

PŘÍČINY A PRŮBĚH MĚNOVÝCH TURBULENCÍ V ČESKÉ REPUBLICE V ROCE 1997

Oldřich DĚDEK, Česká národní banka, Praha

(dokončení)

5. Fenomén silné koruny

Hledáme-li osobité rysy v přístupech k ekonomické transformaci, které v určitém směru vydělují jednotlivou zemi vůči ostatním téže skupiny, potom česká cesta transformace nemůže nezaujmut fenoménem dlouhodobé kurzové stability. Je skutečně pozoruhodné, že během dosavadní devítileté historie hospodářské reformy kurz CZK vůči USD nominálně oslabil přibližně o 18 %, vůči DEM pak o 9 %. Pro srovnání, za stejnou dobu HUF urazil dráhu vůči uvedeným dvěma měnám ve výši 210 a 190 %; pro PLZ to bylo 270 a 240 %.¹⁾

Lze ale skutečně interpretovat tuto primární informaci o ojedinělé vnější stabilitě české měny jako úspěch české hospodářské politiky? Nejde pouze o pozlátko, jehož odstranění nás upozorní na významnou příčinu měnové krize? Nemálo ekonomů uvažuje právě tímto způsobem. Volání po devalvacích, intervencích a slabší koruně bylo s větší či menší intenzitou slyšet prakticky permanentně. Žádný jiný koncept na sebe patrně nesoustředil takovou pozornost analytiků a ekonometrů jako odhady nejrůzněji definovaných rovnovážných úrovní kurzu a z toho plynoucího řádu nadhodnocení. A přesto se kurz choval tak, jak se choval, tj. víceméně ignoroval doporučení a predikce žádoucích hodnot. Lze tedy tvrzení o silné koruně řadit k fundamentálním nebo jen k okrajovým příčinám rostoucí vnější nerovnováhy a navazující měnové krize? A bylo vůbec v silách centrální banky čelit posilování měny, byť by pro domněnku o fundamentálním nadhodnocení existovaly méně vážné argumenty? To jsou otázky, na které následující pasáže hledají odpověď.

5.1 *Kotva, polštář a korzet*

Kurzový režim aplikovaný při startu ekonomické transformace vyvolával asociaci dvou poeticky zabarvených termínů: kotva a polštář. První z nich, kotva makroekonomické stabilizace, vyjadřoval záměr reformátorů využít politiku pevného kurzu k vytvoření jakéhosi pevného bodu pro všechny převratné liberalizační změny, které ekonomická reforma uvedla do pohybu. Žádný lepší stabilizující prostředek ob-

1) Podíl průměrné hodnoty z března 1999 k průměrné hodnotě r. 1991. Podkladové údaje byly převzaty z publikací MMF International Financial Statistics.

dařený souměřitelnými efekty pro transparentnost, kredibilitu, ale i účinnost politik vlády a centrální banky nebyl identifikován. Úvahy o blahodárném působení kurzové kotvy tak vedly k volbě vysoce rigidního kurzového režimu, který vytvářel minimální prostor pro rozhodovací volnost měnových autorit.^{2), 3)}

Byl zde ale také již zmíněný kurzový polštář v podobě sledu počátečních devalvací. Třebaže významná část tohoto oslabení domácí měny měla charakter napravení jedné z nejkřiklavějších cenových deformací převzatých z plánované ekonomiky, pravdou zůstává, že prostředí podhodnoceného kurzu patřilo k vědomému záměru v rámci balíku základních reformních opatření. Navíc zásada, že lepší je mýlit se na správné straně podpořila v diskusích o žádoucí paritě variantu zaručující výraznější podstřelení „rovnovážné“ úrovně. Teze o silné koruně tak ani v nejmenším nefigurovala v konturách výchozího kurzového režimu.⁴⁾

Má-li být popis kurzové politiky z počátečního stadia reformy úplný, je účelné rozšířit dvojici pojmů kotva a polštář ještě o pojem „korzet“. Bylo totiž nezbytné vnořit kurzový polštář do korzetu restriktivních politik a tím předejít rychlému vyprazdňování polštáře, k němuž by docházelo, kdyby vysoká míra inflace tlačila na rychlé reálné zhodnocování kurzu. Koneckonců, počáteční oslabení kurzu iniciovalo výrazný inflační skok.⁵⁾

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

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

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

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

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

žij, neboli seškrtovat mnohé dotační a subvenční tituly, jež přežily z doby celá
ně plánované ekonomiky. Nic podobného se nedalo zopakovat později, jakmile
ednou česká ekonomika opustila přechodnou transformační fázi s dominantní
prvky direktivně řízené a finančně uzavřené ekonomiky.

