv na bankovních pasivech vevybraných zemích v roce2001 celkem v %



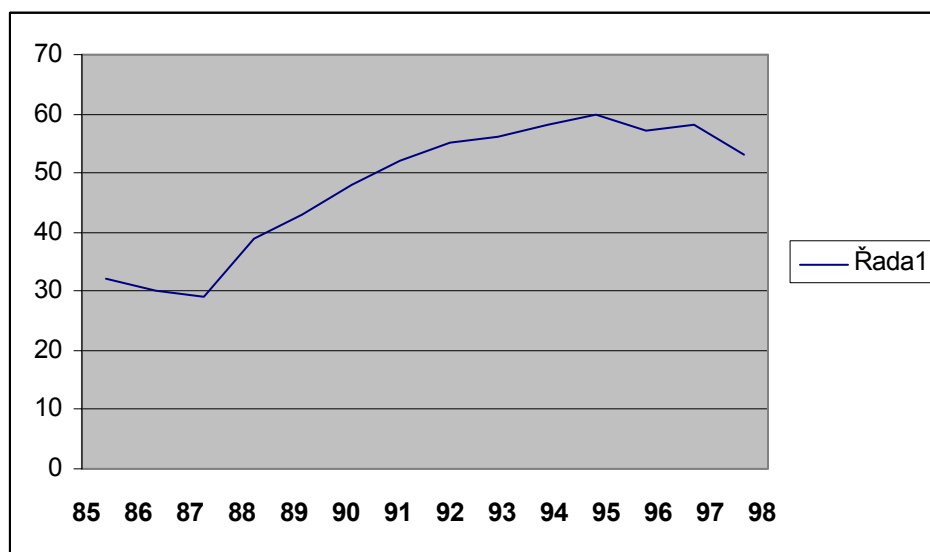
Zdroj: Occasional Paper IMF č. 217/2003, str. 24

Výše uvedený graf uvádí, že dolarizace ekonomiky je ve sledovaných zemích velmi vysoká a ve spojení s globálním systémovým bankovním rizikem se může projevit jako příčina propuknutí krize a jejího přenosu do dalších zemí.

#### 1.4 Krátkodobý kapitál a jeho vliv na měnové krize

Krátkodobé závazky se splatností do jednoho roku, které rozvojové země dlužily zahraničním bankám vzrostly ze 176 mld. USD v roce 1990 na 454 mld. USD v roce 1997. Tento rychlý nárůst krátkodobého dluhu byl jedním z klíčových faktorů v mezinárodních finančních krizích, které zasáhly Mexiko v roce 1994, jihovýchodní Asii v letech 1997 a 1998 a Rusko a Brazílii v letech 1998-1999. Rychlý nárůst krátkodobého dluhu v devadesátých letech bylo možno pozorovat nejenom v absolutním vyjádření, jak dokládá úvodní text této kapitoly. Stejně dynamicky se zvyšoval podíl krátkodobé zadluženosti i na celkovém objemu závazků zemí s tranzitními ekonomikami, přičemž před vznikem krizových turbulencí z konce devadesátých let jeho podíl dosáhl 60 %. To vyplývá z následujícího grafu č. 4.

Graf č. 4 Podíl krátkodobého dluhu na celkovém dluhu zemí s tranzitivní ekonomikou v %



(World Bank-Global Development Finance 2000, str.47)

Novým prvkem, zejména ve srovnání s krizemi 70. let, bylo také výrazně **vyšší zapojení finančních institucí** na obou stranách úvěrového procesu, tedy jak na straně věřitelů, tak zejména dlužníků. Podle zprávy Světové banky<sup>26</sup> šlo ve druhé polovině 90. let 42% krátkodobých syndikovaných úvěrů ve prospěch finančních institucí, zatímco v předchozích dekádách byly hlavními příjemci ropné a plynářské podniky a vládní agentury. Na zvýšeném přijímání krátkodobých úvěrů se podílelo několik faktorů, kterými byly takové domácí politické změny, jako **urychlená finanční deregulace a liberalizace kapitálového účtu platební bilance, jež nebyly doprovázeny přiměřenou regulací a dohledem systému komerčních bank.** Příliv krátkodobého kapitálu byl stimulován rovněž úsilím měnových autorit podporovat svůj fixovaný měnový kurs. Dalším silným faktorem byl kladný úrokový diferencíál mezi úrokem požadovaným zahraničními věřiteli za úvěrové zdroje ve volně směnitelných měnách a mnohem vyššími domácími klientskými úrokovými sazbami.

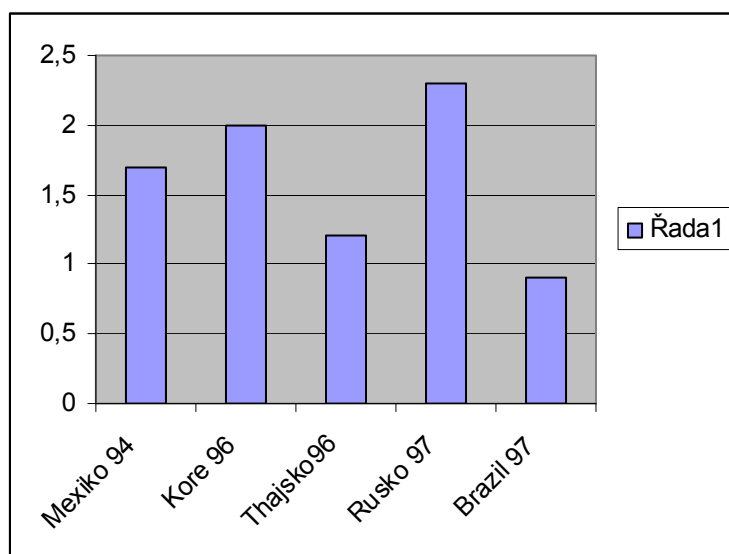
Silné motivy ke zvyšování objemu krátkodobých úvěrů byly ale také na straně nabídky. Hlavním „tlačným“ faktorem byl přebytek úvěrových zdrojů, který se ve vyspělých zemích počal projevovat počátkem devadesátých let. S tím souvisel i pokles úrokových sazeb, což motivovalo řadu finančních institucí, zvláště komerčních bank, k vyšší angažovanosti v zemích s tranzitivní ekonomikou, **kde bylo možno dosáhnout výrazně vyšších**

<sup>26</sup> World Bank - Global Development Finance 2000, str.49

**úrokových sazeb než na domácích trzích.** Tato politika ovšem měla i své problémy se zřetelem k podstupovaným rizikům a zjevně zde začalo docházet i k „morálnímu hazardu“ – viz str. 31 této práce.

K atraktivitě krátkodobých úvěrů také paradoxně přispěly **principy minimální kapitálové přiměřenosti stanovené tzv. Cookovým výborem při Bance pro mezinárodní platy v Basileji.** Ten totiž bankám stanovil pro mezinárodní půjčky do jednoho roku zemím, které nebyly členskými státy OECD tzv. rizikovou váhu ve výši 20%, zatímco pro půjčky nad jeden rok byla stanovena váha 100%. Rychlý růst krátkodobého dluhu se ovšem postupně dostal do rozporu s některými ukazateli rovnováhy, především v oblasti likvidity a objem závazků do jednoho roku začal výrazně převyšovat objem devizových rezerv, které měly být hlavním zdrojem pro jeho splácení. Tento ukazatel za pět hlavních zemí postižených krizemi je uveden v následujícím grafu č. 5.

Graf č. 5 Poměr krátkodobého zahraničního dluhu k devizovým rezervám vybraných zemí celkem



World Bank – Global Development Finance 2000

Jednou z potenciálních výhod globalizace ve finanční oblasti je zvýšený přístup států k mezinárodním finančním trhům. To jim mimo jiné dovoluje využívat zdroje z těchto trhů ke zmírňování negativních důsledků ekonomických šoků. Ale tato výhoda se může rychle změnit v závažný problém, pokud se jedná o zdroje krátkodobé. **Jejich využití jako proticyklického nástroje však může být problematické** v případě, kdy vnímání rizika investory nebo výnosnější možnosti jinde způsobí, že úvěry nebudou obnoveny a kapitál odteče jinam. V takovém případě může být krátkodobý kapitál naopak procyklický, neboť

přitéká, pokud je v zemi ekonomický vzestup (a přispívá k přehřátí ekonomiky) a odtéká v případě poklesu, který tak ještě více prohlubuje. Skupina indických ekonomů<sup>27</sup> propočítala na základě údajů za posledních 20 let z 33 zemí s tranzitivní ekonomikou elasticitu pohybu krátkodobého dluhu na vývoji GDP. Podle těchto výpočtů je elasticita krátkodobého dluhu k GDP 0,9 v případě, že jeho růst je v horní polovině kladné směrodatné odchyly nad dlouhodobým průměrem, ale 1,8 v případě poklesu HDP, který je nižší, než dolní polovina záporné směrodatné odchyly. Jinak řečeno, reakce na záporný ekonomický pokles je dvakrát větší než v případě silnějšího hospodářského růstu.

Výše uvedení autoři dále uvádějí, že existuje **nelineární vztah mezi vnímáním rizika ze strany věřitelů a ekonomickými šoky v zemích s tranzitivní ekonomikou**. Tento vztah je dán silnější procyklickou reakcí krátkodobého dluhu na záporné šoky. Procyklické chování samotného krátkodobého dluhu je pak vysvětlováno dvěma faktory.

- a) Ekonomické šoky mají tendenci být větší a častější v zemích s tranzitivní ekonomikou, což odráží jejich užší ekonomickou základnu a větší závislost na vývozu základních komodit. Záporné ekonomické šoky pak **způsobují snižování jejich úvěrové bonity**, což má zase za následek omezování úvěrů pouze na nejbonitnější klienty. Omezování úvěrů pak zhoršuje proces zotavení postižené země z krize.
- b) Tyto negativní jevy jsou dále zhoršovány **informační asymetrií** postihující věřitele a investory, což může způsobit stádové chování a paniku. Investoři pak urychleně likvidují své pozice a stahují kapitál.

Z různých typů toků soukromého kapitálu mají krátkodobé půjčky přirozeně největší pravděpodobnost, že budou v obtížných dobách hrozících krizí staženy. Náklady na likvidaci krátkých pozic jsou totiž minimální. Naproti tomu, nejvyšší náklady jsou spojeny s likvidací přímých zahraničních investic, které zahrnují prodej výrobních závodů, strojního zařízení, nemovitostí, a podobně, což může být zejména v krizových obdobích provedeno za ceny podstatně nižší, než je jejich skutečná hodnota. Rovněž prodej akcií a dluhopisů může být realizován za ceny nižší, než za jaké byly pořízeny. Z těchto důvodů je také mnoho zemí **v případě měnové krize postiženo rychlým odlivem krátkodobého kapitálu, což obvykle vyvolá i ostrou krizi likvidity**. Podle výše uvedeného článku sledované země s tranzitivní

---

<sup>27</sup> \*Dadush, Dasgupta, Ratha -The Role of Short Term Debt in Recent Crises, Finance and Development, prosinec 2000, str.55

ekonomikou zaznamenaly v roce 1997 příliv kapitálů ve výši 43,5 miliard USD, zatímco v krizovém roce 1998 to byl odliv ve výši 85 mld. USD. Bližší údaje jsou uvedeny v následující tabulce č. 2.

Tabulka č. 2 - Přehled kapitálových toků do zemí s tranzitivní ekonomikou v mld USD

Teritorium	1997	1998
Všechny sledované rozvojové země	43,5	-85
Východní Asie a Tichomoří	0,8	-68
Korea	-8	-29,9
Thajsko	-6,9	-15,1
Malajsie	3,4	-5,3
Indonésie	1,1	-11,8
Latinská Amerika	24,1	-5,7

Financial Crises – Finance and Development December 2000, str. 56

Citovaní autoři dále upozorňují, že propojení mezi nadměrným růstem krátkodobé zadluženosti a následnou finanční krizí není pouze výsadou devadesátých let minulého století, ale že tento fenomén byl pozorován již u krizí v letech sedmdesátých. **V obou případech propuknutí krizí předcházelo výrazné zkrácení splatnosti mezinárodních bankovních půjček rozvojovým zemím.** Výrazná náchylnost krátkodobého kapitálu k obrácení svého toku předurčuje dlužníky jako oběti „runu“ na jejich likviditu. Čím větší je velikost krátkodobého dluhu ve vztahu k devizovým rezervám země, tím náchylnější je příslušná země k tomu, že k „runu“ na její likviditu skutečně dojde. Zde se ovšem opět projevuje tendence investorů ke „stádovému“ chování, jehož negativní důsledky postihnou také je samotné v důsledku platební neschopnosti dlužnické země. Dochází zde k sebe naplňující se krizi, jejíž mechanismus byl popisován v pasáži věnované modelům měnových krizí této práce. „Run“ na likviditu má pak často za následek také „run“ na banky a může ohrozit stabilitu celé bankovní soustavy příslušné země.

Z uvedené úvahy lze odvodit, že **zranitelnost země vůči měnové krizi vzrůstá, pokud poměr krátkodobého dluhu k devizovým rezervám je ve srovnání s jinými zeměmi nadměrný a současně bankovní systém země je silně angažován ve zprostředkování transferu tohoto krátkodobého dluhu domácím subjektům.** Poněvadž místní podniky a domácnosti se mohou v případě, že riziko považují za nadměrné, rozhodnout, že svá krátkodobá aktiva u bankovního systému zlikvidují a převedou je do zahraničí, lze dále

odvodit, že poměr širšího měnového agregátu (obvykle M2) k devizovým rezervám je dalším indikátorem rizika propuknutí krize.

Řada zemí si uvědomuje rizika spojená s přílivem krátkodobých úvěrových zdrojů a snaží se přijímat opatření, jak tento příliv regulovat nebo úplně omezit. Tak například Chile vyžaduje, aby určitá část úvěrových prostředků přicházejících ze zahraničí byla po dobu jednoho roku bezúročně uložena u centrální banky, což fakticky prodlužuje celkovou splatnost. Tím také tyto prostředky zdražuje a činí je tak pro domácí dlužníky méně atraktivní. Asi nejúčinnější řešení ale představuje **efektivní bankovní dohled, který nepřipustí, aby banky krátkodobé úvěrové prostředky v zahraniční měně používaly k financování dlouhodobých projektů**, zejména pak nemovitostí, kdy úvěr je denominován v měně tuzemské.

## 1.5 Teritoriální riziko jako důsledek měnových krizí

### 1.5.1 Vymezení teritoriálního rizika

Jedním z praktických důsledků měnových krizí je mimo jiné i to, že přinášejí riziko ztrát nejenom pro domácí ekonomické subjekty krizí zasažené země, ale také pro podniky, banky, investory a státní instituce v partnerských zemích. V tomto případě pak hovoříme o tzv. **teritoriálním riziku**, které tyto partnerské instituce podstupují. Vzhledem k tomu, že měnová krize je většinou doprovázena i nedostatkem devizových prostředků v postižené zemi, hrozí výše uvedeným subjektům zejména riziko z včasného nezaplacení jejich pohledávek, které vůči svým partnerům v takové zemi mají. Z toho dále vyplývá nebezpečí částečné nebo i úplné ztráty těchto aktiv a jejich postupného odepsání. Riziko odpisu pohledávky, ať již vznikla exportem zboží nebo finanční investicí je přirozeně nejzávažnějším druhem podstupovaného rizika. Ztráty mohou ovšem vzniknout i v jiných oblastech, zejména jako důsledek devalvace národní měny zasažené země. V tomto případě hrozí například snížení hodnoty pohledávky, která byla vyjádřena v národní měně takovéto země. Další ztráty mohou vzniknout ve formě úrokových nákladů způsobených opožděným uhrazením pohledávky nebo v důsledku ztráty důležitého odbytiště, jehož kupní síla byla zdražením dovozů výrazně omezena nebo i zcela zlikvidována.

Thomas Krayenbuehl charakterizuje teritoriální riziko jako „**možnost, že suverénní stát nebo suverénní dlužník může být neschopen nebo neochoten splnit své závazky vůči zahraničnímu věřiteli a/nebo investorovi z důvodů, které jsou mimo obvyklá rizika**

**vztahující se k úvěrování nebo investování**<sup>28</sup>. Tento autor dále uvádí, že teritoriální riziko má dvě složky, a to

- Politické riziko
- Transferové riziko

Lze říci, že politické **riziko na měnové krize žádnou přímou vazbu nemá**. Je totiž definováno jako riziko podstupované věřiteli nebo investory, které spočívá v tom, že úřady příslušné země nepovolí **z politických důvodů** převody nejenom kapitálu, ale i úroků, dividend, nebo poplatků. Dotčená aktiva jsou pak buďto v dané zemi zablokována, nebo i přímo zabavena. Jako příklad lze uvést zmrazení iránských finančních aktiv Spojenými státy americkými v roce 1981 po událostech spojených s obsazením velvyslanectví USA v Teheránu. Politické riziko ovšem představují také války s třetími zeměmi, vnitřní nepokoje, revoluce, znárodňování a podobné události.

Naproti tomu **transferové riziko** Krayenbuehl definuje jako riziko omezení nebo i zastavení výše uvedených plateb, které uplatní úřady dlužnické země jako **součást své ekonomické politiky**. Je přirozené, že takováto opatření přijímají příslušné úřady především jako důsledek propuknutí měnové krize. Jako příklad lze uvést zákaz transferu krátkodobých investic v cizí měně do zahraničí, které uplatnila vláda Malajsie v průběhu měnové krize, která ji postihla v roce 1998.

### 1.5.2 Obrana proti teritoriálnímu riziku

Obrana proti důsledkům teritoriálního rizika má ve srovnání s klasickým rizikem protistrany, nebo jinak řečeno úvěrovým rizikem (ať již se jedná o podnik, banku nebo státní orgán) několik výrazných odlišností. Největší rozdíl je v tom, že **tento druh rizika vyžaduje odlišné způsoby zabezpečení**. Tak například k zajištění zahraniční pohledávky lze prakticky jen velmi obtížně využít hypotéku nebo zástavu jiných majetkových hodnot. Další podstatný rozdíl je v úplně jiné úrovni právní pozice věřitele nebo investora vůči dlužnické zemi. Tato pozice je výrazně slabší, než v případě tuzemských pohledávek a investic a tedy možnost právních kroků oproti dlužnické zemi, jakož i vynutitelnost přijatých soudních rozhodnutí je

---

<sup>28</sup> Thomas E. Krayenbuehl – Country Risk, Woodhead-Faulkner Cambridge, 2nd Edition, 1988, str. 3

výrazně omezená. Situaci komplikuje i to, že úvěrový vztah nebo investice je většinou realizována na základě právních systémů několika zemí.

Přesto si obchodníci, banky a investoři dokázali vyvinout celou řadu účinných nástrojů, jejichž pomocí lze teritoriální riziko výrazně snížit, i když nikdy nelze toto riziko, obdobně jako jiné druhy obchodních a finančních rizik úplně eliminovat. Podle své povahy **lze tyto nástroje členit na aktivní a pasivní.**

**Aktivní nástroje** obrany proti teritoriálnímu riziku jsou založeny na **přesunu rizika na jiný subjekt s mnohem vyšším stupněm bonity.** Z technického hlediska lze říci, že se zaměřují na zabezpečení finanční náhrady za ztracenou hodnotu aktiv (i když prakticky nikdy ne na úplnou náhradu vzniklých škod).

**Pasivní nástroje** jsou naproti tomu zaměřeny na omezení možných škod stanovením takové výše úvěrové nebo investiční angažovanosti, která je pro zahraničního věřitele nebo investora ještě únosná z hlediska jeho vlastní finanční rovnováhy.

Prvním takovým aktivním nástrojem je **pojištění pohledávky pojišťovací institucí.** Na pojištění teritoriálních rizik souvisejících s exportem nebo přímými zahraničními investicemi zakládají často vyspělé země specializované pojišťovací instituce. Jako příklad lze uvést náš EGAP, v USA je to US Eximbank, ve Francii COFACE, apod. Úkolem těchto institucí je podporovat domácí export do zemí s vyšším teritoriálním rizikem. Kromě toho začal být v návaznosti na vývoj sofistikovanějších způsobů řízení rizik tento druh pojištění v poslední době poskytován i na komerční bázi, zejména v krátkodobém a střednědobém horizontu. Tento způsob ošetření teritoriálního rizika lze použít především v oblasti pohledávek vzniklých exportními operacemi a také v oblasti přímých zahraničních investic. Naproti tomu možnosti pojištění finančních investic jsou výrazně nižší a také tento druh jejich zajišťování není v praxi příliš obvyklý.

Druhou aktivní možností obrany proti ztrátám způsobeným teritoriálním rizikem je využívání široké palety tzv. **dokumentárních instrumentů.** Jedná se zejména o nejrůznější druhy záruk, směnek, dále pak dokumentární inkasa, dokumentární akreditivy a v praxi se široce využívají i kombinace těchto instrumentů (např. druh dokumentárního inkasa, kdy se dokumenty od zboží předávají nikoliv proti zaplacení, ale oproti akceptu směnky ze strany dovozce zboží – documents against acceptance). Výhodou dokumentárních instrumentů, zejména akreditivů a inkas je to, že jsou normativně upraveny akty Mezinárodní obchodní komory v Paříži (ICC). Částečně to platí i o směnkách, které upravuje tzv. Vídeňská konvence. Tu však neuznávají ve svých právních systémech anglosaské země. I když se jedná o



mimořádně zajímavou oblast financí, vzhledem k charakteru této práce se jí nebudu dále zabývat.

**Pasivní obrana** spočívá, jak již bylo uvedeno výše, v omezení úvěrové angažovanosti věřitelů nebo investorů vůči jednotlivým zemím. Toto omezení se realizuje vytvářením tzv. **teritoriálních limitů**, které stanovují především celkovou částku pohledávek a investic, kterou ekonomický subjekt (banka, podnik, apod.) považuje za bezpečné v příslušné zemi mít. Každá úvěrová angažovanost v příslušné zemi, i když dlužníkem nemusí být přímo stát, ale podnik nebo banka, potom „čerpá“ takto stanovený limit. Po jeho vyčerpání není možné další úvěry poskytovat a případné další dodávky je nutno realizovat proti platbám předem, nebo použitím dokumentárních instrumentů otevíraných bankami ze zemí, vůči nimž má dodavatel volný teritoriální i úvěrový limit. Při stanovování teritoriálního limitu si obdobně jako při stanovování úvěrových limitů musí vedení banky, investiční společnosti nebo podniku klást otázku, jak ztráta aktiv v příslušné zemi ovlivní

- a) jeho hospodářský výsledek v příslušném roce
- b) jeho celkovou finanční stabilitu

To znamená, že základem pro stanovování teritoriálního limitu musí být dlouhodobý průměrný zisk a kapitálová vybavenost příslušné firmy, které vlastně určují bezpečnostní hranici. Vytváření teritoriálních limitů je ovšem založeno především na oceňování rizika v příslušné zemi a to jak ekonomického, tak i politického. Oceňování ekonomického rizika (zde uváděného jako transferového) je realizováno s využitím metod a ukazatelů uvedených v kapitole 1.2 této práce. Řada institucí ovšem využívá tzv. ratingu, který jednotlivým zemím přidělují specializované ratingové agentury, z nichž nejznámější jsou americké Moodys a Standard and Poors. Speciální přístup k teritoriálnímu riziku bankovních institucí má Basilejský výbor pro bankovní dohled (Basel Committee for Banking Supervision), který z tohoto hlediska považuje za země s nižším teritoriálním rizikem členské země OECD. Pro angažovanost vůči bankám ze zemí OECD proto ukládá věřitelským bankám nižší procento tzv. kapitálové přiměřenosti, než pro úvěrovou angažovanost mimo OECD. Teritoriální limity obsahují většinou i časovou dimenzi. Obecně platí, že čím větší teritoriální riziko je, tím menší jsou povolené částky angažovanosti a také se zkracuje lhůta angažovanosti.

## 1.6 Závěry teoretické části práce

Závěrem této části mé práce lze konstatovat, že teoretické vymezení hlavních problémů souvisejících s finančními krizemi je poměrně propracované a příčiny jejich propuknutí jsou všeobecně známé. Hlavní poučení z přehledu hlavních oblastí teoretického poznání ve zkoumané oblasti podle mého názoru spočívá v tom, že **za všemi finančními krizemi je vždy nějaký nesoulad**. Nesoulad mezi příjmy a výdaji, splatností aktiv a pasiv a jejich měnovou strukturou, produktivitou a spotřebou, očekáváními a skutečností, mezi kapitálem a zadlužeností, apod. Tento zdánlivě jednoduchý poznatek je ale komplikovaný tím, že krize propuká až s časovým odstupem od porušení rovnováhy. Tento časový odstup může být v řadě případů dosti dlouhý a k propuknutí krize pak může stačit i událost, která s celkovou situací nemusí vůbec souviset. Dalším důležitým závěrem je také to, že vinu za krize nenesou pouze dlužníci, ale také neopatrní nebo chamtiví investoři a věřitelé. V další, analytické části této disertace bude možno sledovat, jak se výše uvedené teoretické poznatky projevují v konkrétních případech vybraných zemí zasažených finančními krizemi.

## 2. Analýza nejdůležitějších měnových krizí, které proběhly ve druhé polovině 90. let minulého století a počátkem 21. století

### 2.1. Měnová krize v roce 1997 v Thajsku

Thajská ekonomika vykazovala od poloviny osmdesátých do poloviny devadesátých let minulého století dynamický růst hrubého domácího produktu, který dosahoval hodnot blížících se i 10% ročně. Thajsko se tím zařadilo mezi země, kterým se přezdívalo „malí draci“. Dynamický růst přitahoval zahraniční investory, kteří ochotně financovali dlouhodobé schodky běžného účtu platební bilance, které lze sledovat v následující tabulce č. 3.

Tabulka č. 3 Běžný účet Thajska

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Schodek BÚ v mld.USD	-7,6	-6,3	-6,4	-8,1	-13,6	-14,7	-3
Schodek BÚ na GDP v %	-7,74	-5,65	-5,1	-5,61	-8,08	-7,95	-1,95

Zdroj: International Financial Statistics

Z tabulky je patrné, že podíl thajského schodku běžného účtu platební bilance na hrubém domácím produktu byl po celá devadesátá léta až do propuknutí měnové krize nad

všeobecně uznávanou bezpečnostní hranicí 5%. **Investoři však byli uklidňováni stabilní makroekonomickou situací, vysokým růstem a skutečností, že ze zahraničního dluhu byly financovány investice, které v některých letech rostly až o 20 % ročně a nikoliv spotřeba.**

Nicméně, agresivní deregulace finančních trhů, kterou thajské úřady realizovaly počátkem 90. let kombinovaná s hojným přílivem kapitálu vedly k postupnému vytváření „cenové bubliny“, a to především na trhu nemovitostí a akciovém trhu. V roce 1996 se začala nepříznivě projevovat vazba bahtu na americký dolar. I když baht vůči dolaru kolísal od roku 1991 do roku 1996 jen ve velmi úzkém rozpětí mezi 24,9 a 25,4, zpevnění dolaru k většině měn v jihovýchodní Asii způsobilo zpomalení thajského exportu. Jak je patrné z tabulky č.3, projevil se tento výpadek exportu ve zhoršení podílu schodku běžného účtu na hrubém domácím produktu až k 8%, tedy vysoko nad zmíněnou bezpečnostní hranicí 5%.

**Kombinace nadhodnoceného kurzu, velkého deficitu běžného účtu a záporných směnných relací vedla k tomu, že na jaře 1997 se baht dostal pod velmi silný tlak.** Centrální banka musela řešit dvojitý problém. Jednak musela dodávat likviditu churavějším komerčním bankám, které musely řešit problém s nevyrovnanou devizovou pozicí svých bilancí a současně intervenovat na devizovém trhu. Vláda se snažila stabilizovat situaci zavedením kontroly pohybu kapitálu a také rozpočtovými škrty. Nicméně, **pokračující spekulativní útoky na thajskou měnu a také problémy s obnovováním krátkodobého dluhu donutily thajské autority v červenci 1997 opustit politiku pevného kursu a přejít na floating.** Došlo k tomu necelé dva měsíce po tom, co ke stejnému opatření přistoupila Česká republika. Realizovanými opatřeními se obnovit důvěru v baht nepovedlo. V samotném červenci ztratila thajská měna oproti USD 20% hodnoty. Devalvace bahtu byla poměrně rozsáhlá, což dokumentuje porovnání průměrného kurzu za roky 1996 (tedy poslední rok před krizí), dále v krizovém roce 1997 a následujícím roce 1998.

