

# KRIZE EMS, ČESKÁ MĚNOVÁ KRIZE A SOUVISLOSTI SE ZAPOJENÍM KORUNY DO MECHANISMU ERM II (1)

## EMS CRISIS, CZECH CURRENCY CRISIS AND CONNECTIONS TO JOINING OF THE CROWN INTO ERM II

Mojmír Helísek

### Úvod

Jedním ze závazků, vyplývajících z členství v Evropské unii, je převzetí společné měny euro a s tím spojené předchozí setrvání (po dobu alespoň dvou let) příslušné národní měny v kurzovém mechanismu ERM II (Exchange Rate Mechanism II). Explicitně je to novým členským zemím připomenuto ve stanovisku Rady guvernérů Evropské centrální banky (ECB): „[...] i když zatím euro nezavedou, budou povinny usilovat o to, aby [...] euro nakonec zavedly. Smlouva [o založení Evropského společenství] předpokládá, že i) nové členské státy přistoupí v blíže neurčené době po vstupu do EU k mechanismu směnných kurzů ERM II a ii) jakmile podle hodnocení splní maastrichtská konvergenční kritéria, přijmou euro“ (European Central Bank, 2003, s. 1).

Přitom je možno poukázat na změnu postoje zejména ECB. Z původního postoje „nespěchejte“ (rok převzetí eura 2010, zamýšlený dříve v ČR, byl hodnocen jako „vyvážený a rozumný postoj“; viz Janáček – Janáčková, 2004, s. 447) přešla ECB ke znepokojení nad ochabnutím energie v přípravě na zavedení eura: „Evropská centrální banka poprvé zřetelně vyjádřila znepokojení nad ochlazením snah o přijetí eura v zemích střední Evropy. Banka tak mění svůj postoj z původní zdrženlivosti [...] Člen bankovní rady ECB K. Liebscher připomněl novým členským zemím EU, že se zavázaly aktivně usilovat o přijetí eura: „Opakované odklady termínů přijetí eura jsou v rozporu se sjednanými závazky aktivně a rozhodně prosazovat zavedení eura“ (Bankovníctví on-line, 40/2006, 9. 10. 2006, s. 4).

Převzetí eura je podmíněno splněním známých maastrichtských kritérií, z nichž jedno je formulováno jako kritérium kurzové stability (kurzové kritérium). Doslovné znění kritéria (podle Smlouvy o založení ES, čl. 121, odst. 1, a Protokolu č. 21, čl. 3), požaduje „dodržování normálního fluktuačního rozpětí stanoveného mechanismem směnných kurzů Evropského měnového systému po dobu alespoň dvou let, aniž by došlo k devalvací vůči měně jiného členského státu.“ (2) Protokol pak specifikuje požadavek, aby „členský stát dodržoval normální fluktuační rozpětí stanovená mechanismem směnných kurzů Evropského měnového systému bez značného napětí během alespoň dvou posledních let před šetřením. Zejména v tomto období nedevalvoval bilaterální centrální kurz své měny vůči měně kteréhokoliv jiného členského státu z vlastní iniciativy.“

Připomeňme si charakteristiku kurzového mechanismu ERM II: (3)

- stanovení centrální parity národní měny vůči euru,
- dodržení tzv. standardního flukтуаčního pásma vůči centrální paritě v obou směrech 15%; přitom je možno si zvolit i užší pásmo,
- národní centrální banka (NCB) je povinna kurz intervenovat, je-li na okraji tohoto pásma, přitom dochází automaticky k intervenční podpoře ze strany Evropské centrální banky (ECB); v případě fluktuace uvnitř pásma ECB nemusí, ale může intervence NCB podpořit, (4)
- NCB i ECB mají právo zdržet se intervencí, a to v případě ohrožení cílů cenové stability s tím, že musí zohlednit také kredibilitu kurzového mechanismu,
- nejen členské země, ale i ECB má právo iniciovat změnu centrální parity.

Konkrétní podoba kurzového režimu v rámci ERM II může být dvojí (viz European Central Bank, 2003, s. 3; toto stanovisko ECB přitom vychází ze Zprávy rady ECOFIN Evropské radě – viz ECOFIN Council, 2000, s. 276):

- fixní kurz k euru bez pásma oscilace, se zúženým pásmem nebo se standardním pásmem oscilace  $\pm 15\%$ ,
- currency board se zavěšením na euro.

V obou případech jde o režim fixního kurzu, se kterým je spojeno vyšší riziko výrazného znehodnocení (tj. měnové krize) ve srovnání s režimem flexibilního kurzu – přibližně pouze jedna pětina měnových krizí zasáhne měnu s floatingovým režimem. (5) V rámci režimu fixního kurzu je navíc riziko měnové krize silnější v případě tzv. soft peg (kurz s pásmem oscilace) ve srovnání s hard peg (tj. kurzu bez pásma oscilace nebo currency board). V případě české koruny, udržující režim floatingu (formálně sice řízeného, ve skutečnosti však floatingu volného vzhledem k tomu, že ČNB již od podzimu 2002 kurzové intervence neprovádí), je přechod k režimu hard peg málo pravděpodobný. (6) Navíc ani currency board neznamenaá úplné vyloučení rizika krize, jak o tom svědčí případ Argentiny v r. 2002.

Na riziko měnové krize výslovně v období setrvání v ERM II proto upozorňuje řada autorů (včetně např. stanoviska ČNB ve Strategii přistoupení k eurozóně z r. 2003, kde se hovoří o „riziku měnových turbulencí“), naopak hlasy odmítající toto riziko jsou ojedinělé. (7)

V období fungování systému ERM resp. ERM II se vyskytlo pouze jedno období, které lze označit za krizové, a to 1992-93. Vývoj kurzů v období bezprostředně předcházejícím vstupu do eurozóny a vyhodnocovaném jako dvouleté plnění kurzového kritéria (12 zemí v březnu 1998, Řecko v květnu 2000 a Slovinsko a Litva v květnu 2006), nevykazoval depreciační vývoj směřující k měnové krizi, a to ani vzdáleně (viz Helísek a kol., 2006). Česká měna prošla krizí na jaře 1997.

Tento příspěvek se zabývá analýzou obou uvedených krizových událostí s cílem nalézt souvislosti s možným opakováním měnové krize v minimálně dvouletém období setrvání

koruny v mechanismu ERM II. V následujícím textu je nejprve rozebrána krize Evropského měnového systému (EMS) 1992-93, dále krize české koruny na jaře 1997, s následným vyhodnocením rizika měnové krize ve zmíněném období před vstupem do eurozóny. Příspěvek aplikuje čistě **empirický přístup**, bez využití teoretických modelů, mezi kterými by se uplatnila zejména tzv. druhá generace modelů měnových krizí (viz Helísek, 2004).

## 1 Krize Evropského měnového systému 1992–93

Jádro EMS, vytvořeného v březnu 1979, spočívalo v mechanismu měnových kurzů (ERM). Členské země ERM (8) si stanovily centrální (střední) kurzy svých měn k ECU a tím také vzájemné bilaterální centrální (střední) kurzy. Od těchto bilaterálních centrálních kurzů byly přípustné odchylky ve výši maximálně  $\pm 2,25\%$  (resp. pro některé země  $(9) \pm 6\%$ ), větším odchylkám musely bránit kurzové intervence centrálních bank. Kurzová stabilita byla prosazována zejména s cílem vytvořit příznivé podmínky pro vzájemný obchod členských zemí tehdejších Evropských společenství (ES).

Dostatečné devizové zdroje, soustředěné v Evropském fondu měnové spolupráce a sloužící ke kurzovým intervencím, zřejmě umožnily v období 1992-93 odvrátit měnové krize např. dánské koruny nebo francouzského franku (spolu s výrazným zvýšením úrokových sazeb centrálními bankami). Naopak měny některých zemí, které tehdy stály mimo EMS a ERM, avšak vážaly svůj kurz pevně k ECU, se krizi neubránily. Šlo o finskou marku, která v září 1992 zavedla floating s následujícím znehodnocením kurzu o 13% vůči německé marce, švédskou korunu (totéž v listopadu 1992, 11%) a norskou korunu, která zavedla floating v prosinci 1992. V případě Finska hrálo v devalvačních očekáváních roli též zhoršení deficitu běžného účtu pod vlivem rozpadu Sovětského svazu.

EMS byl po dobu svého fungování doprovázen řadou změn centrálních kurzů k ECU (a tím i bilaterálních centrálních kurzů), a to zejména do r. 1986. Vymezení rokem 1986 je dáno zavedením tzv. jednotného vnitřního trhu od r. 1987. Proto též poslední změny parit (do krize 1992) proběhly v lednu 1987 (revalvace kurzu německé, nizozemské a belgické měny). Poté bylo pouze v lednu 1990 zúženo flukтуаční pásmo liry. Lze se proto setkat s označením „starý (flexibilní)“ a „nový (rigidní)“ EMS (viz Eichengreen, 2000, s. 6; s odkazem na další autory).

Celkově bylo do zkoumané krize v letech 1979-92 provedeno 38 devalvací a revalvací ve výši od  $-9\%$  do  $+6\%$  (např. sedmkrát revalvovala DEM, šestkrát devalvovala LIT, DKK třikrát devalvovala a poté třikrát revalvovala atd.). Časté změny kurzů vyplývaly z rozdílných ekonomických charakteristik členských zemí, jako byly rozdílné míry inflace (10) a tudíž i úrokové sazby, dále rozdílná salda běžných účtů platebních bilancí, rozdílná výše nezaměstnanosti apod. Počítalo se ovšem s postupným sblížováním ekonomik, a tudíž i se stabilizací kurzové soustavy. Počátkem 90. let 20. století však došlo k nakupení ekonomických a politických problémů, které vyústily v krizi několika měn zapojených do ERM, a také ke krizi měn již zmíněných nečlenských zemí.