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

Politika podhodnoceného kurzu ale stále zřetelněji upozorňovala na svá nega
va. Převažující většina podniků nevyužila kurzový polštář k potřebné restruktura
zaci, nýbrž na něm usnula a probudila se, až kurz „začal kousat“. Ve struktuře o
chodní bilance vysoký podíl připadal na vývozy surovin a dalších komodit s nízký
stupněm zpracování, což přibližovalo české hospodářství k charakteristikám mén
rozvinutých zemí třetího světa. Měkký kurz nestimuloval zdokonalování necenovýc
trem konkurence a umožnil přežít málo životaschopným firmám.

Z výše uvedených důvodů sílila averze k vytváření nových kurzových polštář
poté, co ty staré splasknou. Rostlo přesvědčení, že kurz musí spíše tlačit na restruk
turalizaci než nezbytnou restrukturalizaci oddalovat. Nositelem těchto myšlenek s
stala zejména centrální banka, která pocítovala zřetelnou vazbu mezi velikostí po
štáře a zvyšující se inflací. Jestliže ale ostře odmítla tzv. řízenou devaluaci pozděj
při hledání východisek z extrémně vysoké vnější nerovnováhy, pak k tomu již měli
zcela jiné důvody.

5.2 Uplatňování vůdčí role kurzu

Umístěním vypořádané kotvy do korzetu restriktivních politik bylo dosaženo
toho, že prvotní proexportní cenový stimul nepřerostl do pádivé inflace. Naopak
k vyprazdňování kurzového polštáře docházelo postupně tím, jak se podařilo stabi
lizovat inflaci a přimět ji k rychlému poklesu směrem k jednociferným hodnotám.
Nicméně i při mírných hodnotách inflace stále zůstával nezanedbatelný inflační di
ferenciál, který vyvolával reálnou apreciaci koruny, a tím působil restriktivně na chod
reálné ekonomiky.

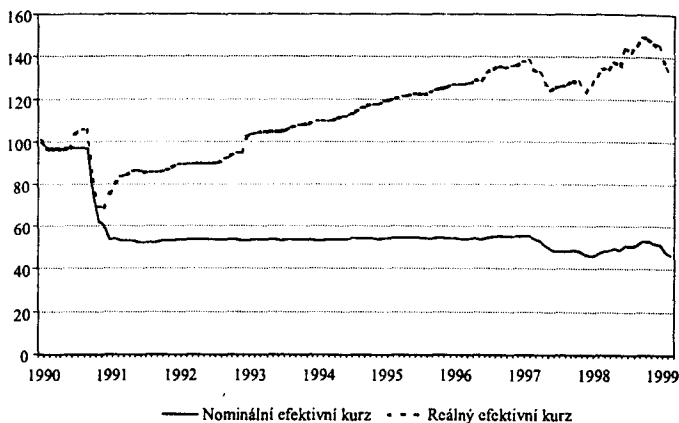
V ekonomické literatuře se v této souvislosti diskutuje otázka, zda kurz má vést
nebo následovat. Jinými slovy, má být upřednostňována disciplinující role kurzu, kdy
tato ekonomická veličina působí jako pevný parametr, jemuž se musí vše ostatní
přizpůsobovat (zejména mzdová vyjednávání a nákladové kalkulace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

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

Rychlým sestupem k jednociferným hodnotám inflace rostla jistota, že hospodář
ská sféra bude schopna absorbovat disciplinární tlak reálné se zhodnocujícího kur
zu. Ostatně zprvu toto zhodnocování jenom vyrovnávalo předchozí prudké oslabe
ní. Od určitého okamžiku ale již kurz plynule najel na dráhu trvalé reálné apreciacie.
Naměřené hodnoty říkají, že v letech 1993 – 1996 reálné zhodnocování probíhalo

ročním tempem 4 – 7 %, v závislosti na použité definici reálného kurzu.⁶⁾ Bylo příliš nebo se zhodnocování pohybovalo ve stále ještě rozumných mezích? Ekonomika konečně rostla, takže jistá proporce tohoto zhodnocování mohla být považována za rovnovážnou.⁷⁾

Obrázek 6
Vývoj nominálního a reálného kurzu (průměrné měsíční hodnoty)



Pramen: Česká národní banka.