1996 25,343 bahtu/USD

1997 31,364 bahtu/USD

1998 41,359 bahtu/USD (Zdroj: International Financial Statistics)

Kromě devalvace musela thajská centrální banka řešit i problém s devizovou likviditou, protože thajský zahraniční dluh byl nejenom poměrně rozsáhlý, ale měl i špatnou časovou strukturu, jak je patrné z následující tabulky č. 4.

Tabulka č. 4, Přehled zahraničního thajského dluhu v mld USD

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Zahraniční dluh celkem	100,8	108,7	109,3	105,1	95,1	79,7
Krátkodobý dluh	52,4	47,7	38,3	28,4	19,5	14,7
Dlouhodobý dluh	48,4	61	71	76,6	75,5	65

Zdroj: Mezinárodní měnový fond, OP 218/2003

**Vzhledem k rychlému odlivu krátkodobého kapitálu patrného z tabulky č. 4 se muselo Thajsko obrátit k Mezinárodnímu měnovému fondu se žádostí o úvěrovou pomoc.** Ten v srpnu 1997 poskytl 4 mld. USD tříletého úvěru Stand-By Arrangement a později i další úvěrovou pomoc v hodnotě 13 mld. USD. Poskytnutí úvěrových zdrojů bylo ovšem vázáno na splnění následujících úvěrových podmínek:

1. finanční restrukturalizace včetně uzavření nesolventních finančních institucí
2. fiskální restrikce umožňující snížení rozpočtového schodku na 3% HDP
3. regulace poskytování domácích úvěrů.

Bohužel, ani tato opatření nedokázala stabilizovat situaci a znehodnocování bahtu pokračovalo. Thajské úřady měly i nadále potíže s odlivem krátkodobého kapitálu a odplývající depozita se dařilo obnovovat jen s obtížemi. Hospodářský pokles byl prudší, než se očekávalo a s tím byl spojený i pokles investic a růst nezaměstnanosti. Uvedené problémy spolu s politickými problémy rozhodně nepřispívaly k obnovení důvěry v thajskou ekonomiku. Teprve nová vláda, která se ujala úřadu v listopadu 1997 dokázala stabilizovat situaci a s pomocí dalších rozpočtových úspor se jí konečně obnovit důvěru podařilo. V únoru 1998 se pokles kursu bahtu zastavil a ekonomika se začala zotavovat. **Prvotní příčina thajské měnové krize spočívala v soukromém sektoru.** Velký příliv kapitálu umožnil kumulovat v bilancích bank a ostatních finančních zprostředkovatelů množství nekvalitních úvěrů. Finanční slabost způsobená mimo jiné nedostatečnou regulací a slabým bankovním dohledem vedla k chybné alokaci úvěrových zdrojů a současně i k inflačnímu nárůstu cen aktiv. Velký krátkodobý dluh v dolarech s nezajištěným kursovým rizikem zvýšil riziko sebenaplňujícího se spekulativního útoku. Oslabení ekonomiky v roce 1996 přispělo ke

zhoršení kvality úvěrového portfolia a odhalilo slabost thajského finančního systému. To mimo jiné znemožnilo použít ve větším měřítku zvýšení úrokových sazeb k obraně kursu.

**Naproti tomu, rozpočtový systém byl až do vzniku krize vcelku v pořádku**, na rozdíl od mnoha jiných zemí zasažených krizemi. Celkově nízká zadluženost byla doprovázena ročními rozpočty, u nichž se střídaly mírné schodky s malými přebytky. Co ovšem nebylo v pořádku a bohužel také zůstávalo skryto mimo oficiální statistiky, byl **velký objem vládních záruk špatně regulovaným finančním institucím**. Plnění z těchto záruk za místní finanční instituce, nebo i přímo bankám za jejich klienty bylo také rozhodující příčinou velkého nárůstu thajského zahraničního státního dluhu po propuknutí krize, jak je to patrné z tabulky č. 5.

Tabulka č. 5 - přehled thajského zahraničního dluhu v mld. USD

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Celkový zahraniční dluh Thajska	100,8	108,7	109,3	105,1	95,1	79,7
z toho veřejný sektor	16,3	16,7	24,1	31,6	36,2	33,9

Zdroj: OP IMF 218/2003 Fiscal vulnerability and Financial Crises in Emerging Economies

Poměrně zajímavé výsledky vyplývají z aplikace některých ukazatelů signalizujících možnost propuknutí měnové krize Abiadova modelu uvedeného v části 1.2.2 této práce na thajském případě. Přehled je uveden v tabulce č. 6

Tabulka č. 6 Přehled rizikových ukazatelů thajské ekonomiky

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Devizové rezervy v mld USD	20,4	24,5	29,3	36,1	37,7	26,2	28,8	33,8	31,9	32,4
Tempo růstu dev.rez.%	16,6	20,1	19,6	23,2	4,4	30,5	9,9	17,4	10,9	1,6
M2/devizové rezervy	4,07	4,01	3,85	3,65	3,86	3,51	4,51	3,93	3,76	3,71
Krát.zahr.dluh/deviz.rez..				1,46	1,27	1,46	0,99	0,58	0,46	
Domácí úvěr v mld. Baht	2086	2559	3300	4062	4643	6245	6167	5906	5466	5144
Tempo růstu dom.úvěru %	18,1	22,7	28,9	23,1	14,3	37,5	-1,2	-4,2	-7,5	-5,9
Domácí depozita/M2	0,88	0,88	0,88	0,88	0,88	0,9	0,85	0,87	0,87	0,88
Domácí úvěr/M2	0,98	1,02	1,17	1,23	1,25	1,44	1,29	1,18	1,05	0,97

Zdroj: International Financial Statistics

Ve výše citované výzkumné práci IMF se dále uvádí, že **ke krizi přispěl i daňový režim, který v podnikovém sektoru zvýhodňoval dluh před akciovým kapitálem**, což přispělo k vysokému podílu dluhu na celkových pasivech, zejména u velkých firem.

Ze všech použitých ukazatelů, pro které se mi podařilo získat spolehlivé podklady, varoval před propuknutím krize vcelku nejspolehlivěji ukazatel **podílu schodku běžného účtu platební bilance na HDP**. Ten uvádím v tabulce č. 3 na straně 65, kdy se po celé zkoumané období uvedený ukazatel pohyboval nad všeobecně uznanou bezpečnostní hranicí 5%. Nebezpečí dobře signalizoval i **podíl krátkodobého zahraničního dluhu vztažený k devizovým rezervám** a také ukazatele vývoje domácího úvěru, a to jak absolutní tempo růstu, které zaznamenávalo trvale dvou ciferné hodnoty, tak i v relativním vyjádření k měnovému agregátu M2, který signalizoval, že domácí úvěrová expanze je od roku 1993 financována ze zahraničních zdrojů.

**Bez vypovídací schopnosti se v thajském případě ukázal podíl domácích depozit na agregátu M2**, který se pohyboval s několika málo výjimkami kolem hodnoty 0,88 a jak na krizi, tak i na způsoby jejího léčení prakticky nereagoval. **V zásadě falešný signál naopak vysílal ukazatel vývoje devizových rezerv v absolutním vyjádření v miliardách USD**. Tento ukazatel vykazoval až do propuknutí měnové krize dynamický růst, i když byl zjevně financován z narůstajícího zahraničního dluhu.

Naproti tomu, **vztah měnového agregátu M2 k devizovým rezervám, který nejlépe vyjadřuje potenciální poptávku po devizových prostředcích, nebyl až tak jednoznačný**. Tento ukazatel měl sice až do propuknutí měnové krize klesající tendenci, což by naznačovalo zlepšující se trend, ale jeho absolutní úroveň mezi 4,5 a 3,28 v celém hodnoceném období signalizovala nebezpečí, neboť v období před krizí mohla být 1 jednotka místní měny (a tedy potenciální poptávky po devizových prostředcích) kryta skutečnou zásobou deviz pouze z cca jedné čtvrtiny až jedné třetiny. Jak je patrné z tabulky č. 6, absolutní hodnota tohoto ukazatele nedoznala ani několik let pro měnové krizi řádového zlepšení.

## 2.2 Měnová krize v roce 1997 v Jižní Koreji

**Propuknutí měnové krize v této zemi bylo pravděpodobně nejméně očekávané ze všech zemí jihovýchodní Asie, kde se měnová krize projevila**. Od počátku 90. let vykazovala korejská ekonomika masivní růst doprovázený vcelku uspokojivou inflací, která kolísala kolem 5% ročních

hodnot. Rovněž měnový kurs wonu byl stabilní a také saldo státního rozpočtu vykazovalo většinou mírné přebytky. Tyto pozitivní výsledky na makroekonomické úrovni dokládá tabulka č. 7.

Tabulka č. 7 - Přehled základních ukazatelů jihokorejské ekonomiky

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Průměrný kurs wonu k USD v daném roce	780	803	803	771	804	951	1401	1189	1131	1291	1 251
Růst GDP ve stálých cenách	5,06	5,75	8,58	8,94	6,8	5,01	-6,69	10,9	9,33	3,1	6,35
Inflace spotřebitelských cen	6,22	4,82	6,16	4,49	4,96	4,44	7,57	0,76	2,27	4,03	2,77
Saldo státního rozpočtu v% GDP	-0,5	0,64	0,32	0,29	0,45	0,25	x	x	x	x	x

Zdroj: International Financial Statistics

Nicméně, pod těmito pozitivními výsledky se skrývaly i značné slabiny, především strukturálního charakteru. **Tyto slabiny se skrývaly v korejském podnikovém sektoru,** zejména ve velkých konglomerátech zvaných „cheboly“. Korejské podniky začaly počátkem devadesátých let přijímat velké množství zahraničních úvěrových prostředků, zejména ve formě syndikovaných úvěrů. Docházelo tak ale k systematickému zhoršování jejich vybavenosti kapitálem. V hodnotící zprávě MMF<sup>29</sup> se uvádí, že poměr kapitálu k závazkům byl v korejském podnikovém sektoru 400% a u 30 největších „chebolů“ dokonce 500%. To znamená, že v tomto případě na 1 wonu kapitálu připadalo 5 wonů dluhu. Všeobecně uznávaná a doporučená hranice je 1 : 1, to znamená na 1 měnovou jednotku dluhu 1 jednotka vlastního kapitálu. **Lze tedy odvodit, že korejské podniky byly silně předlužené.**

Další problémy se skrývaly v bankovním sektoru. Po mnoho let bylo rozhodování bank o úvěrech ovlivňováno politickými rozhodnutími vládních úředníků a ne spolehlivou analýzou úvěrového rizika. Rovněž kvalita bankovního dohledu byla velmi slabá, zvláště v oblasti tvorby opravek na pochybné úvěry a řízení likvidity bank. **Výsledkem bylo, že se začala systematicky zhoršovat kvalita bilancí bank.** V jejich aktivech se začaly hromadit pochybné úvěry a většina úvěrového portfolia byla dlouhodobá a navíc denominovaná v místní měně. Na druhé straně, významná část pasiv bank byla tvořena v důsledku omezení na kapitálovém účtu krátkodobými zahraničními úvěry denominovanými především v dolarech.

<sup>29</sup> The IMF and Recent Capital Account Crises“ z roku 2003, str. 17

První krizové signály se objevily počátkem roku 1997. Na trhu polovodičů došlo k prudkému poklesu cen, což vedlo k bankrotu šesti z třiceti největších „chebolů“ (zejména významný byl pád Hanbo Group). Tyto bankroty dále zhoršily i bez toho špatnou kvalitu bankovních úvěrových portfolií. Tato skutečnost nezůstala utajena zahraničním věřitelům a většina korejských bank začala mít problémy s obnovou krátkodobých depozit přijatých ze zahraničí především v USD. Korea se nicméně ještě dokázala vyhnout nákaze, která se začala šířit počátkem června 1997 v důsledku propuknutí měnové krize v Thajsku.

Větší otřesy se dostavily až v srpnu, kdy většina zahraničních bank již svá krátkodobá depozita neobnovila a korejské banky přestaly být likvidní. Vláda se snažila zachránit situaci vydáním plošné garance za všechny bankovní závazky denominované v zahraniční měně, ale poněvadž tato záruka nebyla schválena parlamentem, nemělo toto opatření na situaci žádný vliv. **K plnému rozvinutí krize došlo v říjnu** a spouštěcím mechanismem byl jednak bankrot koncernu KIA a dále spekulativní útok na hong-kongský dolar. K 20. listopadu ztratila korejská centrální banka, která odprodávala volně směnitelnou měnu bankám komerčním k úhradě jejich závazků, prakticky všechny devizové rezervy.

Mezi 5. a 24. listopadem ztratil won 70% ze své hodnoty a devalvoval na 2000 wonů za USD. K podpoře domácí měny zvýšila centrální banka svou základní sazbu z 12% na 32% p.a., ale na situaci se to příliš neprojevalo. Zásadní úlevu přinesla až pomoc Mezinárodního měnového fondu, který 4. prosince schválil úvěrový rámec ve výši 21 miliard USD s další dodatečnou facilitou ve výši 37 miliard USD. **Úvěrová pomoc MMF pomohla obnovit důvěru mezinárodních finančních trhů v možnost zlepšení situace** a tak v lednu 1998 podepsala Korea dohodu se zahraničními bankami o restrukturalizaci 22 miliard USD krátkodobého dluhu korejských komerčních bank výměnou za jejich zaručení korejskou vládou. Uzavření této dohody pomohlo stabilizovat v Koreji devizový trh a umožnilo návrat země na mezinárodní kapitálový trh. V dubnu se podařilo upsat emisi korejských státních dluhopisů ve výši 4 miliard USD, v červnu zpevnil kurs wonu na 1300 za USD a v listopadu se objevily první známky ekonomického oživení. Nicméně, dopady krize na korejskou ekonomiku byly pro rok 1998 kruté. Hrubý domácí produkt poklesl o téměř 7%, soukromá spotřeba o 12% a investice dokonce o 21%.

Na podmínky korejské ekonomiky jsem aplikoval vybrané Abiadovy ukazatele považované za vhodné k signalizaci možnosti propuknutí krize, podle části 1.2.2. této práce, které jsou v níže uvedené tabulce č. 8.



Tabulka č. 8 -Vybraní ukazatelé rizika jihokorejské ekonomiky

Korea	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Deviz.rezervy v mld USD	17,1	20,2	25,6	32,7	34	20,4	51,9	73,9	96,1	103	121
Tempo růstu DR v %	24,8	21,6	26,7	27,7	3,9	-40,1	154	42,4	30,2	6,7	18,1
M2/ Devizové rezervy	7,2	6,9	6,5	6,1	6,5	10,5	3,5	3,7	3,8	3,5	3,4
Krát.dluh/Deviz.rezervy			2,3	2,2	2,7	3,1	0,6	0,5			
Domácí úvěr tis.mld.won	140	157	186	213,6	255	314	351	412	480	546	645
Tempo růstu dom.úvěru	11,5	12,8	18,4	14,9	19,4	23,3	11,7	17,3	53,8	13,8	18,2
Domácí úvěr/M2	1,66	1,4	1,4	1,39	1,43	1,54	1,36	1,25	1,16	1,17	1,24
Celk.zahran.dluh/GDP			23,3	27,9	33,9	33,4	46,9	33,8			
Schodek BÚ PB/GDP	1,26	x	1,02	1,86	4,74	1,72	x	x	x	x	x

Zdroj: International Financial Statistics, OP MMF 218/2003

Z aplikace vybraných ukazatelů vyplývají následující závěry. Rizika a zranitelnost korejské ekonomiky signalizovaly především poměrové ukazatele, a to zejména **několikanásobné převýšení krátkodobého dluhu nad devizovými rezervami** před propuknutím krize. Po stabilizaci situace poklesla jeho hodnota pod 1, což znamená, že od roku 1998 byly již devizové rezervy větší než krátkodobý dluh.

Dalším ukazatelem naznačujícím finanční zranitelnost země byl **vztah měnového agregátu M2 k devizovým rezervám**. Také tento ukazatel signalizoval, že domácí subjekty mohly použít k nákupu cizí měny prostředky v domácí měně 6 až 10-krát větší, než devizové rezervy. I v tomto případě po stabilizaci situace hodnota ukazatele výrazně poklesla na cca 3,5 násobek. Je zajímavé, že v případě měnové krize v Thajsku tento ukazatel žádné nebezpečí neindikoval.

Dalšími ukazateli, které vysílaly varovné signály byl **velmi dynamický růst domácího úvěru**, který rostl tempem mezi 10 až 20% ročně, což bylo podstatně rychlejší tempo, než růst HDP a zejména **vztah objemu domácího úvěru k objemu měnového agregátu M2**. Tyto relativní hodnoty, které se až do propuknutí krize pohybovaly mezi 1,4 až 1,5 násobkem ve prospěch objemu úvěru signalizovaly, že domácí úspory nejsou dostatečně schopné pokrývat úvěrovou poptávku a že k jejímu pokrytí musí být ve velkém rozsahu používány úvěrové zdroje ze zahraničí. Pozoruhodné je, že ani po odeznění krize hodnota tohoto ukazatele neklesla pod 1.

Naproti tomu selhal **ukazatel podílu schodku běžného účtu platební bilance k HDP**, který se pouze jeden rok před propuknutím krize přiblížil 5% bezpečnostní hranici, ale ani v tomto roce ji nepřekonal. Obdobně **podíl celkového zahraničního dluhu k HDP** se bez

problémů pohyboval pod všeobecně uznávanou bezpečnostní hranicí 40% a překonal ji až po odeznění krize v roce 1998. Také dynamický růst devizových rezerv, které se s výjimkou krizového roku 1997 a předcházejícího roku 1996 zvyšovaly dvouciferným tempem, žádné znepokojivé signály neindikoval.

### 2.3. Brazilská krize v letech 1998/1999

Ve srovnání s měnovými krizemi, které postihly koncem devadesátých let jiné země byla brazilská krize dosti specifická. Brazilská ekonomika tou dobou netrpěla ani předluženým sektorem podniků a komerčních bank, ani zásadní fiskální nerovnováhou. Brazílie trpěla až do počátku devadesátých let výraznými měnovými turbulencemi, které se projevovaly jak ve více než třiciferné inflaci, tak i hodnotou tehdejší měny cruzeira vůči USD nejdříve v milionech, potom další měny cruzada a nakonec cruzeira real v tisících jednotek. Nicméně, od roku 1994, kdy byla provedena zásadní ekonomická reforma včetně měnové, která zavedla novou měnu real (vydělením cruzeira real 2 750) se dala brazilská ekonomika vcelku do pořádku, jak je ostatně patrné z dále uvedené tabulky č.9. Kurs realu byl ale při svém vzniku v roce 1994 nadhodnocen, a to asi o třicet tři procent, jak uvádí ve své hodnotící zprávě v roce 2003 tým MMF (str. 21).

Tabulka č. 9 – Přehled základních ukazatelů brazilské ekonomiky

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Prům.roč.kurz Real/USD	0,918	1,005	1,078	1,161	1,815	1,83	2,358	2,921
Roční Inlace CPI v %	57,5	15,7	6,9	3,2	4,9	7,1	6,8	8,4
Růst HDP v %	3,87	2,99	3,63	0,13	0,81	4,36	1,31	1,93

Zdroj: International Financial Statistics

Přesto se zejména po roce 1996 začaly projevovat i některé ne úplně pozitivní jevy. Jednalo se zejména o **schodek běžného účtu platební bilance**, který se z prakticky rovnovážného stavu v roce 1994 převrátil do schodku téměř 4% ve vztahu k HDP v roce 1998. Tento vývoj sice představuje z hlediska trendu citelné zhoršení, nicméně mezinárodně uznaná bezpečnostní hranice 5% nebyla dosažena. Analýza MMF ale uvádí, že tento schodek běžného účtu se podílel spolu s rozpočtovým schodkem na zvýšení zranitelnosti ekonomiky vůči nákaze, která se šířila z jihovýchodní Asie.

Dalším makroekonomickým ukazatelem, který zaznamenal výrazné zhoršení byl, jak je uvedeno v následující tabulce č. 10, **deficit veřejných financí**. To spolu s rostoucím schodkem běžného účtu platební bilance vedlo k poměrně masivnímu **nárůstu zahraniční zadluženosti**. Negativní trend růstu zahraniční zadluženosti byl dále zhoršován od roku 1996 poměrně **výrazným poklesem devizových rezerv**. Přehled vývoje těchto negativních jevů je dobře patrný z následující tabulky č. 10.

Tabulka č. 10 – Přehled vývoje brazilské zahraniční zadluženosti, devizových rezerv a podílu veřejného dluhu na HDP

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Zahr.dluh v mld. USD	148,3	159,3	179,9	200,1	241,6	241,5	236,2	209,9	212,9
Deviz.rezervy v mld.USD	38,8	51,8	60,1	52,2	44,6	36,3	33	35,9	37,8
Veřejný dluh/HDP v %	30,1	30,6	33,3	34,4	41,7	48,7	48,8	52,6	56,5

Zdroj: The IMF and Recent Capital Account Crises, str. 21, vydal IMF v roce 2003 jako Independent Evaluation Report

Ve vývoji veřejného dluhu je na jedné straně pozoruhodné jeho tempo růstu, na druhé straně ale považují za potřebné uvést, že **Brazílie, co se tohoto ukazatele týče, bez problémů celá léta plnila jedno z klíčových Maastrichtských kritérií, které pro celkový dluh veřejných financí stanovuje hranici 60% z HDP. Protože Brazílie přesto nebyla uchráněna před měnovou krizí, je tento případ podle mého názoru poučný i pro českou ekonomiku. Zde podíl státního dluhu na HDP rovněž razantně roste, i když Maastrichtský limit zatím také není dosažen.**

Ve druhé polovině roku 1997 začaly na Brazílii dopadat důsledky asijské měnové krize, kterým vláda nebyla ochotna z důvodu nadcházejících parlamentních voleb čelit ani v rozpočtové, ani v kursově oblasti. Naopak, v roce 1998 došlo k výraznému uvolnění rozpočtové politiky, jak je patrné z tabulky č. 10. Tento krok vyvolal mezi zahraničními investory nedůvěru, což se projevilo v tlaku na kurs reálu. Centrální banka reagovala na obranu kursu své měny masivními intervencemi, což mělo ale za následek citelné snížení devizových rezerv. Měnové autority také sáhly k intenzivní měnové restrikci a prakticky zdvojnásobily základní diskontní sazbu z 20 na cca 40% p.a.. Na doporučení MMF byl rovněž navržen soubor opatření k dosažení rozpočtové stability ve střednědobém časovém horizontu a udržení v zásadě pevného kursu reálu.

Uvedenými opatřeními se podařilo rozptýlit nedůvěru zahraničních věřitelů, tlak na kurs reálu ustal a počátkem roku 1998 začal do Brazílie proudit zahraniční kapitál (většinou

spekulativní) přilákaný vysokým úrokovým diferencíalem a nadějí, že kurs reálu se podaří udržet ve vymezeném úzkém flukтуаčním pásmu. Centrální banka reagovala na zlepšení situace a v prosinci 1998 snížila diskontní sazbu na 29% p.a.. Bohužel, tento krok byl přijat právě v době, kdy parlament odmítl schválit návrh vládních úsporných opatření dohodnutých s MMF a kdy guvernér státu Minas Gerias vyhlásil 90 denní moratorium na plnění finančních závazků tohoto státu brazilské federace.

To vyvolalo mezi investory novou vlnu nedůvěry a brazilská měna se koncem roku 1998 dostala znovu pod silný tlak. Počátkem roku 1999 odmítly zahraniční věřitelské banky obnovit svá maturující krátkodobá depozita a nastal masivní útěk kapitálu. Situace se vyhrtila 13. a 14. ledna, kdy Brazílie ztratila během těchto dvou dnů 14 mld. USD ze svých devizových rezerv. 15. ledna 1999 pochopily brazilské úřady bezvýchodnost snahy o udržení stávajícího kursového mechanismu a rozhodly se po dohodě s MMF opustit úzké flukтуаční pásmo vymezující kurs reálu a přejít od 18. ledna na volný floating. Změna kursového režimu byla doprovázena opětovným zvýšením diskontní sazby centrální banky až na 40 % p.a. k počátku února. Kurs reálu i objem devizových rezerv ale klesaly až do konce března, kdy se podařilo dohodnout s Mezinárodním měnovým fondem nový podpůrný program, který by zemi umožnil překonání vzniklých problémů. Hlavními body tohoto programu byla dvě následující opatření

- Zavedení inflačního cílování
- Limitování schodku veřejných financí na 3,1 % HDP (původní program z prosince 1998 předpokládal přísnější poměr 2,6%)

Kromě toho zvýšila centrální banka v březnu svoji diskontní sazbu až na 45% p.a. Tato opatření již měla pozitivní dopad. Mezinárodní banky souhlasily s dobrovolným prodloužením splatnosti svých depozit o 6 měsíců, podařilo se obnovit důvěru věřitelů a investorů a kurs reálu se postupně stabilizoval, což umožnilo postupně snížit úrokové sazby.

Pozoruhodné na brazilské krizi je to, že se **země dokázala uniknout ekonomické recesi**, neboť v roce 1999 došlo k poklesu tempa růstu HDP na 0,8%, nicméně se podařilo zabránit jeho absolutnímu meziročnímu snížení. Na rozdíl od jiných zemí, zejména Jižní Koreje se také **krize v zásadě nedotkla brazilských komerčních bank**, jejichž bilance byly vcelku velmi zdravé a brazilské banky krizi bez větších problémů přestály (až na Banco Economico, která byla nakonec převzata Bank Safra, aniž by vkladatelé utrpěli ztráty).

Na rozdíl od Jižní Koreje nebo Thajska, v případě Brazílie vysílalo několik ukazatelů včasné výstrahy před krizí poměrně silné varovné signály, jak je patrné z tabulky č. 11.

Tabulka č. 11-Přehled brazilských rizikových faktorů

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Deviz.rezervy v mld.USD	37,1	49,7	58,3	50,8	42,6	34,8	32,5	35,7	37,7
Změny deviz.rezerv v %	21,2	34,1	17,3	-12,9	-16,1	-18,3	-6,6	9,8	5,6
M2/devizové rezervy	x	4,21	3,68	4,65	5,66	4,78	5,27	4,17	3,93
Krátk.zahr.dluh/dev.rez.	x	x	1,59	1,41	1,66	1,41	1,11	1,30	x
Domácí úvěr mld.reálů	x	232,2	312,3	349,2	508,1	498,6	501,2	657,9	799,1
Růst dom.úvěru v %	x	x	33,1	20,3	34,3	-1,9	0,5	31,3	21,5
Domácí úvěr/M2	x	1,23	1,23	1,35	1,81	1,65	1,59	1,87	1,85
Schodek BÚ/HDP v %	-0,33	-2,81	-3,03	-3,51	-3,79	-2,71	-2,21	-1,94	-0,57

Zdroj: Zdroj: The IMF and Recent Capital Account Crises, str.115

Negativní vývoj se projevil již dva roky před propuknutím krize jak ve výrazném absolutním poklesu devizových rezerv, tak také v jejich vztahu ke krátkodobému zahraničnímu dluhu. Obdobně se také projevoval dynamický nárůst domácího úvěru. Schodek běžného účtu platební bilance k HDP se, jak je uvedeno v tabulce č. 11, naproti tomu ani nepřiblížil kritické hranici 5%, i když i tady se projevil dynamické zhoršování několik let před krizí.

## 2.4 Ruská měnová krize v roce 1998

Od počátku tržních reforem, které začaly být v Rusku zaváděny od roku 1992, vznikala v této zemi nový bankovní systém, jakož i ostatní finanční instituce a také daňová soustava především transformací starého systému ze sovětských dob. To se přirozeně odrazilo i v nízké úrovni všech složek finančního a bankovního systému. Bez nadsázky lze asi ale říci, že nejslabším článkem byla soustava rozpočtová. **Ruský systém veřejných financí se od počátku tržních reforem vymykal kontrole úřadů.** Zejména se to týkalo nedostatečného výběru daní, kde si ruské úřady nedokázaly poradit s obrovskými daňovými úniky. Výdajovou stranu naproti tomu zatěžovala řada neproduktivních a neefektivních položek a také všeobecně rozšířené plýtvání a rozkrádání. Výsledkem obou vlivů bylo to, že ruský stát plnil své závazky se zpožděním, které leckdy dosahovalo i řadu měsíců, což se zvláště bolestivě projevovalo v sociální oblasti, zejména u důchodců a státních zaměstnanců.

**Přes veškeré nedostatky vyplývající z transformace se ale ruská ekonomika začala postupně vzpamatovávat** a v roce 1997 zaznamenala poprvé od počátku transformace

ekonomický růst.. Inlace poklesla na úroveň kolem 15 %, úrokové sazby centrální banky poklesly až na 11 % p.a. a rovněž ruská burza vykazovala v tomto roce jeden z nejrychlejších přírůstků na světě. Bohužel, první spolehlivá a srovnatelná čísla jsou u většiny ruských makroekonomických agregátů k dispozici až od roku 1996.