## 1.1 První vlna krize (září 1992)

Pozadí této krize lze spatřovat ve sjednocení Německa v r. 1990, spojeném s výraznými subwencemi do východních částí země, a tudíž s velkými rozpočtovými deficity a inflačními tlaky. Protiváhou této fiskální expanze byla restriktivní měnová politika (policy mix), která však vedla k růstu německých úrokových sazeb a k tlakům na apreciaci německé marky. Vysoké úrokové sazby v Německu byly navíc v kontrastu s nízkými úrokovými sazbami v USA, kterými měl být podporován růst americké ekonomiky (v r. 1991 proběhla v USA mírná recese s poklesem HDP - 0,5 %). To vše vytvářelo tlak na změny centrálních kurzů v rámci ERM (tzv. realignment). Hlavním odpůrcem realignmentu byla Francie, která chtěla udržet kredibilitu své měnové politiky zachováním neměnného kurzu k DEM.

Další bezprostřední příčinou krize bylo neschválení Maastrichtských dohod v dánském referendu v červnu 1992, přičemž totéž bylo očekáváno (i když, jak se nakonec ukázalo, neoprávněně) v nadcházejícím referendu ve Francii. Tento vývoj vedl ke zpochybnování dodržení přísných maastrichtských kritérií zejména v rozpočtové oblasti a k úvahám o jejich zmírnění.

To se projevilo zejména v očekávaném hospodářském vývoji v Itálii, kde by zmírnění těchto kritérií znamenalo růst rozpočtového deficitu, tím i zvýšení inflace (již tak vysoké) a následnou devalvací liry. K těmto očekáváním zřejmě přispíval i deficit běžného účtu přes 2 % HDP (ve srovnání s většinou ostatních zemí ES relativně vysoký). Výsledkem byl tlak na znehodnocení **italské liry** a její devalvace v polovině září 1992 o 7 %.

Německá centrální banka (DBB) zároveň snížila své úrokové sazby a vyzvala Velkou Británii k devalvací **britské libry** jako současnou úpravu s navrhovanou revalvací marky. Britská ekonomika se vyznačovala relativně vysokou inflací, a to 5,9% v r. 1991 (tedy zhruba stejně jako Španělsko nebo Itálie, v Německu však činila pouhých 1,7 %). Také deficit britského běžného účtu dosahoval téměř 2% HDP (ve srovnání s 1 % v SRN). Následný tlak na kurz libry vedl, i přes zvýšení úrokových sazeb britskou centrální bankou a silné intervence britské a německé centrální banky, k vystoupení libry z ERM (16. 9. 1992), k zavedení floatingu a k znehodnocování kurzu libry až do poloviny listopadu 1992. Současně vystoupila z ERM také italská lira.

Dalším „slabým článkem“ ES bylo Španělsko (okolo 6% inflace a 4% deficit běžného účtu v r. 1991). První vlna krize přinesla proto dále devalvací **španělské pesety** o 5 % v září 1992. Další devalvací bylo zabráněno jen zavedením kontroly mezinárodního pohybu kapitálu.

Silné spekulativní tlaky byly zaměřeny také na francouzský frank, který však byl před devalvací uchráněn zvýšením úrokových sazeb francouzskou centrální bankou, dočasným uzavřením finančních trhů a zejména silnými intervencemi DBB na podporu franku. Kurz německé marky se podařilo udržet, ovšem za cenu nákupů měn ES

v hodnotě 60 mld. USD během tří týdnů s odpovídajícím nežádoucím růstem německé peněžní zásoby (Kenen, 2000, s. 482).

## 1.2 Druhá vlna krize (listopad 1992 – květen 1993)

Měnová krize pokračovala koncem listopadu 1992 další devalvaci **španělské pesety** a dále **portugalského escuda** (po 6 %) a opakováním těchto devalvací v polovině května 1993 (po 8 %). Španělská ekonomika vykazovala poměrně nepříznivý vývoj (kromě již uvedeného také vysokou nezaměstnanost), což omezovalo možnost centrální banky držet kurz vysokými úrokovými sazbami (platí i pro první vlnu krize). Devalvace portugalské měny však vyplývala zejména z obchodní propojenosti obou ekonomik – devalvace španělské pesety se přenášela do oslabení konkurenceschopnosti portugalského exportu, a tím také do očekávání devalvace portugalského escuda. Šlo o tzv. obchodní kanál šíření měnových krizí. Portugalsko však do jisté míry vykazovalo i vlastní nepříznivý vývoj, a to vysokou inflaci (viz Tab. 1.3).

Totéž platí pro **irskou libru**, která se sice ubránila devalvaci v září 1992 (zvýšením úrokových sazeb), k její devalvaci však došlo začátkem února 1993, a to o 10 %. Tato devalvace (vůbec nejvyšší jednorázová devalvace během celé měnové krize), bývá vysvětlována jako reakce na oslabení konkurenceschopnosti irského exportu do Velké Británie v důsledku znehodnocení britské libry. Opět se zde tedy projevil obchodní kanál šíření měnové krize.

## 1.3 Třetí vlna krize (červenec – srpen 1993)

Celkové zhoršení ekonomického vývoje v Evropských společenstvích, resp. následné Evropské unii, vedl k očekávání expanzivní měnové politiky, a tudíž k očekávání další vlny devalvací (pod tlakem byly zejména měny Dánska, Francie, Belgie, Portugalska (11)). Německá centrální banka navíc nebyla ochotna, z důvodu obav z inflace, snížit své úrokové sazby, jak to učinila při první vlně krize. Odmítla také návrh Francie, aby marka z ERM dočasně vystoupila.

Sílicí spekulativní útoky a nemožnost udržet kurzy ve fluktuálním pásmu, a to ani přes rozsáhlé intervence a zvyšování úrokových sazeb, vedly k **rozšíření fluktuálního pásma na  $\pm 15$  %** (od 2. 8. 1993) (12). Hlavní roli zde zřejmě sehrál tlak na devalvaci francouzského franku a odmítnutí pomoci francouzské centrální bance německou DBB (z důvodu nemožnosti další sterilizace růstu německé peněžní zásoby). (13)

Možnost výraznějšího kolísání kurzů pak spekulativní tlaky oslabila. Po rozšíření fluktuálního pásma, které znamenalo oslabení nebezpečí spekulativních útoků vůči měnám zapojeným do ERM, došlo ke změnám centrálních kurzů k ECU jen ojediněle. Měnová krize přitom nijak podstatně neovlivnila skutečnost, že celkově lze vývoj EMS od jeho vzniku (1979) hodnotit relativně úspěšně (viz Frait, 1996, s. 188).

ERM zanikl k 1. 1. 1999 zafixováním kurzů a zavedením eura a byl nahrazen mechanismem ERM II. V tomto mechanismu je stanoven centrální kurz měn členských zemí ERM II k euru (nikoliv bilaterálně) a je ponecháno **flukтуаční pásmo  $\pm 15\%$** .

V rámci celkového hodnocení zdůrazníme následující rysy:

- příčinou měnových krizí a neschopnosti udržet vzájemné fixní kurzy byl zejména nerovnoměrný ekonomický vývoj v podobě vysoké inflace a vysokých úrokových sazeb v postižených zemích (Itálie, Británie, Španělsko, Portugalsko) a těž deficitů běžných účtů (Itálie, Španělsko). Velká Británie prošla navíc v r. 1991 hospodářskou recesí. Obecně vyjádřeno: „Evropské fixní měnové kurzy byly křehké, odrážely kombinaci makroekonomické nerovnováhy a strukturálních problémů. [...] Není překvapující, ve zpětném pohledu, že měnoví spekulanti zaměřili svou pozornost na EMS, nebo že jejich akce bezpodmínečně uspěla“ (Eichengreen, 2000, s. 10 – 11). Příznivou ekonomickou situaci vykazovalo naopak Irsko;
- v šíření krizí se uplatnil obchodní kanál (mezi Španělskem a Portugalskem, mezi Velkou Británií a Irskem);
- krize jednotlivých měn nebyly zvláště výrazné. K největším devalvacím došlo u španělské měny, a to 5 %, 6 % a 8 % v průběhu osmi měsíců. Za měnovou krizi lze však tyto devalvace označit vzhledem ke skutečnosti, že si vynutily částečnou změnu systému ERM, totiž podstatné rozšíření flukтуаčního pásma;
- krize jednotlivých měn se v některých zemích promítly do reálné ekonomiky v podobě recesí, které však byly mírné. Měnové krize tedy nepřerostly do tzv. systémové finanční krize, která přináší těžké dopady do reálné ekonomiky prostřednictvím rozpadu finančních trhů (obvykle kombinace měnové, bankovní a dluhové krize – viz International Monetary Fund, 1998).

Tabulka 1.3 vyjadřuje vývoj ukazatelů, souvisejících s měnovými krizemi v pěti postižených zemích.