Rozhodovací problém ale ležel jinde než ve zjištění, zda a o kolik fakticky pozorované reálné zhodnocování překračuje udržitelnou mez. Otázka zněla spíše tak, zda závěry o nadměrné reálné apreciaci, které se nikdy nedovedly zbavit nádechu ekonometrického experimentování, byly natolik robustní, aby bylo dosaženo názorové shody v tom, že politika pevného kurzu nutně potřebuje být vystředána jiným kurzovým režimem, jenž by lépe zohledňoval problematiku reálného zhodnocování.⁸⁾ V praxi by to znamenalo obětovat disciplinární funkci pevného kurzu nějakému režimu řízených devalvací. Necht k něčemu takovému ale sjednocovala všechny hlav-

6) Tyto údaje jsou čerpány z práce Čapka (1997).

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

8) V diskusích o rovnovážné hladině kurzu se objevovala dvě protichůdná stanoviska. Na jedné straně pohled běžného účtu, který zneklidňoval rostoucími deficity, dával empirickou fundaci názorům o nadhodnoceném kurzu. Vedle toho zde ale byly propočty tzv. koeficientu ERDI (Exchange Rate Deviation Index), definovaného jako poměr tržního kurzu a kurzu na bázi parity kupní síly. Tyto propočty naopak naznačovaly hluboké podhodnocení kurzu. Např. Spojenými národy sponzorovaný program ECP 93 identifikoval 2,81 násobné podhodnocení CZK vůči USD a 3,57 násobné podhodnocení vůči DEM. Na bázi obrotů s 31 hlavními obchodními partnery odhadl Čapek (1997) dolarové koeficienty ERDI pro roky 1993, 1994 a 1995 ve výši 2,58, 2,45 a 2,09. To by tedy znamenalo, že ještě v r. 1995 byla CZK asi dvojnásobně podhodnocena vůči USD. Při této optice by tudíž reálné zhodnocování pouze svědčilo o postupném snižování cenové konkurenceschopnosti, zdaleka ne však o ztrátě cenové konkurenceschopnosti.

ni tvůrce hospodářské politiky.⁹⁾ Přínosy pevného kurzu pro makroekonomickou stabilitu, nízkoinflační prostředí, efektivní restrukturalizaci a perspektivní exportní strukturu zcela jednoznačně stavěly toto kurzové uspořádání po dlouhou dobu do role jasněho favorita.

5.3 Plování uvnitř pásma

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

Primární impuls ke změně vycházel z postupující liberalizace kapitálových toků. Tento proces stále zřetelněji obnažoval nekompatibilitu magického trojúhelníku, jehož vrcholy tvoří inflační a tím i úrokový diferenciál, pevný kurz a volný pohyb kapitálu. Při tomto uspořádání vznikal jednoduchý stroj na peníze, fungující tím způsobem, že prakticky při nulovém kurzovém riziku zahraniční investor inkasoval rozdíl mezi velikostí domácí a zahraniční úrokové sazby. Logickým důsledkem byla bludná spirála sílícího přílivu horkých peněz a nákladných sterilizovaných intervencí.¹⁰⁾

Nový kurzový režim musel oslovit na prvním místě výše uvedenou nekompatibilitu. S nastavením domácích úrokových sazeb, které reflektovalo domácí měnové podmínky, však nešlo příliš hýbat. Ani cesta zpět k uzavírání ekonomiky na kapitálovém účtu platební bilance nepřicházela v úvahu. Řešení proto spočívalo v podstupování vyššího kurzového rizika. Na tomto základě byla v únoru 1996 realizována

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

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

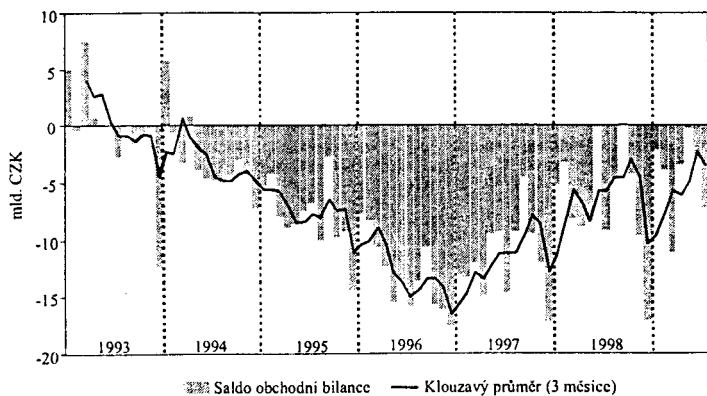
idea flukтуаčního pásma, jehož hranice byly umístěny do vzdálenosti $\pm 7,5$ procentního bodu od staronové centrální parity.