V říjnu 1997 se ale i v Rusku projevíly důsledky asijské měnové krize. Zahraniční investoři stáhli z Ruska část svých depozit a ruská centrální banka musela intenzivně intervenovat na obranu kursu rublu. Za tím účelem také byly znovu zvýšeny diskontní úrokové sazby centrální banky. Omezená dostupnost vnitřních finančních zdrojů dále zhoršila zpoždění v domácích státních platbách. **V průběhu I. pololetí roku 1997 bylo Rusko navíc postiženo politickými turbulencemi spojenými s výměnou předsedy vlády a dále výrazným poklesem cen energetických surovin, zejména ropy a zemního plynu,** což se nepříznivě projevilo v poklesu exportních příjmů. V důsledku těchto vlivů se dále prohloubila nejistota investorů a v návaznosti na to zesílil odliv kapitálu ze země, a to nejenom zahraničního, ale i ruského. Stále se zhoršující situace ve výběru daní způsobila, že již ruský stát nebyl schopen splácet svoje vnitřní závazky, nebo tak činil jen s velkým zpožděním. Úrokové sazby vzrostly až na 100 % p.a. a ruský akciový trh poklesl v srpnu 1998 na úroveň cca 20 % stavu dosaženého před rokem.

**V červenci 1998 Mezi národní měnový fond zorganizoval spolu s vládami některých ekonomicky vyspělých zemí velký úvěrový rámec,** který měl Rusku pomoci udržet jeho platební schopnost. To do určité míry pomohlo uklidnit trh a přispělo k poklesu tržních úrokových sazeb. Nelze ovšem přehlédnout, jak uvádí Joseph Stiglitz<sup>30</sup> že významná část zdrojů tohoto úvěrového rámci byla ruskými oligarchy a politiky s překvapující rychlostí rozkradena a okamžitě vyvedena ze země. **Pozoruhodná je také ochota, s jakou MMF i velké západní země tento úvěrový rámec Rusku poskytly,** což v případě jiných zemí postižených měnovými krizemi nebylo rozhodně obvyklé. Vysvětlení lze najít ve snaze Západu nepřipustit ekonomické zhroucení Ruska, které by mohlo v této zemi způsobit politický rozklad, což by u jaderné mocnosti mohlo mít nedozírné následky.

Úleva, kterou výše uvedený úvěrový rámec přinesl byla ovšem krátkodobá. V důsledku zhroucení státních příjmů z daňového systému přinutila ruská vláda centrální banku, aby jí začala poskytovat přímé úvěry, i když to bylo zákonem zakázáno. Centrální banka také poskytovala úvěry komerčním bankám. Komerční banky ale tyto úvěry použily většinou buď

---

<sup>30</sup> J.Stiglitz – Jiná cesta k trhu – str. 241, vydala Edice Střed Praha 2003

k nákupu státních dluhopisů, nebo byly úvěry od centrální banky rychle použity na konverzi takto získaných rublů do volně směnitelné měny a ta pak byla vyváděna ze země. Tato praxe vedla k dalšímu poklesu devizových rezerv. Podle International Financial Statistics poklesly jenom mezi červencem 1998 a srpnem 1998 ruské devizové rezervy z 10,8 mld. USD na 8,2 mld. USD. Situace se stávala stále více neudržitelnou.

**Dne 17. srpna 1998 vyhlásila ruská vláda devalvaci rublu**, jednostrannou restrukturalizaci domácího dluhu, dále 90ti denní moratorium na splátky zahraničního soukromého dluhu a zavedení rozsáhlého systému devizové regulace. Krátce na to padla vláda ministerského předsedy Kyrienka. Propuknuvší krize byla charakterizována **masivní devalvaci rublu**, který se z předkrizové úrovně cca 6 RB za 1 USD vyšplhal do konce září 1998 až na 20 RB/USD. **Krizí byly také těžce zasaženy ruské komerční banky**. Ty měly velké otevřené pozice v cizích měnách a kromě toho také ve velkém měřítku prodávaly západním bankám forwardové kontrakty. Tyto „forvardy“ západním partnerům pokrývaly kursové riziko při investování do ruských vládních cenných papírů denominovaných v rublech (zejména tzv. GKO). Ruské banky ovšem takto přijaté riziko pokryto neměly. **Vážné důsledky měla krize i pro celou ruskou ekonomiku. Inflace se zvýšila až na 40 % a ruský HDP se za rok 1998 snížil o 4%, z toho jen ve III. čtvrtletí 1998 to bylo o 7%.**

Analýzy MMF uvádějí, že Asijská krize a šok z poklesu cen energetických surovin byl sice spouštěcím mechanismem krize, ale že hlavními příčinami krize byla neschopnost ruských úřadů a ruských politických elit

- vypořádat se se strukturálními nedostatky ruské ekonomiky, zejména transformovat přebujelý zbrojní průmysl na nové podmínky
- řešit systémové problémy, zejména zabezpečení majetkových práv a jejich vynutitelnosti soudním systémem
- omezit vliv skupin tzv. oligarchů a snížit v zemi úroveň korupce
- zajistit vyrovnanost veřejných financí
- omezit únik kapitálu do zahraničí

Ekonomickou situaci se přes hloubku krize podařilo poměrně brzy stabilizovat, fakticky již v průběhu I. pololetí roku 1999. Stabilizaci významně pomohla devalvace rublu, která umožnila výrazně zvýšit přebytky běžného účtu platební bilance. Zvláštní exportní daň stáhla také část zdrojů z rychle rostoucího exportu do státního rozpočtu a napomohla také jeho stabilizaci. Další výraznou pomoc ke zlepšení situace přinesl i citelný růst cen energetických

surovin na světových trzích ve druhé polovině roku 1999. Konečně i příchod Vladimíra Putina na funkci prezidenta Ruské federace pomohl uklidnit politickou situaci.

Zajímavý pohled nabízí vývoj základních makroekonomických ukazatelů. Z něj vyplývá, že ruská krize se poměrně zásadně odlišovala od jiných krizí, které proběhly v průběhu 90. let minulého století. **Běžná bilance vztahu země k zahraničí podle International Financial Statistics kupodivu nevykazovala žádné dramatické problémy**, jak je patrné z tabulky č. 12 (s výhradou, že tato čísla jsou správná). Běžný účet platební bilance byl po všechny tři roky před propuknutím krize v kladných číslech, obchodní bilance vykazovala dokonce přebytky kolem 15 mld. USD ročně. **Zdrojem potíží tedy rozhodně nemohly být nadměrné dovozy.**

**Poměrně výrazné nesrovnalosti ale vykazují údaje Mezinárodního měnového fondu ohledně zahraniční zadluženosti Ruska**, jak je také patrné z následující tabulky č.12.

Tabulka č. 12 – přehled základních ekonomických ukazatelů Ruska ve vztahu k zahraničí

Údaje podle IFS	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Přebytek BÚ PB v mld.USD	10,8	0	0,2	24,6	46,8	33,6	29,9
Saldo obch.bilance v mld.USD	21,6	14,9	16,4	36,1	60,2	48,1	46,6
Zahraniční dluh v mld USD	22,2	32,8	29,9	24,1	187,8	202,5	233,4
Zahraniční dluh/HDP v %	6,47	7,99	23,71	14,11	8,24	6,97	5,92
Údaje dle OP IMF 218/2003	1996	1997	1998	1999	2000		
Podíl zahr.dluhu na HDP v %	32,6	39,2	59,2	96,8	66,9	x	x
Podíl stát.zahr.dluhu na HDP v %	32,6	31,4	49,2	80,5	54,1	x	x
Propočtený zahr.dluh v mld. USD	117,7	154,1	75,4	172,8	173,6	x	x
Propočtený stát.dluh v mld. USD	117,7	123,4	63,7	143,7	140,4	x	x

Zdroje: International Financial Statistics a Occasional Paper IMF č. 218/2003 – Fiscal Vulnerabilities and Financial Crises in Emerging Market Economies, autoři Hemming, Kell a Schimmelpfennig a vlastní výpočty

**Zadluženost Ruska vyplývající z údajů uváděných v International Financial Statistics je zjevně podhodnocená** a v zásadě by se podle nich země pohybovala hluboko pod bezpečnostní hranicí 40% zahraničního dluhu na HDP a pro měnovou i likviditní krizi by vlastně neměl být důvod, což odporuje skutečnosti.

Proto jsem využil poměrové ukazatele uváděné ve výzkumné práci MMF č. 218/2003 a na jejich základě jsem s využitím kursu a objemu HDP v běžných cenách uváděných o Rusku v International Financial Statistics propočítal „realistické“ **hodnoty zahraniční zadluženosti**



**Ruska.** Myslím, že uvedené údaje odrážejí realitu podstatně věrohodněji. Skok v údajích IFS mezi léty 1999 a 2000, kdy podle těchto statistik zahraniční zadluženost Ruska meziročně vzrostla z 24,1 mld. USD v roce 1999 na 187,8 mld. USD v roce 2000 zjevně svědčí o nápravě chybných údajů a nikoliv o pozdním nárůstu zadluženosti. Částka za rok 2000 dle IFS je již řádově blízká částce mnou propočtené. Propočtené údaje za rok 1998 jsou zjevně nesprávné a zřejmě vznikly na základě chybné statistiky ruského HDP uváděného v IFS za tento rok. **Řádové rozdíly ve statistice základních makroekonomických veličin Ruska podle mého názoru nesvědčí ani tak o špatné práci statistiků Mezinárodního měnového fondu. Spíše dokumentují chaos, který v Rusku v předkrizovém a krizovém období panoval a který se promítl do kvality údajů, které ruské úřady předávaly MMF.**

**V zásadě lze tedy na základě předchozí analýzy uvést, že zahraniční zadluženost Ruska byla již v předkrizovém období vysoká. Hlavním „uživatel“ zahraničního úvěru byl ruský stát.**

**Varovné signály vysílal také vývoj domácího úvěru, který až do propuknutí krize rostl rychleji, než hrubý domácí produkt v běžných cenách. Tento růst úvěru přirozeně přispíval k přihřívání inflace. Zajímavý je ale také vztah objemu domácího úvěru k měnovému agregátu M2 a také to, že úvěr ruské vládě představoval vždy nejvýznamnější část domácího úvěru. Podíl vládního úvěru na celkových úvěrech poskytnutých ruskými bankami do ruské ekonomiky byl vždy větší než jedna polovina a v některých letech se dokonce blížil i dvěma třetinám, zejména v krizovém roce 1998, kdy se jeho celkový objem fakticky zdvojnásobil. Ruský stát se tedy rychle zadlužoval jak doma, tak i v zahraničí. Tento vývoj je patrný z tabulky č. 13.**

Tabulka č. 13 - Přehled vývoje ruského domácího úvěru a jeho zdrojů

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Domácí úvěr v mld. Rb celkem	558,9	690,8	1181,3	1607,6	1801,9	2288,2	2895,1
Tempo růstu dom.úvěru %	48,3	23,6	71,1	36,1	12,1	26,9	26,5
Úvěr vládě v mld. Rb	311,1	380,5	724,5	910,2	737,9	708,4	821,8
Domácí úvěr/M2	1,56	1,51	1,88	1,63	1,15	1,08	1,02
M2 v mld Rb.	357,3	457,2	628,6	984,5	1559,5	2122,2	2842,4
Tempo růstu HDP v běžných cenách	38,8	16,6	12,2	83,4	51,4	23,7	20,2

Zdroj: International Financial Statistics

Prakticky až do konce tisíciletí byly domácí ruské úvěrové zdroje vyjádřené v měnovém agregátu M2 schopné pokrývat jen část poskytnutého domácího

úvěru a zejména v krizovém roce to byla fakticky pouhá polovina. Zbytek tedy musely ruské banky pokrývat ze zahraničních úvěrových zdrojů. **Přílišným zaměřením ruských komerčních bank na financování státu lze částečně vysvětlit také to, že měnová krize byla doprovázena vážnou bankovní krizí.** Moratorium ruské vlády na splácení svých krátkodobých cenných papírů způsobilo spolu s požadavky západních bank na realizaci uzavřených zajišťovacích kursových instrumentů ruským bankám likviditní potíže a následné runy na mnohé banky tyto ústavy likvidovaly.

Z vysokého podílu státu na úvěrové angažovanosti ruských bank i z celkového objemu státního zahraničního dluhu a dynamiky jeho růstu lze dovodit, že na propuknutí krize se musela podílet alespoň zčásti rozpočtová soustava. Přehled o vývoji ruského státního dluhu vyjádřeného v % k HDP udává následující tabulka č. 14.

Tabulka č. 14 – Přehled ukazatelů ruského státního dluhu

Údaje podle OP MMF 218/2003	1996	1997	1998	1999	2000
Podíl zahr.stát.dluhu na HDP v%	32,6	31,4	49,2	80,5	54,1
Podíl domácího stát.dluhu na HDP v %	18,9	19,8	17,8	12,3	7,5
Podíl státního dluhu na HDP v % celkem	51,5	51,2	67,1	92,8	61,6
Údaje podle IFS					
Podíl zahr.stát.dluhu na HDP v%	34,6	31,4	x	x	x
Podíl domácího stát.dluhu na HDP v %	21,2	24,2	28,5	x	x
Podíl státního dluhu na HDP v % celkem	55,9	55,6	x	x	x

Zdroj: International Financial Statistics a OP MMF 218/2003

Údaj za rok 1998 je v části čerpané z IFS u zahraničního dluhu a tím i celkového dluhu zkreslen jeho téměř čtyřnásobným nárůstem v důsledku devalvace, proto jsem ho neuváděl. Celkově by se dalo říci, že v prvních dvou letech před propuknutím krize Rusko splňovalo i Maastrichtské kritérium podílu dluhu na HDP, který nemá převyšovat 60 % a že i potom mělo Rusko lepší podíl, než řada členských zemí Evropské unie. V této souvislosti je ovšem třeba si uvědomit, že **Rusko bylo významně zatěžováno dluhovou službou, a to zejména u domácího dluhu,** který měl převážně formu krátkodobých státních cenných papírů. Úroková sazba na tyto instrumenty byla poměrně vysoká, např. v průběhu roku 1997 to bylo kolem 25 % p.a., v roce 1989 to bylo již cca 60 % p.a.. Za těchto okolností dokázal ruský domácí dluh

růst již jen v důsledku dluhové služby, což dokládá následující údaj o objemu domácího ruského státního dluhu v miliardách rublů ke konci příslušných let (podle IFS).

1996	427,3 mld. Rb
1997	565,9 mld. Rb
1998	750,6 mld. Rb

Jenom za rok 1997 tedy musel ruský stát zaplatit na úrocích cca 140 mld. Rb a za rok 1998 by to muselo být ještě řádově mnohem více, pokud by nebylo na splátky domácího dluhu vyhlášeno moratorium. Také zahraniční státní dluh byl zatížen poměrně vysokými úrokovými náklady. Ty se tehdy vzhledem k vysoké rizikové prémii v úrokové sazbě nad referenční úrokovou sazbou (většinou LIBOR nebo americké státní dluhopisy) pohybovaly kolem 8 až 10 % p.a. To znamená, že zahraniční úrokové náklady se mohly blížit až k 10 mld.USD ročně. **Vysoké zatížení státu dluhovou službou tedy bylo jistě neúměrné a bylo jednou z příčin měnové krize.** Nicméně, ve hře byl nepochybně ještě další faktor, který do vývoje krize významně zasáhl.

**Pozoruhodné je zejména to, že velké státní zadlužování se nepřeneslo ani do jeho „projídání“ ve formě dovozů spotřebního zboží ze zahraničí, ani do fyzických investic,** jak je patrné ze stavu salda obchodní bilance a běžného účtu platební bilance. To je dokumentováno ve výše uvedeném přehledu v tabulce č. 12 (pokud lze těmto údajům věřit). Odpověď na příčiny krize proto musí ležet v jiných částech platební bilance, než je oblast běžného účtu, zejména v oblasti finančního účtu a potom také v pohybu jednotlivých položek rezerv, viz tabulka č.15.

Tabulka č. 15 - Struktura platební bilance Ruska

v mld. USD

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Saldo běžného účtu	10,8	0	0,2	24,6	46,8	33,6	29,9
Saldo kapitálového účtu	-0,4	-0,8	-0,4	-0,3	10,7	-9,4	-12,4
<b>Finanční účet</b>	<b>-19,9</b>	<b>3,2</b>	<b>-11,4</b>	<b>-17,4</b>	<b>-34,4</b>	<b>-4,1</b>	<b>0,2</b>
Přímé investice do zahraničí	-0,9	-3,2	-1,3	-2,2	-3,2	-2,5	-3,5
Přímé investice přijaté	2,6	4,9	2,8	3,3	2,7	2,5	3,1
Portfoliové investice přijaté	4,6	17,8	6,3	-1,9	-12,8	-0,7	3,3
z toho do akcií	2,2	1,3	0,7	-0,3	0,2	0,5	2,6
z toho do dluhopisů	<b>2,4</b>	<b>16,5</b>	<b>5,6</b>	-1,6	-12,9	-1,3	-0,7
<b>Ostatní investice do zahraničí</b>	<b>-27,7</b>	<b>-20,6</b>	<b>-14,5</b>	<b>-13,2</b>	<b>-17,7</b>	<b>0</b>	<b>1,8</b>
Splátky vládního dluhu	-6,1	-10,8	-3,2	-1,9	-2,9	-7,5	-13,3
Pohyb zahraničního dluhu bank	<b>4,3</b>	<b>8,6</b>	-6,4	-1,2	0,6	3,7	1,3
Chyby a omyly	-7,7	-8,8	-9,8	-8,5	-9,2	-8,8	-6,1
<b>Saldo platební bilance</b>	<b>-17,2</b>	<b>-6,5</b>	<b>-21,4</b>	<b>-1,7</b>	<b>13,9</b>	<b>11,3</b>	<b>11,6</b>

Zdroj: International Financial Statistics

Z tabulky č. 15 lze propočítat, že v letech 1996-1998 (tedy v období do propuknutí měnové krize získala ruská ekonomika tyto devizové finanční prostředky

- cca 11 mld.USD z kladného salda běžného účtu platební bilance
- cca 29 mld. USD z portfoliových investic
- cca 13 mld. USD získaly komerční banky, většinou syndikovanými úvěry

Celkem tedy do ruské ekonomiky přiteklo ze soukromých zdrojů cca 53 mld. USD. Oproti těmto zdrojům ovšem stál mnohem větší odliv, který se skládal z těchto hlavních položek.

- cca 5 mld. USD ruské přímé investice v zahraničí vč. salda kapitálového účtu
- cca 20 mld. USD splátky ruského vládního zahraničního dluhu
- cca 6 mld.USD stažených zahraničními věřiteli z ruských bank v roce 1998
- cca 63 mld. USD v rámci **tzv.ostatních investic do zahraničí**, které představovaly únik kapitálu vyváděného do zahraničí ruskými oligarchy a mafiemi

Celkově tedy z ruské ekonomiku v uvedených třech letech odteklo 93 mld. USD, což vzhledem k výše uvedeným 53 mld. přílivu kapitálu představuje **záporné saldo 40 mld. USD**. Je zjevné, že největším zdrojem odlivu kapitálu z Ruska byly tzv. ostatní zahraniční investice. **Uvedených 63 mld. USD pravděpodobně není celková částka kapitálového úniku**. V položce chyby a omyly se vyskytuje za uvedené tři roky další záporné saldo ve výši cca 23 mld. USD. Podle mého názoru **se v této částce skrývají další kapitálové úniky**. Z vlastní dlouholeté praxe v oblasti financování zahraničního obchodu vím, že jednou z oblíbených cest vyvážení kapitálu z Ruska (a z dalších nástupnických zemí bývalého SSSR i jiných rozvojových zemí) byla tzv. podfakturace, která se používala zejména při vývozu drahých a barevných kovů, energetických surovin, dřeva a základních chemických produktů. Na faktuře se uváděla nižší než prodejní cena a rozdíl zahraniční partner hradil na soukromé účty manažerů exportních firem v zahraničí. Vzhledem k tomu, že v době Jelcinovy vlády byla paralyzována větší část státní správy, ruská celní služba nebyla schopna tyto úniky vůbec zjistit, natož jim zabránit.

**Samy o sobě tedy platby dluhové služby z ruského státního dluhu do zahraničí včetně úroků v rozsahu do 10 mld. USD ročně byly silným krizovým impulsem**, poněvadž se na odlivu zdrojů do zahraničí jen za uvedené tři roky, jak je uvedeno výše, podílely částkou cca 50 mld. USD. **Druhou rozhodující příčinou měnové krize v Rusku v roce 1998 tedy byl únik kapitálu realizovaný ruskými oligarchy a mafiemi v rozsahu pravděpodobně přesahujícím 70 Mld. USD pouze za léta 1996 až 1998**. Vzhledem k tomu, že k únikům kapitálu docházelo nepochybně již od počátku ekonomické transformace v Rusku od roku 1992, musí být celková částka vyvezeného kapitálu zřejmě ještě o dost vyšší. Spouštěcím mechanismem ovšem byly problémy se splácením vnitřního dluhu denominovaného v rublech, i když část z těchto cenných papírů byla také v rukou zahraničních investorů.

Důležité informace vyplývají ale také ze způsobu financování záporného salda ruské platební bilance, které je uvedeno v poslední řádce tabulky č. 15. Vzhledem k rozsahu deficitů je zřejmé, že to nebylo možné pouze na úkor devizových rezerv, které na to nemohly svým rozsahem prostě stačit. Z tohoto důvodu jsou zajímavé údaje uvedené v tabulce č. 16.

Tabulka č. 16 - přehled ruských devizových rezerv v mld. USD

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Devizové rezervy bez zlata	11,3	12,9	7,8	8,5	24,3	32,5	44,1
Zlato	4,1	4,9	4,4	3,9	3,7	4,1	3,7
Financování schodku platební bilance	17,2	6,5	21,4	1,7	-13,9	-11,1	-11,6
Změnou devizových rezerv	2,8	-1,9	5,3	-1,7	-16,9	-8,2	-11,4
Úvěry od MMF	3,2	1,5	5,2	-3,6	-2,9	-3,8	-1,5
Úvěrová pomoc západních vlád	11,1	6,9	10,9	7,1	4,9	0,7	1,3

Zdroj: International Financial Statistics

Záporná hodnota znamená u devizových rezerv nárůst, kladná hodnota pokles

U úvěrů znamená záporná hodnota splacení, kladná čerpání

Z tabulky č.16 lze dovodit, že úvěry poskytnuté ruské vládě k pokrytí schodku platební bilance v zásadě pomohly především financovat únik kapitálu z této země. Dokládá to nakonec i výše uvedené tvrzení J. Stiglitze. Motiv poskytnutí těchto úvěrů, jak již také bylo uvedeno byl ostatně především politický.

Závěrem k této kapitole považuji za potřebné uvést, že tak jak tomu bylo i v jiných případech, i při předpovídání ruské krize selhaly zejména ratingové agentury. Tak například Fitch Ibcia hodnotila ruské eurobondy ratingem BB+ až do konce I. čtvrtletí 1998, poté rating snížila na BB a teprve po vyhlášení moratoria na splácení ruského domácího dluhu snížila rating na stupeň CCC.

## 2.5 Měnové krize v Argentině

V určitých obdobích své historie, zejména ve dvacátých letech minulého století byla Argentina velmi prosperující zemí a „měřeno podílem HDP na hlavu patřila mezi deset nejbohatších zemí na světě“<sup>31</sup>. Doby se ovšem mění a v průběhu dvacátého století byla tato země pravidelně postihována finančními krizemi, které koncem dvacátého století nakonec fakticky rozvrátily celý její finanční a měnový systém. Argentině patří i smutný primát v tom, že ji postihla jedna z prvních velkých měnových krizí v 21. století, která propukla v prosinci 2001. Není účelem této práce analyzovat celou historii argentinských měnových krizí a proto

<sup>31</sup> Jonáš, Jiří – Argentina: příběh jedné krize, Bankovníctví č. 2 a 3/2002

se zaměřím jen na ty poslední. Nicméně, analýzu argentinských problémů lze přesto začít konstatováním Jiřího Jonáše, že „vývoj 90.let je typický pro celou téměř 200 let dlouhou historii nezávislé Argentiny“. **Pro tento vývoj jsou typické především takové pojmy jako populismus, protekcionismus, politická nestabilita, velké schodky státního rozpočtu a problémy s pohyby cen.**

Koncem 80.let minulého století trpěla argentinská ekonomika hyperinflací, která mezi březnem 1989 a březnem 1990 dosahovala 20.000%<sup>32</sup>

Prezidentské volby vyhrál na jaře roku 1989 peronistický kandidát Carlos Menem. Přes populistická hesla, se kterými vyhrál volby začal zavádět razantní tržní reformy. **V březnu roku 1991 zahájil realizaci tzv. „Convertibility Plan“, jehož klíčovou součástí bylo zavedení tzv. měnového výboru, které fixovalo kurs pesa na USD v poměru 1 : 1, zbavilo centrální banku volnosti rozhodovat o měnové politice a zakázalo jí financovat rozpočtové schodky.**

Dalšími důležitými prvky plánu bylo zavedení volné směnitelnosti pesa, provedení reform v obchodní oblasti, zejména zrušení cenových kontrol, deregulace velkoobchodu a maloobchodu, privatizace a reformy finančního sektoru. Byla také zrušena indexace mezd.

**Realizace plánu byla v první fázi úspěšná.** Inflace ke konci roku 1994 klesla na 3,7 % a ekonomika začala již od roku 1991 růst vysokými tempy mezi 7 až 9 % ročně. Zlepšila se také devizová situace země. Podle International Financial Statistics vzrostly devizové rezervy Argentiny z 6 mld.USD ke konci roku 1991 na 14,3 mld. USD ke konci roku 1994. Jedním z mála ukazatelů, který nezaznamenal v tomto období zlepšení byla míra nezaměstnanosti. Ta podle IFS vzrostla z 6,3 % v roce 1991 na téměř 16 % v roce 1995.

**Zlepšené hospodářské výsledky přilákaly do Argentiny opět zahraniční kapitál, jehož příliv byl ještě umocněn masivní privatizací státního majetku.** Příjmy z privatizace nahradily státu skutečnost, že vláda již nemohla používat k financování veřejných rozpočtů emisi peněz, neboť to bylo zablokováno režimem měnového výboru. Jak uvádí J.Jonáš v citované práci, příjmy z privatizace dosáhly 18 mld. USD. Dalším úspěchem vlády bylo dosažení dohody se zahraničními věřitelskými bankami v rámci tzv. Bradyho plánu, což definitivně uzavřelo dlužnickou krizi z 80tých let.

Slibný rozjezd argentinské ekonomiky byl ovšem zastaven **propuknutím měnové krize v Mexiku, což nezůstalo bez dopadu na Argentinu.** Zahraniční banky začaly výrazně

---

<sup>32</sup> Zdroj: International Financial Statistics

omezovat svoje krátkodobé úvěrové linky bankám argentinským. Ty musely v důsledku toho omezovat své půjčky domácím podnikům, aby získaly likviditu. Za normálních okolností by mohly místní banky dostat refinancování od centrální banky, to ale neumožňoval režim měnového výboru. Omezování úvěrů podnikové sféře mělo negativní dopad na hospodářský růst. Rovněž argentinští vkladatelé, kteří měli špatné zkušenosti z minulých krizí se začali obávat o bezpečnost svých vkladů a začali svoje dolarová depozita stahovat. Jiří Jonáš uvádí, že jen v I. čtvrtletí 1995 poklesly devizové vklady v argentinských bankách o 6 mld.USD\*. Úrokové sazby na mezibankovním trhu vzrostly až na 70 % p.a. a ceny akcií a dluhopisů na burze v Buenos Aires klesly na polovinu své předkrizové hodnoty<sup>33</sup>. Tyto problémy strhly v roce 1995 argentinskou ekonomiku do recese, HDP v tomto roce poklesl o 4,1% (zdroj: IFS).

Dohoda s MMF a Světovou bankou o rozsáhlé finanční pomoci na podporu bankovního sektoru a současně další vítězství Carlose Menema v prezidentských volbách **pomohly stabilizovat situaci a zastavit odliv vkladů** z argentinských bank neboť trhy viděly v těchto skutečnostech záruku, že systém měnového výboru bude zachován. Devizové vklady začaly růst a koncem roku 1995 se opět dostaly na úroveň, jakou měly před mexickou krizí. Měnová krize byla překonána, ale argentinské banky se poučily z minulých špatných zkušeností a byly již při poskytování úvěrů mnohem opatrnější. Argentinská ekonomika začala v roce 1996 opět růst a ve srovnání s rokem 1995 se HDP zvýšil o 4,8 % , růst v roce 1997 byl dokonce 8,6 % (údaje podle IFS).

