# PŘÍČINY A PRŮBĚH MĚNOVÝCH TURBULENCÍ V ČESKÉ REPUBLICE V ROCE 1997

Oldřich DĚDEK, Česká národní banka, Praha

## 1. Úvod

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

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

Za prvé, Česká republika si ve své době získala pověst transformující se ekonomiky s velmi progresivním reformním programem, orientovaným na rozsáhlou liberalizaci ekonomických procesů. Měnové turbulence, které vyostřily politickou krizi a ztvrdily nástup do hospodářské recese, by proto mohly být snadno interpretovány nejen jako důsledek chyb české hospodářské politiky, nýbrž jako selhání obecnější transformační filozofie tzv. washingtonského konsensu, kterému vyjadřoval podporu Mezinárodní měnový fond spolu s dalšími významnými finančními institucemi.

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

Za třetí, události navazující na měnový otřes, ať již v podobě politické nestability či propadu hospodářského výkonu, měly mnohé traumatizující účinky pro domácí scénu. Avšak ve světle mezinárodního srovnání dopady krize nevyzněly tak dalece dramaticky, jak byla nastavena původní očekávání. Česká vláda nemusela žádat o oficiální pomoc v zahraničí, odchod investorů nedosáhl stadia nekontrolovatelné paniky a měnový kurz se nijak dramaticky nepropadl. Rozsah škod způsobených

*) Stať je součástí výzkumného projektu Supply Side of Capital Flows to Developing Countries, který sponzoruje agentura United Nations Office for Project Services spolu se SIDA, DANIDA a OXFAM.

krizí by musel být dále revidován směrem dolů, připustíme-li souběh pokrizového období se souběhem kumulativních důsledků nedotažených institucionálních a strukturálních reforem. České zkušenosti se tak mohou stát užitečným zdrojem poučení, jak zvládat obtížné situace, jestliže již jednou nastaly.

Tabulka 1
**Indikátory ekonomického vývoje**

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

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

Čím vyšší nadhled při zkoumání měnové krize z roku 1997 zaujmeme, tím obyčejnější a originality zbavené se zdají být důvody, které uvedenou událost mají na svědomí. Mohli bychom říci, že česká ekonomika prodělala standardní otřes vyvolaný gradualistickým narůstáním a šokovým řešením vnější nerovnováhy.[1)] Existuje dostatečně průkazné svědectví, že deficit běžného účtu postupně narůstal až překročil udržitelně únosnou mez, a to v podmínkách, kdy země dosáhla vysokého stupně liberalizace kapitálových pohybů a hospodářská politika kladla nemalý důraz na kurzovou stabilitu. Souběžně s tím byla odolnost ekonomiky oslabena zčásti váhavým a zčásti obtížně urychlitelným postupem při realizaci řady důležitých reformních záměrů. Na tomto podhoubí si trh vynutil rychlé a razantní řešení vnější nerovnováhy se všemi negativními důsledky, které každý šok a prudký výkyv nevyhnutelně obnáší.

Nevýhodou každé generalizace ale bývá to, že uniká množství jemnějších detailů, bez nichž obecné teze visí v jakémsi vzduchoprázdnu. Chybí klíč k posouzení váhy dílčích vysvětlujících faktorů, což potom snadno navádí na mylné implikace. Přitom umět se orientovat v minulosti je předpokladem minimalizujícím opakování prožitého traumatu v budoucnosti. Následující kapitoly se proto snaží pokrýt epizodu měnových turbulencí v České republice nejen z potřebného nadhledu zobecňují-

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

ých zkušeností, ale i v nezbytném detailu tak, aby se neztratil osobitý a neopakovatelný kolorit tohoto jinak „banálního" případu.

## 2. Debata o udržitelné vnější nerovnováze

Při pohledu na číselné charakteristiky ekonomického vývoje v letech 1993 – 1996 (viz tabulka 1) nemůže pozornosti uniknout zřejmá tendence k prohlubování vnější nerovnováhy, manifestovaná růstem deficitů na běžném účtu platební bilance. Hodnoty tohoto ukazatele nakonec v negativním slova smyslu vynesly Českou republiku na přední místo ve skupině mladých tržních ekonomik. Nemalý počet příkladů z jiných koutů světa ale varuje, že tato růstová trajektorie může být ukončena vážnými hospodářskými problémy. Nezaujatý pozorovatel by se proto mohl ptát, proč česká ekonomika zopakovala toto nebezpečné schéma. Proč hospodářská politika nevěnovala větší pozornost rostoucím deficitům, ví-li se obecně o významu tohoto fenoménu pro rozjezd měnových turbulencí. Zmapování těchto otázek hodně napoví o podhoubí, z něhož měnová krize v Česká republice vyrůstala.