Cílem stati není vyhodnocovat, do jaké míry se flukтуаční pásmo zhostilo funkce repelenta horkých peněz. V daném kontextu je důležitější otázka, jak nový kurzový režim naložil s problémem reálného zhodnocování. Někteří pozorovatelé se domnívali, že větší prostor pro volné působení tržních sil přihlédne k fundamentálním zájmům běžného účtu. Očekávali, že rostoucí deficity běžného účtu povedou k samovolnému oslabování kurzu a tím i k obnovování vnější rovnováhy. Zvolená šířka flukтуаčního pásma propůjčovala tomuto scénáři dostatečný realizační prostor. Chování kurzu však vesměs ignorovalo tyto představy. Jako ve všech finančně otevřených ekonomikách se i v české ekonomice prosadilo dominantní postavení kapitálového účtu vůči transakcím běžného účtu. A jelikož kapitálové toky měly silné pobídky k přílivu, proti nimž „pro nedostatek špatných zpráv“ nestály žádné významnější vyvažující pobídky k odlivu, dostavila se nominální aprece, která dále posílila již tu existující reálnou, generovanou inflačním diferenciálem.

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

Obrázek 7

Vývoj obchodní bilance



Pramen: Česká národní banka.

A je zde ještě podstatná okolnost, která nabourává jednoduché schéma o tom, že nicneděláním, tj. neintervencováním proti nominální aprecei centrální banka úspěšila měnovou krizí. Nezní to možná příliš konzistentně s učebnicovou poučkou o negativním vlivu reálného posilování na chování běžného účtu, pravda je nicméně taková, že začátek roku 1997 přinesl pozitivní zlom do statistiky obchodní bilance. Její deficity začaly opisovat lepší se trend, což podporovalo hypotézu, že kom-

binace měnové restrikce a předchozí vlny proexportně zaměřených investic začíná přinášet první ovoce. Proto spíše než na nadměrné zhodnocování koruny by možná bylo více k věci stýskat si na nepřízeň osudu, na jakousi uvažnost finančních trhů, které nedaly dostatek času k potvrzení sebelikvidující povahy vnější nerovnováhy. Jinými slovy, kdyby vnější impulsy k měnové krizi přišly o něco později, kdyby kulminování vnější nerovnováhy nespadlo do období vyhocených poměrů v jihovýchodní Asii, možná že by ke spuštění krize chybělo kritické množství hybných sil. Toto by ale byl příliš alibistický závěr, neboť hospodářská politika by měla počítat s tím, že šťastné dny se střídají se smolnými a že překvapení může přijít i v ten nejméně vhodný okamžik.

6. Schylování k bouři

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

6.1 Rostoucí problémy transformace

Počátek roku 1996 byl ještě ve znamení ofenzivy vedené proti přílivové vlně. Podstatnou změnu zaznamenal kurzový režim: od 28. února vešlo v platnost rozšíření fluktuálního pásma z dosavadních $\pm 0,5$ na $\pm 7,5$ % při zachování centrální parity i struktury měnového koše. Centrální banka byla připravena nepřipustit destabilizaci kurzu, kterou by mohla vyvolat nárazová změna kurzového režimu, a proto intervenovala v reakci na bezprostřední odliv krátkodobého kapitálu. Celkový rozsah devizových prodejů dosáhl za tři dny částky 660 mil. USD (přibližně 5 % devizových rezerv). Intervence rychle vyhladily turbulentní vlnku. Část krátkodobého kapitálu odplynula, kdežto příliv dlouhodobého kapitálu (především přímých zahraničních investic a podnikových úvěrů) pokračoval s konstantní intenzitou.