**Tab. 1.3:** Ukazatele zemí v měnové krizi EMS 1992-93 (%)

| země        | inlace |      |      | HDP  |      |      | běžný účet |      |      | úroková sazba |      |      |
|-------------|--------|------|------|------|------|------|------------|------|------|---------------|------|------|
|             | 1991   | 1992 | 1993 | 1991 | 1992 | 1993 | 1991       | 1992 | 1993 | 1991          | 1992 | 1993 |
| Itálie      | 6,3    | 5,1  | 4,5  | 1,4  | 0,8  | -0,9 | -2,1       | -2,4 | 0,8  | 12,2          | 14,0 | 10,2 |
| V. Británie | 5,9    | 3,7  | 1,6  | -1,5 | 0,1  | 2,3  | -1,5       | -1,7 | -1,7 | 11,8          | 9,4  | 5,5  |
| Španělsko   | 5,9    | 5,9  | 4,6  | 2,3  | 0,7  | -1,2 | -3,7       | -3,7 | -1,2 | 13,2          | 13,0 | 12,3 |
| Portugalsko | 11,4   | 8,9  | 6,8  | 2,3  | 1,9  | -1,4 | -0,9       | -0,2 | 0,3  | 15,5          | 17,5 | 13,3 |
| Irsko       | 3,2    | 3,1  | 1,4  | 1,9  | 3,3  | 2,6  | 0,6        | 1,1  | 3,5  | 10,5          | 15,1 | 10,5 |

*Poznámky: Inflace měřená CPI, roční průměr; reálný HDP v meziročním srovnání; běžný účet platební bilance v poměru k nominálnímu HDP; money market rate (roční průměr). Pro srovnání: úroková sazba v Německu činila v uvedených třech letech 8,8 %, 9,4 % a 7,5 %, v USA 5,7 %, 3,5 % a 3,0 %.*

*Pramen: International Financial Statistics. Yearbook 2000.*

## 2 Měnová krize v ČR 1997

### 2.1 Výchozí stav české ekonomiky

Česká ekonomika vykazovala v polovině 90. let, po počátečních transformačních šocích, relativně vysoké tempo růstu HDP (5,9 % a 4,0 % v letech 1995-96), nízkou nezaměstnanost (okolo 4 %), snižující se, avšak stále ještě relativně vysokou, inflaci (okolo 9 %) a nízký deficit běžného účtu platební bilance. Relativně vysoká inflace (ve srovnání se zahraničím) měla za následek také **vysoké úrokové sazby**. PRIBOR dosahoval v letech 1994-96 10 – 12 % a úrokový diferencál (před vypuknutím květnové krize v r. 1997) činil okolo 8 p. b. (ve vztahu k FIBOR).

Měnový kurz prodělal výrazné devalvace (ke koši 5 měn (14)) během r. 1990:

- 2. 1. 1990: 2,1 %,
- 8. 1. 1990: 16,3 %,
- 15. 10. 1990: 55,2 %,
- 28. 12. 1990: 15,9 %.

Od prosince 1990, kdy byly ukončeny výrazné skokové devalvace kurzu koruny (15), byl udržován (zpočátku v rámci ČSFR a čs. koruny) **režim fixního kurzu** ke koši 5 měn s úzkým pásmem oscilace, a to konkrétně:

- 0 % do srpna 1992,
- $\pm 0,5$  % v období 1. 9. 1992 – 24. 4. 1995,
- $\pm 0,75$  % v období 25. 4. 1995 – 27. 2. 1996,
- $\pm 7,5$  % v období 28. 2. 1996 – 26. 5. 1997.

Od 3. 5. 1993 byl koš redukován na dvě měny (65 % DEM, 35 % USD) a od 28. 2. 1996 bylo flukтуаční pásmo rozšířeno na  $\pm 7,5$  %. O kurzovém vývoji české koruny informuje Tab. 2.1.

**Tab. 2.1:** Kurzový vývoj české koruny

|                           | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|---------------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| bilaterální               |      |      |      |      |      |      |      |
| x CZK/1 USD               | 29,2 | 28,8 | 26,5 | 27,2 | 31,7 | 32,3 | 34,6 |
| x CZK/1 EUR <sup>1)</sup> | 17,6 | 17,8 | 18,5 | 18,1 | 18,3 | 18,3 | 36,9 |
| efektivní (2000 = 100)    |      |      |      |      |      |      |      |
| nominální                 | 86,7 | 93,0 | 97,7 | 99,4 | 94,0 | 96,0 | 98,5 |
| reálný                    | 82,4 | 84,4 | 86,3 | 90,8 | 90,4 | 99,0 | 99,0 |

*Poznámky: jde o roční průměry <sup>1)</sup> do r. 1998 (vč.) x CZK/1 DEM*

*Efektivní kurzy: váhy 23 měn podle obratu zahraničního obchodu v r. 2000. REER na bázi CPI. REER: období 1993-95 dopočteno podle údajů pro 1995 = 100.*

Poznámky ČNB:

- *NEER: nad 100 = zhodnocení Kč vůči koši měn oproti základnímu období (pod 100 = znehodnocení),*
- *REER: nad 100 = snižování konkurenceschopnosti země (ČR) oproti základnímu období (pod 100 = zvyšování)*

*Pramen: Výroční zprávy ČNB, Zprávy o platební bilanci (ČNB), www.cnb.cz (1. 4. 2007).*

Ve vztahu k DEM byl kurz koruny téměř stabilní na úrovni okolo 18 CZK/1 DEM, ve vztahu k USD docházelo před krizí z jara 1997 k mírnému zhodnocování kurzu koruny (totéž se týká efektivního nominálního kurzu).

V říjnu 1995 byl proveden výrazný krok v **liberalizaci mezinárodního pohybu kapitálu**. Šlo o rozšíření omezené vnitřní směnitelnosti koruny, spojené do té doby s povinnou nabídkou získaných deviz centrální bance při fixním kurzu (s možností jejich nákupů podniky pro financování obchodních transakcí), omezenými přiděly deviz obyvatelstvu, devizovými povoleními ke kapitálovým transakcím a dalšími omezeními. Tato dosavadní tzv. devizová regulace se však vztahovala v zásadě pouze na nebankovní subjekty; devizové transakce prováděné bankami (přesněji: tzv. devizovými místy) v zásadě regulaci nepodléhaly. Výjimkou bylo zejména přijímání zahraničních úvěrů, podléhající i zde schválení centrální bankou. Od října 1995 byl plně liberalizován pohyb deviz v rámci transakcí na běžném účtu (byla zrušena nabídková povinnost a limitované přiděly deviz obyvatelstvu) a v zásadě také v rámci přímých zahraničních investic. Odstraněna byla dosavadní omezení v kapitálových transakcích s devizami pro banky, ostatní subjekty byly omezeny schvalováním těchto transakcí centrální bankou.

Šlo o opatření, které bylo mezi transformujícími se zeměmi střední a východní Evropy ojedinělé, jímž byly „dokořán otevřeny dveře pro rychlé pohyby spekulativního kapitálu“ (Klaus, 2000, s. 597). Za pozornost stojí také skutečnost, že tato liberalizace proběhla v souvislosti s naším přijetím do OECD. Šlo o předčasný krok, který byl v rozporu se slabým bankovním sektorem.

## 2.2 Předkrizový vývoj

Uvedené okolnosti (vysoký úrokový diferenciál, stabilní měnový kurz, liberalizace pohybu kapitálu) vedly k silnému **přílivu kapitálu ze zahraničí**, a to zejména tzv. ostatního kapitálu s vrcholem v r. 1995. Oslabení čistého přílivu kapitálu v r. 1996 již signalizovalo opatrnost investorů v souvislosti s rostoucím deficitem běžného účtu (viz Tab. 2.2).

Dopady tohoto přílivu kapitálu byly následující:

- růst peněžní zásoby (M 2 rostla v letech 1995-96 okolo 20 %, teprve počátkem r. 1997 došlo k poklesu na úroveň okolo 10 %) a poskytnutého domácího úvěru (podíl stavu poskytnutých úvěrů podnikům a domácnostem k HDP činil koncem r. 1996 64 %, zatímco v Maďarsku 19 % a v Polsku 18 %, viz Economic Commission, 1998, s. 65),



- následkem byl růst celkových domácích výdajů včetně růstu dovozu,
- dalším následkem přílivu kapitálu bylo udržování relativně vysoké inflace, a tudíž již zmíněných relativně vysokých úrokových sazeb a úrokového diferenciálu,
- vysoká domácí inflace ve srovnání se zahraničím (v Německu se v letech 1995-97 pohybovala mezi 1,4 – 1,9 %) vedla ke zhodnocování reálného měnového kurzu Kč, a tím i k oslabení konkurenceschopnosti v zahraničí.