### *Objektivní tíhnutí k deficitům*

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

– po pádu komunistických režimů a desetiletích zaostávání za vyspělým světem jsou transformující se ekonomiky nuceny podstoupit hlubokou restrukturalizaci a modernizaci výrobně technické základny. Rezultující investiční vlna neopakovatelně vychyluje časovou řadu dovozů od dlouhodobého trendu;

– liberalizace obchodních toků vnáší do této ekonomiky nezbytný prvek zahraniční konkurence. Ta na jedné straně působí pozitivně svým tlakem na restrukturalizaci domácích podniků, v krátkém období však omezuje schopnost domácí nabídkové strany držet krok s rostoucími nároky agregátní poptávky. Navíc sama restrukturalizace zvyšuje dovozní náročnost vývozů do té míry, v jaké se ekonomika stále hlouběji zapojuje do nadnárodní podnikové i oborové spolupráce;

– mohutnou vlnou prochází růst spotřebitelské poptávky po dovozech, která odráží rozšířené možnosti uspokojování potřeb domácností a překonávání dřívější důchodové nivelizace;

– roste míra synchronizace s hospodářským cyklem zemí Evropské unie. Je proto stále obtížnější odpoutat tempo růstu exportu od růstové dynamiky této kotevní ekonomiky, na jejímž trhu se transformující se ekonomiky střetávají s konkurenčními dovozy z ostatních zemí třetího světa. Dodatečné komplikace vyvolává fakt, že vzájemný obchod mezi transformujícími se ekonomikami trpí restriktivními dovozními praktikami, jelikož tyto země spojuje společná náchylnost k vnější nerovnováze.

Deficity běžného účtu ovšem samy o sobě ještě nepředstavují nežádoucí rys hospodářského vývoje těchto ekonomik. Naopak, jejich přítomnost má také svoji pozitivní interpretaci. Na úrovni národohospodářských bilančních identit lze snadno demonstrovat, že deficit běžného účtu umožňuje překlenout úzké hrdlo tvorby domácích úspor, čili využívat zahraničních úspor pro financování domácích restrukturalizačních potřeb.[2] Jestliže takovéto užití zahraničních úspor slouží převážně ke

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

generování vyšších budoucích exportních příjmů, lze očekávat pouze časový nesoulad mezi dnešním vnějším financováním investic a budoucím splácením dluhu vůči vnějšímu sektoru. V tomto smyslu mohou mít deficity běžného účtu sebelikvidující charakter, a proto jsou udržitelné.

*Protichůdná svědectví*

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

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

Tabulka 2
**Vývoj struktury dovozů** (v %)

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

Pramen: Česká národní banka.

– rostoucí váhu na dovozech vykazovaly dovozy pro investice, hrubá tvorba fixního kapitálu představovala dynamickou složku agregátní poptávky (viz tabulka 2). Postupně také narůstaly investice do zpracovatelského průmyslu jako rozhodujícího segmentu exportně orientované výroby;

– po relativně dlouhou dobu bylo v pořádku i financování deficitů běžného účtu přebytky na kapitálovém účtu platební bilance, v jeho rámci pak přílivem dlouhodobých investic. Čistá devizová pozice České republiky vůči zbytku světa zůstávala věřitelská, problémy nevyvolávala ani relativní velikost hrubé zadluženosti či dluhové služby.

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

– relativně vysoký podíl investic směřoval do infrastrukturálních odvětví a na zlepšení životního prostředí. Přínos těchto investic k exportní výkonnosti a celkové konkurenceschopnosti je ale obecně velmi zprostředkovaný a projevuje se teprve v delším časovém horizontu;