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

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

– kumulace problémů malých bank, která hrozila přerůst v systémovou krizi, vedla k vyhlášení programu stabilizace bankovního sektoru. Za období leden až červenec 1996 bylo nucenou správou, odebráním licence či likvidací postiženo 7 malých peněžních ústavů, což přivedlo stres i finanční újmu nezanedbatelnému počtu vkladatelů;

– v sektoru investičních fondů se odehrály první velké podvody. Doprovodné skandály jako špička ledovce upozorňovaly na hluboce netransparentní poměry ovládající domácí kapitálový trh. Ty byly navíc posvěceny oficiální rétorikou vlády o škodlivosti zásahů do obchodování s vlastnickými právy;

– sektor zdravotních pojišťoven prošel sérií bankrotů, po které zůstalo množství neuhrazených dluhů a hořká chuť fiaska liberálně pojaté reformy financování zdravotní péče. Finančním problémům se nevyhnula největší domácí pojišťovna;

– na veřejné mínění silně působily nezdařené privatizační projekty a spektakulární případy tunelování podniků i bank novopečenými vlastníky. Touto formou byla vybírána daň za zvolené přístupy k restrukturalizaci, které absolutizovaly rychlost privatizace, rezignovaly na důslednější výkon vlastnických práv státu a principiálně odmítaly některé standardní formy angažovanosti vlády v ekonomice (podpora přímých zahraničních investic, proexportní politika aj.);

– dostavovala se dříve tušená rizika kuponové privatizace v podobě rozptýlené a nepřehledné vlastnické struktury a také nulového přínosu pro kapitálové posílení podnikové sféry;

– společným jmenovatelem mnohých kritizovaných neduhů byla nedostatečná pozornost věnovaná vymahatelnosti práva a vytváření regulačního rámce v prostředí hlubokých institucionálních změn.

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

6.2 Přetížená měnová politika

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

Bylo evidentní, že optimální mix hospodářské politiky by vyžadoval, aby větší díl stabilizačního břemene převzala fiskální a důchodová politika. Státní rozpočet, namísto sklouzávání do deficitů, by měl usilovat o přebytky, aby efektivně přispíval ke snížení agregátní poptávky a současně působil ve směru poklesu úrokových sazeb. Vývoj reálných mezd by měl těsněji vázat na vývoj produktivity práce, aby chování mezd napomáhalo při obnovování vnější rovnováhy na nabídkové i poptávkové straně.

Uvedené požadavky ale nepadaly na úrodnou půdu. Ilo slyšet argumenty, že vládní rozpočet dělá v rámci dané politické konstelace maximum a nedává větší prostor pro omezování rozpočtových výdajů. Přitom fakticky vláda reagovala na eskalaci vnější nerovnováhy v r. 1996 uvolňováním fiskální politiky, jehož projevem bylo

i rozpuštění dřívějších rozpočtových přebytků (viz tabulka 4).¹¹⁾ Na adresu mzdového vývoje bylo řečeno, že vláda nedisponuje nástroji pro ovlivňování mezd v soukromém sektoru a koneckonců pozorovaný růst reálných mezd jenom vyrovnává jejich propad při startu ekonomické reformy. Částečně mělo toto odmítnutí ke spolupráci s měnovou politikou oporu v daném stavu věcí, částečně se zde ale také projevovala nechuť kousnout do kyselého jablka. Ať tak či onak, měnová politika zůstala ve svém úsilí čelit rozvolňování makroekonomické disciplíny osamocena.

Tabulka 4
Porovnání měsíčních sald státního rozpočtu (mld. Kč)

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

Pramen: Ministerstvo financí ČR.

Zvolena byla zprvu „drobečková“ politika, čili metoda zvyšování operativní úrokové sazby v malých krocích.¹²⁾ Takovéto dávkování však evidentně zůstávalo pod prahem citlivosti ekonomických aktérů. Proto měsíc po parlamentních volbách, v červnu 1996, bylo rozhodnuto o razantnějším zpřísnění měnové politiky.¹³⁾ Přijaté rozhodnutí centrální banky, ve své době považované za legitimní reakci na vyšší inflační rizika, se stalo v jednom ohledu osudovým. O půl roku později, když se státní rozpočet dostal na příjmové straně do vážných potíží a potvrdily se signály o ztrátě růstového tempa, rozpoutalo se hledání viníků odpovědných za vzniklou situaci. Vláda ukázala prstem právě na červenou zpřísnění měnové politiky jako na prvopočátek všech problémů. Centrální banka byla obviněna z necitlivého šlápnutí na brzdy, jež s nikým nebylo konzultováno. Tato roztržka následně zvýšila napětí ve vztazích mezi vládou a centrální bankou, což komplikovalo preventivní akci proti blížící se měnové krizi.