**Tab. 2.2:** Platební bilance ČR (mln. USD)

|                                     | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|-------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| běžný účet                          | 0,5  | -0,8 | -1,4 | -4,3 | -3,6 | -1,3 | -1,5 |
| kapitálový účet                     | -0,6 | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | -0,0 |
| finanční účet                       | 3,5  | 4,5  | 8,2  | 4,2  | 1,1  | 2,9  | 3,1  |
| - PZI                               | 0,6  | 0,8  | 2,5  | 1,3  | 1,3  | 3,6  | 6,2  |
| - portfolio investice <sup>1)</sup> | 1,6  | 0,8  | 1,4  | 0,7  | 1,1  | 1,1  | -1,4 |
| - ostatní kapitál                   | 0,9  | 1,8  | 4,3  | 2,2  | -1,3 | -1,7 | -1,8 |
| - krátkodobý                        | 0,0  | 0,6  | 1,0  | -0,9 | -1,6 | 0,2  | -1,0 |
| - dlouhodobý                        | 0,8  | 1,1  | 3,3  | 3,1  | 0,4  | -2,0 | -0,7 |
| chyby a opominutí                   | 0,1  | -0,2 | 0,6  | -0,7 | 0,7  | 0,3  | 0,0  |
| změna devizových rezerv             | -3,0 | -3,5 | -7,4 | 0,8  | 1,8  | -1,9 | -1,7 |

*Pramen: Výroční zprávy ČNB, Platební bilance (ČNB). www.cnb.cz (1. 4. 2007).*

*Poznámka: <sup>1)</sup> od r. 2000 (včetně) včetně finančních derivátů*

Úvěrová expanze, podmíněná přílivem zahraničního kapitálu, byla spojena s vysokým objemem „špatných“ (klasifikovaných) úvěrů. Svou roli zde sehrála propojenost bank a úvěrovaných podniků („bankovní socialismus“), nedostatečně náročné vyhodnocování úvěrovaných projektů nebo i korupce. Podíl těchto úvěrů na celkových úvěrech dosáhl koncem června 1996 31 % na celkových úvěrech, maxima 35 % v červenci 1996 a koncem března 1997 28 %. (16) Tento nepříznivý stav bankovního sektoru se později odrazil jednak ve ztrátě důvěry investorů, jednak ve vývoji bank (úpadky) a v navazujících dopadech do národního hospodářství. V analýzách tehdejšího bankovního sektoru se lze setkat s jeho srovnáním s asijskými bankami před krizí v letech 1997-98. (17)

**Běžný účet platební bilance** vykazoval zhoršující se vývoj zejména v důsledku vývoje obchodní bilance. Export se v r. 1996 výrazně oslabil z důvodu zhodnocování reálného měnového kurzu a také pod vlivem slabé poptávky v západní Evropě (přírůstek HDP v Německu činil v r. 1996 0,8 %). Současně rostl, s výše zmíněnými rostoucími celkovými domácími výdaji, import. Rostoucí deficit běžného účtu dosáhl v r. 1996 podle údajů zveřejněných ve Výroční zprávě ČNB za r. 1996 8,6 % v poměru k HDP, což ČNB komentovala jako výrazné zvýšení oproti r. 1995 (2,9 % podle tehdejší statistiky). Šlo tedy o úroveň deficitu vysoko nad obecně uznávanou přípustnou hranici 5 %. Ukazatel za samostatné druhé pololetí 1996 pak činil (stále podle tehdy aktuálních údajů, do-

stupných před květnovou krizí) plných 10,2 %, za první čtvrtletí 1997 pak 12,3 %. Údaj o výši deficitu běžného účtu za r. 1996 vykazoval následující vývoj: z uvedených 8,6 % se ve statistikách ČNB snížil na 7,6 % (hned v následujícím roce 1997), poté na 7,4 % (v r. 1999), až nakonec dosáhl 7,1 % (r. 2002). ČSÚ vykazoval ke konci r. 2004 tento údaj pro r. 1996 6,7 %, ke konci r. 2006 pak pouhých 6,6 % (viz Tab. 2.3).

Obavy z tohoto deficitu byly ovšem zmírňovány díky nízkým rozpočtovým schodkům. Deficit běžného účtu platební bilance je v tomto případě doprovázen investičními výdaji, přesahujícími národní úspory. Možnost profinancovat deficit běžného účtu čistým přílivem kapitálu a uskutečnit vyšší investiční výdaje nad nedostatečnými národními úsporami může vést k představě o jakési automatické „přirozenosti“ nebo dokonce „prospěšnosti“ deficitu běžného účtu v transformující se ekonomice s vysokými investičními potřebami. (18) Tato představa je spojena s předpokladem tvorby výrobních kapacit, které v budoucnu budou jednak nahrazovat dosavadní dovoz, jednak vytvářet produkci pro export, a celkově tudíž umožní postupné dosahování přebytku běžného účtu a splácení zahraničního dluhu. V případě české ekonomiky však byla struktura těchto investic z hlediska budoucích přebytků běžného účtu nepříznivá.

Českou vládu na to explicitně upozorňovala **Závěrečná zpráva MMF o české ekonomice** z 27. 3. 1997: „Deficit běžného účtu platební bilance ČR [...] je sice odrazem vyšších investic, avšak velká část z nich je koncentrována do oblasti infrastruktury a služeb [také do investic do ekologických zařízení – pozn. M. H.] a není tudíž pravděpodobné, že by mohly mít v krátkodobé perspektivě příznivý účinek na vývoz zboží.“ Závažnost tohoto sdělení byla o dva měsíce později potvrzena měnovou krizí.

Dalším problémem české ekonomiky, předcházejícím měnové krizi, byl nevhodný **mix stabilizačních politik**. Restriktivní měnová politika, „zprísňená“ zejména od poloviny r. 1996, nebyla doprovázena výraznější restriktivní fiskální politikou (která by dosahovala výraznějších přebytkových rozpočtů, naopak bylo v r. 1996 dosaženo schodku státního rozpočtu) a restriktivní důchodovou politikou (zbrzdující růst mezd, tím i celkové výdaje – mzdová regulace byla zrušena v červenci 1995). Došlo tím k „přetížení“ měnové politiky a k udržování výše uvedených vysokých úrokových sazeb, které sice přispívaly k utlumení domácí poptávky, současně však také ke zvýšenému zájmu o korunové investice a k apreciaci nominálního kurzu, a tím i ke zhoršení konkurenceschopnosti. „Za této situace vznikla potřeba změny mixu měnové a fiskální politiky“ (Výroční zpráva ČNB, 1997, s. 24). Tehdejší předseda vlády však odmítá názor, že by vláda nebyla ochotna diskutovat a jednat s ČNB. „Pravdou je naopak, že představitelé ČNB nikdy nevystoupili s žádnou iniciativou [...]“ (Klaus, 2000, s. 601).

Od počátku r. 1996 byla postupně přijímána určitá „**protikrizová**“ opatření. Ke zmírnění přílivu kapitálu ze zahraničí bylo v únoru 1996 rozšířeno fluktuální pásmo kurzu koruny na výše zmíněných  $\pm 7,5\%$ . Od června 1996 došlo k zesílení restriktivní měnové politiky, zaměřené jednak protiinflačně, jednak na oslabení celkových výdajů, tudíž i dovozu.

Došlo ke zvýšení sazby PMR z 8,5 % na 11,5 % a ke zvýšení diskontní sazby z 9,5 % na 10,5 %. Tato restrikce přispěla ke zpomalení růstu HDP. Byla také prosazena opatření ke stabilizaci bankovního sektoru – během r. 1996 a na jaře 1997 byla čtyřem bankám odebrána licence a šest jich skončilo v nucené správě. ČNB přitom **odmítala devalvací koruny** jako „nezodpovědnou,“ pokud by ji nepředcházela fiskální a mzdová restrikce (Dědek, 1998, s. 23).

### 2.3 Příčiny měnové krize

Deficit běžného účtu se však nepodařilo snížit, což vedlo k varování ze strany MMF: ve výše zmíněné „utajené“ zprávě o české ekonomice z 27. 3. 1997 vyjádřil Fond obavy z vysokého deficitu běžného účtu s důsledkem, že „koruna by byla stále více náchylná stát se obětí spekulativních útoků.“ 16. 4. 1997 byl přijat první „balíček“ stabilizačních opatření (snížení rozpočtových výdajů o 25 mld. Kč v průběhu 8 měsíců, snížení tempa růstu mezd ve vládou řízených institucích, restrikce dovozu spotřebního zboží v podobě dovozních depozit ve výši 20 % z ceny dovezeného zboží, urychlení privatizace bank, regulace kapitálového trhu aj.). (19) Centrální banka reagovala snížením míry restrikce své měnové politiky (vyhlášením snížení sazby PMR na 9,5 % s platností od 8. 5. 1997), „čímž signalizovala ochotu postupně uvolňovat měnovou restrikci,“ tj. ochotu ke změně mixu měnové a fiskální politiky (viz Výroční zprávu ČNB, 1997, s. 25).

Opatření vlády však, podle hodnocení ČNB, nebyla dostatečná a zejména přišla pozdě (20). Obavy investorů z nadcházející devalvace proto byly viditelné na vývoji měnového kurzu již od začátku září 1996, kdy začalo jeho postupné, nikoliv skokové, znehodnocování (cca z 26 na 31 CZK/1 USD do začátku května 1997, tj. o 20 %).

Kromě obecného rizikového prostředí vzniku měnové krize, jako zejména nepříznivý vývoj běžného účtu, silný příliv kapitálu ze zahraničí, „nezdravá“ bankovní soustava, se v české ekonomice zhoršovaly i další ukazatele, které podle výzkumů krizím předcházejí. V Tab. 2.3 je proto dále vyjádřeno již zmíněné zhodnocování reálného měnového kurzu, zpomalení tempa růstu exportu, nárůst poměru peněžní zásoby k devizovým rezervám a zpomalení růstu HDP. Krátce před krizí (od začátku března 1997) začal pokles akciového indexu PX-50, a to o 25 %, který byl vystřídán ihned po uvolnění kurzového režimu opětným růstem.

Analýza OECD uvádí jako příčinu „ztráty důvěry finančních trhů v režim fixního kurzu a vyvolání měnové krize“ vysoký deficit běžného účtu (12,3 % v prvním čtvrtletí 1997) v důsledku stagnujícího exportu a rostoucího importu, a to zejména z důvodu růstu poptávky domácností; investiční výdaje naopak klesaly (OECD Economic Outlook, December 1997, s. 102).