Příznivé hospodářské výsledky přilákaly opět zahraniční kapitál a za léta 1996 až 1998 byl kumulovaný přebytek na finančním účtu argentinské platební bilance vyšší než 47 mld.USD (IFS).

**Bohužel, situaci opět zkomplikovala nová měnová krize, která propukla v jihovýchodní Asii v polovině roku 1997.** Takto vzniklá „nákaza“ se postupně přelévala mezi různými zeměmi a na podzim roku 1998 se dostala do Brazílie, která je největším argentinským obchodním partnerem. To mělo pro Argentinu fatální důsledky, poněvadž Brazílie opustila systém pevného měnového kursu a její měna rychle devalvovala. Vzhledem k tomu, že Argentina udržovala i nadále v rámci systému měnového výboru zfixovaný kurs pesu, **konkurenční schopnost argentinského zboží se dramaticky zhoršila** i na ostatních

---

<sup>33</sup> Occasional Paper IMF č. 218/2003 – Fiscal Vulnerabilities and Financial Crises in Emerging Market Economies



zahraničních trzích. Peso totiž posilovalo spolu s USD na něž bylo navázáno vůči ostatním světovým měnám, zejména vůči euru a japonskému jenu.

V roce 1999 poklesl argentinský HDP o 3,5 % a bohužel tento pokles se nepodařilo omezit pouze na tento rok. Zatímco Brazílie krizi zvládla, aniž by došlo k absolutnímu poklesu HDP, Argentina upadla do dlouhodobé recese. Jiří Jonáš hovoří o „**začarovaném cyklu**“, **na kterém se velkou měrou podílel právě systém měnového výboru**, který počátkem devadesátých let dokázal situaci vcelku úspěšně stabilizovat.

Za situace, která vznikla v roce 1999 se ale projevila rizika režimu měnového výboru. Nemožnost reagovat na negativní vnější šok devalvací pesa vedla k velkému schodku platební bilanci Argentiny. Poněvadž zahraniční banky reagovaly v tomto případě obdobně jako vždy, když se Argentina dostala do potíží, tzn. stáhly svá depozita, **jediným disponibilním zdrojem financování tohoto schodku byly oficiální zdroje z Mezinárodního měnového fondu**.

J.Jonáš k dalšímu vývoji situace uvádí: „Nemožnost dosáhnout reálného znehodnocení argentinského pesa nominální devalvací v situaci negativních vnějších šoků vedla k pomalejšímu a bolestivějšímu přizpůsobování prostřednictvím poklesu domácích cen“\*. Nastala tak z historického hlediska dosti paradoxní situace. **Argentinská ekonomika, která se po celou dobu své existence potýkala s inflací se ke konci devadesátých let dostala do deflace**. Podle IFS klesal meziročně v Argentině od roku 1999 až do roku 2002 index spotřebitelských cen následujícím tempem.

- 1999/1998                    -1,2 %
- 2000/1999                   -0,9 %
- 2001/2000                   -1,1 %

Zhoršená ekonomická situace se začala přenášet do **rostoucích problémů v oblasti vyrovnanosti veřejných rozpočtů**. Na příjmové straně výrazně zhoršily rozpočtové schodky stále horší hospodářské výsledky podnikového sektoru a chronické technické problémy spojené s procesem výběru daní. Na výdajové straně se začaly v důsledku rostoucího zadlužení státu zvyšovat také úroky z přijímaných úvěrů. Podle citované práce J.Jonáše se v roce 2000 podílely úrokové platby na celkových rozpočtových výdajích 15 %. Stále větší problémy s vyrovnaností svých rozpočtů začaly mít také jednotlivé provincie.

V roce 1999 nastoupila nová vláda prezidenta de la Rúa, jejíž **hlavní prioritou se stala stabilizace veřejných rozpočtů**. Rozpočet na rok 2000 vláda koncipovala již jako restriktivní, neboť nové vládě se podařilo získat od Mezinárodního měnového fondu úvěrový rámec ve výši 7 mld. USD. Tento úvěr byl ale podmíněn snížením rozpočtového schodku

z 3,8 % HDP v roce 1999 na 2,3 % v roce 2000<sup>34</sup>. **Tento krok MMF je všeobecně považován jako dosti kontroverzní, poněvadž krátit rozpočtové výdaje v období hospodářské recese může tuto recesi jen dále prohloubit.** Podle Jonáše byl tento krok motivován snahou obnovit důvěru mezi zahraničními investory a zajistit tak obnovení přílivu zahraničního kapitálu. **Tento předpoklad se ale nenaplnil.**

V roce 2000 se Argentina dostala do „začarovaného“ kruhu. Aby mohlo dojít k obnovení hospodářského růstu, potřebovala země zajistit příliv kapitálu. Ale ten byli investoři ochotni investovat pouze v případě obnovení růstu ekonomiky.

Argentina v té době neměla k dispozici žádný nástroj, kterým by mohla ekonomiku oživit. Systém měnového výboru jí bránil jak v devalvaci měny, tak i v odlehčení ekonomice formou expanzivní měnové politiky. Nepříznivá situace veřejných rozpočtů rovněž neumožňovala realizovat expanzivní fiskální politiku.

Čerpání další úvěrové pomoci od IMF bylo vázáno na rozpočtovou restrikcí, ale i zde se projevoval začarovaný kruh. **Rozpočtové restriktce nevedly ke zlepšení rozpočtového salda, naopak v důsledku útlumu ekonomiky přispěly ke snížení daňového výnosu.** Za těchto podmínek zvýšil MMF počátkem roku 2001 přislíbený úvěrový rámec z původních 5,4 mld. USD na 10,6 mld. USD. Cílem tohoto úvěrového rámce byla realizace změn, které měly zlepšit strukturu argentinské ekonomiky a zvýšit její konkurenční schopnost na světových trzích. Podle záměru půjčky se měl také zlepšit schodek veřejných financí ve vztahu k HDP o 1 %.

**Navzdory této masivní úvěrové pomoci se růst v Argentině nedostavoval.** Přetrvávající hospodářská recese se odrážela stále více ve zhoršeném přístupu Argentiny na mezinárodní finanční trhy a v polovině roku 2001 ztratila tento přístup úplně. Na špatnou hospodářskou situaci začala argentinská vláda reagovat opatřeními, která fakticky obcházela systém měnového výboru. Export podporovala daňovými úlevami a vývozními příplatky, naproti tomu dovoz zatěžovala nejrůznějšími přírážkami. Kromě toho přijala vláda další rozpočtové opatření – zákon o nulovém rozpočtovém schodku obsahující mimo jiné i snížení mezd zaměstnanců veřejného sektoru o 13 %, I když tato opatření byla dosti drastická a fakticky simulovala devalvaci, na situaci se nic nezměnilo. Jak uvádí

---

<sup>34</sup> Jonáš – Argentina: příběh jedné krize, Bankovníctví č. 2 a 3/2002

J.Jonáš<sup>35</sup>, „Čím déle trvala hospodářská krize, tím více rostly náklady na zachování fixního kursu, tím více rostly pochybnosti o ochotě a schopnosti vlády tento režim zachovat“ – rozumí se režim měnového výboru. V srpnu 2001 schválil MMF další navýšení dohodnutého úvěrového rámce na 17 mld. USD (za tento krok byl MMF později velmi ostře kritizován), ale ani to již nepomohlo. Hodnota argentinského dluhu začala na mezinárodních trzích prudce klesat a vláda se začala dostávat do problémů s likviditou. V důsledku dalšího poklesu daňových příjmů musel být restrukturalizován domácí dluh. **Počátkem prosince dospěl již i MMF k závěru, že situace je neudržitelná** a že současný hospodářský systém nemůže způsobit obrat v permanentní krizi. Na tomto základě **odmítl uvolnit další tranši ze schváleného úvěrového rámce.**

Tento krok byl signálem pro argentinské obyvatelstvo k masovému vybírání vkladů z bank, na což vláda musela reagovat zmrazením vkladů. Vyvrcholení krize nastalo na přelomu rok 2001/2002. Vláda pozastavila splátky soukromým zahraničním věřitelům a **po deseti letech Argentina opustila dne 3. ledna 2002 systém měnového výboru.**

Zmrazení vkladů vyvolalo politické nepokoje a Argentina upadla kromě chaosu ekonomického i do chaosu politického. V krátké době se u moci vystřídalo pět prezidentů. Objem v termínu nesplaceného veřejného zahraničního dluhu dosáhl k počátku roku 2002 70 mld. USD, celkový argentinský veřejný dluh byl k tomuto období 167 mld. USD.

Peso bylo oficiálně devalvováno o 40 %, tzn. kurs v lednu 2002 byl 1,4 pesa za 1 USD. Tento kurs ovšem platil jen pro veřejný sektor a obchodní transakce, pro ostatní transakce platil kurs soukromého trhu. Byl stanoven limit pro výběry depozit z bank na 1.500 pesos měsíčně a všechny platby do zahraničí podléhaly schválení centrální banky. Systém duálního kurzu ale netrval dlouho, již koncem února přešla Argentina na floating a kurs pesa k USD klesl na 1,8. Dluhy a depozita byly indexovány, což fakticky snížilo objem státního dluhu a také hodnotu depozit obyvatelstva v bankách o 25%. To ovšem znamenalo další ránu pro argentinské komerční banky. I při omezených výběrech z bank pokračoval útek od pesa do dolaru a to vedlo k tomu, že koncem března 2002 se již 1 dolar prodával za 3,69 pesa, aby se později ustálil na hodnotě kolem 3 peso za dolar (zdoj IFS).

---

<sup>35</sup> Jonáš – Argentina: příběh jedné krize, Bankovníctví č. 2 a 3/2002

Ani v rozpočtové oblasti přirozeně nebylo možno za těchto okolností dosáhnout zamýšleného vyrovnaného rozpočtu. Za rok 2001 dosáhl konsolidovaný schodek veřejných rozpočtů 3,2 % HDP. Vláda ale neměla vzhledem k těžce postižené ekonomice a tím i příjmové stránce rozpočtů jinou možnost než pokračovat ve výdajové restrikci, i když tím velmi trpěly všechny vrstvy argentinské společnosti a za jiných okolností by hospodářský cyklus ve stavu hluboké recese fiskální stimul přímo vyžadoval. Nebezpečí, že se ekonomika zase propadne do hyper inflace vylučovalo i stimul prostřednictvím expanzivní měnové politiky.

V roce 2003 se podařilo spolu s Mezinárodním měnovým fondem dohodnout nový program reforem podpořený dalším úvěrovým rámcem. Současně se postupně začaly projevovat důsledky devalvace a od roku 2002 měla Argentina běžný účet platební bilance v přebytku. Od roku 2003 začal růst také hrubý domácí produkt a v tomto roce i vládní rozpočet vykázal první malý přebytek, který pokračoval i v letech 2004 a 2005. V současné době se zdá, že argentinská měnová krize je alespoň pro nejbližší období překonána.

Pro pochopení příčin dlouhodobé měnové krize v Argentině považují za nezbytné analyzovat její hlavní ekonomické parametry. Základní údaje, tj. růst HDP, nezaměstnanost a podíl dovozu na HDP sleduje tabulka č. 17.

Tabulka č. 17 – přehled vývoje základních parametrů argentinské ekonomiky

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Meziroční růst HDP v %	9,6	5,6	8,1	-3,9	4,7	8,1	3,9	-5,2	0,2	-4,4	-11	8,8	8,9
Nezaměstnanost v %	7,2	9,1	11,7	15,9	16,6	13,4	12,1	13,5	14,7	18,1	17,5	16,8	13,3
Podíl dovozu na HDP %	8,3	8,2	9,3	8,6	11,1	12,8	12,9	11,6	11,5	10,2	12,8	14,2	18,1

Zdroj: International Financial Statistics

Z tabulky č. 17 jsou zřetelně vidět krizová období, kterými procházela argentinská ekonomika, zejména kritické období mezi lety 1999 až 2002. Pozoruhodný je také malý stupeň otevřenosti argentinské ekonomiky indikovaný ukazatelem podílu importu na HDP, kdy teprve v posledních dvou letech po překonání krize z roku 2001/2002, tj. v letech 2003 a 2004 dochází k určitému otevírání se vůči světu. Je tedy zvláštní, jak závažné dopady při tomto nízkém stupni otevřenosti vůči zahraničí měnová krize na Argentinu měla. Proto považují za důležité analyzovat základní poměrové ukazatele země ve vztahu k zahraničí. Tento přehled uvádí tabulka č. 18

Tabulka č. 18 - Přehled vývoje argentinské zahraniční zadluženosti

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Podíl vnějšího dluhu na HDP v %	27,7	27,8	39,2	42,1	45,7	48,6	53,7	52,7
Vnější dluh v mld USD	71	77	99	112	131	142	148	150
Vnější dluh/Vývoz v %	395	368	336	339	359	379	436	488
Splátky vnějšího dluhu/Vývoz v %	36,8	31,8	30,4	39,5	50,2	57,5	75,8	93,5

Zdroj: Jonáš – Argentina: příběh jedné krize, Bankovníctví č. 2 a 3/2002

Z tabulky č. 18 vyplývá, že do 90. let minulého století již Argentina vstupovala s poměrně velkým objemem zahraničního dluhu, jehož podíl na HDP ale zpočátku nedosahoval kritické hranice 40 %. Tu překonal až v letech 1995/1996, tedy v období předposlední krize. Dluh ale musel mít špatnou časovou strukturu, poněvadž již v roce 1993 s téměř 37 % podílu splátek zahraničního dluhu na exportu značně převyšoval mezinárodně uznávanou kritickou hranici 25 %. Pozoruhodný je také **dynamický nárůst celkového objemu zahraničního dluhu vyjádřeného v USD mezi lety 1993 až 1999, kdy se jeho hodnota prakticky zdvojnásobila**. Důležité je tedy určení příčin tohoto nárůstu zahraničního dluhu. Na první pohled by se mohlo zdát, že tyto příčiny nespočívaly v oblasti nadměrného schodku běžného účtu platební bilance ani v dramatických schodech státního rozpočtu, jak je patrné z dále uvedené tabulky č. 19.

Tabulka č. 19 – Přehled schodku argentinského běžného účtu a schodku vládních financí

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Podíl schodku běžného účtu na HDP v %	-2,4	-2,9	-3,6	-1	-2,5	-4,2	-4,9	-4,2	-3,1	-1,5	-9,2	-6,2	-2,2
Podíl schodku vládní. financí na HDP %	0	-0,6	-0,7	-0,5	-1,8	-1,5	-1,4	-2,9	-2,4	-3,2	-1,1	0	2,1

Zdroj: International Financial Statistics

Z propočtených hodnot nevyplývá, že by ve srovnání s mezinárodně používanými ukazateli byly tyto hodnoty nějak zvlášť nadměrné. Podíl schodku běžného účtu platební bilance na HDP překročil kritickou hranici 5 % až v roce 2002 a to bylo zjevně způsobeno devalvaci pesu, Maastrichtské kritérium 3 % podílu schodku veřejných financí na HDP překročila Argentina pouze v roce 2001. Souhrnná obchodní bilance Argentiny za léta 1991 až 2004

vykazuje dokonce přebytek 50 mld. USD, i když největších přebytků v obchodní bilanci bylo dosaženo až v letech 2002 – 2004. Ale i souhrnná obchodní bilance za léta 1991 až 2001 je kladná a kumulované saldo dosáhlo přebytku ve výši cca 3 mld. USD. Pro posouzení vývoje je proto nutné analyzovat základní strukturu běžného účtu argentinské platební bilance. Ten je uveden v členění na objemově nejdůležitější položky v tabulce č. 20.

Tabulka č. 20, vývoj struktury běžného účtu platební bilance Argentiny v mld.USD

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Běžný účet	-0,6	-5,5	-7,7	-10,1	-6,8	-12,2	-14,5	-11,9	-8,9	-3,3	8,7	7,9	3,3
Obchodní bilance	4,4	-1,5	-2,4	-4,2	1,8	-2,1	-3,1	-0,8	2,5	7,4	17,2	16,8	13,2
Bilance služeb	-1,6	-2,3	-2,7	-2,2	-3,5	-4,4	-4,4	-4,1	-4,3	-3,9	-1,6	-1,4	-1,7
Bilance výnosů	-4,3	-2,4	-3,2	-2,2	-5,5	-6,2	-7,4	-7,5	-7,5	-7,2	-7,5	-8	-8,9

Zdroj: International Financial Statistics

Z tabulky č. 20 je zřejmé, že běžný účet platební bilance byl (i přes v souhrnu vyrovnanou obchodní bilanci) tlačěn do deficitu jednak převažujícími schodky obchodní bilance v letech 1993 až 1999, dále stálým pasívem bilance služeb, ale především permanentně se zvyšujícím záporným saldem bilance výnosů. Tu tvoří jednak transfer dividend, ale také placené úroky. Na rostoucím objemu placených úroků se odrážel jednak dynamický nárůst argentinského zahraničního dluhu a tím i základu pro růst úrokové zátěže, ale také zvyšující se úrokové sazby vyvolávané zhoršující se úvěrovou schopností země.

Pokud také sečteme schodky běžného účtu platební bilance za léta 1993 až 1999, **pak tento souhrn schodků ve výši 68,7 mld.USD může vysvětlit prakticky celý nárůst zahraniční zadluženosti Argentiny v tomto období.** Z tohoto hlediska pak vychází v jiném světle i pohled na relativní ukazatel podílu schodku běžného účtu platební bilance na HDP. V literatuře uváděná kritická hranice 5 % bývá tedy dosti ošidná a rozhodně ji nelze absolutizovat. V případě Argentiny je zřejmě nutno mít na zřeteli dvě okolnosti.

- a) běžný účet platební bilance měla Argentina záporný nepřetržitě po mnoho let, prakticky od roku 1991 až do roku 2001
- b) země s nízkým podílem zahraničního obchodu na HDP (což je zjevně případ Argentiny) jsou zřejmě z hlediska platební schopnosti na schodky běžného účtu platební bilance citlivější, než země s vysokým podílem exportu a importu na HDP

V zájmu objektivní analýzy je nutno vzít v úvahu i to, že jak již bylo uvedeno výše, obchodní bilance byla sice v souhrnu kladná, ale v letech, která předcházela krizím byly i zde vykázány dosti citelné deficity. V letech 1993 až 1995 to bylo v souhrnu 8,1 mld.USD a v letech 1997-1999 to bylo 6 mld.USD.

Lze tedy konstatovat, že **Argentina svými měnovými krizemi platila za svou nadměrnou spotřebu zejména v desetiletích předcházejících devadesátým letům, tak i v letech devadesátých.** Do devadesátých let se minulé chyby přenesly ve formě velkého zahraničního dluhu, který se transferem úroků do zahraničí promítl spolu se spotřebou v devadesátých let do dalšího nárůstu zahraniční zadluženosti.

Pro ucelený pohled na problematiku argentinských krizí považují za potřebné také analyzovat strukturu finančního účtu argentinské platební bilance a pohyb v objemu devizových rezerv. To je uvedeno v tabulce č. 21.

Tabulka č. 21, v mld. USD Struktura finančního účtu argentinské platební bilance

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Běžný účet	-5,5	-7,7	-10	-2,8	-6,8	-12,2	-14,5	-11,9	-8,9	-3,3	8,7	7,9	3,3
Finanční účet	7,6	9,8	9,3	0,6	11,7	16,8	18,9	14,4	7,9	-14,9	-20,7	15,9	10,4
Přijaté přímé zahr.invest.	4	3,3	3,1	4,8	6,9	9,2	7,3	23,9	10,4	2,2	2,1	1,7	4,3
Vydané zahr.dluhopisy	0,7	28,7	4,4	5,1	11,1	10,3	10,9	5,9	1,9	-9,7	-5,1	-7,7	-9,3
Depoz.argent.bank v zahr.	-0,7	-1,7	-0,3	-0,7	-3,1	-5,3	0,6	1	-2,3	8,9	1,9	0,4	0,2
Zahr.vklady v arg.bankách	0,7	1,2	1,1	3,1	0,4	3,8	0,6	1,1	0,9	-6,8	-2,2	-2,9	-0,9
Pohyb akciového kapitálu	0,3	1,6	0,3	0	0,4	-0,2	-1,1	-10,6	-4,7	-0,9	-0,1	0	-0,1
Ostatní invest.do zahrani.	3,9	1,9	0,2	-12,5	-2,2	-1,7	-0,2	-2,3	-0,1	-11,1	-11,1	-4,8	-2,4
Ost.inv.přijaté ze zahrani.	-0,1	-9,2	-0,2	-0,6	1,8	8,3	5,4	-0,5	0,9	-0,9	-5,2	-0,9	-0,7
Ost.závazky vlády a CB	-1,2	14,1	0,9	1,4	-0,3	0,2	2,1	-0,4	1,5	2,3	-2,2	-0,8	-1,1
Chyby a omyly	0	0	0	0	-1,7	-1,3	-0,4	-0,5	-0,1	-3,3	-1,8	-1,3	0,1
Saldo plateb. bilance celk.	2,1	2,2	-0,9	-2,2	3,2	3,3	4,1	2,1	-1,2	-21,4	-13,4	-9,1	-6,9
Financování salda PB (-) je nárůst devizových rezerv a splátka u MMF, (+) je pokles DR a čerpání úvěru MMF													
Změna devizových rezerv	-3,1	-4,5	-0,5	0	-3,8	-3,3	-3,4	-1,2	0,4	12,1	4,5	-3,5	-5,3
Změna úvěrů u MMF	1	2,3	1,4	2,2	0,6	0	-0,7	-0,8	0,8	9,3	8,9	12,6	12,2

Zdroj: International Financial Statistics

I když se ve struktuře finančního účtu argentinské platební bilance vyskytuje řada velkých a jednorázových položek a protisměrných pohybů, přesto lze vysledovat některé tendence. Lze

řící, že poměrně **významné místo ve financování běžného účtu mají přímé zahraniční investice, nicméně až do propuknutí velké krize v roce 2001 byly hlavním zdrojem financování zahraniční dluhopisy.** V roce 2001 ztratila Argentina v důsledku zhoršení své ekonomické situace přístup na světový kapitálový trh a jediným zdrojem k vyrovnání schodků platební bilance zůstaly prostředky Mezinárodního měnového fondu.

**Celkově lze říci, že se pohyby na finančním účtu argentinské platební bilance na krizích v této zemi významným způsobem podílely až v roce 2001 a v roce 2002, kdy země ztratila přístup na mezinárodní kapitálový trh a všichni zahraniční věřitelé, kteří mohli, svoje investice a depozita stáhli. Jak již bylo uvedeno výše, příčiny krizí byly především v dlouhodobě špatném stavu běžného účtu platební bilance.**

## **2.6 Měnové krize v Turecku**

Obdobně jako tomu bylo v případě Argentiny, je i Turecko zemí, která je poměrně často postihována měnovými krizemi. I v tomto případě byla pro jeho dlouhodobý vývoj charakteristická poměrně silná politická nestabilita, vyznačující se mimo jiné i častými intervencemi armády do politického života. Ekonomický vývoj pak byl dlouhodobě provázen výraznou inflací a významným podílem zahraničních úvěrových zdrojů na pokrývání finančních potřeb všech sektorů turecké ekonomiky.

Inflační tendence v turecké ekonomice postupně narůstaly zejména v průběhu poslední čtvrtiny dvacátého století. Zatímco v 70. letech minulého století byla v zemi průměrná roční inflace 25 %, v osmdesátých letech to bylo již 50 % a v devadesátých letech 80 %<sup>37</sup>. Jako hlavní příčina této chronické inflace bývá označováno monetární financování schodku státního rozpočtu tureckou centrální bankou. Zatímco ve většině zemí je takovýto krok centrálním bankám přísně zakázán, turecké zákony úvěrování státu centrální bankou tehdy připouštěly. Teprve nový zákon o centrální bance, který vstoupil v platnost v dubnu 2001 zakázal této instituci úvěrování schodků státního rozpočtu a současně centrální bance stanovil jako základní cíl cenovou stabilitu. Do přijetí tohoto na turecké dosavadní poměry revolučního opatření však země musela projít několika měnovými krizemi.

Jednou z příčin série měnových krizí v Turecku za posledních 15 let byla také předčasná liberalizace finančního účtu platební bilance. Vzhledem ke stále se zvyšující potřebě úvěrových zdrojů, které domácí úspory nebyly schopny pokrýt, se totiž turecké úřady

<sup>37</sup> Collins, Charles – Kincaid, Russel, Managing Financial Crises, Occasional Paper IMF No 217/2003, str. 52



rozhodly v roce 1989 liberalizovat finanční účet platební bilance. Tento krok měl především ulehčit příliv zahraničních úvěrových zdrojů. Finanční účet byl ovšem liberalizován v podmínkách značné nestability jak makroekonomické, tak i nestabilního bankovního sektoru, jehož regulace ze strany státu byla na velmi nízké úrovni. Turecký bankovní systém se totiž vyznačoval velmi úzkým propojením s podnikovým sektorem, kdy banky byly součástí tzv. rodinných konglomerátů. Jako příklad lze uvést skupinu Sabanci, skupinu Koc, finanční konglomerát spojený s bankou Isbankasi a jiné.

Provedená finanční deregulace skutečně vedla k rychlému přílivu zahraničních úvěrových zdrojů a to především do komerčních bank, jak dokumentuje tabulka č. x1, která sleduje vývoj jejich zahraničních závazků v mld. USD. Ostatní subjekty turecké ekonomiky, to je stát i centrální banka své zahraniční závazky udržovaly v první polovině devadesátých let minulého století na stabilní, i když poměrně vysoké úrovni, což rovněž vyplývá z dále uvedené tabulky č. 22.

Tabulka č. 22 V mld. USD

rok	1989	1990	1991	1992	1993
turecký stát	19,4	21,1	20,6	20,7	21,5
centrální banka	9,1	8,7	7,4	7,1	7,5
komerční banky	1,9	3,8	3,7	6,4	9,4
celkem	30,4	33,6	31,7	34,2	38,4

Zdroj: International Financial Statistics

Největší riziko z hlediska stability představovaly komerční banky, které své zahraniční závazky transformovaly do místní měny a takto získané prostředky investovaly i přes tzv. otevřenou devizovou pozici do státních cenných papírů. Profitovaly přitom zejména z vysokého úrokového diferenciálu, neboť podle IFS byly v roce 1991 průměrné úrokové sazby ze státních cenných papírů 67 % p.a. a v roce 1992 dokonce 72 % p.a.

V roce 1993 se turecká vláda rozhodla snížit úrokovou zátěž z vysokého státního dluhu denominovaného v místní měně snížením úrokových sazeb na domácí treasury bills. Současně začalo ministerstvo financí čerpat ve zvýšené míře úvěry od centrální banky a zrušilo v důsledku toho několik aukcí státních dluhopisů. Omezení státních výpůjček z domácího kapitálového trhu ale způsobilo přebytek likvidity. Tento přetlak přebytečných úvěrových zdrojů se ovšem v posledních měsících roku 1993 promítl do zvýšeného tlaku na kurs liry. Počátkem roku 1994 tento tlak pokračoval. Současně začaly prudce klesat i turecké devizové rezervy, které komerční subjekty ve stále větší míře vykupovaly za přebytečným zdroje v domácí měně. Rozbuškou spouštějící finanční krizi bylo oznámení mezinárodních

ratingových agentur o snížení ratingu země. Tento vývoj je dokumentován v následující tabulce 23.

Tabulka č. 23

Vývoj kursu liry a devizových rezerv

	IQ1993	IIQ1993	IIIQ1993	IVQ1993	1Q1994	IIQ1994	IIIQ1994	IVQ1994	IQ1995
kurs liry k USD	9.461	10.871	12.094	14.472	22.160	31.195	34.073	38.726	41.831
devizové rezervy v mld USD	7,2	6,9	6,9	6,3	3,4	4,3	6,8	7,2	11,4

Zdroj: International Financial Statistics

Pokles kursu liry dosáhl svého vrcholu dne 7. dubna 1994, kdy se lira propadla až na 39.850 lir za 1 dolar. V této době již ale zasáhl Mezinárodní měnový fond, který dal Turecku k dispozici překlenovací úvěr podmíněný stabilizačním programem. Turecká centrální banka rovněž výrazně zvýšila své referenční sazby, a to ze 70 % p.a. počátkem roku na 700 % p.a. v květnu 1994<sup>38</sup>. V návaznosti na tato opatření začaly tlaky na znehodnocení liry polevovat a současně se opět začaly zvyšovat devizové rezervy. Koncem června klesla overnight sazba na mezibankovním trhu na 30 % p.a. a tato krize tak byla v zásadě překonána. Finanční krize měla přirozeně dopad i do reálné ekonomiky. Hrubý domácí produkt Turecka vyjádřený ve stálých cenách 1990 poklesl v roce 1994 oproti roku 1993 o 4,7 % (podle IMF).