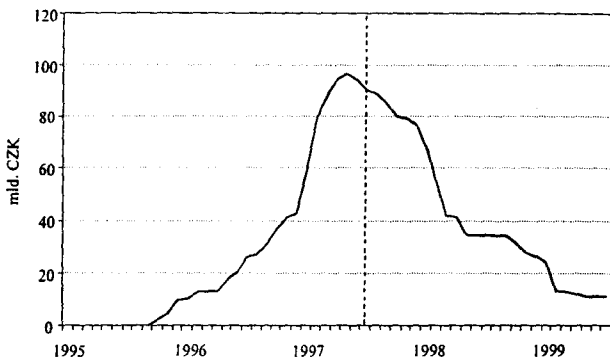
11) Tendence k nekooperativnímu chování fiskální politiky na pozadí narůstající vnější nerovnováhy je ještě patrnější v propočtech cyklické a strukturální složky rozpočtového deficitu. Jak známo, v této analytické úloze jde o to identifikovat cyklickou část deficitu, která je produktem hospodářského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

12) Operativní repo sazba pro splatnost jeden týden prodělala tyto změny: zvýšení z 11,25 % na 11,50 % od 29. 3. 1996, zvýšení z 11,50 % na 11,60 % od 29. 4. 1996 a zvýšení z 11,60 % na 11,80 % od 9. 5. 1996.

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

Obrázek 8

Objem nesplacených euroobligací (k 29. 7. 1997)



Pramen: Česká národní banka.

Jak na toto pestré dění reagoval zahraniční kapitál? Určitě ne příliš logicky, když na začátku roku 1997 překvapil explozí korunových euroobligací.¹⁴⁾ O překvapení lze mluvit z toho důvodu, že uvedený jev gradoval v okamžiku, kdy zahraniční analytici obsáhle informovali o rostoucích rizicích při investování do českých aktiv (vnější nerovnováha se prohlubovala, hospodářský růst se zpomaloval, politická stabilita se vytrácela). V každém případě vlna korunových euroobligací přišla v krajně nevhodnou dobu, neboť se projevila v silném posilování koruny (dosažené maximum činilo 5,5 % od centrální parity) právě tehdy, když se vyhrocoval problém deficitu na běžném účtu platební bilance.

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

6.3 Příliš málo, příliš pozdě

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

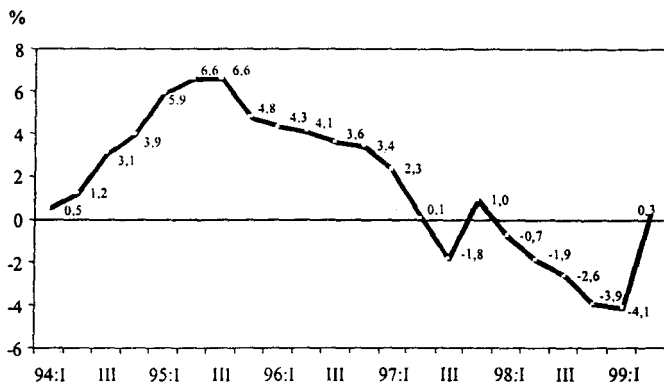
14) Jestliže za celý rok 1996 bylo evidováno 26 emisí v hodnotě 1,2 mld. USD, za první čtvrtletí r. 1997 to bylo již 35 emisí v hodnotě 1,7 mld. USD. Rozmach tohoto trhu lze vysvětlit snahou o porcování vysokého úrokového diferenciálu. Drobné investory, kteří generovali rozhodující část poptávky, lákal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

– pohled skrze optiku indikátorů zranitelnosti ukazoval na jeden z nejhorších deficitů běžného účtu k HDP (některé odhady pro začátek roku 1997 mířily nad 10 %), nevykrytý přílivem dlouhodobého nedluhového kapitálu. Narůstající hrubá zahraniční zadluženost se přibližovala k bezpečnostní hranici 40 %. Prolongace trendů signalizovala rychlý sestup devizových rezerv směrem k bezpečnostní konstantě tří měsíčních dovozů (porovnání koncových stavů roků 1996 a 1995 ukazovalo pokles devizových rezerv z hodnoty 6,2 na 4,3 měsíčních dovozů);

– rozbor makroekonomické situace odhaloval známky ochabujícího hospodářského růstu při současném prohlubování vnější nerovnováhy (narůstání deficitů běžného účtu) i vnitřní nerovnováhy (předstih růstu reálných mezd před růstem produktivity práce, napětí ve státním rozpočtu). Na mikroúrovni byla patrná ztráta transformační dynamiky (odkládaná privatizace bank, pomalá restrukturalizace a slabý výkon vlastnických práv, nevýrazné cenové deregulace, hluboce netransparentní kapitálový trh, špatný stav vymahatelnosti práva aj.);

Obrázek 9

Pokles tempa hrubého domácího produktu



Pramen: Český statistický úřad.