Bezprostředními impulzy („spouštěcími mechanismy“), které nakonec vedly k „útoku“ na kurz koruny, tj. zbavování se korunových aktiv ve prospěch deviz, byly podle ČNB tři okolnosti: (21)

- nepříznivé zprávy o vývoji české ekonomiky v prvním čtvrtletí 1997 (zpomalení růstu HDP, zhoršení obchodní bilance, vysoký rozpočtový deficit),
- vnitropolitické problémy (zhoršující se vztahy mezi stranami vládní koalice),
- první květnové útoky na měny v oblasti jihovýchodní Asie (nejméně na thajskou měnu), které později od července vyústily do řady měnových krizí – zde se ČNB výslovně odvolává na „nákazu.“

**Tab. 2.3:** Vybrané ukazatele ekonomiky ČR

| ukazatel                                | 1993  | 1994    | 1995    | 1996    | 1997    | 1998   | 1999    |
|---|-------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|
| běžný účet/HDP (%)                      | 1,3   | - 1,9   | - 2,5   | - 6,6   | - 6,2   | - 2,0  | - 2,4   |
| příliv kapitálu <sup>1)</sup>           | 719,0 | 1 284,0 | 3 770,0 | 3 028,0 | 2 412,0 | 437,0  | 1 266,0 |
| saldo SR /HDP (%)                       | 0,1   | 0,9     | 0,5     | - 0,1   | - 0,9   | - 1,5  | - 1,5   |
| zahr. dluh / HNP (%) <sup>2)</sup>      | 26,3  | 26,0    | 31,2    | 35,2    | 44,2    | 43,3   | 42,5    |
| dluh. služba / export (%) <sup>3)</sup> | 7,2   | 11,5    | 8,2     | 8,4     | 14,5    | 14,2   | 16,7    |
| reálný měnový kurz <sup>4)</sup>        | 82,4  | 84,4    | 86,3    | 90,8    | 90,4    | 99,0   | 98,8    |
| domácí úvěr <sup>5)</sup>               | -     | 12,2    | 5,0     | 2,6     | 1,2     | - 13,1 | - 7,2   |
| export <sup>6)</sup>                    | -     | 12,2    | 34,5    | 2,2     | 1,7     | 16,0   | 1,4     |
| M 2/devizové rezervy <sup>7)</sup>      | 6,3   | 4,7     | 3,0     | 3,4     | 3,8     | 3,0    | 2,8     |
| HDP (%) <sup>8)</sup>                   | 0,1   | 2,2     | 5,9     | 4,0     | - 0,7   | - 0,8  | 1,3     |
| inflace <sup>9)</sup>                   | 20,8  | 10,0    | 9,1     | 8,8     | 8,5     | 10,7   | 2,1     |
| devizové rezervy <sup>10)</sup>         | 3,8   | 6,1     | 13,8    | 12,4    | 9,7     | 12,5   | 12,8    |
| nezaměstnanost <sup>11)</sup>           | 4,3   | 4,3     | 4,0     | 3,9     | 4,8     | 6,5    | 8,7     |

**Poznámky:**

<sup>1)</sup> *Portfoliové dluhové investice (pasíva) a ostatní investice – závazky bank, roční změna, v mil. USD;* <sup>2)</sup> *Hrubý zahraniční dluh;* <sup>3)</sup> *Export zboží, služeb, příjmy pracovníků ze zahraničí a důchody z investic;* <sup>4)</sup> *Reálný efektivní měnový kurz: viz poznámky k Tab. 2.1;* <sup>5)</sup> *Roční tempo růstu domácího úvěru soukromému sektoru (reálně, inflace pomocí CPI, v %);* <sup>6)</sup> *Export zboží, v mld. USD. Roční změny (v %);* <sup>7)</sup> *M 2 = Money + Quasimoney, devizové rezervy bez zlata, koncem roku, přepočteno průměrným ročním měnovým kurzem;* <sup>8)</sup> *s. c. 1995;* <sup>9)</sup> *CPI, roční průměr, v %;* <sup>10)</sup> *Mld. USD, bez zlata;* <sup>11)</sup> *Standardizovaná míra nezaměstnanosti (%), roční průměr.*

*Prameny: kurz podle Tab. 2.1. Příliv kapitálu, úvěr, export, M 2/rezervy a rezervy podle International Financial Statistics (Yearbook 2003, May 2004). Běžný účet, HDP, inflace a státní rozpočet podle www.czso.cz (k 1. 4. 2006). Dluh podle World Bank (2003).*

Uvedený nepříznivý vývoj české ekonomiky z počátku r. 1997 měl ovšem své hlubší příčiny. V průběhu měnové krize byla tato skutečnost vyjádřena v prohlášení české vlády v tzv. Stabilizačním a ozdravném programu vládní koalice (tzv. druhý stabilizační „balíček“ z 28. 5. 1997). Mimo jiné se zde uvádí, že probíhající měnová krize je „účtem za

řadu chyb v hospodářské politice“, že „současná ekonomická situace není jen náhodným výkyvem, nýbrž odráží i dlouhodobě působící tendence.“ Vláda zde konstatovala „absenci právního prostředí, v němž by se vlastníkům vyplácelo být zodpovědní“ a uvedla, že v ČR „neexistuje řádné podnikatelské prostředí.“

Obdobnými slovy řečeno: „[...] bude znehodnocování měny cenou za minulý ekonomický vývoj,“ konkrétně za slabou konkurenceschopnost českých výrobců v důsledku stále neujasněných vlastnických poměrů. K tomu se připojil vysoký růst mezd předbíhající produktivitu práce, přezaměstnanost, neexistence úpadků podniků, absence legislativních pravidel a další okolnosti (Klvačová, 1997, s. 3). Doplňme ještě navíc alespoň výše uvedenou nekoordinovanost měnové a fiskální politiky, ať je interpretována jakýmkoliv pohledem.

Lze v případě české měnové krize vysledovat, obdobně jako v případě krize EMS 1992-93, vliv náklady obchodním kanálem, tj. její přenos z jiné ekonomiky? Tab. 2.3 shrnuje kurzový vývoj hlavních obchodních partnerů v exportu zboží z ČR v předkrizových letech a v pokrizovém období. V předkrizových letech došlo pouze v případě Polska k výraznější depreciaci měnového kurzu, což sotva mohlo vyvolat výraznější obavy investorů z oslabení našeho exportu, a tím i jejich „útěk“ od české měny.

**Tab. 2.3:** Vývoj kurzu obchodních partnerů ČR  
(národní měnové jednotky za 1 USD, roční průměr, meziroční změna v %)

| země (měna)    | 1994  | 1995   | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|----------------|-------|--------|------|------|------|------|
| Německo (DEM)  | - 1,8 | - 11,7 | 5,0  | 15,2 | 1,5  | -    |
| SR (SKK)       | 3,9   | - 7,2  | 3,4  | 9,4  | 4,8  | 17,6 |
| Rakousko (ATS) | - 1,8 | - 11,7 | 5,0  | 15,3 | 1,4  | -    |
| Polsko (PLN)   | 25,4  | 6,6    | 11,6 | 21,5 | 6,1  | 14,1 |
| Francie (FRF)  | - 2,0 | - 10,2 | 2,5  | 14,1 | 1,1  | -    |

*Poznámka:* - znamená zhodnocení kurzu dané měny.

*Pramen:* International Financial Statistics. Yearbook 2000.

## 2.4 Průběh krize a její důsledky

Za předzvěst **měnové krize** se dá považovat tlak na znehodnocení měnového kurzu od 15. 5. 1997, vyvolaný útokem „dychtivých spekulantů“ a současně tlakem způsobeným postupným odchodem zahraničních „zklamaných investorů“ a také nákupem deviz rezidenty (podniky i domácnostmi). ČNB reagovala na tento prodej korunových aktiv a nákup devizových aktiv ve třech směrech (viz Dědek, 2000, s. 753 – 757):

- 1) Deset dní probíhaly kurzové intervence, spojené se „ztrátou“ 20 % devizových rezerv (cca 2,3 mld. USD).
- 2) Další obrana kurzu ze strany ČNB spočívala v zamezení přístupu k úvěrovým korunovým zdrojům (používaným k nákupu deviz) nerezidentům, a to od 22. 5. do 17. 6. 1997.

- 3) Došlo ke zvýšení lombardní sazby ze 14 % na 50 %, diskontní sazby z 10,5 % na 13 % a repo sazby až na 75 %. Následkem byl růst tržních úrokových sazeb (jednotýdenní PRIBOR dosáhl až 90 %, jednodenní dokonce až 200 %).

S platností od 27. 5. 1997 byl zaveden (po dohodě s vládou) **řízený plovoucí kurz**, s orientací koruny na DEM – byl tedy současně zrušen měnový koš.

Bezprostřední skok kurzu po rozhodnutí o jeho uvolnění činil následujícího dne 8,5 % (z 30,5 na 33,1 CZK/1 USD). Po krátkodobém zpevnění ve druhé polovině června (okolo 32 CZK/1 USD) začalo v červenci další znehodnocování, které se zastavilo koncem srpna 1997 (34,8 CZK/1 USD). Třetí čtvrtletí 1997 charakterizuje ČNB již jako stabilizaci vývoje. Celkově tedy od konce května do konce srpna 1997 dosáhlo znehodnocení kurzu koruny (k dolaru) 13,9 %. (22) O vývoji kurz koruny informuje Graf 2.4.