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

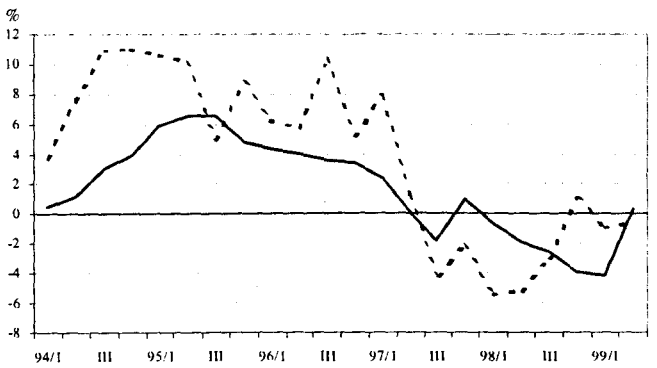
– světové zkušenosti vesměs nepotvrzují optimismus tzv. Lawsonovy doktríny o udržitelnosti deficitů v případě, že jejich původcem je soukromý sektor. V České republice měla navíc nemalá část soukromého sektoru kvazi-soukromý charakter. Nabídková strana se vyznačovala mnoha úzkými hrdly v podobě málo efektivního výkonu vlastnických práv, četných selhání bankovního sektoru v jeho roli finančního zprostředkovatele, nedostatečné mobility výrobních faktorů aj. Tato úzká hrdla se promítala do malé adaptační schopnosti výroby reagovat na měnící se požadavky poptávky, které pak musely být uspokojovány rostoucími dovozy;

– udržitelnost deficitů běžného účtu byla stále více zpochybňována narůstajícím rozměrem problému jako takového. Samotný fakt, že česká ekonomika směřovala k jednomu z nejhorších čísel ukazatele deficitu běžného účtu na HDP se nemohl neodrazit ve vyšší rizikovosti investic do českých aktiv, a to i za předpokladu, že detailní analýza shromáždí množství údajů ve prospěch sebelikvidující hypotézy.[4)]

*Nechuť k ochlazování ekonomiky*

Jak je patrné z předchozího textu, diskuse na téma udržitelné vnější nerovnováhy byla mezi českými ekonomy i politiky velmi živá a stimulovala rozsáhlý analytický výzkum. Nabízí se proto otázka, proč tato diskuse byla nakonec sterilní v tom smyslu, že připustila, aby problém přezrál do měnových turbulencí. Přirozené vysvětlení lze hledat v logice politického cyklu, v neochotě akceptovat trpkou pravdu o příčinách i způsobu řešení nadměrné vnější nerovnováhy. Na straně příčin to bylo zjištění, že v důsledku mnohých institucionálních hrdel nabídková strana ekonomiky nedovedla držet krok s expandující domácí poptávkou (viz obrázek 1). Vyústěním přetlaku poptávky nad nabídkou byly rostoucí deficity běžného účtu. Ekonomika tak trpěla symptomy přehřívání již po dosažení středně vysokých temp růstu. Uznat tuto omezenost růstového potenciálu by ale bylo špatným vysvědčením pro architekty ekonomické transformace.

Obrázek 1
**Inflační mezera mezi domácí poptávkou a nabídkou**

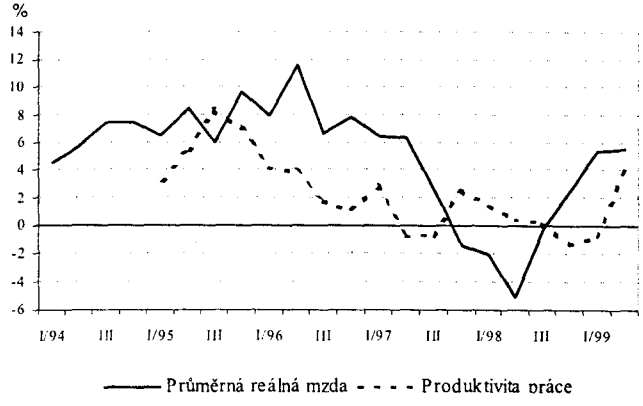



Pramen: Česká národní banka.

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

Na straně terapie to pak byla provázanost vnější nerovnováhy s výraznými projevy nerovnováhy vnitřní. Účinně oslovit vnitřní nerovnováhy by ale znamenalo na prvním místě zastavit neúměrně vysoký růst reálných mezd, který výrazně předstihoval růst produktivity práce (viz obrázek 2), a tímto způsobem přibrzdit zhoršování cenové konkurenceschopnosti a narůstání poptávky po spotřebitelských dovozech. Také bylo nevyhnutelné přibrzdit úvěrovou expanzi v prostředí polostátních bank a nerestrukturalizované podnikové sféry, neboť založené trendy vedly k předluženosti podniků a zhoršování úvěrového portfolia bank. Soustava veřejných rozpočtů by musela skoncovat s netransparentním zadlužováním a tíhnutím k deficitnímu hospodaření. Kacířská idea stabilizačního programu, který by sledoval přitlumení agregátní poptávky, a to i za cenu dočasného zpomalení růstové dynamiky, byla ale v protikladu s tehdejší rétorikou české vlády.[5)]

Obrázek 2
**Předstih růstu reálných mezd před produktivitou práce**




Pramen: Česká národní banka.