Při hodnocení této krize lze konstatovat, že se jednalo v zásadě o krizi popisovanou modely první generace, i když na rozdíl od jiných krizí zde působilo naprosto netypické financování státního dluhu tureckou centrální bankou. Další odlišností oproti modelovým předpokladům je skutečnost, že Turecko nepřešlo z fixního měnového kursu liry na volný kurs, ale tzv. „řízený floating“.

Léta následující po překonání měnové krize byla charakterizována vcelku dynamickým nárůstem hrubého domácího produktu, při poměrně mírných deficitech běžného účtu platební bilance. Tento vcelku pozitivní vývoj byl ovšem doprovázen bouřlivým růstem inflace a s ní souvisejícím ještě rychlejším znehodnocováním kurzu liry. Tento vývoj je uveden v následující tabulce 24.

Tabulka č. 24

Vývoj kursu liry a inflace

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Kurs liry k USD	38.726	59.650	107.775	205.605	314.464	541.400
Inflace (CPI) v % roku 95	53,2	100	180,3	335,1	618,5	1.019,7

Zdroj: International Financial Statistics

<sup>38</sup> Inci Gümüs – Effects of the Interest Rate Defense on Exchange Rates During the 1994 Crisis in Turkey, Central Bank of Turkey, WP 14/1997

Zajímavý dopad měly na tureckou ekonomiku krizové roky 1997 a 1998. V první fázi krize sice měla turecká ekonomika prospěch z poklesu cen ropy a dalších surovin, což se promítlo i do její dočasné stability. Centrální banka současně modifikovala svoji politiku a kromě tradičního cílování reserve money zavedla i cílování inflace. Realizace hlubších strukturálních reforem se ovšem Turecku příliš nepodařila, jednotlivá opatření nebyla koordinována a v zásadě byla realizována pouze daňová reforma. Turecko v tomto období také přistoupilo na „Staff Monitoring Program“ realizovaný Mezinárodním měnovým fondem. V jeho rámci vláda i centrální banka doplnily seznam cílovaných měnových ukazatelů o čistá zahraniční aktiva a čistá domácí aktiva. Centrální autority si současně stanovily ambiciózní inflační cíl ve výši 50 %. Příznivé ceny surovin umožnily, že tento cíl byl v zásadě plněn.

Nicméně, obecný odliv zahraničního kapitálu z tranzitivních ekonomik, který byl vyvolán měnovou krizí v Rusku postupně zasáhl i Turecko. V roce 1998 se tak turecká ekonomika dostala do potíží spojených s nedostatkem devizových prostředků. Jenom v srpnu 1998 poklesly turecké devizové rezervy z 26,7 mld. USD na 21,5 mld. USD<sup>39</sup>. Turecká ekonomika byla také zasažena silným zemětřesením, které zemi postihlo v srpnu 1998 a zasáhlo hustě obydlené oblasti v okolí Istanbulu.

Všechny tyto události se odrazily v tom, že v roce 1999 zaznamenala turecká ekonomika další pokles HDP, tentokrát o 4,3 %. Je zajímavé, že prostudované turecké zdroje v souvislosti s rokem 1998 o finanční krizi nemluví, i když v zásadě krizové atributy byly v tomto případě naplněny. Zde je ovšem třeba vzít v úvahu, že v podmínkách vysoké inflace (v některých letech hraničící s hyperinflací), permanentního rychlého znehodnocování kurzu měny a celkové vysoké zadluženosti všech hlavních sektorů ekonomiky lze hovořit o krizi spíše v souvislosti se schopností splácet závazky než se zhoršováním výše uvedených finančních veličin, poněvadž ty byly fakticky špatné permanentně.

Na druhé straně nelze přehlédnout, že až na léta 1994 a 1999 vykazovala turecká ekonomika poměrně dynamický růst, jak je patrné z tabulky 25.

<sup>39</sup> BÝNAY,Tükrü – SALMAN,Ferhan, The Global Crisis and the Turkish Economy, Central Bank of Turkish Republic 1998, str. 18

Tabulka č. 25

Přehled hlavních ukazatelů turecké ekonomiky ve vztahu k HDP

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Reálný HDP-tempo růstu	9,2	0,8	5,1	7,7	-4,7	8,1	6,9	7,6	3,1	-4,3
Zahraniční dluh v %HDP	32,6	33,1	34,8	36,9	50,1	42,4	45,3	47,1	51,2	56,2
Běžný účet PB v % HDP	-1,7	0,2	-0,6	-3,5	2,8	-0,5	-1,4	-1,4	0,9	-0,5

Zdroj: IMF Statistics

Jak je dále patrné z tabulky č. 25, také běžný účet turecké platební bilance nevykazoval ve vztahu k HDP žádná dramatická čísla (snad jedině s výjimkou roku 1993). To znamená, že hranice 5 %, považovaná za kritickou, nebyla dosažena ani v jednom ze sledovaných let. O něco lepší vypovídací schopnost ukázal podíl zahraničního dluhu země na HDP, který se od roku 1994 pohyboval nad uznanou kritickou hranicí 40 %. Ale ani tady překročení limitu s výjimkou let 1994, 1998 a 1999 nebylo nikterak zásadní. Jako tomu bylo již i v případě jiných zemí, analyzovaných v této práci, i tento případ dokumentuje nízkou vypovídací schopnost ukazatelů považovaných za vhodné k signalizaci nebezpečí vzniku finančních krizí.

V roce 2000 začaly na finančních trzích opět narůstat v souvislosti s Tureckem obavy. I když makroekonomické ukazatele nebyly nijak zvlášť dobré, přesto jejich stav nebyl tak špatný, aby sám o sobě mohl vyvolat krizi. Přesto zřejmě největší obavy vyvolal náhlý schodek běžného účtu turecké platební bilance, který v roce 2000 vykázal nebývalý schodek 9,8 mld. USD, zatímco v roce 1999 to bylo pouze 1,3 mld. USD a v roce 1998 byl dokonce vykázán přebytek ve výši 1,8 mld. USD (podle IFS). Napětí se ale začalo projevovat v bankovním systému. Potíže některých bank a současně i policejní vyšetřování vedoucích představitelů některých tureckých bank vyvolalo nedůvěru vůči celému systému. Turecké banky se navíc rozdělily na skupinu bank považovaných za špatné a skupinu tzv. dobrých bank. V návaznosti na to tzv. „dobré“ banky zrušily ve druhé polovině listopadu 2000 své úvěrové linky na banky „špatné“.

Nezanedbatelný vliv měla také úvěrová dohoda podepsaná s MMF koncem roku 1999, kdy jednou z podmínek byla úprava kursového režimu. 18 měsíců od podpisu dohody mělo Turecko přejít na volný kurs liry, přičemž v průběhu zmíněných 18 měsíců se mělo stále více rozšiřovat flukтуаční pásmo. Dalším ambiciózním závazkem Turecka bylo výrazné snížení inflace.

Zvýšené napětí přilákalo přirozeně spekulanty, kteří poprvé na liru zaútočili koncem listopadu roku 2000. Tento útok dokázala turecká centrální banka odrazit, i když cena byla poměrně vysoká. Banka ztratila 20 % svých devizových rezerv a sazba overnight na peněžním trhu vyskočila až na 873 % p.a.<sup>40</sup>. Zvýšení úrokových sazeb mělo ovšem nepříznivý dopad jak na bankovní sektor, který měl významnou část aktiv deponovanou ve fixně zúročených státních cenných papírech, tak i na kapitálový trh. Dluhopisový trh ztratil cca 20 % hodnoty a akciový poklesl dokonce téměř až na polovinu své původní hodnoty. To vedlo k tomu, že zahraniční investoři utrpěli značné ztráty a začali uzavírat své pozice a vyvádět svůj kapitál ze země.

Spekulanti vycítili další příležitost a k novému útoku na liru došlo v únoru 2001. Poté co centrální banka během tří dnů spotřebovala na obranu liry 4,5 mld. USD (cca čtvrtinu devizových rezerv), byla donucena opustit dosavadní kurzový režim a přejít na volný kurs liry, k čemuž mělo dojít podle dohody s MMF až o 4 měsíce později. Dále centrální banka drasticky zvýšila úrokové sazby. To spolu s nedostatkem likvidity na mezibankovním trhu vedlo k tomu, že 22. února byla overnight sazba 6.200 % p.a.(viz literatura ad c).

Na tyto kroky lira reagovala okamžitým oslabením o 36 %. Rovněž byla provedena denominace měny a zavedena tzv. nová lira vydělením staré liry jedním milionem. Současně turecká vláda zrušila ambiciózní program stabilizace dohodnutý s MMF. Další útok přišel v červenci 2001 v souvislosti s nastupující krizí v Argentině, což vyplašilo zbývající zahraniční investory, kteří uzavírali své pozice a lira tak ztratila dalších cca 12%.

Turecká vláda se obrátila se žádostí o pomoc k Mezinárodnímu měnovému fondu a tato žádost byla podpořena intervencí amerického ministerstva financí. Současně došlo k dočasné změně měnové politiky centrální banky. Místo cílování inflace bylo přikročeno k cílování měnové báze, kterou mohla centrální banka bezprostředně ovlivňovat.

Zlepšení situace nastalo ale teprve po schválení finanční pomoci ze strany MMF a Světové banky. Tato pomoc byla podmíněna přijetím restriktivní měnové a fiskální politiky, jejímž cílem bylo dosáhnout rozpočtový přebytek a v roce 2004 snížit inflaci na 12 %. Pro rok 2002 byl Turecku schválen úvěrový rámec ve výši 14 mld. USD a pro každý další rok po 1 mld. USD. Úvěry byly použity především na restrukturalizaci stávajícího úvěrového zatížení.

Výše uvedené odstavce představují ovšem pouze jevovou stránku této krize. Je otázkou, co bylo její podstatou a v návaznosti na to, jestli se jednalo o krizi popisovanou modely první, druhé nebo třetí generace. Podle mého názoru se na rozdíl od krize roku 1994 nejednalo o

<sup>40</sup> Özatay, Fatih – Sak, Güven, Banking Sector Fragility and Turkey's 2000-2001 Financial Crisis, Ankara University 2003, str. 5

krizi první generace. Ukazatelé zadluženosti Turecka ve vztahu k HDP, které jsou významné pro modely krizí první generace nevykazovaly mezi roky 1995 až 2000 v mezinárodním srovnání nijak dramatické výsledky, i když trend byl jasně negativní. To vyplývá z tabulky č. 26.

Tabulka č. 26 Podíl tureckého veřejného dluhu na HDP v %

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Veřejný dluh k HDP v %	37,6	40,3	40,5	41,3	51,8	53,4
z toho - domácí	14,6	18,5	20,2	21,7	29,3	29
- zahraniční	23,1	21,8	20,3	19,6	22,5	24,4

Zdroj: Özatay, Fatih – Sak, Güven, Banking Sector Fragility and Turkey's 2000-2001 Financial Crisis, Ankara University 2003, str. 8

Z výše uvedené tabulky je tedy zřejmé, že veřejný dluh Turecka byl pod tzv. Maastrichtskou hranicí 60 %. Rovněž běžný účet platební bilance nevykazoval nikterak výrazné schodky, které by mohly způsobit krizi, jak je patrné z následující tabulky č. 27. Ukazatel se pohyboval pod všeobecně uznávanou bezpečnostní hranicí 5 %, snad jedině bezprostředně před krizí v roce 2000 se této hranici přiblížil.

Tabulka č. 27 Podíl schodku běžného účtu turecké PB na HDP v %

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Podíl běžného účtu PB na HDP	-1,4	-1,3	-1,4	1,1	-0,7	-4,9

Zdroj: Özatay, Fatih – Sak, Güven, Banking Sector Fragility and Turkey's 2000-2001 Financial Crisis, Ankara University 2003, str. 10

Na základě dvou výše uvedených ukazatelů lze tedy konstatovat, že veřejný sektor měnovou krizí roku 2001 nezpůsobil. K tomuto závěru došli i výše uvádění turečtí autoři Özatay a Sak. V zásadě se na turecko nehodí ani modely měnových krizí druhé generace, které vycházejí především z toho, že země nebude bránit systém měnového kurzu před spekulanty v případě sebe naplňující se krize vysokými úrokovými sazbami, aby nepoškodila svůj ekonomický růst. Jak je patrné výše, úrokové sazby v Turecku vylétly v průběhu krize na rekordní úroveň (a země za to také zaplatila v roce 2001 prudkým poklesem HDP) a z toho jasně vyplývá, že ani faktory typické pro druhé generace modelů krizí zde nebyly ve hře.

Lze říci, že příčinou krize 2001 byly faktory popisované modely měnových krizí třetí generace. Tyto příčiny spočívaly především ve špatné kvalitě bilancí tureckých bank a také podnikového sektoru. To je také patrné z následující tabulky 28.

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Podíl špatných úvěrů na celkových úvěrech	2,8	2,2	2,4	7,2	10,7	11,6	18,6
devizová aktiva / devizová pasiva	90,6	93,6	89,6	84,9	79,4	75,9	81,1
podíl depozit nad 6 měsíců na celkových depozitech	26,1	26,6	24,7	22,9	28,1	15,1	11,6

Zdroj: Özatay, Fatih – Sak, Güven, Banking Sector Fragility and Turkey's 2000-2001 Financial Crisis, Ankara University 2003, str. 15

Z tabulky je zřejmé, že ukazatele obezřetného hospodaření za turecký bankovní systém byly všestranně špatné, zejména v období, které předcházelo propuknutí měnové krize. To, že pro turecké banky byly dlouhodobě dominantním aktivem státní cenné papíry se odrazilo v jejich nízké schopnosti řídit ostatní úvěrová rizika a jejich větší angažovanost v soukromém sektoru s sebou přinesla i zhoršující se kvalitu úvěrového portfolia. Rovněž devizová pozice bank byla otevřená, část devizových zdrojů byla konvertována do domácí měny a s prudkým znehodnocením měnového kursu banky utrpěly velké kursové ztráty. Ani časová struktura úvěrových zdrojů nebyla vhodná. Jak je patrné z tabulky, v pasivech tureckých bank hrály rozhodující roli krátkodobé zdroje. V důsledku uvedených jevů propukla v Turecku nejenom měnová, ale i bankovní krize. Turecký stát musel nakonec vydat za domácí banky vůči zahraničním věřitelům plošnou garanci, aby předešel kolapsu celého bankovního systému.

V zásadě lze říci, že situaci se podařilo postupně s pomocí MMF stabilizovat a od roku 2002 vykazuje turecká ekonomika opět hospodářský růst. Podařilo se snížit i inflaci na hodnoty mezi 15 až 25 procenty, obnovit devizové rezervy a zastavit růst státního dluhu. Bankovní systém, který byl zjevně hlavním viníkem krize ale prošel zásadní změnou. Problémové banky byly buď zavřeny nebo převzaty zdravými institucemi. Špatné úvěry byly obdobně jako v případě České republiky převedeny do zvláštního fondu SDIF.

## 2.6. Měnová krize v České republice v roce 1997

### 2.6.1. Předkrizové období

Po rozdělení Československé federace a vzniku České republiky v roce 1993 pokračovala česká vláda v ekonomických reformách započatých již po revoluci v listopadu 1989. Jednou ze základních otázek, které musely být řešeny byla vzhledem k otevřenosti ekonomiky politika v oblasti měnového kurzu. Tato politika byla populárně charakterizována dvěma termíny, a to **kotva a polštář**.

Oldřich Dědek k tomu uvádí: „Pojem **kotva** vyjadřoval záměr reformátorů **využít politiku pevného kurzu** k vytvoření jakéhosi pevného bodu pro všechny převratné liberalizační změny, které ekonomická reforma uvedla do pohybu.....Úvahy o blahodárném působení Kurzové kotvy tak vedly k volbě **vysoce rigidního kurzového režimu**, který vytvářel minimální prostor pro rozhodovací volnost měnových autorit“<sup>41</sup>. Koruna tak byla navázána na koš měn, který byl postupně transformován a brzy po rozdělení federace byl zúžen pouze na dvě měny. Od 3. května 1993 byl měnový koš složen pouze z DEM (váha 65% a USD35%). K centrální paritě bylo zavedeno flukтуаční pásmo  $\pm 0,5\%$ . V dubnu 1995 pak toto pásmo bylo rozšířeno na  $\pm 0,75\%$ . Vzhledem k tomu, že v důsledku rostoucího přílivu zahraničního kapitálu postupně narůstal tlak na zhodnocování koruny, byl tento problém řešen k 28. únoru 1996 dalším rozšířením flukтуаčního pásma na  $\pm 7,5\%$ . Tím se pro zahraniční investory zvýšilo kursově riziko a přitažlivost investic do koruny vyvolaná vysokým úrokovým diferencíálem se snížila. Tato vazba zůstala zachována až do 26.5.1997, kdy byl v důsledku měnové krize kurs koruny uvolněn. Do konce roku 1996 se dařilo udržovat tuto kursovou stabilitu v zásadě bez problémů jak je patrné z následující tabulky č. 29. Tato tabulka sleduje průměrný nominální kurs koruny vážený aktuálním měnovým košem, což znamená, že tento index kompenzoval vzájemné pohyby měn v koši obsažených.

Tabulka č. 29 – pohyby kurzu koruny vůči koši měn

1993	1994	1995	1996
21,2	21,61	21,33	21,24

Zdroj: Oldřich Dědek – Měnový ořes 1997, VP ČNB č. 15, Praha 2000, str. 37

**Polštář** vyjadřoval podhodnocení kurzu koruny oproti cenové paritě realizované

<sup>41</sup> Oldřich Dědek – Měnový ořes 1997, VP ČNB č. 15, Praha 2000, str. 37 - 39



devalvacemi na počátku ekonomické transformace. Oldřich Dědek ve stejné práci uvádí, že „prostředí podhodnoceného kurzu patřilo k vědomému záměru v rámci balíku základních reformních opatření“. Politika polštáře se ovšem nesečkala s úspěchem. Jak dále uvádí citovaný autor: **Převažující většina českých podniků tento kursový polštář k potřebné restrukturalizaci nevyužila**, nýbrž na něm usnula a probudila se, až když kurs začal kousat., Měkký kurs nestimuloval zdokonalování necenových forem konkurence a umožnil přežívat málo života schopným firmám.

Nicméně, v roce 1993 se česká ekonomika dokázala vyrovnat s rozdělením federálního státu a **úspěšně a dynamicky se vyvíjela**. Hrubý domácí produkt ve stálých cenách vzrostl v roce 1995 o 5,9% a v roce 1996 o 3,8%. Nezaměstnanost klesala na úroveň kolem tří procent a rovněž inflace vyjádřená spotřebitelskými cenami byla s indexem 8,8% v roce 1996 značně pod úrovní dosahovanou v ostatních transformujících se zemích. Rovněž vnitřní a vnější zadluženost byla na nízké úrovni. Státní rozpočet byl v roce 1995 přebytkový a v roce 1996 vykázal malý schodek ve výši 0,1% HDP. Deficit běžného účtu platební bilance byl v roce 1995 2,6% HDP. **Tento vývoj naplňoval jak vládu, tak i centrální banku velkým optimismem.**

To se projevovalo i v rychlém otevírání české ekonomiky, **které vyvrcholilo v říjnu 1995 liberalizací kapitálového účtu platební bilance**, což vedlo k rychlému rozvoji českého finančního trhu, na který začali ve velkém měřítku přicházet zahraniční investoři a banky. Česká koruna také začala být široce obchodovatelnou měnou na evropských finančních trzích (zejména v Londýně a Frankfurtu) a desítky miliard korun se tak dostaly mimo kontrolu České národní banky. Poměrně brzy se rovněž objevily i deriváty na českou korunu, zvláště pak forwardové operace. Tento krok velmi kriticky hodnotil Václav Klaus, který uvádí. „Toto předčasné otevření kapitálového účtu ...bylo vedle prestižních důvodů motivováno zejména snahou ČNB snížit náklady na sterilizaci přílivu 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“<sup>42</sup>

V roce 1996 však začaly v ekonomice narůstat negativní tendence, zejména v oblasti vnitřní i vnější ekonomické rovnováhy. Vysoký růst mezd nebyl doprovázen odpovídajícím růstem produktivity práce, domácí poptávka měla předstih před růstem HDP, kladné investiční saldo investiční pozice státu se změnilo na deficit a zřejmě největší hrozbou pro ekonomiku byl nadměrný příliv zahraničních finančních investic, mimo jiné i krátkodobých.

<sup>42</sup> V.Klaus a kol. – Tři roky od měnové krize, Sborník textů č.5/2000, vydal CEP

**Všechny tyto symptomy signalizovaly rostoucí přehřívání a česká ekonomika se tak dostávala do stále zranitelnější pozice.** Jedním z makroekonomických agregátů, kde se nerovnováha projevovovala nejvýrazněji, byla obchodní bilance a běžný účet bilance platební, jak je patrné z následující tabulky č. 30.

Tabulka č. 30 – Struktura běžného účtu platební bilance ČR v mld. Kč

ukazatel	1993	1994	1995	1996	1997
obchodní bilance	-15,3	-39,7	-97,6	-159,5	-145,6
bilance služeb	29,5	14,1	48,9	52,2	54,9
bilance výnosů	-3,4	-0,5	-2,8	-19,6	-20,6
běžné převody	2,5	3,6	15,2	10,4	11,2
běžný účet PB celkem	13,3	-22,6	-36,3	-116,5	-100,1
podíl schodku BÚ na HDP	x	1,97%	2,97%	9,18%	7,81%

. Zdroj: Výroční zpráva ČNB za rok 1997, str. 15

**Výrazné zhoršení na běžném účtu platební bilance**, jak je patrné z tabulky č. 23, **který v roce 1996 prolomil všeobecně uznávanou bezpečnou hranici 5 %** ve vztahu k hrubému domácímu produktu a překonal tuto hranici téměř dvojnásobně, vyplývá zejména z deficitu bilance obchodní, i když k celkovému velmi zápornému výsledku přispělo také částečně i náhlé zhoršení bilance výnosů.

Na schodku obchodní bilance se podílel zejména silný investiční proces, jehož objem přesahoval rozsah disponibilních domácích úspor. **Tento na první pohled pozitivní vývoj však nepřinesl potřebnou restrukturalizaci českého průmyslu a dalších odvětví.** Významná část zahraničních investic směřovala totiž spíše do oblasti služeb, a to zejména do oborů jako byly na příklad benzínové pumpy, maloobchodní prodejní jednotky, nemovitosti a další podobná odvětví. Tento vývoj tedy nepřinesl tolik potřebné řádové zvýšení exportní výkonnosti české ekonomiky. Úspory a investice tedy byly ve stále větší nerovnováze, jak uvádí tabulka č. 31.

Tabulka č. 31 - Úspory a investice v ČR

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Investice/HDP	28,40%	28,70%	32,10%	31,80%	30,80%	28,30%	26,40%	26,30%
Úspory/HDP	28,70%	27,80%	29,90%	28,10%	26,30%	27,30%	26,50%	25,80%

Zdroj: V.Klaus, Tři roky od měnové krize, CEP 5/2000

Na druhé straně, financování zhoršujícího se běžného účtu platební bilance bylo realizováno jednak přímými zahraničními investicemi, což lze v zásadě hodnotit pozitivně, ale ve stále

větší míře i přímými finančními úvěry, zejména krátkodobými. Tato struktura zahraničních finančních zdrojů byla jednou z příčin negativních jevů, které následně způsobily v roce 1997 měnovou krizi. Strukturu finančního účtu platební bilance sleduje tabulka č. 32.

Tabulka č.32- Struktura finančního účtu PB ČR v mld. Kč

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Běžný účet	13,3	-22,6	-36,3	-116,5	-100,1	-33,8
Finanční účet	88,2	97,1	218,3	116,6	34,3	84,9
přímé investice	16,4	21,5	67,1	37,7	40,5	80,2
portfoliové investice	46,7	24,6	36,2	19,7	34,4	32,7
ostatní dlouhodobé investice	23,5	31,9	89,3	84,4	12,9	-29,3
ostatní krátkodobé investice	1,6	19,1	25,8	-25,2	-53,3	1,3

Zdroj: Výroční zpráva ČNB za rok 1998

Výše uvedené schodky běžného účtu platební bilance se spolu s přebytky na finančním účtu projevovaly ve vcelku dynamickém nárůstu zahraniční zadluženosti České republiky, což dokumentuje tabulka č. 33.

Tabulka č. 33 – Struktura zahraniční zadluženosti ČR v mld Kč

ukazatel	1.1.1993	31.12.1993	31.12.1994	31.12.1995	31.12.1996	31.12.1997
zadluženost celkem	224,3	287,7	342,5	457,3	578,9	748,7
v tom dlouhodobá	163,2	218,1	242,1	316,5	414,1	503,9
v tom krátkodobá	61,1	69,6	100,4	140,8	164,8	244,8

Zdroj: Výroční zpráva ČNB za rok 1997, str. 63

Ve srovnání s uvedenými negativními jevy ovšem nelze opominout ani tu skutečnost, že navzdory častým kritikám rozpočtové politiky vlády v té době, schodek veřejných rozpočtů nebyl v letech, které předcházely měnovou krizi, nijak zvlášť dramatický a proto rozhodně nebyl příčinou krize. Podle mého názoru se proto v případě krize v České republice nejednalo o krizi popisovanou modely první generace. Schodek státního rozpočtu se tehdy pohyboval pod 3% Maastrichtským kriteriem (i když státní rozpočet není totožný s úhrnem veřejných rozpočtů). To vcelku jasně dokumentuje dále uvedená tabulka č. 34.

Tabulka č. 34 – struktura Státního rozpočtu ČR v mld. Kč

ukazatel	1993	1994	1995	1996	1997
příjmy celkem	358,1	390,5	440,1	482,8	509,1
výdaje celkem	356,9	380,1	432,8	484,4	524,7
saldo celkem	1,1	10,4	7,2	-1,6	-15,7
saldo v % HDP	0,1	0,9	0,5	-0,1	-1,1

Zdroj: Výroční zpráva ČNB za rok 1997, str. 66

Čerpání rozpočtových přebytků vytvořených v letech 1994 a 1995 sice přispělo k růstu agregátní poptávky, k tomu ale došlo až v prvním pololetí roku 1997. V prvním čtvrtletí 1997 bylo dosaženo rozpočtového schodku ve výši 8,5 mld. Kč a ke konci prvního pololetí se tento schodek dále zvýšil na 14,8 mld. Kč. To sice mohlo zvýšit prostřednictvím neuspokojené poptávky tlak na schodek obchodní bilance, rozpočtový schodek ale nemohl být vzhledem ke svému rozsahu rozhodující příčinou propuknutí měnové krize. Myslím si proto, že nelze úplně souhlasit s tvrzením O.Dědka, který v této souvislosti uvádí, že „vláda fakticky reagovala na eskalaci vnější nerovnováhy v roce 1996 uvolňováním fiskální politiky....“<sup>43</sup>

Rozšíření fluktuačního pásma spolu se zvyšováním hlavních úrokových sazeb v roce 1996 vedly ke zhodnocení koruny a ke zpomalení růstu ekonomiky.

## 2.6.2 Měnová krize

V prvních měsících roku 1997 se začala nestabilita koruny a české ekonomiky prohlubovat, k čemuž přispívaly zejména následující události a vlivy:

- „Nákaza“ z jihovýchodní Asie, kde měnová krize již propukla. Zejména se uvádí vliv krize v Thajsku, kde míra výnosu jeho investičních instrumentů byla silně korelována s obdobnými instrumenty českými.
- „Exploze“ korunových euroobligací emitovaných zahraničními dlužníky na českém trhu, kdy jen za první čtvrtletí 1997 bylo emitováno 35 emisí v protihodnotě 1,7 mld. USD (za celý rok 1996 to bylo 26 emisí v hodnotě 1,2 mld. USD – viz citovaná práce O.Dědka). Tato vlna korunových euro obligací přišla v nevhodnou dobu a způsobila posilování české koruny o 5,5% od centrální parity až na 16,6 Kč za německou marku počátkem února 1997.