**Graf 2.4:** Vývoj kurzu CZK/USD



Použijeme-li vývoj kurzu k identifikaci měnové krize podle standardního jednoduchého kvantitativního kritéria (tj. 25% roční znehodnocení průměrného dolarového kurzu s meziročním nárůstem alespoň 10 p. b.), pak dokonce měnovou krizi v roce 1997 neznalezneme. Znehodnocení kurzu koruny dosáhlo v tomto roce „pouze“ 16,8 %, ovšem při meziročním nárůstu 14,5 p. b. Proto je možno tuto krizi označit také jako „minikrizi“, spojenou s vynucenou změnou kurzového režimu.

## 2.5 Důsledky měnové krize

Bezprostřední reakcí vlády na měnovou krizi bylo, kromě výměny ministrů financí a průmyslu, přijetí výše zmíněného druhého „balíčku“ **stabilizačních opatření** 28. 5. 1997 (další snížení rozpočtových výdajů, podpora restriktivní politiky ČNB v boji s inflací a s deficitem běžného účtu, omezení dovozu financovaných z rozpočtů, prosazování mzdové zdrženlivosti v tripartitních jednáních, zmrazení objemu mezd v rozpočtové sféře aj.).

Od začátku června 1997 začaly vysoké tržní úrokové sazby klesat, ještě koncem června se však např. jednotýdenní sazba PRIBOR pohybovala okolo 20 % (před krizí se pohybovala okolo 12 %). Koncem června 1997 ČNB snížila lombardní sazbu na 23 %, v r. 1998 následovalo další snižování úrokových sazeb (repo sazba až na 9,5 %, diskontní sazba na 7,5 %, lombardní sazba na 12,5 %) a sazby PMR na 5 %.

Restriktivní fiskální a zejména měnová politika pak měly zřejmě hlavní přispění k posílení recese v letech 1997-98 (23), neboť znehodnocení kurzu bylo relativně mírné. Tento závěr vyplývá z projekce očekávaného vývoje HDP v letech 1997-98 za předpokladu, že by měnové kurzy zůstaly na úrovni k 1. 5. 1997 (a při zahrnutí vlivu prvního „balíčku“). Znehodnocení kurzu zřejmě přispělo také k udržení **inflace** okolo 9 % (ČNB odhaduje vliv kurzu na dva procentní body). **Běžný účet** se pod vlivem znehodnocení kurzu začal zlepšovat. Měnová krize se dotkla i **bankovního sektoru**, kde bylo v pokrízovém období v r. 1997 a v r. 1998 odebráno 9 licencí.

Tab. 2.5 srovnává uvedenou projekci vývoje bez měnové krize (OECD) a skutečný vývoj.

**Tab. 2.5:** Projekce vývoje ČR podle OECD (%)

|                              | projekce OECD<br>(bez měnové krize) |       | skutečný vývoj |       |
|------------------------------|-------------------------------------|-------|----------------|-------|
|                              | 1997                                | 1998  | 1997           | 1998  |
| HDP <sup>1)</sup>            | 2,6                                 | 2,0   | - 0,7          | - 0,8 |
| nezaměstnanost <sup>2)</sup> | 3,8                                 | 4,6   | 4,8            | 6,5   |
| inflace <sup>3)</sup>        | 7,8                                 | 8,4   | 8,5            | 10,7  |
| běžný účet PB <sup>4)</sup>  | - 7,9                               | - 8,6 | - 6,2          | - 2,0 |

*Poznámky:* <sup>1)</sup> roční změna, s. c. 1995; <sup>2)</sup> standardizovaná, roční průměr; <sup>3)</sup> roční průměr, CPI; <sup>4)</sup> v % k HDP.

*Prameny:* OECD Economic Outlook, June 1997, s. 84. [www.czso.cz](http://www.czso.cz). (1. 4. 2007)

Celkově vzato je možno shrnout následující rysy měnové krize:

- příčinami krize byly vysoký deficit běžného účtu spojený s apreciací reálného kurzu koruny, přeúvěrovaná ekonomika, klesající tempo růstu exportu a klesající devizové rezervy (v poměru k HDP),
- krize nebyla zvláště výrazná ani ve své hloubce (měřeno znehodnocením kurzu koruny), ani svou délkou,
- nebylo pozorováno šíření krize obchodním kanálem ze strany hlavních obchodních partnerů,
- její dopady v podobě recese byly relativně mírné, silnější však byly dopady inflační.

### 3 Existuje riziko měnové krize v ERM II?

Obě zkoumané krizové epizody vykazovaly **zhoršení ekonomických ukazatelů**, ovlivňujících důvěru investorů a vedoucích k „úťeku“ od měn, ohrožených devalvací. Nešlo tedy o pouhá sebenaplňující se očekávání devalvace, při kterých se investoři rozhodují na základě pouhého očekávání budoucího nepříznivého vývoje. V případě ČR šlo ovšem o specifické problémy, vyvolané ekonomickou transformací, které již v době vstupu do eurozóny nebudou relevantní.

Při hledání analogie s očekávaným ekonomickým vývojem v období setrvání koruny v ERM II je však potřeba navíc vzít v úvahu povinnost plnění také **dalších konvergenčních kritérií**. Vzhledem k jejich stabilizujícímu vlivu (nízká inflace založená na opatrné měnové politice a úvěrové expanzi, nízké úrokové sazby, příznivý stav veřejných financí) se dá očekávat převážně příznivý vývoj uvedených veličin, ovlivňujících rozhodování investorů. Výjimkou zřejmě bude nebezpečí apreciujícího reálného měnového kurzu v důsledku nominální apreciacie (v rámci hranice pásma 15 % resp. s případnou revalvací centrální parity).

V této souvislosti je také potřeba poukázat na hypotetický **rozpor mezi kurzovým a inflačním konvergenčním kritériem**, a to v souvislosti s Balassovým – Samuelsonovým teorémem. Empirické analýzy souběžného plnění uvedených dvou kritérií však nenaplňují tyto obavy, alespoň pokud jde o dvě doposud vyhodnocované ekonomiky v systému ERM II, a to Řecko a Slovinsko (viz např. analýzu Pazour, 2006).

Jaké je riziko nákazy měnovou krizí v podobě zhoršení ekonomických ukazatelů ČR prostřednictvím **obchodního kanálu**? V případě krize v r. 1997 se tento mechanismus neprojevil. Vzhledem k malému podílu českého exportu do zemí mimo současnou eurozónu (po očekávaném vstupu Slovenska do eurozóny k 1. 1. 2009 to nebude více než 20 %) je toto riziko minimální.

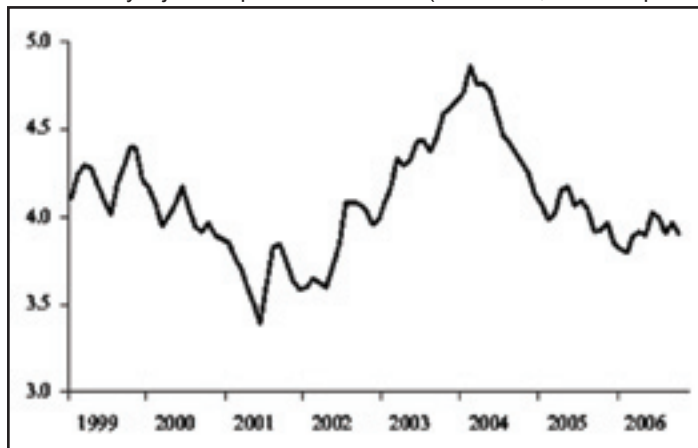
Jiným aspektem rizika nákazy je však je tzv. **princip regionálního pohledu**, při kterém investoři přenášejí hodnocení jedné ekonomiky daného regionu na všechny země tohoto regionu vzhledem k jejich podobnosti. Zhoršení ekonomického vývoje v pouze jedné zemi střední Evropy by tak mohlo být vnímáno jako zhoršení celého regionu s následným „úťekem“ od všech měn. Jde o analogii nákazy asijskou krizí v případě české měnové krize 1997.

Ze skupiny čtyř zemí střední a východní Evropy (ČR, SR, Maďarsko a Polsko) hodnotí poslední konvergenční zpráva Evropské komise nejméně příznivě polskou měnu vzhledem k silným fluktuacím kurzu v nedávných letech a konstatuje „[...] trvalou zranitelnost zlatého s rychlými posuny sentimentu trhů, které mohou být spuštěny jak specifickými rizikovými okolnostmi země, tak i globálními tržními podmínkami [...]“ (European Commission, 2006, s. 130). Vysokou volatilitu kurzu konstatuje EK také v případě maďarské měny, i když nepoukazuje výslovně na „zranitelnost.“ Rozkolísanost



kurzů těchto dvou měn, která se může stát impulsem k nedůvěře vůči měnám celého regionu, ilustrují Grafy 3.1 a 3.2.

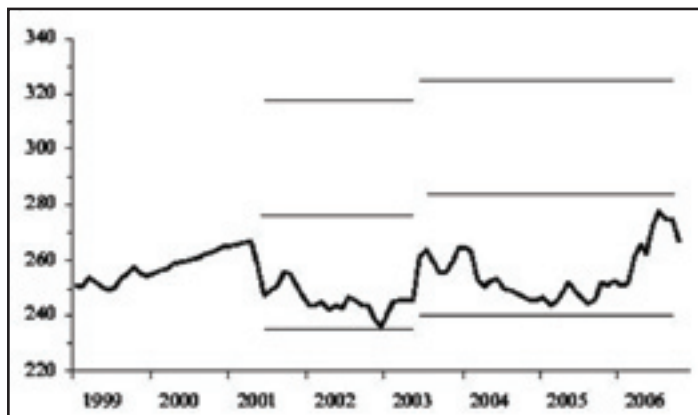
**Graf 3.1:** Vývoj kurzu polského zlotého (PLN/EUR, měsíční průměry)



*Poznámka:* V období listopad 2002 – prosinec 2003 dosáhla míra depreciační 23 %.