– politická scéna směřovala ke stále větší nestabilitě, živené špatnými zprávami z ekonomiky i patovým výsledkem parlamentních voleb;

– ve vzájemném vztahu dvou hlavních tvůrců ekonomických politik, tj. vlády a centrální banky, se usadilo napětí, poznamenané polemikou, kdo může za zpomalení hospodářského růstu. Doprovodné mediální přestřelky dále obnažovaly zranitelnost české ekonomiky;^{15), 16)}

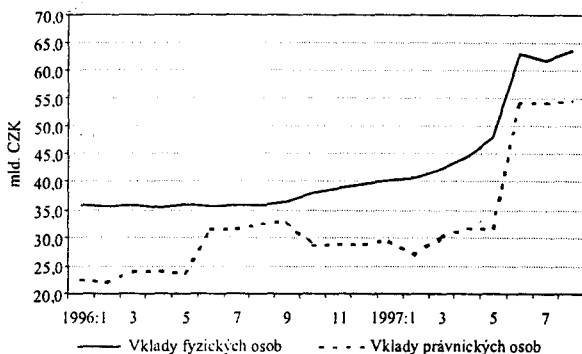
15) Mediální ofenzivě, obviňující centrální banku za zpomalení hospodářského růstu, čelila ČNB následujícími protiargumenty: tendence k poklesu růstových temp měla počátek již v prvním čtvrtletí r. 1995, tedy o rok a půl dříve před inkriminovaným zpřísněním měnové politiky v červnu 1996 (viz obrázek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

16) „Trumfovým esem“ v rukou kritiků centrální banky se stal vývoj peněžního agregátu M2 (viz např. Klaus, 1999). Skutečně, jestliže před zpřísněním měnové politiky v červnu 1996 se meziroční přírůstky tohoto agregátu pohybovaly v rozmezí 17 – 19 % (se zahrnutím vlivu SPT Telecom to bylo dokonce 21 – 23 %), potom v první polovině následujícího roku sestoupily k hodnotám 6 – 7 %. Interpretovat takový vý-

– znepokojení vyvolávalo chování obyvatelstva tím, jak rychle v tomto sektoru začaly narůstat devizové vklady. Česká národní banka dostávala z trhu signály, že významní hráči (hedgeové fondy) mají zainvestováno na prudké oslabení kurzu.

Obrázek 10

Růst devizových vkladů (rezidenti)



Pramen: Česká národní banka.

Sečteno a podtrženo, výše uvedená mozaika zpráv z České republiky přímo vybízel k tomu, aby tato země začala být vnímána jako teritorium vystavené potenciálním turbulencím. Na tento nepříjemný fakt upozornila též Závěrečná zpráva „utajené mise“ Mezinárodního měnového fondu z konce března 1997, která obsahovala explicitní varování, že ekonomika se vystavuje riziku spekulativního útoku, jenž může ohrozit mnohé z dosavadních úspěchů transformace.¹⁷⁾

Ve výše popsané atmosféře, v dubnu 1997, vláda přijala dokument nazvaný Korekce hospodářské politiky a další transformační opatření. V návaznosti na uvedený krok požádala Parlament o vyslovení důvěry. Přijatý akční program, který byl později znám pod neformálním označením „první vládní balíček“, postupoval po linii opatření jak s krátkodobým, tak se střednědobým účinkem. Úkolem „krátkého konce“ balíčku bylo demonstrovat odhodlání vlády zamezit dalšímu zhoršování vnější i vnitřní nerovnováhy a tímto jasným signálem udržet důvěru zahraničního kapitálu. Tomuto cíli měly napomoci následující kroky: rozpočtové škrty ve výši 25,5 mld. CZK

voj jako důsledek přestřelené měnové restrikce bylo ovšem značně nekorektní. Dominantní pokles přírůstků peněžní zásoby šel na vrub komponenty čistých zahraničních aktiv (v r. 1996 meziroční propad o 7 %), v jejímž vývoji se zračil konec přílivové vlny (viz obrázek 4 v 1. části stati). Naproti tomu domácí úvěrová expanze zopakovala meziroční nárůst z předchozího roku (zvýšení o 13,3 %). Klesající přírůstky peněžní zásoby rovněž podávaly svědectví o eskalující vnější nerovnováze (každé dodatečné zhoršení deficitu obchodní bilance o 10 mld. Kč představovalo pokles peněžní zásoby přibližně o 1 procentní bod). Nelze rovněž zapominat, že v plném proudu byla konsolidace malých bank, která v tomto sektoru přivodila značné snížení úvěrové aktivity, nevykompenzované ve skupině velkých a zahraničních bank. Uvedený pohled do zákulisí peněžní zásoby byl názornou ilustrací dnes již klasického povzděchu jednoho centrálního bankéře: „My jsme neopustili peněžní zásobu, ona opustila nás.“