Mezi odpověďmi na otázku, proč hospodářská politika jen laxně čelila narůstání vnější nerovnováhy, by nemělo chybět i zjevné nedocenění integrace domácích finančních trhů do světových struktur, nedocenění úlohy expektací jako důležité hybné síly kapitálových pohybů. Kdyby toto povědomí bylo silnější, diskuse o udržitelnosti deficitů by patrně mnohem silněji akcentovala přístup indikátorů zranitelnosti a naopak by potlačila úvahy o samoregulujících mechanismech, zatížených ostatně vysokým stupněm nejistoty. Namísto zdůrazňování specifických potřeb transformující se ekonomiky a odkazování na příklady zemí, které také bez větších problémů dosahovaly deficitů, by k razantní a přesvědčivé reakci hospodářské politiky vedla obava z toho, že dojde ke zlomu ve vnímání české ekonomiky jako teritoria vystaveného potenciálním turbulencím. Uvedené uvažování ale nezdomácnělo v rozhodování české politické scény. Řešení začala být hledána teprve až problém přezrál a stal se nepřehlédnutelným. A to již obyčejně bývá pozdě k odvrácení stresových situací.

5) Pro ilustraci, přibližně dva měsíce před měnovou krizí tehdejší premiér V. Klaus ohlásil vstup do post-transformační fáze ekonomického růstu. V živé paměti byly asi rok staré sliby o zdvojnásobení mezd a dů-chodů do r. 2000, vyslovené v průběhu parlamentní předvolební kampaně. Česká národní banka, která musela osamocené reagovat na narůstání nerovnováh postupným zpřísňováním měnové politiky, si vyslou-žila silnou mediální kritiku za zpomalení hospodářského růstu. Tento aspekt hospodářskopolitické debaty bude dále ještě komentován.

## 3. Liberalizace kapitálových toků

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

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

### *Startovací režim vnitřní směnitelnosti*

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

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

---

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

7) Podle odhadů Citibank činil v dubnu 1997 celkový denní obrat s měnami východoevropského regionu 8,1 mld. USD. Z toho na CZK připadalo 5,5 mld USD, což představuje téměř 70 % celkové sumy (v březnu 1996 to bylo pouhých 0,5 mld. USD). Pro HUF, PLZ a SKK to bylo pokaždé pouze 0,4 mld. USD. Ruský rubl vykazoval obrat 1,4 mld. USD.

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

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

– domácímu podnikovému sektoru byl pro účely obchodních plateb vytvořen volný přístup ke konvertibilním měnám, tj. při stávajícím měnovém kurzu byl garantován prodej libovolného množství deviz, a to za předpokladu, že užití devizových prostředků je v souladu s pravidly liberalizovaných obchodních transakcí;

– volný přístup k devizám na straně poptávky byl doprovázen nabídkovou povinností na straně nabídky, tj. veškeré devizové příjmy musely být prodány, opět při stávajícím měnovém kurzu, autorizovaným domácím bankám. Vedení devizových účtů, až na vybrané výjimky, nebylo povoleno;

– přístup sektoru domácností k cizím měnám byl regulován devizovými limity, neboli nároky na omezené, současně ale garantované množství deviz.[10] Domácnosti mohly držet devizové účty, užití zůstatků na těchto účtech podléhalo regulaci obecně platné pro odliv kapitálu.

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

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

### *Řízené i spontánní prohlubování liberalizace*

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

---

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

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

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

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

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

Samostatnou kapitolu tvořil přístup k bankám. Jestliže devizový zákon uváděl seznam nepovolených či povolovacímu řízení podléhajících kapitálových transakcí, potom mnohé položky z tohoto seznamu mohly provádět banky s devizovou licencí (poskytování úvěrů nerezidentům, obchody s deriváty, nákupy zahraničních cenných papírů aj.). Fakticky se tak mnohá regulační opatření vztahovala pouze na nebankovní subjekty čili objemově vesměs jen na marginální množinu potenciálních transakcí. Navíc v případě potřeby mohly tyto nebankovní subjekty volně provádět regulované transakce skrze banky s devizovou licencí. Eroze existujícího regulatorního rámce prostřednictvím bankovního sektoru se urychlovala s narůstající vahou zahraničních bank a poboček zahraničních bank.