*Pramen:* European Commission (2006), s. 130.

**Graf 3.2:** Vývoj kurzu maďarského forintu (HUF/EUR, měsíční průměry)



*Poznámka:* Horizontální čáry představují simulovanou účast v ERM II. Centrální parita od května 2001 činila 276,1 HUF/EUR, po devalvaci v červnu 2003 282,4 HUF/EUR (střední čára). Další čáry vymezují 15% flukuační pásmo okolo centrální parity.

V období leden 2003 – červen 2003 dosáhla míra depreciační 12 %, v období srpen 2005 – červen 2006 15 %.

*Pramen:* European Commission (2006), s. 103.

## Závěr

Vzhledem k tomu, že kurzový mechanismus ERM II představuje formu fixního měnového kurzu (navíc typu „soft peg“), přináší dvouleté (a snad i delší) setrvání kurzu koruny v tomto mechanismu, **obecně vzato**, zvýšené riziko měnové krize. Toto riziko je přitom podmíněno nepříznivým vývojem určitých ekonomických veličin, které nejvíce ovlivňují rozhodování investorů. Svědčí o tom vyhodnocení zkušeností jak z krize EMS 1992-93, tak i z krize české měny na jaře 1997.

Na hodnocení **specifických perspektiv** vývoje kurzů měn, zapojených v ERM II, zřejmě ale bude mít stabilizující dopad plnění dalších maastrichtských kritérií (vedle kritéria kurzového). Zároveň je však třeba počítat s pokračující aprecií reálného měnového kurzu, která může vést k nejistotě ve vývoji konkurenceschopnosti a tím i k devalvačním očekáváním.

Obavy nemusí vyvolávat možnost přenosu krize tzv. obchodním kanálem, jak tomu bylo při krizi EMS (nikoliv při krizi koruny 1997). Nebezpečím však zůstává možnost nákazy, založené na principu regionálního pohledu investorů, a to zejména ze strany nestabilních kurzů polské a maďarské měny.

Centrální autority zemí, zapojených do ERM II, tím stojí před problémem jednak brzdit nadměrnou aprecií nominálního kurzu, jednak obstát při možném spekulacním „útoku“ s dostatečně vysokými devizovými rezervami, případně i se zavedením kontroly pohybu kapitálu. To také ukazuje další možný směr výzkumu v této oblasti.

## Souhrn

Příspěvek se zabývá analýzou krize EMS 1992-93 a měnové krize v ČR 1997 s cílem nalézt souvislosti s možným opakováním měnové krize v období setrvání koruny v mechanismu ERM II. Při hodnocení perspektiv vývoje kurzů měn, zapojených v ERM II, bude mít stabilizující dopad plnění dalších maastrichtských kritérií (vedle kritéria kurzového). Zároveň je však třeba počítat s pokračující aprecií reálného měnového kurzu, která může vést k nejistotě ve vývoji konkurenceschopnosti, a tím i k devalvačním očekáváním. Obavy nemusí vyvolávat možnost přenosu krize tzv. obchodním kanálem, jak tomu bylo při krizi EMS. Nebezpečím však zůstává možnost nákazy, založené na principu regionálního pohledu investorů, a to zejména ze strany nestabilních kurzů polské a maďarské měny.

## Klíčová slova

euro, eurozóna, ERM, ERM II, kurzové konvergenční kritérium, měnové krize

## Abstract

The contribution deals with an analysis of the EMS 1992-93 crisis and 1997 currency crisis in the CR with the aim to find connections with possible recurrence of currency crisis in the period of the Czech crown remaining in the ERM II mechanism. In the assessment of the perspectives of exchange rates development of the currencies involved in ERM II the meeting of other Maastricht criteria (apart from the exchange rate criterion) will have a stabilising impact. At the same time, however, continuing appreciation of real exchange rate should be taken into account. The appreciation can result in uncertainty in the development of competing abilities and, hence, devaluation expectations. The possibility of spreading the crisis through the so-called trade channel, like in the EMS crisis, needn't be a source of worry. However, there is still peril of contagion based on the principle of investors' regional view, especially in the case of unstable exchange rates of Polish and Hungarian currencies.

## Key words

euro, euro area, ERM, ERM II, exchange rate convergence criterion, currency crisis

## Kontaktní adresa / Contact address

**doc. Ing. Mojmir Helisek, CSc.**

Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., katedra ekonomie a mezinárodních vztahů.  
Vltavská 12, 150 00 Praha 5, ČR (e-mail: [mojmir.helisek@vsfs.cz](mailto:mojmir.helisek@vsfs.cz)).

## Poznámky

- (1) Příspěvek vznikl v rámci projektu GA ČR 402/06/1357 „Vstup ČR do eurozóny a rizika spojená s plněním kurzového konvergenčního kritéria.“
- (2) Dále zmíněná Rezoluce z r. 1997 zavádí, počínaje rokem 1999, nahrazení národní měny eurem.
- (3) Principy tohoto mechanismu jsou určeny Rezolucí Evropské rady z r. 1997 (viz European Council, 1997). Původní systém ERM byl založen na bilaterálních kurzech národních měn (a zpočátku též na užším fluktuacním pásmu – viz dále).
- (4) Závazek intervenční podpory ze strany ECB neplatí v případě, že daná země si jednostranně zvolí kurzový režim currency board nebo fixní kurz s užším než standardním pásmem oscilace (případ Litvy, Estonska, Malty a Lotyšska).
- (5) Podle výzkumu 196 měnových krizí v letech 1990-2001 ve 134 zemích šlo v 9 % případů o volný floating, ve 12 % o jiný floatingový režim (Bubula – Otker-Robe, 2003, s. 27 – 32).
- (6) Currency board zavedly obvykle země, zasažené hyperinflací, zavedení tohoto režimu tudíž v ČR není opodstatněné (viz např. Dědek, 2002, s. 369).

- (7) „Nebezpečí spekulativního útoku během platnosti ERM II je malé a po přijetí eura je nulové.“ (Kohout, 2004, s. 14). K varovným hlasům patří např. Buiter (2004), s. 43, Begg et al. (2002), s. IX, Janáčková (2002), s. 777, Šaroch et al. (2003), s. 48 – 49 a další.
- (8) Od začátku fungování byly v ERM zapojeny Belgie, Dánsko, Francie, Irsko, Itálie, Lucembursko, Německo a Nizozemí. Dále přistoupily následující země: Španělsko 1989, Velká Británie 1990, Portugalsko 1992, Rakousko 1995, Finsko 1996 a poslední Řecko 1998. Velká Británie a Itálie vystoupily z ERM 17. 9. 1992 (viz dále), Itálie obnovila členství v listopadu 1996.
- (9) Šlo o země s vyšší inflací – Itálii (do ledna 1990), Španělsko a Portugalsko, a dále o Velkou Británii, která tím chtěla vyjádřit uchování větší samostatnosti ve své kurzové politice.
- (10) Míra inflace (CPI, roční průměr) činila při zavádění EMS v r. 1978 v Německu 2,7 %, zatímco v Itálii 12,1 %.
- (11) Měny „imunní“ vůči krizím byly marka a gulden (Eichengreen, 2000, s. 12).
- (12) Rozšíření pásma bylo provedeno s tím, že jakmile to podmínky dovolí, bude obnoveno užší pásmo – k tomu však již nedošlo. Německá a nizozemská měna nadále udržovaly užší fluktuální pásmo 2,25 % oběma směry.
- (13) V posledním červencovém týdnu vynaložila francouzská centrální banka ze svých rezerv 32 mld. USD na obranu franku (z toho 80 % v jediném dni – 29. 7. 1993), zatímco rezervy DBB vzrostly o 40 mld. DEM, tj. o 33 % (Eichengreen, 2000, s. 13 – 14).
- (14) Původní struktura koše (do konce r. 1990) byla následující: 32,88 % USD, 40,93 % DEM, 12,32 % ATS, 4,82 % FRF a 9,05 % CHF. Poté byl FRF nahrazen GBP, od zač. 1992 se FRF vrátil a vytlačil GBP, a také došlo k dílčím změnám ve struktuře koše.
- (15) Hluboká devalvace byla obecným doporučením Washingtonského konsenzu transformujícím se zemím. Jejím smyslem mělo být předcházení deficitům běžného účtu platebních bilancí. V tehdejší ČSFR byl kurz nastaven koncem r. 1990 na základní úroveň 28 CSK/1 USD. Šlo o kompromisní výsledek vyjednávání mezi požadavky MMF a Světové banky (32 CSK/1 USD) a čs. stranou (24 CSK/1 USD). Viz Klvačová (2003), s. 40. K tomu ještě doplníme hodnocení přiměřenosti tohoto kurzu: „Bylo třeba najít takovou úroveň kurzu, která by byla udržitelná z dlouhodobějšího hlediska. Přitom expertní odhady „dlouhodobě rovnovážné“ úrovně se pohybovaly od původních vysoce optimistických 10 CSK/USD až do pesimistických 34 CSK/USD či dokonce 45 CSK/USD. [...] Nově nastavený kurz projevil dostatečnou životaschopnost [...]“ (Janáček – Janáčková, 2004, s. 445).
- (16) Výroční zpráva ČNB za r. 1997, s. 85. Údaje nezahrnují úvěry Konsolidační banky a bank v nucené správě. Podíl všech klasifikovaných úvěrů dosáhl koncem června 1996 39 % (Economic Commission, 1998, p. 80). Pro srovnání: odpovídající ukazatel v zemích EU je 5 % (Zpráva vlády ..., 1999, s. XIII).