<sup>43</sup> Oldřich Dědek – Měnový otřes 97, VP ČNB č.15, str. 50

- Odhad vývoje ekonomických agregátů signalizoval zhoršení indikátorů zranitelnosti ekonomiky vůči krizi. Zvláště negativně byl očekáván vývoj podílu deficitu běžného účtu platební bilance k HDP, kde prognózy signalizovaly možnost dosažení úrovně až 10 % (jak bylo uvedeno výše, za bezpečnou se považuje úroveň 5%), hrubá zahraniční zadluženost k HDP hrozila dosažením bezpečnostní hranice 40% a očekávalo se, že krytí dovozu devizovými rezervami klesne z 6,2 měsíců na 4,3 měsíců.
- Politická scéna směřovala ke stále větší nestabilitě založené již nerozhodným výsledkem parlamentních voleb.
- V ekonomice se začala projevovat ztráta transformační dynamiky.
- Ve vztahu vlády a centrální banky bylo patrné silné napětí, které bylo doprovázeno mediálními kampaněmi, což dále přispívalo k vytváření všeobecně nervózní atmosféry.
- Významní investoři, zejména tzv. hedgeové fondy začali zaujímat spekulativní pozice na pokles koruny, zejména formou tzv. obchodů typu short selling.
- Rovněž české obyvatelstvo a právnické osoby začaly spekulovat na pokles koruny, což se projevilo v nárůstu nákupů devizových prostředků od bank a růstem objemu tuzemských depozit ve volně směnitelné měně.

**Na nepříznivou situaci upozorňovala mimo jiné i zpráva mise Mezinárodního měnového fondu z konce března 1997, která varovala před rizikem spekulativního útoku.** Tato zpráva se mimochodem stala předmětem konfrontace ve vládě, neboť jak uvádí Václav Klaus, byl tehdy napaden ministrem zahraničí Zielencem za údajné zatajení této zprávy před vládou.

Počínaje únorem 1997 začal kurs koruny postupně oslabovat. Václav Klaus tento vývoj charakterizuje následovně: „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“<sup>44</sup>.

Vláda se snažila na vznikající nebezpečnou situaci reagovat tím, že v dubnu 1997 přijala dokument „Korekce hospodářské politiky a dalších transformačních opatření“, který je v odborné veřejnosti znám jako „první balíček“. **Jeho úkolem bylo zbrzdit agregativní**

<sup>44</sup> V.Klaus a kol. Tři roky od měnové krize, Sborník textů č. 5/2000, CEP

**poptávku, ale také obnovit důvěru investorů** v českou ekonomiku. Součástí rozpočtového balíčku byly rozpočtové škrty ve výši 25,5 mld. Kč, snížení mzdového růstu pracovníků rozpočtové sféry ze slíbených 11,9% na 7,3% a zavedení dovozních depozit. Kromě toho „první balíček“ obsahoval i některá systémová opatření, jako bylo založení Komise pro cenné papíry, zřízení specializovaného útvaru pro potírání finanční kriminality, zavedení regulace municipálního dluhu, apod. Jak uvádí oponent Václava Klause Oldřich Dědek<sup>45</sup>, Česká národní banka podpořila vládní opatření v předvečer přijetí balíčku snížením povinných minimálních rezerv bank z 11,5 % na 9,5%. Tato opatření však zvrátit negativní vývoj nedokázala. Jako jedno z vysvětlení neúspěchu přijatých opatření zmiňuje Václav Klaus v citované práci<sup>46</sup> na str. 16 politické důvody, kdy podle něj byla balíčku sebrána kredibilita Josefem Luxem hned v den jeho přijetí vládou, který o „balíčku“ prohlásil, že bez zásadních personálních změn ve vládě (což by fakticky znamenalo novou vládu) toto opatření žádnou cenu nemá. O snížení povinných minimálních rezerv ČNB se V. Klaus v citované práci nezmiňuje.

Dne 15. května 1997 zahájili spekulanti útok na korunu. Tohoto dne ráno ztratila koruna během jedné hodiny 100 bazických bodů a kurs poklesl na 5% pod paritu. Podle O. Dědka<sup>45</sup> stály za tímto poklesem hedgeové fondy, které realizovaly tzv. „krátké prodeje“. Tato operace znamená, že spekulanti si vypůjčili české koruny, které na devizovém trhu vyměnili za DEM nebo USD v očekávání, že po poklesu kurzu koruny nakoupí za tuto volnou měnu zpátky znehodnocené koruny, z nichž zaplatí korunový úvěr a zbude jim spekuláční zisk vycházející z devalvace. Nicméně z pozdějších analýz vyplynulo, že svým rozsahem nebyly „krátké prodeje“ příliš významné. Podle O. Dědka<sup>45</sup> došlo v kritickém období mezi 10. a 20. květnem ke zvýšení korunových úvěrů nerezidentům o pouhých 10 mld. Kč. Objemově významnější byl útěk českých vkladatelů do volné měny. K. Šmídková<sup>47</sup> udává, že jen v květnu 1997 bylo do volných měn českými subjekty konvertováno téměř 40 mld. Kč. Z toho vyplývá, že význam útoku hedgeových fondů spočíval především v odstartování paniky. Po tomto útoku nastal útěk „klasických“ zahraničních investorů, kteří začali uzavírat své korunové pozice, konvertovat investice do volně směnitelné měny a vyvádět je ze země. Co se týče struktury zahraničních investorů v České republice, Oldřich Dědek je dělí z hlediska chování v průběhu krize do dvou skupin

<sup>45</sup> Oldřich Dědek – Měnový otřes 97, VP č. 15, ČNB Praha 2000

<sup>46</sup> V. Klaus a kol. – Tři roky od měnové krize, Sborník textů č. 5/2000, CEP

<sup>47</sup> K. Šmídková – Koruna Exchange Rate Turbulence in May 1997, WP No. 2, ČNB Praha 1998

a) **zklamaný investor**, které tento autor charakterizuje jako osoby, které pozbyly ochotu podstupovat rizika investování do českých aktiv. Takovýto investor byl odhodlán likvidovat své pozice i za cenu vysokých ztrát v obavě, že váhavost by mohla znamenat ztráty ještě větší.

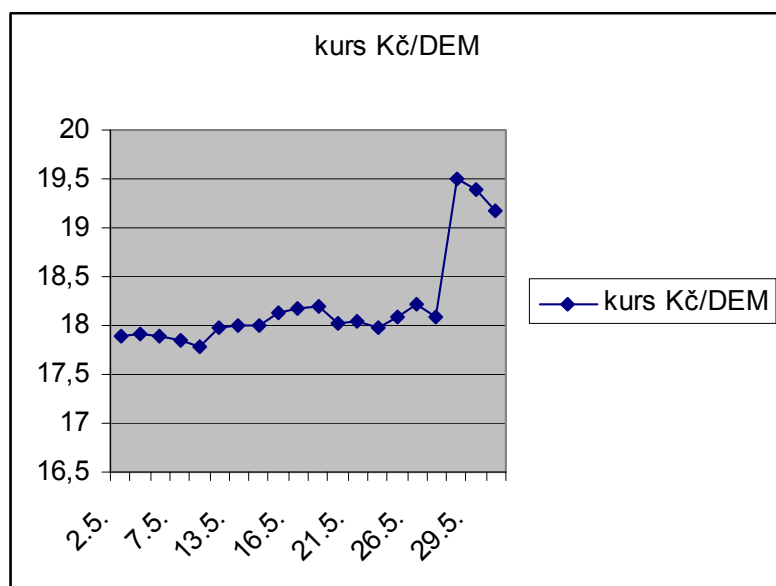
b) **dychtivý spekulant**, kterého lákal výrazný zisk, který by získal v případě výrazného oslabení české koruny a který byl ochoten do své vize vložit svůj kapitál a v rámci svých možností napomoci tržním silám svou sázku materializovat.

Za této situace se Česká národní banka rozhodla bojovat s propuknuvší krizí především **stahováním korunové likvidity z trhu (liquidity squeeze) formou nesterilizovaných devizových intervencí**, kdy korunovou likviditu odčerpanou prodejem devizových prostředků nenahrazovala dodáváním korunových prostředků bankám operacemi na volném trhu.

Devizové intervence byly dále doplněny razantním zvýšením úrokových sazeb. 16. května byla zvýšena lombardní sazba z 15 % p.a. na 50 % p.a. a průměrná repo sazba vzrostla z 12,68 % p.a. k 16.květnu na 44,57 % p.a. k 19. květnu. Dále ČNB zastavila od 22.5. do 16.6. poskytování lombardního úvěru komerčním bankám. Tato opatření ovšem nedokázala udržet kurs koruny v rámci stanovené parity a odliv deviz ze země pokračoval, neboť již byla ve hře i sebe naplňující se očekávání. Česká národní banka se pokoušela rovněž zamezit přístup spekulantů ke korunovým zdrojům použitelným pro spekulaci formou tzv. gentlemanské dohody s komerčními bankami, které se snažila touto formou přesvědčit, aby úvěry spekulantům nepodporovali útok proti koruně. Sám jsem se tehdy zúčastnil tohoto setkání tehdejšího guvernéra ČNB Tošovského s bankami v sídle české obchodní komory v polovině května 1997 jako čerstvě jmenovaný generální ředitel Interbanky a.s. a pamatuji se, že jsme všichni zachovali zdvořilé mlčení, ale přání ČNB prakticky nikdo nerespektoval.

**Opatření přijatá Českou národní bankou velmi ostře kritizuje Václav Klaus** ve výše citované práci (str. 17). „V nastalém chaosu se ČNB pokoušela „foukat proti větru“ a svými nákupy korun intervenovat ve prospěch dosavadního kursu . Jak dobře víme, ztratila při tom 3 mld. USD svých (našich) devizových rezerv..... **Útoků měnových spekulantů tím samozřejmě nezabránila, protože kdo odejít chtěl, ten rychle odešel, neboť odejít mohl**“. Vývoj kursu koruny vůči německé marce v krizových květnových dnech sleduje následující graf č. 6.

Graf č. 6 Vývoj kurzu koruny k DEM v průběhu května 1997



Zdroj: Statistika České národní banky

Vláda se ještě pokusila stabilizovat situaci přijetím dalšího kola úsporných opatření, známá jako tzv. „druhý balíček“ v hodnotě 16,9 mld. Kč, ale již rozjetou měnovou krizi nebylo možno zastavit a obrana stanoveného kursového koridoru se zdála být za daných podmínek neproveditelná. **Dne 26. května 1997**, to znamená dvanáctý den od propuknutí měnové krize, proto guvernér ČNB spolu s předsedou vlády vyhlásili **opuštění pevného kurzu s určenými pásmy fluktuaace a pro českou korunu byl zaveden tzv. režim řízeného plovoucího kurzu.**

Jak je patrné z grafu č. 6, po změně kursového režimu došlo k depreciaci koruny vůči do té doby hlavní referenční měně německé marce. Pokud porovnáme rozdíl mezi průměrným kursem v únoru, který byl 16,861 Kč/DEM (v tomto měsíci byla za rok 1997 koruna vůči DEM nejpevnější) a 18,775 Kč/DEM<sup>48</sup> v červnu, tedy v měsíci bezprostředně následujícím po uvolnění kursu koruny, vyplývá z tohoto porovnání znehodnocení koruny o 11,35%. Toto znehodnocení není ve srovnání s depreciacemi měn ostatních zemí postižených krizemi, které se pohybovalo v řádu mnoha desítek nebo i stovek procent (např. Argentina, Rusko nebo Indonésie) nijak dramatické. Lze proto usuzovat, že z tohoto pohledu vyšla česká ekonomika z krize ještě relativně dobře a proto se zřejmě také hovoří o „mini krizi“.

<sup>48</sup> Výroční zpráva ČNB za rok 1997

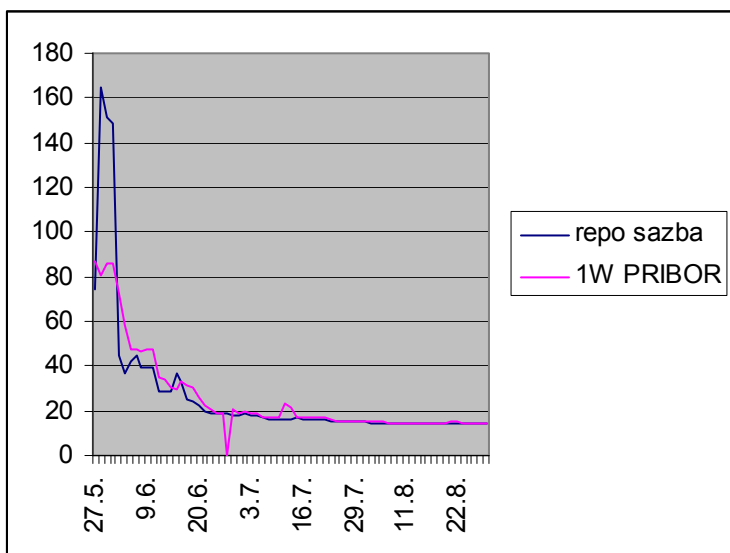


### 2.6.3 Období po změně kursového režimu

Po uvolnění měnového kursu nastal postupný proces uklidňování situace na finančních trzích. Napomohla tomu mimo jiné i skutečnost, že opuštění dosavadního kursového režimu proběhlo v relativně výhodné situaci, kdy se koruna nacházela zhruba 2% v depreciačním pásmu. Také prohlášení ČNB, že kurs koruny vůči DEM by se měl v blízké budoucnosti pohybovat v pásmu mezi 17 až 19,50 Kč/DEM napomohlo stabilizaci situace. Nicméně, operace na volném trhu realizovala ČNB, aby byl na trhu udržován určitý nedostatek likvidity. Toto první pokrizové stádium se proto vyznačovalo velkou nestabilitou úrokových sazeb s velikými úrokovými spready.

První signály o zklidňování situace se objevily počátkem června, kdy přestaly narůstat devizové vklady tuzemců, což bylo možno chápat jako signál, že nedůvěra vůči koruně začíná opadávat. K 27.6. centrální banka snížila lombardní sazbu z 50%p.a. na 23% p.a.. Ve druhé polovině června se také začaly postupně snižovat tržní úrokové sazby, které se koncem srpna stabilizovaly na úrovni převyšující předkrizový stav zhruba o dvě procenta. Tento vývoj názorně vyplývá z následujícího grafu č. 7, který sleduje repo sazbu ČNB a 1 týdenní PRIBOR.

Graf č. 7- Repo sazba ČNB a 1 týdenní PRIBOR v % p.a.

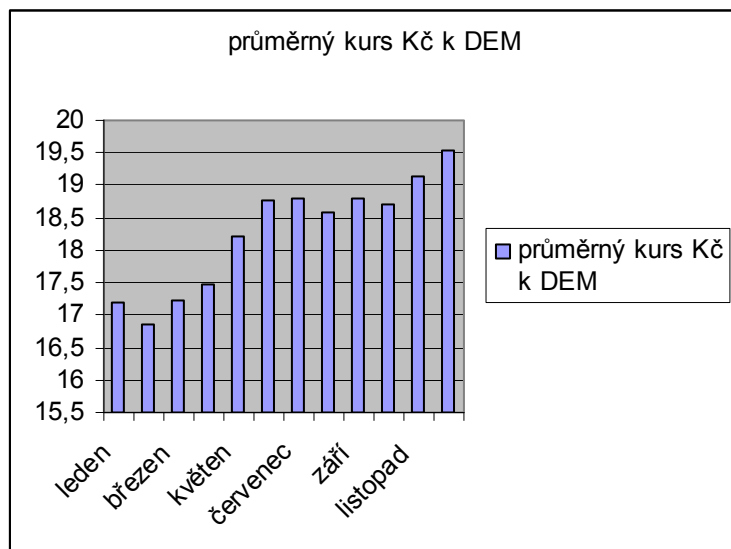


Zdroj: Statistiky ČNB

Proces snižování úrokových sazeb byl ve druhé polovině června, jak je vidět i na grafu č. 7, komplikován vyššími emisemi státních dluhopisů, nicméně proces normalizace poměrů na trhu nebyl vážněji narušen.

Rovněž situace na devizovém trhu se začala postupně stabilizovat a kurs koruny vůči marce se pohyboval v rozmezí 17 až 19,5 Kč/DEM deklarovaný Českou národní bankou. Průměrné kurzy koruny vůči marce v roce 1997, které dokumentují tento vývoj jsou uvedeny v grafu č.8.

Graf č. 8 – Průměrný kurs Kč k DEM v roce 1997



Zdroj: Statistiky ČNB

Další citelná deprecie koruny nastala v listopadu a prosinci roku 1997. Tato deprecie však již měla své kořeny spíše mimo českou ekonomiku a měla v zásadě tři hlavní příčiny.

- Politická nestabilita spojená s tzv. „Sarajevským atentátem“, která vyústila dne 30.11.1997 v demisi vlády premiéra Klause.
- Snížení ratingu závazků České republiky agenturou IBCA o 1 bod z kategorie A- na kategorii BBB+.
- Další zesílení měnové krize v jihovýchodní Asii.

Česká národní banka v průběhu IV. čtvrtletí ve prospěch koruny intenzivně intervenovala. Ve druhé polovině prosince vlivem uzavírání pozic zahraničních bank a po jmenování nového premiéra se situace uklidnila a koruna v závěru roku mírně zpevnila na 19,32 Kč za DEM.

#### 2.6.4 Dopady měnové krize na českou ekonomiku.

Pokud se díváme na měnovou krizi v květnu 1997 pouze z hlediska míry znehodnocení české koruny, **pak tato krize opravdu nebyla ve srovnání s měnovými krizemi, které postihly země jihovýchodní Asie, Latinské Ameriky nebo východní Evropy příliš ostrá.** Tak například thajský baht deprecioval během několika dní o 36%, indonéska rupie o 28% a

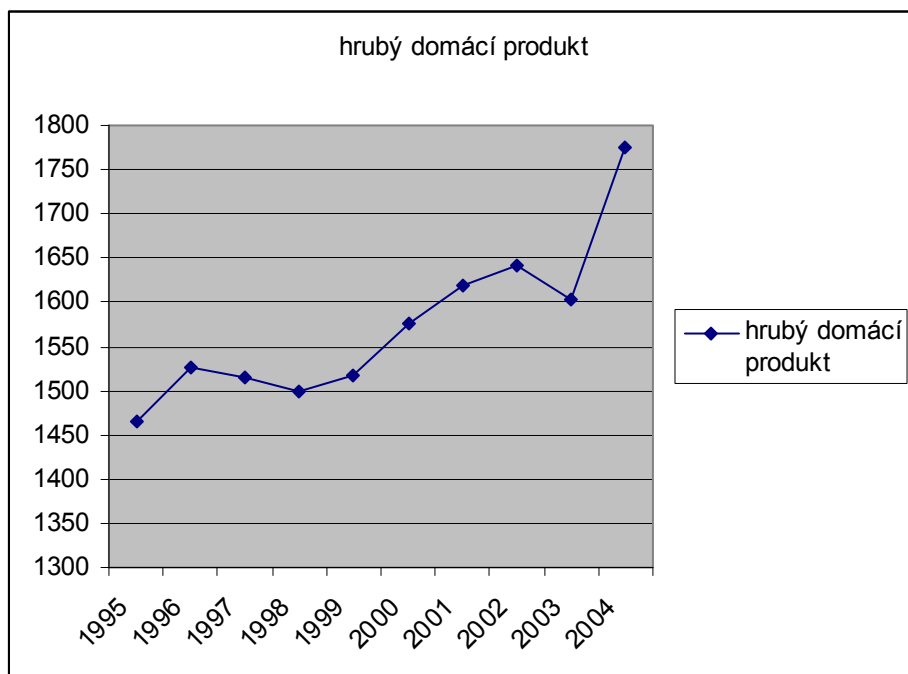
malajský ringitt o 30%<sup>49</sup>. Kromě srovnání v kapitole 2.1.2, kdy jsem porovnal průměrný kurs Kč/DEM v únoru, jako měsíci s nejpevnější měnou s kursem v červnu, tedy bezprostředně po změně kursového režimu, ze kterého vyšlo znehodnocení koruny o 11,3% lze provést porovnání i s prosincem 1997. V tomto měsíci byl totiž průměrný kurs nejslabší s hodnotou 19,549 Kč/DEM. Z toho pak vyplývá **oslabení koruny oproti průměrnému kursu v únoru o 15,9%**, což je stále mnohem méně, než oslabení kursu jiných postižených zemí.

Proto je udivující, jak vážně byla česká ekonomika v dalších letech po měnové krizi postížena dvěma navazujícími krizovými jevy, které lze, kromě dalších vlivů, označit jako následky krize měnové, ale také pravděpodobně způsobem jejího řešení. Těmito krizovými jevy byly

- a) tříletý pokles hrubého domácího produktu
- b) česká bankovní krize

Pokles hrubého domácího produktu, jak je patrné z dále uvedeného grafu č. 9 a tabulky č. 35, začal v roce měnové krize 1997 a bezprostředně pokračoval i v dalších letech. Teprve v roce 2000 převýšil hrubý domácí produkt ve stálých cenách 1995 hrubý domácí produkt z roku 1996.

Graf č. 9 – hrubý domácí produkt v mld. Kč, stálé ceny 1995. Zdroj ČSÚ.



<sup>49</sup> Česká národní banka 1993-2003, str. 20, vydala ČNB v roce 2003

Tabulka č. 35

HDP v mld. Kč, stálé ceny 1995,

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
hrubý domácí produkt	1466	1527	1516	1499	1517	1576	1618	1641	1604	1774

Zdroj: ČSÚ

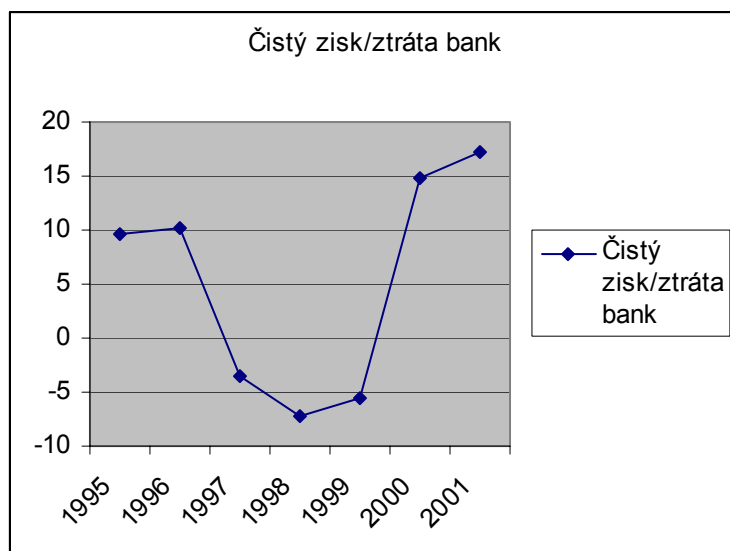
Propad v letech následujících po měnové krizi nezaznamenal jenom HDP, ale také hospodářský výsledek bank působících v České republice. Jeho přehled je uveden v tabulce č. 36 a grafu č. 10. Roky, ve kterých došlo ke ztrátám v českém bankovním sektoru se shodují s roky, kdy došlo k poklesu HDP.

Tabulka č. 36, v mld. Kč

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Čistý zisk/ztráta bank v ČR	9,7	10,1	-3,6	-7,2	-5,6	14,9	17,2

Zdroj – Výroční zpráva ČNB za rok 1998 a TOP finance 2001-příloha týdeníku Ekonom, str. 13

Graf č. 10 – Vývoj hospodářského výsledku komerčních bank v ČR v mld. Kč



Časovou návaznost mezi krizí měnovou a propadem HDP i zisku bank je ovšem potřebné podložit argumenty, které by prokázaly kauzální vztah mezi třemi uvedenými jevy.

Jak vyplývá ze svodných čísel bankovních výsledovek, **hlavní příčinou ztrát v letech 1997 a 1998 byla tvorba opravných položek**, a to 30 mld. Kč v roce 1997 a 14 mld. Kč v roce 1998. V roce 1999 začaly banky výrazně omezovat svou úvěrovou aktivitu z obav před dalšími ztrátami z této činnosti. To sice vedlo k tomu, že opravné položky již nezatěžovaly

bankovní hospodářské výsledky, ale projevilo se absolutní snížení objemu úvěrů poskytnutých klientům v tomto roce o téměř 70 mld. Kč, ke kterému došlo **v důsledku úvěrové restrikce zahájené komerčními bankami**. Stav úvěrů poskytnutých komerčními bankami se snížil z 876 mld. Kč ke konci roku 1998 na 808 mld. Kč ke konci roku 1999. Tato restrikce způsobila pokles úrokového výnosu o téměř 9 mld. Kč, což i v tomto roce zatlačilo bankovní sektor do ztráty. I když nejsou k dispozici přesné údaje o finanční situaci českých podniků působících mimo oblast financí, neboť ani Český statistický úřad ani ministerstvo financí neuveřejňují sumáře podnikových rozvah a výsledovek, přesto se lze domnívat, že úvěrová restrikce se spolu s pomalým snižováním úrokových sazeb odrazily ve zhoršené likviditě nefinančních podniků. Ministerstvo průmyslu a obchodu ve svých analýzách podnikové sféry uvádí, že **průměrná rentabilita kapitálu (vlastních zdrojů) všech nefinančních podniků byla v roce 1999 pouhých 4,38%**. Za těchto okolností není divu, že se špatná finanční situace podnikové sféry zpětně odrazila v potížích největších bank, které musely být značným nákladem sanovány ze státních prostředků, aby mohly být odprodány zahraničním investorům.

K uvedeným krizovým jevům následujícím po měnové krizi a zmíněným v předchozím odstavci se vcelku jednoznačně kriticky vyjadřuje Václav Klaus, který ostře kritizoval postup České národní banky. Jednak kritizuje zavedení inflačního cílování jako nevhodné kritérium měnové politiky. Ještě více však kritizoval praktickou činnost ČNB po uvolnění měnového kursu a odeznění kursových turbulencí. Konkrétně uvádí: „Podstatnější než utváření expektací inflačním cílováním byla měnová restrikce, daná zejména **opožděným snižováním nominálních úrokových sazeb**, resp. jejich pomalejším poklesem, než jak ustupovala inflace. Výsledkem byl ničivý **nárůst reálných úrokových měr**, ač to vůbec nebylo zapotřebí. Je snad banální tvrdit, že **ekonomika v té chvíli potřebovala zcela opačné pohyby** a že nebyl žádný důvod banky a firmy reálného sektoru dále přiškrcovat“<sup>50</sup>.

Obdobně kriticky se Václav Klaus vyjadřuje k opatřením ČNB postihujícím komerční banky, kde píše: „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

<sup>50</sup> V.Klaus-Tři roky od měnové krize, sborník textů CEP č.5/2000, str. 21,22

poskytování nových úvěrů. **Tím byla naší ekonomice zasazena poslední rána, která se bumerangovým efektem vrátila od podniků zpět k bankám.**“

Václav Klaus pak uzavírá: „Celkově bych si dovolil tvrdit, že .....**měnová politika ke stabilizaci ekonomiky nepřispěla a že naopak vedla ke vzniku a několikaletému trvání všeobecné ekonomické recese**“<sup>51</sup>.

Obdobné názory uvádí i jiný český ekonom Robert Holman. Ten uvádí: „Česká národní banka.....držela vysokými úrokovými sazbami silnou korunu i nízkou inflaci. V České republice....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**“<sup>52</sup>

V této souvislosti je zajímavé uvést názory jednoho z hlavních názorových oponentů Václava Klause a zastánce postupu ČNB v letech 1997-1999 Oldřicha Dědka. I ten si ve své stěžejní práci věnované této problematice klade otázku, jestli šrouby post krizové restrikce nebyly utaženy příliš těsně. Konkrétně uvádí:

„Nebylo by korektní nepřiznat, že **některá rozhodnutí centrální banky by možná vypadala poněkud jinak**, kdyby zde byla minulá zkušenost s chováním ekonomiky v recesi. Kdyby panovala jistější představa o budoucí slabosti růstového výkonu a náběhu na deflaci, **ke snižování úrokových sazeb by patrně došlo dříve a kalibrace určitých regulací bankovního sektoru by asi byla více rozložena v čase**“<sup>53</sup>.

<sup>51</sup> V.Klaus-Tři roky od měnové krize, sborník textů CEP č.5/2000, str. 21,22

<sup>52</sup> R.Holman – Měnová krize 1997 byla trest za nezavedení floatingu, CEP sborník č. 5/2000, str. 47

<sup>53</sup> O.Dědek – Měnový ořes 1997, VP ČNB č. 15, Praha 2000, str. 69 a 70

## 2.7 Závěry analytické části práce

Analyzované finanční krize potvrzují podle mého názoru oprávněnost otázek týkajících se výhodnosti liberalizace mezinárodního pohybu kapitálu. Tato liberalizace může být pro přijímající zemi spojena s výhodami pouze za předpokladu efektivního využití přijatých zdrojů, k čemuž zjevně velmi často nedocházelo. Alokace zahraničního kapitálu (většinou krátkodobého) byla v řadě případů naopak velmi neefektivní. Tím že směřovala buď přímo do státních dluhopisů nebo prostřednictvím bank do cenných papírů a nemovitostí, nevytvářela předpoklady pro dlouhodobě udržitelný ekonomický růst. Nebyla ani zárukou očekávaného zhodnocení kapitálu. Vlády, firmy ani banky nezajišťovaly své otevřené devizové pozice a stávaly se tak snadno zranitelnými při náhlém znehodnocení domácí měny. Poté, co se objevily první pochybnosti o naplnění svých vizí o výhodnosti jejich investic, začali investoři a věřitelé svůj kapitál přemísťovat do bezpečnějších oblastí. Analýza výše uvedených finančních krizí také potvrdila závěry teoretické části mé práce o tom, že hlavní příčinou krizí byly vždy disproporce. Tyto disproporce se lišily pouze intenzitou a dále oblastmi svého projevu v jednotlivých zkoumaných zemích.