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

*Zavedení vnější směnitelnosti*

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

Za druhé, upřednostňovaná asymetrie regulátora k přílivovým a odlivovým položkám, tj. podpora kapitálového přílivu a zamezování kapitálového odlivu, v praxi zna-

menala diskriminační přístup k domácím subjektům. Zatímco zahraniční investor měl zaručenu volnost pohybu oběma směry, která plynula z garancí neomezovat repatriaci vložených investic a jejich výnosů, domácím investorům byly odepírány efekty diverzifikace investičních rizik a integrace do globálních finančních trhů. A to současně v době, kdy hospodářská politika byla nucena usilovně přemýšlet, jak ulevit tlakům, které vyvolával mohutný kapitálový příliv. Uvolnění odlivu představovalo jedno z konvenčně doporučovaných východisek.

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

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

– s definitivní platností byla zrušena nabídková povinnost, která již dříve byla podstatným způsobem změkčena;[16]

– byly zrušeny devizové limity pro domácnosti, které již zdaleka nebyly pociťovány jako omezení volného přístupu obyvatelstva k devizovým prostředkům (jejich čerpání se v průměru pohybovalo na úrovni 60 %);

– byly zrušeny zbytky vysoce diferencovaných povolovacích pravidel pro jednostranné převody, která rozlišovala žadatele dle jednotlivých položek, zemí i výše částky.

---

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

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

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

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

Jak bylo naznačeno, praktický dopad výše uvedených liberalizačních kroků byl minimální. Největší diskuse se proto odehrála kolem otázek jdoucích nad rámec požadavků článku VIII, jmenovitě zejména o tom, zda umožnit tzv. vnější oběh české měny. Padaly argumenty, že po zrušení zákazu používat českou měnu při placení do zahraničí a po zformování externích trhů s CZK ztratí měnová politika kontrolu nad částí peněžní zásoby držené v zahraničí a tím vystaví domácí ekonomiku vyšším rizikům. Proti sugestivně vedené ofenzivě, zdůrazňující destabilizující účinky vnější směnitelnosti, byly postaveny četné protiargumenty. Za prvé, existence peněžní zásoby ve formě oběživa, která se nachází vně přímé jurisdikce domácí měnové autority, se již dávno stala realitou. České bankovky běžně odkupovaly i prodávaly mnohé rakouské a německé banky, tzv. vídeňský neoficiální (nazývaný též paralelní) kurz se dokonce stal důležitou zpětnou informací o kredibilitě měnové politiky české centrální banky.

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

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

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

K celkové charakteristice nového devizového zákona lze ještě dodat, že v reakci na mohutnou vlnu kapitálového přílivu v letech 1994 – 1995 bylo do zákona zakomponováno zmocnění zavést tzv. depozitní povinnost. Jmenované opatření by nařizovalo uložit na určitou dobu určitou část externích fondů bezúročně na účtu u centrální

---

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

18) K regulaci přístupu cizozemců k domácím nemovitostem lze uvést, že zahraniční subjekt se může hypoteticky dostat k tuzemské nemovitosti tím způsobem, že vytvoří právnickou osobu se sídlem v České republice. Striktní omezení platí pro nabývání vlastnictví k půdě. Pro transferovou povinnost je příznačné, že povolení k vedení účtů v zahraničí je běžně vydáváno osobám, které doloží potřebnost zahraničního účtu k provádění svých podnikatelských aktivit.

banky. Případné uvalení této implicitní formy zdanění bylo motivováno výlučně jako obrana, po vzoru chilských zkušeností, proti nadměrnému přílivu krátkodobého kapitálu. Pozdější prostředí měnové nestability dalo vznik úvahám o použití depozitní povinnosti jako nástroje, jenž brání kapitálovému odlivu. Tyto úvahy nakonec zůstaly jen v hypotetické rovině.