- (17) „Obdobně jako při krizi v jihovýchodní Asii se zdá, že problémy nepocházejí z nadměrné regulace trhů, nýbrž naopak z jejich nedostatečné regulace a ze slabého vynucování regulace.“ (Economic Commission, 1998, p. 80). Studie také zdůrazňuje analogii s jihovýchodní Asií ve směru finanční liberalizace.
- (18) Uvedme ilustraci těchto názorů z listopadu 1996: „Makroekonomický přístup pak hodnotí obchodní schodek jako přirozený a dokonce žádoucí v době velmi rychlého ekonomického růstu. To je tehdy, kdy na udržení růstu nestačí domácí úspory a je nutné čerpat úspory ze zahraničí.“ (Klaus, 1996, s. 8). Je však také potřeba přiznat pozdější vystřízlivění: „Nerovnováha úspor a investic, schodek běžného účtu platební bilance, převaha dovozu nad vývozem jsou průvodními jevy každé rychle rostoucí ekonomiky, ale my jsme s nimi neuměli dobře zacházet.“ (Klaus, 1999, s. 730).
- (19) Šlo o opatření, nazvaná „Korekce hospodářské politiky a další transformační opatření.“
- (20) ČNB zhodnotila zpětně předkrizový vývoj následovně: „Korekce hospodářské politiky, přijatá na počátku r. 1997 vládou a vynucená kritickým stavem vnější nerovnováhy, se trhům jevila jako nedostatečná a hlavně opožděná. Po extrémním zhodnocování kurzu daným mimořádně silným přílivem spekulativního kapitálu proto logicky nastal rychlý obrat.“ (Česká národní banka, 2003, s. 18).
- (21) Česká národní banka, 2003, s. 19. Ve výroční zprávě ČNB 1997 se navíc uvádí skutečnost, že přijatá restriktivní opatření vlády byla považována za nedostatečná, dále též vliv očekávání růstu úrokových sazeb v mezinárodním měřítku (s. 25, 37).
- (22) Letní pokračování znehodnocování kurzu koruny bylo zřejmě důsledkem asijské krize, která vypukla počátkem července 1997. Asijská krize (její druhá fáze) měla zřejmě dále za následek další znehodnocování kurzu koruny od konce listopadu 1997 do začátku února 1998 (z cca 32 na 36 CZK/ 1 USD). Svou roli zde sehrála i politická nestabilita (výměna vlády v prosinci 1997) a jí vyvolané snížení ratingu ČR (viz Výroční zprávu ČNB, 1997, s. 25, 101).
- (23) Starší statistika ČSÚ vykazovala pokles HDP také v r. 1999. Později byl údaj pro rok 1999 revidován z  $-0,4\%$  na  $+0,5\%$  a nakonec na  $+1,3\%$  (viz Tab. 2.3 *Vybrané ukazatele ekonomiky ČR*).

## Literatura

- Begg, D. – Eichengreen, B. – Halpern, L. – Hagen, J. – Wyplosz, Ch.: Sustainable Regimes of Capital Movements in Accession Countries. CEPR Policy Paper No. 10. December 2002.
- Bubula, A. – Otker-Robe, I.: Are Pegged and Intermediate Exchange Rate More Crisis Prone? IMF Working Paper 03/223. Washington, IMF November 2003.
- Buiter, W.: En Attendant Godot? Financial instability risks for countries targeting Eurozone membership. Paper presented at the CEPR/ESI Eight Annual Conference (September 21, 2004). <http://www.nber.org/%7Ewbuiter/godot.pdf> (1. 4. 2007).

- Čech, Z. – Horváth, R. – Komárek, L.: Kurzová konvergence a vstup do eurozóny III. Vybrané problémy nových členských zemí EU. Finance a úvěr, 55, 2005, č. 9-10, s. 483-505.
- Česká národní banka: Česká národní banka 1993 – 2003. Praha: ČNB 2003.
- Česká národní banka: Kurzový mechanismus ERM II a kurzové konvergenční kritérium. Materiál k informaci pro vládu ČR. 15. 7. 2003.
- Česká národní banka: Výroční zprávy, různá čísla.
- Česká národní banka: Zprávy o platební bilanci, různá čísla.
- Dědek, O.: Česká ekonomika a euro. Politická ekonomie, L, 2002, č. 3, s. 361 – 376.
- Dědek, O.: Fakta a mýty o útoky na korunu. Ekonom, 1998, č. 4, s. 22 – 23.
- Dědek, O.: Příčiny a průběh měnových turbulencí v České republice v roce 1997. Politická ekonomie, XLVIII, 2000, č. 5, ss. 605 – 621, č. 6, ss. 739 – 763.
- ECOFIN Council: Report by the (ECOFIN) Council to the European Council in Nice on the exchange rate aspects of enlargement (8 November 2000).
- Economic Commission for Europe: Economic Survey of Europe. 1998, No. 1 (Chapter 3.2: Crisis in emerging markets: implications for the ECE transition countries). Geneva 1998.
- Eichengreen, B.: The EMS Crisis in Retrospect. NBER Working Paper 8035. December 2000.
- European Central Bank: Stanovisko Rady guvernérů Evropské centrální banky k problematice směnných kurzů v přistupujících zemích. 18. 12. 2003. Frankfurt 2003.
- European Commission: Convergence Report, December 2006. Bruseel 2006.
- European Council: Resolutin of the European Council on the establishment of an exchange-rate mechanism in the third stage of economic and monetary union. Amsterdam, 16. 6. 1997.
- Frait, J.: „Černý podzim“ v ERM. Finance a úvěr, 53, 1993, č. 8, s. 368 – 378.
- Frait, J.: Mezinárodní peněžní teorie. Ostrava: Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava 1996.
- Helísek, M.: Měnové krize (empirie a teorie). Praha: Professional Publishing 2004.
- Helísek, M. a kol.: Kurzová konvergence, krizové indikátory a vstup ČR do eurozóny. Mladá Boleslav: Škoda Auto Vysoká škola, WP 5/2006, 2006.
- International Monetary Fund: Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability. In: World Economic Outlook. Washington: IMF May 1998, s. 74 – 97.
- International Monetary Fund: International Financial Statistics, různá čísla.
- Janáček, K. – Janáčková, S.: Evropská měnová unie a rizika pro reálnou konvergenci. Politická ekonomie, LII, č. 4, 2004, s. 435 – 450.
- Janáčková, S.: Rozšiřování eurozóny: některá rizika pro dohánějící země. Politická ekonomie, L, 2002, č. 6, s. 759 – 779.
- Kaňková, E.: Problém načasování vstupu nových členů EU do eurozóny z pohledu ekonomických úrovní jednotlivých zemí. In: Helísek, M. a kol., 2006, s. 36 – 58.
- Kenen, P.: The International Economy. Fourth Ed. Cambridge: Cambridge University Press 2000.

- Klaus, V.: Razantní opatření ve strukturální politice schodek obchodní bilance rozhodně nezlepší. *Hospodářské noviny* 8. 11. 1996.
- Klaus, V.: První desetiletí transformace české ekonomiky. *Politická ekonomie*, XLVII, 1999, č. 6, s. 723 – 732.
- Klaus, V.: Tři roky po měnové krizi: rekapitulace událostí a jejich souvislostí. *Politická ekonomie*, XLVIII, 2000, č. 5, s. 595 – 604.
- Klvačová, E.: Krev, pot a slzy. *Ekonom*, 1997, č. 22, s. 3.
- Klvačová, E.: Vstup do Evropské unie: oslabení, nebo posílení národního státu. Praha: Professional Publishing 2003.
- Kohout, P.: Argentinská krize a poučení pro Českou republiku. *Mezinárodní politika*, 2004, č. 11, s. 14 – 16.
- Komárek, L. a kol.: Kurzové aspekty v procesu přistoupení České republiky k eurozóně. Praha: Studie Národohospodářského ústavu Josefa Hlávky 1/2005.
- Korekce hospodářské politiky a další transformační opatření (přijata vládou ČR 16. 4. 1997). *Hospodářské noviny* 17. 4. 1997.
- OECD: OECD Economic Outlook. June 1997. Czech Republic, s. 83 – 85; December 1997. Czech Republic, s. 102 – 104. Paris, 1997.
- Pazour, M.: Indikátory včasného varování před vznikem nadměrného tlaku na devalvací měnového kurzu. In: Helísek, M. a kol., 2006, s. 59 – 78.
- Stabilizační a ozdravný program vládní koalice (přijatý 28. 5. 1997). *Hospodářské noviny* 29. 5. 1997.
- Šaroch, S. – Tomšík, V. – Srholec, M.: Strategie české hospodářské politiky k současnému procesu rozšíření Evropské měnové unie – kdy nahradit českou měnu eurem. IEEP a KHP VŠE v Praze, WP 5/2003. Praha: VŠE v Praze 2003.
- World Bank: Global Development Finance. I. Summary tables and anylysis. II. Country tables. Washington: World Bank 2003.
- Závěrečná zpráva pracovníků MMF z 27. 3. 1997 z návštěvy ČR. *Hospodářské noviny* 5. 6. 1997.
- Zpráva vlády o stavu české společnosti. *Hospodářské noviny* 5. 3. 1999.