### **3. Politika Mezinárodního měnového fondu při řešení měnových krizí**

#### **3.1 Hlavní aspekty činnosti MMF při řešení měnových krizí v minulém století**

Vyrovňování schodků platebních bilancí měl Mezinárodní měnový fond zakotveno již v období svého vzniku v roce 1944 a to ve formě článku I Dohody o založení MMF. Hlavním cílem ale tehdy nebylo ještě řešení mezinárodních finančních krizí, nýbrž především udržování pevného systému devizových kurzů mezi členskými zeměmi v rámci tzv. Bretton-Woodského měnového uspořádání založeného na fixní vazbě mezi americkým dolarem, zlatem a národními měnami.

Neznamenalo to ale, že se otázkami finančních krizí Fond vůbec nezabýval. Tak například v roce 1963 bylo zavedeno tzv. Kompenzační financování, které mělo sloužit rozvojovým zemím k pokrývání schodků jejich platebních bilancí vzniklých v důsledku cenových výkyvů u surovin těmito zeměmi vyvážených. K řešení likviditních problémů rozvojových zemí měla přispět i tzv. Strukturální vyrovnávací facilitata zavedená v roce 1976, financovaná z tzv. Svěreneckého fondu. Celkové prostředky poskytnuté v rámci těchto programů byly ale objemově omezené a nebyly schopné řešit mnohem závažnější problémy, které měly přijít v následujících letech.

Mezinárodní finanční a měnové krize se začaly dostávat do popředí pozornosti Fondu zejména v souvislosti s mezinárodními měnovými a obchodními turbulencemi ke kterým došlo v sedmdesátých letech minulého století. Jednalo se především o důsledky tzv. I. ropné krize a rozpadu Bretton-Woodského systému pevných měnových kurzů. Tyto události tvrdě zasáhly zejména tzv. „neropné“ rozvojové země. Ty musely náhle řešit otázku, jakým způsobem vyrovnat schodky svých platebních bilancí vzniklé v důsledku řádového zvýšení cen energetických a ostatních surovin. Vzhledem k potřebě umístit přebytky amerických dolarů v držení zemí produkujících ropu se našlo řešení v tom, že mezinárodní banky, kam ropné země své přebytky ukládaly, začaly tyto volné zdroje umísťovat v „neropných“ rozvojových zemích ve formě úvěrů. Na problémy bylo ovšem zaděláno tím, že mnoho rozvojových zemí nevědělo, z jakých zdrojů budou přijaté úvěry později splácet. Jak uvádí Jana Marková, „mnoho zemí nebylo schopno dodržet termíny splácení dluhů a unést jejich obsluhu, a proto hledaly nové věřitele, kteří by jim byli ochotni poskytnout další úvěry....Snaha splácet úvěry pomocí dalších úvěrů způsobila prudký nárůst zahraniční zadluženosti, který vyústil v dluhovou krizi..<sup>54</sup>“.

<sup>54</sup> J.Marková – Mezinárodní měnové instituce, Oeconomica Praha 2002



Tak byl počátkem osmdesátých let položen základ ke vzniku velkých finančních a měnových krizí, z nichž první propukla v roce 1982 a další postupně postihovaly rozvojové země nebo země s tranzitivní ekonomikou v průběhu posledních dvou dekad dvacátého století a dokonce i v prvních letech století jedenadvacátého.

V zásadě lze říci, že **k výrazné orientaci Fondu na řešení problémů zahraniční zadluženosti došlo na přelomu sedmdesátých a osmdesátých let a tato oblast činnosti Fondu je dnes všeobecně považována za vůbec jednu z nejdůležitějších.** Jeho význam při řešení krizí nelze spatřovat ani tak v objemu poskytovaných úvěrů, i když rozsah úvěrových rámců poskytovaných Fondem neustále roste, jako spíše z hlediska zvýšení důvěryhodnosti postižených zemí. Angažovaností Fondu je dáván signál soukromému sektoru, že příslušná země pod vedením Fondu přijímá nebo bude přijímat nezbytná opatření ve struktuře své ekonomiky, zvýší transparentnost svého výkaznictví a rozhodování, zavede mezinárodní standardy účetnictví, řádný dohled nad finančním sektorem, že tedy je naděje na zlepšení situace a že lze obnovit spolupráci. Poskytování úvěrových rámců postiženým zemím totiž MMF vždy podmiňuje přijetím ekonomických programů zaměřených na zlepšení platebních bilancí těchto zemí. Součástí těchto programů bývá devalvace měny, ke které ale v případě měnových krizí dochází automaticky. Dalšími požadavky Fondu jsou zmrazení mezd a platů, rozpočtové restriktce, liberalizace zahraničního obchodu, privatizace státních podniků, omezení státního sektoru a vytvoření podmínek pro příliv soukromého zahraničního kapitálu. Nelze ovšem nevidět, že tato opatření byla mnohdy kontroverzní a že v řadě případů byla předmětem velmi ostré mezinárodní kritiky. Této oblasti politiky Fondu se podrobněji věnuji především v následujících částech této disertace věnovaných Washingtonskému konsensu a Pražskému rámci.

**Mezinárodnímu měnovému fondu ale nelze upřít, že má dobré předpoklady být prostředníkem mezi dlužnickými zeměmi a jejich věřiteli.** Věřitelské banky se totiž dostávají do paradoxní situace. Na jedné straně by měly omezovat svou úvěrovou angažovanost, aby zabránily vzniku dalších nesplácených úvěrů, na druhé straně ale musejí pokračovat v úvěrování dlužníků, aby zabránily jejich finančnímu zhroucení a tím definitivní ztrátě svých aktiv. Činnost prostředníka, jakým je MMF může koordinovat akce na obou stranách a přispět tak k nalezení za daných okolností nejvhodnějšího řešení.

Mezinárodní měnový fond se angažoval při řešení prakticky všech měnových krizí, které propukly v posledních dvaceti letech minulého století, i v první měnové krizi 21. století v Argentině (viz předchozí kapitolu). **Jak již bylo uvedeno výše, jeho činnost při řešení**

**finančních krizí byla ale také často kritizována.** Kritika se soustředovala v zásadě zejména na následující oblasti

- a) Úvěry byly poskytovány k řešení krize v zemích, které tyto úvěry využily neefektivně, nebo kde byly prostředky získané úvěry dokonce rozkradeny (Argentina, Rusko)
- b) Podmínky úvěrů poskytnutých Fondem zaměřené na fiskální restrikcí a zpřísnění měnové politiky byly často neadekvátní situaci a řešení krize spíše komplikovaly (Thajsko, Korea).
- c) Úvěry poskytnuté Fondem sloužily k tomu, že pomáhaly soukromým bankám a investorům vyvést své zdroje z ohrožené země a Fond tak platil za chybná úvěrová rozhodnutí soukromých investorů (Mexiko).
- d) Požadavky Fondu na zpřísnění standardů hospodaření a regulace bank vedly k bankovním krizím, které opět zhoršovaly celkovou hospodářskou situaci.
- e) Rozpočtové škrty v oblasti sociálních výdajů, jako jeden z důsledků zpřísnění fiskální politiky, vyvolávaly v postižených zemích politické napětí, což rovněž neusnadňovalo řešení krize.

Co se týče první oblasti, nelze nevidět, že úvěry poskytnuté MMF měly často politický kontext. Týká se to zejména úvěrových rámců pro země postižené měnovou krizí, které se nacházely v politicky citlivých oblastech jako bylo již zmíněné Rusko, lze sem ale zařadit i Turecko nebo Mexiko.

Co se týče podmínek úvěrových rámců MMF, tam se kritika soustřeďuje zejména na tlak fondu na snižování rozpočtových schodků a to i v případech, kdy podstata krize ležela mimo fiskální sféru. Jako příklad lze uvést některé asijské země, kde byla příčina měnové krize v podnikovém sektoru a v návaznosti na to i v komerčních bankách. Tlakem na snižování rozpočtových výdajů ze strany Fondu docházelo naopak ke zhoršování krize, poněvadž ekonomika byla zatlačena do ještě většího útlumu, než jaký by způsobila samotná měnová krize. Adekvátní reakce by naopak vyžadovala, aby se místní autority pokusily dodat podnikovému sektoru vyšší poptávku prostřednictvím expanzivní rozpočtové politiky.

Tuto kapitolu lze uzavřít citátem v této práci již několikrát zmíněného Josepha Stiglitze, který v souvislosti s východoasijskou krizí uvádí: „...Bohužel, opatření podniknutá MMF v tomto rozbouřeném období situaci ještě zhoršila...Ze zpětného pohledu se vlastně ukázalo, že politika MMF nese částečně vinu za prohloubení poklesu<sup>55</sup>.

<sup>55</sup> J.Stiglitz - Jiná cesta k trhu, str. 150, vydal Prostor 2003

### 3.2 Washingtonský konsensus<sup>56</sup>

Politika Mezinárodního měnového fondu při řešení krizí v poslední dekádě dvacátého století zmiňovaná úvodní částí kapitoly věnované MMF měla svůj ideový základ v tzv. Washingtonském konsensu. Ten byl výsledkem řady diskusí a jednání, ke kterým docházelo koncem osmdesátých let minulého století mezi zástupci amerického kongresu, ministerstva financí USA, Mezinárodního měnového fondu a Světové banky. Uvedená jednání dospěla k určitým ekonomicko-politickým reformním zásadám založených na teoretických principech neoklasické ekonomie. Dohodnuté zásady měly být doporučovány zemím transformujícím svou ekonomiku nebo zemím postiženým finančními krizemi. Pod souhrnným výše uvedeným názvem je sumarizoval americký ekonom John Williamson. S těmito názory se ztotožnila i značná část teoretiků a akademické obce anglosaských zemí. Lze také říci, že sestavení konsensu zaplnilo určité ideologické vakuum vzniklé mimo jiné rozpadem komunistického tábora a krachem komunistické ideologie v oblasti řízení ekonomiky, zejména centrálního plánování. Myšlenky konsensu měly také velký vliv na ekonomické reformy řady zemí včetně zemí bývalého socialistického tábora. Jádro Washingtonského konsensu spočívalo v následujících opatřeních

- Zrušení devizových kontrol
- Přijetí jednotného kursu
- Zrušení kontroly vnitřních cen a liberalizace obchodu
- Privatizace státních podniků
- Snížení dovozních cel a zrušení protekcionistických opatření
- Uvolnění restrikcí na přijímání zahraničních investic
- Deregulace finančního sektoru
- Zavedení tvrdé rozpočtové disciplíny
- Priorita boje proti inflaci
- Liberalizace kapitálového účtu platební bilance

I když byly uvedené principy deklarovány jako konsensus, přesto hned od počátku vznikala řada rozporů. **Zastánci Washingtonského konsensu byli zejména rozděleni v názoru na rychlost a posloupnost zaváděných reforem. Přístupy se lišily zejména v tom, jestli mají**

<sup>56</sup> Zpracována podle interního materiálu ČNB – Washingtonský konsensus, který zpracoval v roce 2004 Ing.P.Sedláček

**být reformy uskutečňovány tzv. šokovou terapií, nebo jestli mají být zaváděny postupně.**

Další oblastí sporů byla politika v oblasti měnového kursu. Řada vlivných ekonomů, např. tehdejší náměstek generálního ředitele MMF Stanley Fischer, zastávali názor, že **pokud se země dostane do finanční krize, pak jednoznačnou prioritou musí být stabilizace měnového kursu a to i za cenu uvržení postižené země do recese a rizika propuknutí bankovní krize.** Spory se vedly i o míře liberalizace kapitálového účtu platební bilance a o dalších bodech.

**Poněvadž Fond podmiňoval poskytování svých půjček přijetím principů Konsensu, většina zemí přijímajících úvěry se podvolila a svou ekonomickou politiku realizovala v souladu s nařízenými Fondu.** To bylo typické zejména pro vysoce zadlužené země, které zoufale usilovaly o odklad splatnosti svých velkých finančních závazků, který byl ale nabízen pouze výměnou za přijetí ekonomických reforem ve smyslu Washingtonského Konsensu. Ochota vlád dlužnických zemí k realizaci politiky obsažené v Konsensu byla kromě tlaku ze strany MMF motivována i americkou iniciativou na snížení dluhu rozvojových zemí v rámci tzv. Bakerova a potom Bradyho plánu. Zapojení jednotlivých zemí do uvedených programů bylo ale rovněž podmíněno realizací ekonomických reforem podle výše uvedených principů.

Velmi brzy se ovšem ukázalo, že jak prováděné reformy, tak i samotný ekonomický vývoj začaly se začaly střetávat s problémy, které Washingtonský konsensus nepředvídal. Zejména začalo vycházet najevo, že v Konsensu proklamované zásady byly sice obecně správné, ale že jejich **mechanická aplikace bez přihlídnutí ke konkrétním podmínkám jednotlivých zemí sama o sobě ekonomickou prosperitu a politický úspěch zabezpečit nedokáže.** V řadě případů začalo naopak docházet k tomu, že zvolený striktní přístup vyvolal v příslušných zemích řadu vážných potíží.

Začalo být také stále více zřejmé, že kromě ignorování konkrétních místních specifik bylo **jednou z hlavních chyb Fondu přílišné spoléhání se na opatření realizovaná v makroekonomické rovině a nedocnění, resp. i podcenění role právního a institucionálního prostředí.** Korupce, nedostatečná vymahatelnost práva, pochybné nebo i kriminální způsoby privatizace státního majetku, únik kapitálu ze země, likvidace místního průmyslu velkými nadnárodními korporacemi, špatná struktura přímých zahraničních investic, to vše v zásadě podlamovalo praktickou realizaci (a asi i realizovatelnost) zásad Konsensu.

Tak například kompetitivně nastavený měnový kurs je jako nástroj podpory exportu neúčinný v situaci, kdy železnice a přístavy jsou paralyzovány neefektivností a korupcí. Fiskální reformy jsou k ničemu, jestliže daňový systém je v rozkladu a není schopen efektivně vybírat daně. Zahraniční investice do obchodních řetězců a benzínových pump konkurenceschopnost dané země také nezvýší.

**Spolehlivý právní a soudní systém, vzdělaná pracovní síla a efektivní dopravní a komunikační infrastruktura jsou pro úspěšnost reforem nezbytné.** Makroekonomické a politické změny musí být doplňovány budováním silnějších a efektivnějších institucí. Tyto skutečnosti ovšem Fond ve své úvěrové politice ke škodě zemí, kterým měl pomáhat, až příliš dlouho nebral v úvahu.

**Další oblastí, kterou lze Washingtonskému konsensu a tím i politice Fondu vytknout bylo to, že nebral zřetel na počínající globalizaci světové ekonomiky.** Je pravdou, že odstraňování mezinárodních obchodních a investičních bariér a liberalizace toků kapitálu prohloubilo mezinárodní ekonomickou integraci. Na druhé straně se tím ale vytvořily předpoklady pro rychlé přelévání finančních krizí mezi jednotlivými zeměmi a to i v těch případech, kdy postižené země mezi sebou měly jen omezené obchodní styky. Na tyto výzvy neměl Fond, jak je ostatně patrné z analytické části mé práce, účinnou odpověď.

Jak již bylo uvedeno výše, politika Mezinárodního měnového fondu založená na uplatňování principů Washingtonského konsensu byla velmi ostře kritizována řadou významných ekonomů. Kromě v této práci již několikrát citovaného nositele Nobelovy ceny za ekonomii Josepha Stiglitze lze uvést profesory Jeffryho Sachse a Paula Krugmana z MIT nebo významného finančníka Georgie Sorose.

Při vší kritičnosti k činnosti Fondu v oblasti finančních krizí by ale nebylo spravedlivé tvrdit, že by se Fond vzniklými problémy nezabýval a na kritiku nereagoval. I v názorech vedoucích pracovníků Fondu došlo k významným posunům. **I když i nadále považují za potřebné provádět tradiční makroekonomickou politiku podporující finanční stabilitu a trvalý ekonomický růst, uznávají, že hospodářská politika musí být prováděna transparentně a musí se řídit mezinárodně přijatými standarty a kodexy.** Tento posun se projevil zejména v tom, že koncem devadesátých let byla připravena a schválena řada materiálů, které upravují politiku Fondu, tak aby lépe odpovídala situaci.

Fond zejména přistoupil ke zrušení některých facilit a dále zkrátil doby splatnosti čerpaných zdrojů s cílem zabránit tomu, aby jeho zdroje nahrazovaly soukromé financování. Snahou zejména je, aby soukromý sektor nezhoršoval situaci odlivem kapitálu. K této problematice se vracím v následující kapitole věnované tzv. „Pražskému rámci“.

Ke zvýšení transparentnosti ekonomického vývoje a k posílení důvěry soukromého sektoru by mělo přispět zavedení **Standartu distribuce speciálních dat** (Special Data Dissemination Standards) vypracovaného Fondem v roce 1996 a **Systému pro distribuci všeobecných dat** (General Data Dissemination System). Od těchto systémů se očekává větší dostupnost komplexních ekonomických údajů, což přispěje k provádění zdravé makroekonomické politiky a ke zlepšení funkce finančních trhů.

Fond dále rozpracovává a zavádí do praxe mezinárodní standardy a kodexy, které by měly sloužit členským zemím jako pomůcka při zvyšování transparentnosti v provádění hospodářských politik. V roce 1998 byl přijat **Kodex dobrých praktik fiskální transparency** (Code of Good Policies on Fiscal Transparency) a v roce 1999 pak **Kodex dobrých praktik transparency měnové a finanční politiky** (Code of Good Policies on Transparency of Monetary and Financial Policies). V současné době Fond připravuje kodexy v oblastech bankrotů, účetnictví, řízení společnosti, apod.

### 3.3 „Pražský rámec“ jako politika MMF pro řešení měnových krizí v 21. století

Závažnost měnových krizí v minulém století, problémy spojené s řešením jejich důsledků a v neposlední řadě také kritika dosavadní praxe **donutila Mezinárodní měnový fond hledat nové přístupy k problematice řešení finančních krizí také v oblasti přímého poskytování úvěrů**. V průběhu jednotlivých krizí se totiž ukázalo, že řešení krizí „klasickými“ nástroji je velmi náročné na finanční zdroje Fondu a vzhledem k nákladům nepřináší žádoucí výsledky, jak již bylo uvedeno výše, mnohdy spíše naopak. K posunu v uvažování pracovníků MMF přispělo také teoretické bádání, zejména rozpracování modelů měnových krizí druhé a třetí generace<sup>57</sup>, které ukázalo, jak bylo uvedeno v kapitole 1.1, že příčina krize nemusí spočívat jen v rozpočtové nebo měnové sféře, na jejichž léčení byly nástroje Fondu především orientovány. I pracovníci Fondu dospěli postupně k závěru, že zdroje krize mohou být také v podnikovém a bankovním sektoru, nebo že krize může být do postižené země jednoduše přenesena „nákazou“ z jiné země a tomu musí být přizpůsobeny i nové metody léčení.

Na výročním zasedání MMF v roce 2000 v Praze proto jeho International Monetary and Financial Committee schválil „**Operativní rámec pro zvýšení podílu soukromého sektoru při prevenci a řešení krizí**“ (Operational Framework for Encouraging of the Private Sector

<sup>57</sup> Occasional Paper IMF no 217/2003 – Managing Financial Crises, Recent Experience and Lessons for Latin America

in Crisis Prevention and Resolution), kterému se zkráceně říká „Pražský rámec“ (The Prague Framework).

**Minulé zkušenosti totiž ukázaly, že řešení krizí nelze omezit pouze na úroveň nadnárodních institucí a vlád, ale že při zvládnání krizí musí být také odpovídajícím způsobem zapojen i soukromý sektor.** Tento přístup pak musí být významnou součástí nové architektury mezinárodního finančního systému pro 21. století. Důvody, které vedly k rozpracování „Pražského rámce“ vycházely z následujících zkušeností získaných při řešení dosavadních finančních krizí.

- a) Účinnost dosavadních nástrojů při řešení krizí se ukázala většinou jako nízká, akce regulátorů byly spíše neefektivní a disponibilní tržní nástroje drahé. Řešení se orientovalo především na dlužníka a nikoliv na věřitele.
- b) Restrukturalizace dluhu v čase kdy krize již propukla se ukázala být ve většině případů obtížná a především nákladná. Obecně může tento postup, pokud je nekoordinovaně prováděn pouze s částí věřitelů bez vědomí věřitelů ostatních, způsobit splatnost i těch úvěrů, které podle úvěrových smluv ještě splatné nejsou. Mohlo by totiž dojít k aktivaci tzv. „defaultových doložek v úvěrových smlouvách. Dlužníci by měli zahájit dialog se všemi věřiteli ihned jakmile se ukáže, že restrukturalizace úvěrů je nevyhnutelná.
- c) Současně by se dlužnické země měly snažit ochránit svůj bankovní systém před přenesením negativních důsledků způsobených restrukturalizací úvěrů.
- d) Dlužnické země by se měly snažit za každou cenu udržet si přístup k obchodním úvěrům. Je výhodnější neplatit syndikované finanční úvěry a emitované dluhopisy, ale závazky z obchodních úvěrů by měly být honorovány vždy. Tento přístup umožní udržet ekonomiku země v chodu.

**Principy „Pražského rámce“ jsou v zásadě jednoduché a tvoří je následující body.**

- a) Oficiální i veřejné zdroje financování jsou omezené, dlužníci i věřitelé proto musí sami nést zodpovědnost za svá rozhodnutí dávat úvěry i brát je. Uzavřené smlouvy musí být v maximální míře naplněny
- b) Přístup Fondu k jednotlivým členům v problémech musí být založen na odhadu jejich platební kapacity včetně odhadu jejich schopnosti udržet si přístup na mezinárodní kapitálový trh.

- c) Země, které zaregistrují potenciální problémy ve své platební bilanci musí přijmout korektivní opatření k odvrácení hrozící krize hned v zárodku. Přijatá opatření mohou být podpořena úvěrovými zdroji z oficiálních zdrojů (MMF nebo vlády zemí OECD). To pomůže udržet důvěru investorů včetně zachování přístupu na mezinárodní kapitálový trh.
- d) Členské země MMF se ovšem mohou dostat i do vážných problémů se svou platební bilancí včetně ztráty přístupu na kapitálový trh. V takovém případě musí řešit situaci především soukromý sektor (rozumí se zahraniční soukromí věřitelé a investoři). Ten se již nemůže spoléhat na to, že jeho úvěry a investice budou „zachráněny“ z úvěrů Fondu a musí si tak hledat svá vlastní řešení, většinou ve formě restrukturalizace úvěrů. V horším případě lze také dosáhnout toho, že dlužník splatí jen část dluhu a zbytek se odepíše, nebo si dlužník, obvykle přes prostředníka, odkoupí svůj dluh s diskontem.
- e) Pokud se bude finančně angažovat Fond nebo jiní oficiální věřitelé, pak bude důležité, aby se překonal problém „kolektivní akce – collective action problem“. V zásadě se jedná o to, docílit efektivní spolupráce všech věřitelů při řešení krize a zejména zabránit tomu, aby se jednotliví věřitelé nesnažili zachránit svá aktiva buď na úkor ostatních nebo z prostředků poskytnutých oficiálními věřiteli.
- f) V případě velmi vážných potíží musí být podniknuta všechna nezbytná opatření k tomu, **aby si dlužnická země zachovala přístup k obchodním úvěrům**, což udrží v chodu alespoň základní odvětví ekonomiky. Za tím účelem mohou být využity i oficiální zdroje.

„Pražský rámec“ předpokládá, že Fond bude při řešení finančních krizí tlačit soukromé věřitele a investory k využívání zejména následujících postupů.

**Výměna obchodovatelných dluhových instrumentů za nové** je operace, jejímž cílem je prodloužit splatnost dluhu (většinou státního) předčasným splacením krátkodobých nebo střednědobých dluhopisů z výnosu emise nových dluhopisů s dlouhodobou splatností. Tyto nové dluhopisy opět většinou kupují stejní investoři. **Výhodou této operace je rychlá úleva v oblasti cash flow, nevýhodou je vysoká nákladovost této operace.** Za prodloužení své angažovanosti a také za pokrytí zvýšeného rizika požadují přirozeně investoři z tohoto nového dluhopisu také vyšší výnos. Tak například „mega swap“ argentinských státních dluhopisů ve výši 30 mld. USD, při kterém investoři dostali nové státní dluhopisy se splatností deset let



byl realizován při spreadu 1000 základních dluhopisů nad americké státní dluhopisy se stejnou dobou splatnosti.

**Restrukturalizace dluhu komerčních bank** představuje požadavek měnových autorit krizí zasažené země věřitelským komerčním bankám, aby udržovaly svou úvěrovou angažovanost v příslušné zemi na úrovni dosažené před propuknutím krize. Zejména tato oblast je citlivá na problematiku „collective action“ a na dosažení dohody mezi všemi zahraničními věřitelskými bankami angažovanými v dané zemi. V této oblasti je vítána úloha Fondu jako koordinátora a prostředníka. Účinnost tohoto nástroje je podmíněna zřízením efektivního monitorovacího systému, který sleduje, zda všechny zainteresované banky dodržují dohodu. Vzhledem k tomu, že angažovanost zahraničních komerčních bank v postižené zemi je rozptýlena mezi více subjektů (místní podniky nebo banky), v některých **případech je podmínkou dosažení dohody to, že vláda postižené země vydá za uvedené subjekty státní záruku.** Jako příklad lze uvést tureckou státní záruku zahraničním komerčním bankám za jejich úvěry tureckým bankám při krizi v této zemi v roce 2000. Nezbytnou podmínkou jakékoliv restrukturalizace je to, že za všech okolností musejí být placeny úroky tak, jak byly dohodnuty.

**Ochota zahraničních komerčních bank k restrukturalizaci svých úvěrů má ovšem své limity.** V zásadě nelze očekávat, že by věřitelské banky svou angažovanost byly ochotny navýšit. Obvyklou podmínkou je také to, že místní měnové autority nepřipustí, aby z prostředků zahraničních komerčních bank byl financován odliv klientských depozit z místních bank. Další podmínkou požadovanou zahraničními bankami je existence věrohodného programu, na základě kterého chtějí místní vláda a centrální banka vyvést zemi z krize.

**Soukromé podmíněné úvěrové linky** (Private Contingent Credit Lines) představují svou podstatou pojistný instrument, popřípadě je možno označit tento instrument jako úvěrový derivát. Tyto linky jsou uzavírány za normálních tržních podmínek a jejich předmětem je získat za poplatek pro pojištění od soukromých prodejců pojištění (většinou komerčních bank) v případě finančních turbulencí úvěrové zdroje. Nevýhodou tohoto nástroje je omezený rozsah zdrojů, který je k dispozici a potom také v některých případech nejasné smluvní podmínky, které prodejci umožňují protahovat poskytnutí úvěrových zdrojů. To se konkrétně stalo v Mexiku v roce 1999. Jako příklad soukromé podmíněné úvěrové linky lze uvést dohodu Argentiny se skupinou mezinárodních bank uzavřenou v roce 1996. Tato dohoda umožňovala argentinské centrální bance požádat syndikát bank o uskutečnění repo-operace, kdy oproti určeným argentinským dluhopisům poskytl syndikát volnoměnové zdroje ve stejné

hodnotě. Hodnota rámce byla dohodnuta na 4,7 mld. USD a v roce 2001 z ní bylo čerpáno za daných podmínek 1,8 mld. USD<sup>58</sup>.