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

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

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

## 4. Doba hojnosti kapitálového přílivu

Jestliže lze někde hledat vzorce chování typu vzestup a pád (boom and bust), potom pohled na data o kapitálových tocích, nejprve dovnitř české ekonomiky a potom ven, nabízí jedinečnou podívanou. V letech 1994 – 1995 ekonomika prožívala fázi vzestupu, období „báječných let" české transformace. Hospodářská politika tehdy žila v příjemném zajetí nemoci z opulence, kdy jednou z jejích hlavních starostí bylo, jak naložit s množstvím přicházejícího kapitálu. Byly výzvy tohoto období zvládnuty adekvátním způsobem nebo zde byly zasety zárodky budoucí měnové krize? Pokusme se odpovědět na toto zadání.

*Parametry přílivové vlny*

Počáteční fáze kapitálového přílivu, kterou lze datovat do let 1991 – 1992, nesla počet dlouhodobé finanční uzavřenosti tehdejší československé ekonomiky. Váhově nejvýznamnější položku představovaly oficiální půjčky vlády a centrální banky, potřebné k vybudování devizových rezerv a k zabezpečení režimu vnitřní směnitelnosti. Podobně operace centrální banky na posílení devizových rezerv a zlepšení jejich časové struktury tvořily náplň portfoliových investic. Přímé zahraniční investice byly vedeny rozjíždějící se vlnou privatizace. Měly převážně formu prodeje akcií zahraničním investorům prostřednictvím Fondu národního majetku. V minimální míře se uplatňovaly finanční úvěry čerpané podniky přímo ze zahraničí.

Na začátku roku 1993 bylo úspěšně zažehnáno riziko měnové krize související se zánikem Československa a měnovou odlukou.[19] Rychlá stabilizace makroekonomické situace vedla k obnovení důvěry zahraničních investorů a tím i k rostoucímu přílivu zejména soukromého kapitálu. Ten začal nabývat významnějšího rozměru přibližně od druhé poloviny roku 1993, trval po celý rok 1994 a kulminoval v roce 1995. Údaje o dosažené intenzitě kapitálového přílivu jsou impresivní. V roce 1994 činil podíl čistého přílivu na HDP 8,5 %, v následujícím roce bylo dosaženo rekordní úrovně 16,6 %.[20] V nemalé míře k takovéto akceleraci přílivu přispívalo deklarovaní širší směnitelnosti CZK a zlepšování ratingového ocenění České republiky.

Tabulka 3
**Objem kapitálových toků** (v mld. Kč)

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

Pramen: Česká národní banka.

Nejvýznamnější přílivovou položkou se rychle stávaly finanční úvěry poskytované podnikům. V této oblasti se významně angažovaly domácí banky, které čerpaly zahraniční zdroje, aby je pak dále zapůjčovaly formou devizových úvěrů.[21] Tento strukturální posun na jedné straně pozitivně přispíval k udržování převažujícího podílu dlouhodobého kapitálu, na druhé straně negativně přispíval k rostoucí váze dluhového kapitálu, ke zvyšování zahraniční zadluženosti.

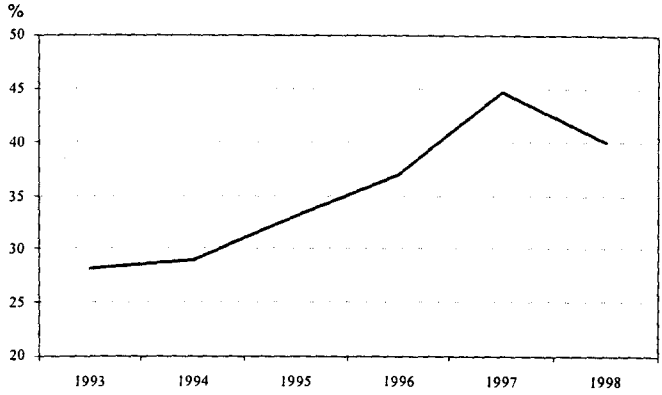
19) Frontální útok byl tehdy veden na devizové rezervy obou nástupnických centrálních bank. Devizové rezervy České národní banky, které na začátku r. 1993 činily 842 mil. USD, poklesly během ledna o 590 mil. USD. Do podobně vážných potíží se dostala Národní banka Slovenska (blíže viz Dědek a kol., 1996).

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

21) Banky poskytovaly devizové úvěry mnohdy jako korunové úvěry s variabilní jistinou, jejíž výše závisela na daném podkladovém objemu deviz a na hodnotě měnového kurzu (jakoby banka zapůjčila devi-

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

Obrázek 3
**Vývoj hrubé zahraniční zadluženosti** (% HDP)




Pramen: Česká národní banka.

### *Reakce měnové politiky*

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

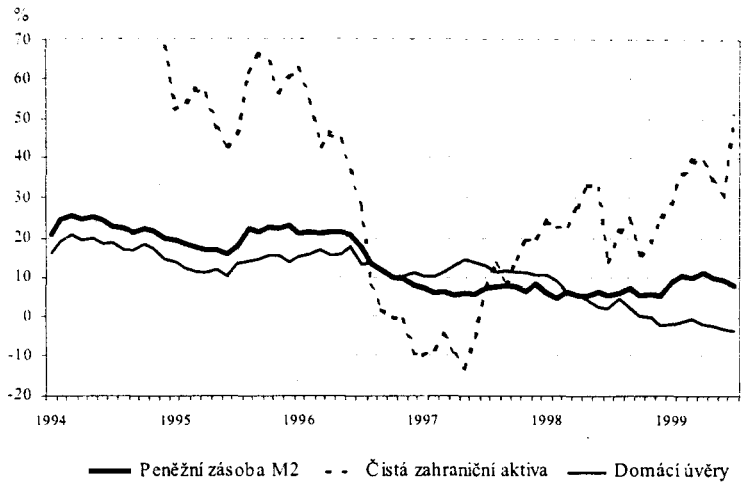
Jak na inflační rizika přílivové vlny reagovala měnová politika a čeho dosáhla? V první linii byly využity transfery, které mohly jednorázově přispět k neutralizaci

---

zy, které při daném kurzu klient obratem prodá bance zpět za koruny). Pro podniky byly devizové úvěry zajímavé nižším úročením, banky pak s jejich pomocí mohly udržovat soulad devizových aktiv a pasiv. Na tomto základě v nejednom případě docházelo k reklasifikaci standardních korunových úvěrů na devizové. Jinou otázkou ale zůstávalo, zda banky netransformovaly kurzové riziko na riziko úvěrové tím, jak firma postižená kurzovou ztrátou přestává plnit své úvěrové závazky.

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

Obrázek 4
**Vývoj struktury peněžní zásoby** (meziroční změny)




Pramen: Česká národní banka.

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

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

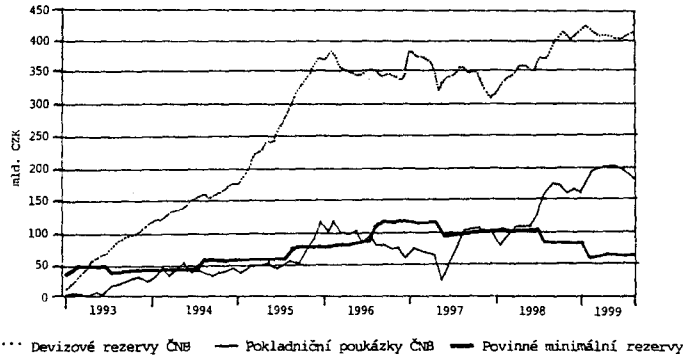
Těžiště odezvy centrální banky na masivní příliv kapitálu se nacházelo v operacích na volném trhu, v tzv. sterilizovaných intervencích. K této technice ostatně nutil tehdy uplatňovaný intervenční automat, který v rámci tzv. fixingu ukládal centrální bance odkupovat, při dané hodnotě fixního kurzu, veškeré množství deviz nabízené obchodními bankami k prodeji. Emitované koruny, které centrální banka při-

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

pisovala ve prospěch prodávajících bank, byly pak plně nebo zčásti sterilizovány prodejem krátkodobých cenných papírů (tzv. pokladničních poukázek České národní banky). Tímto způsobem vzrostly devizové rezervy prakticky z nuly po měnové odluce v únoru 1993 na přibližně 14 mld. USD koncem roku 1995. Přitom v samotném roce 1995 byl dosažen přírůstek 7,5 mld. USD. Zrcadlově k bytnění devizových rezerv se zvyšovala držba krátkodobého dluhu centrální banky v portfoliích obchodních bank, a to z průměrného stavu 14 mld. CZK v roce 1993 na 56 mld. v roce 1995.

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

Obrázek 5
**Sterilizace a růst devizových rezerv**




Pramen: Česká národní banka.