**Nařízené investice** jsou novým instrumentem navrhovaným aparátem Fondu, který by měl být rovněž používán v budoucích krizích. V praxi zatím nebyl vyzkoušen. Jeho princip spočívá v tom, že **místní úřady nařídí domácím bankám, popř. i domácím institucionálním investorům, aby drželi větší objem státních dluhopisů, než by jim určovala pravidla likvidity a opatrného řízení aktiv.** Toto opatření by mělo zvýšit poptávku po těchto dluhopisech a snížit riziko jejich neobnovení v době splatnosti. Bude ovšem velmi záležet na tom, jak finanční trhy budou toto opatření vnímat. Pokud ho přijmou pozitivně, mohlo by vést ke snížení úroků a k větší ochotě akceptovat domácí suverénní riziko. Odmítavá reakce trhů na nařízené investice ovšem může způsobit opak, tj. povede k růstu tržních úrokových sazeb a urychlí únik kapitálu ze země. Pozitivní reakci lze spíše očekávat, pokud je toto opatření součástí širšího souboru opatření na překonání krize, nejlépe dohodnutého s misí Mezinárodního měnového fondu. Na druhou stranu ale nelze přehlédnout, že necitlivá realizace tohoto opatření může způsobit u dotčených finančních institucí zhoršení parametrů úrokového a likviditního rizika.

Význam, jaký Fond věnuje **udržení přístupu země k obchodním úvěrům** byl již zmíněn výše. Přesto považuji za potřebné tuto problematiku dále rozvést. Jedná se přirozeně především o exportní bankovní úvěrové linky, z nichž zahraniční komerční banky financují export svých klientů. Z tohoto pohledu je mimořádně důležité udržet solventnost domácích bank, neboť jejich prostřednictvím jsou tyto úvěry domácím dovozcům poskytovány. U dovozů surovin a spotřebního zboží se využívají většinou akreditivní linky, kdy domácí banky otevírají za své dovozce akreditivy, které zahraniční banky většinou ve prospěch svých klientů potvrzují (garantují). Dovozy investic jsou financovány především ze středně a dlouhodobých úvěrů, které pojišťují národní exportní úvěrové agentury (například náš EGAP). **Proto je mimořádně důležité, aby jak zahraniční banky, tak i národní exportní pojišťovací agentury udržely na postiženou zemi a její banky pokud možno co největší úvěrové limity.** Nejlepší cestou je tedy všechny disponibilní devizové zdroje země použít na hrazení obchodních závazků a nepřipustit v této oblasti žádná zpoždění plateb. O této problematice jsem se zmínil ve své práci již v kapitole 1.5 pojednávající o teritoriálním riziku.

**Obdobně je také důležité přednostně alokovat disponibilní domácí i zahraniční zdroje do exportních odvětví domácí ekonomiky.** MMF doporučuje zemím, které byly

<sup>58</sup> Occasional Paper IMF no 217/2003 – Managing Financial Crises, Recent Experience and Lessons for Latin America

v minulosti postiženy krizemi vyčlenit část svých devizových rezerv do zvláštního fondu, který bude v případě krize poskytovat zdroje na předexportní úvěry pro vývozce. Jako příklad lze uvést Brazílii, která na tento účel vyčlenila v roce 2002 ze svých devizových rezerv 2 mld. USD. V případě potřeby bude centrální banka pořádat aukce, ve kterých bude nabízet lot po 50 až 100 mil. USD velkým místním komerčním bankám. Ty budou tyto prostředky půjčovat svým klientům – exportérům. Úvěry budou spláceny z došlého exportního inkasa<sup>59</sup>.

Dlužnické země by také měly možnost restrukturalizace svého dluhu předvídat a **brát na to zřetel při konstrukci příslušných smluvních úvěrových a emisních dokumentů**. V této souvislosti **Fond doporučoval zemím, které již byly někdy postiženy krizí, dávat přednost tomu, aby smlouva o emisi dluhopisů byla uzavírána podle anglického práva**. To totiž obsahuje tzv. doložku „Collective Action Clause“. Tato doložka umožňuje dlužníkovi při výměně dluhopisů nebo restrukturalizaci syndikovaných úvěrů jednat jen s tzv. kvalifikovanou většinou držitelů dluhopisů nebo s aranžérem syndikovaného úvěru. Dohodnuté závěry jsou potom závazné pro všechny věřitele nebo investory do příslušného cenného papíru. Pokud byla smlouva uzavřena podle práva státu New York, které se ve finanční praxi také často používá, pak takovýto postup až do roku 2003 možný nebyl a v případě nesplacení, neboli tzv. „defaultu“ bylo nutno jednat se všemi držiteli cenného papíru nebo členy syndikátu, neboť právo státu New York princip „Collective Action Clause“ až do roku 2003 neznalo. V tomto roce ovšem došlo k příslušným úpravám a tak již v roce 2003 emitovalo Mexiko dluhopisy v hodnotě 1 mld.USD na základě právu státu New York obsahující doložku „Collective Action Clause“.

Od schválení „Pražského rámce“ v roce 2000 se objevily dvě velké finanční krize, a to v letech 2000/2001 Turecku a v letech 2001/2002 v Argentině. Je pravdou, že některé instrumenty v Pražském rámci obsažené byly při řešení krizí použity. Zejména to byl proces restrukturalizace argentinských státních dluhopisů nebo vydání státní záruky za zahraniční závazky tureckých bank. Na druhé straně nelze nevidět, že **se Fondu nepodařilo zůstat mimo finanční rámec řešení** a že se, jak je ostatně patrné z tabulky č. 22 v části této práce věnované Argentině, angažoval mimořádně vysokými úvěry v řádu desítek miliard USD.

Podle Occasional Paper IMF č. 217/2003, který se zabývá politikou MMF v oblasti měnových krizí by se měl další vývoj ubírat následujícím směrem.

<sup>59</sup> Occasional Paper IMF no 217/2003 – Managing Financial Crises, Recent Experience and Lessons for Latin America

- a) Mezinárodní měnový fond se bude snažit více prosazovat používání „Collective Action Clause“ ve smlouvách o syndikovaných úvěrech pro suverénní dlužníky a ve smlouvách o emisi státních dluhopisů ve světové obchodní praxi.
- b) Výše uvedené principy a nástroje „Pražského rámce“ by měly být rozpracovány do formálního materiálu s názvem „Sovereign Debt Restructuring Mechanism – Mechanismus restrukturalizace státního dluhu“. Aparát fondu vyjadřuje v citovaném materiálu ambici zařadit tento materiál jako dodatek k Articles of Agreement. Podle dostupných informací, které mám k dispozici se to zatím nepodařilo.

Z dostupných materiálů vyplývá, že MMF si uvědomil chyby, kterých se dopouštěl při řešení krizí, zejména v devadesátých letech minulého století a „Pražský rámec“ je reakcí na tyto chyby. Je ovšem otázkou, jak bude MMF postupovat při řešení nových krizí, ke kterým nepochybně časem dojde.

### **3.4 Závěry kapitoly o působení Mezinárodního měnového fondu v oblasti finančních krizí.**

Z provedeného přehledu je zřejmé, že působení Mezinárodního měnového fondu při řešení dopadu minulých finančních krizí, zejména pak v poslední dekádě minulého století, není možno hodnotit jednoznačně. Na jedné straně nelze Fondu upřít dobrou vůli řešit problémy krizemi zasažených zemí, do nichž umístil desítky miliard dolarů. Na druhé straně, podmínky za nichž byly tyto úvěry poskytovány vycházely z Washingtonského konsensu. Jejich mechanické uplatňování bylo orientováno především na řešení makroekonomických problémů, ignorovalo další souvislosti, zejména institucionální a právní otázky. Postup Fondu tak vyvolával v mnohých přijímajících zemí řadu problémů, které průběh finanční krize a překonání jejích následků mnohdy spíše komplikovaly. Počátkem nového tisíciletí ale vedení Fondu přijalo řadu opatření, která by měla jeho činnost v této oblasti zefektivnit.

Současný vývoj naznačuje, že po odeznění Argentinské krize v roce 2002 se finanční situace začala v tranzitivních ekonomikách uklidňovat. Země postižené v minulé dekádě finančními krizemi dokázaly své ekonomiky stabilizovat. Na to reagoval především soukromý kapitál, jehož příliv do zemí s tranzitivní ekonomikou se obnovil a zejména v posledních dvou letech dosáhl značného objemu. To je patrné z následující tabulky č. 37.

Tabulka č. 37 – Přehled kapitálových toků do/z tranzitivních ekonomik v Mld. USD

	2002	2003	2004	oč.skut.2005
Příliv soukromého kapitálu celkem	120,4	207,6	303,4	310,7
Investice do kapitálu firem	118,8	125,1	176,7	184,9
z toho přímé investice	117,7	92,7	138,3	148,2
z toho portfoliové investice	1,1	32,5	38,5	36,7
Soukromí věřitelé	1,6	82,5	126,7	125,9
z toho komerční banky	-3,9	30,6	54,2	46,2
z toho nebankovní věřitelé- dluhopisy	5,4	51,9	72,5	79,7
MMF a ostatní oficiální věřitelé	-3,3	-21,1	-27,9	-50,4

Zdroj: Institute of International Finance Bulletin, 31. března 2005

Z tabulky rovněž vyplývá, že MMF i ostatním oficiálním věřitelům (zejména vládám některých velkých zemí OECD) začaly země s tranzitivní ekonomikou jejich úvěry poskytnuté v období finančních krizí v poměrně rozsáhlém měřítku splácet. V této fázi se tedy zdá, že se MMF daří naplňovat jednu z myšlenek „Pražského rámce“, tj. **přesunovat angažovanost vůči těmto zemím na soukromý sektor**. Z podkladů, které jsou k dispozici se bohužel nedá zjistit, jaká je časová struktura angažovanosti soukromých věřitelů. Pokud by se jednalo opět o krátkodobé úvěrové zdroje, mohlo by to při značné dynamice nárůstu znamenat opětovné nebezpečí pro finanční stabilitu přijímajících zemí.

#### 4. Závěry práce

Závěry mé práce lze nejlépe uvést citátem, který pronesl na tiskové konferenci US news dne 21. srpna 1997 tehdejší šéf Mezinárodního měnového fondu Michel Camdessus. Ten tehdy řekl:

„Myslím a rád říkám, že jestliže akce v Thajsku byla příliš opožděná, akce v ostatních zemích budou včasné a dostatečně silné. **Proto vám mohu říci, že neočekávám nové bankovní krize...“.**

Tento výrok jsem převzal z publikace Světové banky Global Development Finance uveřejněné v roce 2004. Až na českou měnovou krizi a krizi v Thajsku, na kterou citovaný výrok reagoval, všechny ostatní krize analyzované v předchozích částech mé práce propukly až po pronesení tohoto výroku a to jsem se nezmiňoval o krizích v Bulharsku, Pákistánu, Ekvádoru a na Ukrajině, které propukly rovněž až po srpnu 1997. **Prakticky ve všech těchto zemích s výjimkou Brazílie byla měnová krize doprovázena i krizí bankovní.** Myslím si, že **uvedený výrok názorně dokumentuje, do jak velké míry byli tehdy představitelé Mezinárodního měnového fondu mimo realitu a jak nepřipravený tedy MMF byl na nadcházející sérii finančních krizí.** Kromě toho je z uvedeného výroku také zřejmé, jak obtížné je i pro renomované ekonomy předvídat vznik krizí ve finanční oblasti a také jak složité je jejich řešení.

Je pravdou, že Mezinárodní měnový fond vznikl za zcela jiných podmínek, než jaké existovaly v 80. a 90. letech minulého století. Po sérii nezdarů spojených s finančními krizemi koncem 90. let byl Fond terčem nejprudší kritiky a objevovaly se dokonce názory požadující jeho zrušení (ministr financí USA Georgie Schulz) nebo na jeho sloučení se Světovou bankou a BIS v Basileji (návrhy britské vlády). Je tedy zřejmé, že jak Mezinárodní měnový fond, tak i celá světová finanční architektura potřebují důkladnou revizi. „Pražský rámec“ byl asi prvním krokem, který ale nebyl nenásledován dalšími zásadními opatřeními. **Zlepšená finanční situace ve světě po roce 2002, zvláště pak v zemích s tranzitivní ekonomikou způsobila, že pozornost světových politických a finančních špiček je dnes upřena jiným směrem a na dalších reformách světové finanční architektury nemá zájem.** Je pravdou, že vedení mezinárodních finančních institucí dnes věnuje mnohem větší pozornost upevňování právního řádu v zemích s tranzitivními ekonomikami, přístup k Washingtonskému konsensu ale oficiálně změněn nebyl.

Dalším závěrem mé práce je, že **před finanční krizí není chráněna žádná země a historie těchto krizí to jenom dokládá.** V zásadě to potvrzují i závěry letošního jarního zasedání Mezinárodního měnového fondu, ve kterých se mimo jiné projevují i obavy z nebezpečí propuknutí krize amerického dolaru v důsledku rychlého růstu tzv. dvojitého schodu USA. Nabízí se tak analogie k situaci z let 1971 až 1974, kdy v této zemi rovněž rychle rostly jak rozpočtové schodky, tak i deficit obchodní bilance. V sedmdesátých letech to byla válka ve Vietnamu, nyní válka v Iráku. Tehdy držela většinu dolarových aktiv ve svých rukou Evropa, nyní jsou to nově zbohatlé asijské země a především Čína. V sedmdesátých letech začali neochotní, především evropští a arabské investoři požadovat výměnu svých dolarů za zlato. Je otázka, co budou za své dolary chtít v budoucnosti investoři asijské. Hospodářské noviny z 24.4.2006 k tomu na str. 23 uvádějí: „Zatímco USA mají v obchodu se světem (včetně služeb) schodek přes 800 mld. USD, asijské země na čele s Čínou a ropní producenti hromadí stále větší přebytky. Riziko, že se propadne dolar a svět se ocitne v recesi tak stoupá“.

Třetím závěrem je, že **předvídání měnových krizí je přes zavádění nejnovějších ekonometrických metod i nadále velmi nespolehlivé.** Ani analýza některých ukazatelů, které teorie uvádí jako vhodné k indikování nebezpečí blížící se krize a které jsem použil v teritoriální části této práce nepřinesla ani jednoznačné ani přesvědčivé výsledky. Tak například ruský běžný účet platební bilance byl po celou dobu v kladných hodnotách a podíl státního dluhu na HDP se až do propuknutí krize pohyboval pod kritickou hranicí 60 % stanovenou Maastrichtským kritériem. Ani ratingové agentury neprokázaly schopnost krize předvídat a snižování ratingu v zemích postižených krizemi následovalo prakticky vždycky až po propuknutí krize.

Co se týče příčin měnových krizí, je zjevné, že jejich **primárním důvodem byly větší výdaje než příjmy, krytí schodků (rozpočtu, platební bilance, nebo obou schodků současně) přílivem zahraničních zdrojů a dále nízká efektivnost, nebo spíše neefektivnost užití těchto zdrojů.** V jednotlivých zemích se lišily oblasti, kam příliv zahraničních zdrojů směřoval. Zatímco v Thajsku a Koreji to byl podnikový sektor, v Brazílii a Argentině to bylo nadměrné utrácení státního sektoru a v Rusku bylo hlavní příčinou rozkradení zahraničních zdrojů mafiemi a oligarchy. **Přízpusobením ekonomiky takto vzniklým schodkům a deformacím bylo blokováno fixním devizovým kursem nebo kursem s velmi úzkými limity oscilace.** Ve všech případech si nakonec zhoršení ekonomické situace vynutilo přechod ke kursu volnému, což bylo základní podmínkou zlepšení ekonomické situace. Z tohoto hlediska byla ovšem specifická situace v České republice, kde

se po ve srovnání s jinými postiženými zeměmi ne příliš hluboké měnové krizi a uvolnění kursu propadla ekonomika do poklesu, který trval tři roky. Jak bylo uvedeno v příslušné pasáži této práce, příčinou byla příliš silná léčba měnové krize, zejména dlouhodobě vysoké úrokové sazby a zpřísnění požadavků na opravné položky bank.

Jednou z otázek, která by se měla objevit v závěru je **odhad dalšího vývoje zkoumané oblasti**. V oblasti měnových krizí vypadá situace nyní velmi optimisticky. Země, které byly v minulých deseti letech nejvíce postiženy finančními krizemi včetně rozsáhlé platební neschopnosti, zejména Rusko, Argentina, Mexiko a Brazílie bez problémů splácejí veliké úvěry, které v minulosti čerpaly jak od soukromých věřitelů, tak i od členských zemí OECD a Mezinárodního měnového fondu. A menší asijské země, které odstartovaly sérii měnových krizí ve druhé polovině devadesátých let minulého století jako Jižní Korea, Thajsko nebo Malajsie dnes hromadí desítky miliard dolarů devizových rezerv. Z tohoto hlediska se zdá, že zemím, které byly v minulosti „klasicky“ postihovány měnovými krizemi dnes nic nehrozí a riziko se, jak již bylo uvedeno výše, přesouvá na největšího světového dlužníka, kterým jsou dnes USA.

V regionu střední a východní Evropy prodělalo v minulých letech několik měnových turbulencí v podstatě jenom Maďarsko, přičemž hlavní příčinou těchto turbulencí byly především neúměrně vysoké schodky veřejných rozpočtů. Vítězství maďarské levice v nedávných volbách naznačuje, že nezdrženlivá rozpočtová politika bude i přes reformní proklamace vítěze voleb v této zemi pokračovat. Maďarsko se tedy může být kandidátem na další měnovou krizi. V této souvislosti je nutno poznamenat, že **ani rozpočtová politika české vlády není bezproblémová**. Skutečnost, že absolutní dluh českých veřejných financí je zatím ještě vzdálen od Maastrichtského kritéria 60 % celkového dluhu k HDP nemusí být příliš uklidňující. V předchozím textu byly uvedeny příklady několika zemí, které vykazovaly úroveň tohoto ukazatele pod 60 % a přesto byly zasaženy hlubokou měnovou krizí, i když je pravdou, že za podstatně odlišných ostatních okolností. Kromě toho, objem oficiálního státního dluhu používaného při propočtu aktuální hodnoty zmíněného ukazatele neobsahuje veškeré schodky, které v České ekonomice jsou. Tak například nejsou v zadluženosti státu zahrnuty kumulované ztráty České konsolidační agentury a České národní banky, které představují objemy v řádu stovek miliard korun.

**Neopominutelnou budoucí rizikovou oblastí, která by mohla napomoci k propuknutí měnové krize může být mechanismus ERM II** zabezpečující přijetí Eura v nových zemích Evropské unie, které doposud používají své původní národní měny. Uzavření kurzů jejich měn do poměrně úzkého flukтуаčního pásma tohoto mechanismu  $\pm 2,25\%$  dva roky před



přijetím Eura vytváří poměrně nebezpečné období pro vznik měnové krize. Toto nebezpečí bude akutní zejména pokud bude příslušná kandidátská země vykazovat i nadále větší rozpočtové schodky a výchozí kurs jejich měny k Euru nebude alespoň v hrubém souladu s paritou kupních sil. Za těchto okolností by se příslušná měna mohla stát cílem soustředěného útoku spekulantů. Týká se to i české koruny, neboť cenové poměry v České republice a sousedních státech Eurozóny jsou stále ještě dosti odlišné od dosavadního kursu koruny k Euru.

Tuto disertaci bych chtěl uzavřít vyjádřením svého přesvědčení, ke kterému dospěl po více než jednom roce intenzivní práce nad zvolenou tématikou. Myslím si, že **svět je dnes o něco lépe vybaven k řešení nových finančních krizí, než byl před zhruba deseti lety.** V zásadě umíme řešit typy krizí, které jsme již prodělali, podobně jako je živý organismus schopen zvládat virové choroby, kterými již jednou onemocněl. Problém je v tom, **že nevíme, jaké typy nových finančních krizí se v budoucnu objeví. Pokud k tomu dojde a finanční krize propukne v nečekané oblasti (například v oblasti finančních derivátů) obávám se, že reakce jak měnových autorit postižených zemí, tak i nadnárodních finančních institucí bude opět stejně chaotická a improvizovaná, jako tomu bylo doposud.**

## Seznam literatury

**Abiad Abdul** – Early Warning Systems: A Survey and a Regime-Switching Approach, IMF 2003, WP/03/32

**Ahluwalii S. Monteka a kol.** - The IMF and Recent Capital Account Crises – Independent Evaluation Report, IMF 2003

**Berg, Borenstein, Milesi-Ferretti, Patillo** – Anticipating Balance of Payment Crises, OP IMF 186/1999

**Copeland, L.S.** – Exchange Rates and International Finance, 3rd Edition, Harlow, England

**Česká národní banka 1993-2003**, vydala ČNB u příležitosti 10.výročí založení v roce 2003

**Deutsche Bundesbank** – Monatsbericht April 1999

**Dadush, Dasgupta, Ratha** – The Role of Short Term Debt in Recent Crises, Finance and Development, prosinec 2000

**Dědek, Oldřich** – Měnový otřes 1997, VP ČNB č. 15/2000

**Diamond – Dybvig**, Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity, Journal of Political Economy 91, No 3:401-19

**Dungay, Fry, Gonzales-Hermosillo, Martin** – Empirical Modelling of Contagion, IMF WP 04/78

**Eichengreen, Rose, Wyplosz** – Contagious Currency Crises, National Bureau of Economic Research, WP 5681/1993, Cambridge, MAS.

**Flood P. Robert – Marion P. Nancy** – Working Paper IMF 98/130

**Guillermo – Mendoza**, Mexico's Balance of Payment Crises, Journal of International Economics November 1996, 235-64

**Goldfajn – Valdes**, Capital Flows and the Twin Crises, IMF Working Paper 97/87

**Haman, Kochhar, Lane, Meredith, Odenius, Ordoobadi, Poirson and Robinson** – Assessing Crisis Vulnerabilities in Latin America, OP IMF 217/2003

**Helísek, Mojmír** – Měnové krize (empirie a teorie), Professional Publishing, Praha 2004

**Hemming, Kell, Schimmelpfennig** – Fiscal Vulnerabilities and Financial Crises in Emerging Market Economies, OP IMF 218/2003

**Holman, Robert** – Měnová krize byla trest za nezavedení floatingu, Sborník CEP č. 5/2000

**Hospodářské noviny z 24.4.2006**

**Institute of International Finance**, Bulletin z 31.3.2005

**International Financial Statistic** – vydává měsíčně Mezinárodní měnový fond

**Jonáš, Jiří** – Argentina: příběh jedné krize, Bankovníctví č. 2 a 3/2002

**Kaminsky –Reinhart**, - The Twin Crises: The causes of banking and balance of payment problems. American Economic Review 1999, 89:473-500

**Klaus, Václav** – Tři roky od měnové krize, Sborník textů č. 5/2000, vydal CEP

**Krayenbuehl E. Thomas** – The Country Risk, Woodhead-Faulkner Cambridge, 2nd Edition 1998

**Krugman,P.R.** – Balance Sheets, The Transfer Problems and Financial Crises – Boston Cluever Academic Press 1999

**Krugman – Obstfeld** – International Economics, Tudory and Policy, Adisson-Wessley 2003

**Mandel, Martin – Tomšík, Vladimír** – Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice, Management press, Praha 2003

**Marková Jana** - Mezinárodní měnové instituce, Oeconomica Praha 2002

**Mishkin Frederic** – Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries – WP 8087, National Bureau of Economic Research

**Musílek Petr** – Podstata a příčiny finančních krizí, Acta Oeconomica Pragensia 1/2003

**Obstfeld Maurice** – The Logic of Currency Crises, Cahiers Economiques, Banque de France, 43:189 – 213, 1996

**Obstfeld Maurice** – Models of Currency Crises with Self Fulfilling Features, European Economic Review 1996, 40:1037-48

**Obstfeld – Rogoff**, The Mirage of Fixed Exchange Rates, Journal of Economic Perspectives 9:73-96

**Sedláček, Petr** –Washingtonský konsensus, interní materiál ČNB 2004

**Statistiky České národní banky** ([www.cnb.cz](http://www.cnb.cz))

**Statistiky Českého statistického úřadu** ([www.csu.cz](http://www.csu.cz))

**Stiglitz, Joseph** – Jiná cesta k trhu, Edice Střed, Praha 2003

**Šmídková, Kateřina** – Koruna Exchange Rate Turbulence in May 1997, WP ČNB No. 2, ČNB Praha 1998

**TOP Finance 2001** – příloha týdeníku Ekonom

**Tornell, Aaron** – Common Fundamentals in the Tequilla and Asian Crises, National Bureau of Economic Research, WP 7139/1999

**Tůma Zdeněk** – Acta Oeconomica Pragensia 1/2003

**Výroční zpráva ČNB za rok 1997**

**Výroční zpráva ČNB za rok 1998**

**World Bank** – Global Development Finance

## Seznam tabulek

Tabulka č. 1	Podíl uvedených bank na pasivech ve volně směnitelné měně bankovních systémů příslušných zemí – str. 39
Tabulka č. 2	Přehled kapitálových toků do zemí s tranzitivní ekonomikou v mld. USD – str. 45
Tabulka č. 3	Běžný účet Thajska – str. 50
Tabulka č. 4	Přehled zahraničního thajského dluhu v mld. USD – str. 52
Tabulka č. 5	Přehled zahraničního thajského dluhu v mld. USD – str. 53
Tabulka č. 6	Přehled rizikových ukazatelů thajské ekonomiky – str. 53
Tabulka č. 7	Přehled základ. ukazatelů jihokorejské ekonomiky – str. 55
Tabulka č. 8	Vybraní rizikové ukazatele jihokorejské ekonomiky – str. 57
Tabulka č. 9	Přehled základních ukazatelů brazilské ekonomiky – str. 58
Tabulka č. 10	Přehled vývoje brazilské zahraniční zadluženosti, devizových rezerv a podílu veřejného dluhu na HDP – str. 59
Tabulka č. 11	Přehled brazilských rizikových faktorů – str. 61
Tabulka č. 12	Přehled základních ekonomických ukazatelů Ruska ve vztahu k zahraničí – str. 64
Tabulka č. 13	Přehled vývoje ruského domácího úvěru a jeho zdrojů – str.65
Tabulka č. 14	Přehled ukazatelů ruského státního dluhu – str. 66
Tabulka č. 15	Struktura platební bilance Ruska – str. 68
Tabulka č. 16	Přehled ruských devizových rezerv v mld. USD – str. 70
Tabulka č. 17	Přehled vývoje základních parametrů argentinské ekonomiky – str. 76
Tabulka č. 18	Přehled vývoje argentinské zahraniční zadluženosti – str. 77
Tabulka č. 19	Přehled schodku argentinského běžného účtu a schodku vládních financí – str. 77
Tabulka č. 20	Vývoj struktury běžného účtu platební bilance Argentiny v mld. USD – str. 78
Tabulka č. 21	Struktura finančního účtu argentinské platební bilance – str. 79
Tabulka č. 22	Zadluženost tureckých institucí – str. 81
Tabulka č. 23	Vývoj kursu turecké liry a tureckých devizových rezerv – str. 82
Tabulka č. 24	Vývoj kursu turecké liry a inflace – str. 82
Tabulka č. 25	Přehled hlavních ukazatelů turecké ekonomiky ve vztahu k HDP – str. 84
Tabulka č. 26	Podíl tureckého veřejného dluhu na HDP – str. 86
Tabulka č. 27	Podíl schodku běžného účtu turecké platební bilance na HDP – str. 86
Tabulka č. 28	Rizikové charakteristiky tureckých bank – str. 87
Tabulka č. 29	Pohyby kurzu koruny vůči koši měn – str. 88
Tabulka č. 30	Struktura běžného účtu PB v mld. Kč – str. 90
Tabulka č. 31	Úspory a investice v ČR v mld. Kč – str. 90
Tabulka č. 32	Struktura finančního účtu PB ČR v mld. Kč – str. 91
Tabulka č. 33	Struktura zahraniční zadluženosti ČR v mld. Kč – str. 91
Tabulka č. 34	Struktura státního rozpočtu ČR v mld. Kč – str. 92
Tabulka č. 35	HDP v mld. Kč, stálé ceny 1995 – str. 100
Tabulka č. 36	Čistý zisk/ztráta českých bank v mld. Kč – str. 100
Tabulka č. 37	Přehled kapitálových toků do a z tranzitivních ekonomik – str. 117

## Seznam grafů

Graf č. 1	Průběh křivky stínového kurzu – str. 17
Graf č. 2	Průběh investiční křivky – str. 28
Graf č. 3	Podíl pasiv v cizích měnách na bankovních pasivech vybraných zemí celkem – str. 41
Graf č. 4	Podíl dluhu do 1 roku na závazcích zemí s tranzitivní ekonomikou celkem – str. 42
Graf č. 5	Podíl krátkodobého zahraničního dluhu k devizovým rezervám vybraných zemí celkem – str. 43
Graf č. 6	Vývoj kurzu koruny k DEM v průběhu května 1997 – str. 96
Graf č. 7	Repo sazba ČNB a 1 týdenní PRIBOR v % p.a. – str. 97
Graf č. 8	Průměrný kurs Kč k DEM v roce 1997 – str. 98
Graf č. 9	Hrubý domácí produkt v mld. Kč, stálé ceny 1995 – str. 99
Graf č. 10	Vývoj hospodářského výsledku komerčních bank v ČR v mld. Kč – str. 100