Se všemi těmito kontroverzními aspekty sterilizovaných intervencí byla Česká národní banka průběžně konfrontována. Postupně uzrávalo přesvědčení o nemožnosti pokračovat ve vyjetých kolejích, o nutnosti provést systémovou změnu, která by ukončila každodenní stereotyp nafukování bilance centrální banky devizami na straně aktiv a krátkodobým dluhem na straně pasiv. Touto systémovou změnou bylo myšleno opuštění rigidně pevného kurzu, který s malými technickými obměnami,

24) Efektivnost sterilizace bývá měřena odhadem tzv. ofsetového koeficientu. Ten se pohybuje v rozmezí od nuly do jedné, přičemž interpretace je taková, že čím blíže jsou hodnoty jedné, tím nižší je schopnost centrální banky provádět autonomní řízení peněžní zásoby (sterilizace kapitálového přílivu jenom podporuje nový příliv). Opakované výpočty za roky 1994 – 1995 vedly k hodnotě ofsetového koeficientu v intervalu 0,3-0,6. Tendence k růstu tohoto koeficientu pak korespondovala s rozšířeným názorem, že účinnost stále nákladnějších sterilizačních opatření postupně klesá.

avšak s nezměněnou centrální paritou, po dobu více než pěti let tvořil stálou kulisu české cesty transformace.

Ve výčtu opatření reagujících na přílivovou vlnu by neměly chybět i některé pokusy o administrativní regulaci. Do této kategorie patří tzv. limity na otevřené krátkodobé pozice vůči nerezidentům, zavedené v srpnu 1995. Běžným projevem kapitálového přílivu bylo totiž to, že obchodní banky přijímaly vklady od nerezidentů, které pak zapůjčovaly rezidentům. Tím současně narůstal bilanční nesoulad mezi pohledávkami a závazky vůči nerezidentům. Bankám bylo proto nařízeno, že krátkodobá nerezidentní pasiva mohou převyšovat nerezidentní aktiva maximálně o 30 %, při absolutním stropu 500 mil. CZK. Jmenované limity se ovšem nesetkaly s výraznějším úspěchem, neboť nebylo obtížné nalézt cesty k jejich obcházení. Velmi jednoduše se to dalo zařídit reklasifikací krátkodobých kontraktů (se splatností kratší než jeden rok) na dlouhodobé (splatnost 1 rok + 1 den apod.).[25] Mezi zahraničního zapůjčovatele a domácí banku rovněž stačilo umístit domácí nebankovní finanční instituci. Potom banka vstupovala do obchodního vztahu již vůči rezidentu, a tím vypadávala z dosahu limitů.

Rostoucí problémy s přílivovou vlnou vyzývaly k házení větších zrnek písku do soukolí kapitálových toků. Analyzována byla zejména chilská zkušenost s depozitní povinností, jejíž kalibrace umožňovala působit selektivně podél splatnostního spektra přitékajícího kapitálu. Legislativní opora pro vytváření povinných depozit u centrální banky se dokonce dostala do nového devizového zákona. Toto opatření ale nakonec aplikováno nebylo. Převládající liberální atmosféra s obecnou nechutí k zavádění nových administrativních kontrol byla bezesporu jedním vysvětlením, ne však tím hlavním. Spíše se prosadil názor ponechat si depozitní povinnost prozatím v záloze a vyhlásit ji teprve tehdy, nezaberou-li tržně konformní přístupy, mezi nimi zejména změna kurzového režimu. A jelikož tržní přístupy zabraly, diskuse o přínosu depozitní povinnosti velmi rychle odezněla.

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

Epizoda kapitálového přílivu v letech 1994 – 1995 se do historie české ekonomiky zapsala jako období hojnosti. Bankovní sektor se topil v nadbytku likvidity, sektor domácností se těšil rychlému růstu reálných mezd. Převládající optimistický tón byl udáván svižnými tempy hospodářského růstu a extrémně nízkou nezaměstnaností. Česká republika si tak mohla připsat další kreditní body ke své reputaci úspěšně se transformující ekonomiky, která na pozadí rizik přílivové vlny nezanedbává zásadu zdravého makroekonomického prostředí a ctí svá liberalizační předsevzetí. Doba hojnosti ale netrvala dlouho. Příliv kapitálu ztratil na své intenzitě a latentní tíhnutí k přehřívání dostávalo stále zřetelnější obrysy.

*Dokončení příště*

---

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