17) Přívlastek „utajený“ je narážkou na jednu z mnoha mediálních aférek rozleptávajících soudržnost vládního kabinetu. Někteří členové vlády si tehdy stěžovali na to, že nebyli záměrně seznámeni s varovným poselstvím březnové mise MMF.

4,6 % projektovaných rozpočtových výdajů), snížení mzdového růstu u pracovníků rozpočtového sektoru (místo příslibeného meziročního nárůstu 11,9 % to bylo pouze 7,3 %), zavedení dovozních depozit.¹⁸⁾

„Dlouhý konec“ balíčku obsahoval množství námětů, které měly vrátit ekonomické reformě její dřívější tempo. Bylo uloženo zřídit nezávislou Komisi pro cenné papíry, vytvořit speciální tým pro potírání závažné finanční kriminality, urychlit privatizační bank, prosazovat důslednější výkon vlastnických práv ve státních podnicích, zavést regulaci municipálního dluhu a množství dalších úkolů.

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

Korekci hospodářské politiky došlo k výraznému sblížení pohledů vlády a centrální banky na způsob řešení existujících nerovnováh, nikoli však ke sblížení pohledů na příčiny těchto nerovnováh. Centrální banka zastávala názor, že to jsou mnohá strukturální a institucionální úzká hrdla, která vyvolávala symptomy přehřívání již při středně vysokých tempech růstu. Neschopnost nabídkové strany držet krok s rostoucí domácí poptávkou se pak transformovala do narůstající vnější nerovnováhy. Naproti tomu vláda se nadále držela své teorie o „prvotním hříchu“ centrální banky, která udusila ekonomický růst, prohloubila vnější nerovnováhu a dostala státní rozpočet do svizelné situace. Proto také její rétorika zdůrazňovala úlohu balíčku spíše jako prostředku k rychlému obnovení hospodářského růstu, přesněji k rychlému snížení úrokových sazeb než jako prostředku k eliminaci vnější nerovnováhy bez měnových otřesů. Lze se domnívat, že toto byl jeden z důvodů vlnatého přijetí vládního balíčku ze strany finančních trhů.¹⁹⁾

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

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

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

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

Na odmítavém přístupu centrální banky nebylo nic záhadného uvědomíme-li si, že ekonomika neřešila učebnicovou úlohu tzv. přesměrování výdajů, v níž kurz mění proporce mezi poptávkou po výstupu domácího a zahraničního sektoru. Naopak, prostředí již bylo vysoce nestandardní, prostoupené pocitem, že spekulativní útok na korunu nemusí na sebe nechat dlouho čekat. Jinými slovy, kurzová očekávání již byla sjednocena devalvačním směrem a s obavami se vzhlíželo, kdo je uvede do pohybu. Doporučení provést řízenou devalvaci, která mohla být realizována buď posunutím pásma v depreciačním směru nebo přímou intervencí na oslabení měny, by se mohlo snadno stát pověstným výřikem spouštějícím lavinu připravenou k rozjezdu. Interní analýzy o potenciální síle útěku od koruny dávaly uvedeným obavám zcela zřetelné obrysy.²⁰⁾

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

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

takového pocitu. Pro nekompromisní postoj České národní banky se tak řízená devalvace do vládního balíčku nakonec nedostala.^{21), 22)}

7. Anatomie měnového otřesu

Dne 15. května 1997 došlo v ranních hodinách k prudkému oslabení měnového kurzu. Během jedné hodiny koruna ztratila 100 bazických bodů a dostala se k pěti-procentní úrovni na depreciační straně flukтуаčního pásma. Potvrzovaly se domněnky, že za tímto výrazným výkyvem stojí hedgeové fondy praktikující spekulativní taktiku krátkého prodeje.²³⁾ O dva dny dříve se pod soustředěný tlak spekulace dostal thajský baht, takže se dalo usuzovat, že jiskra nákazy přeskočila z jihovýchodní Asie do střední Evropy, neboť obě měny byly již delší dobu zařazovány do stejné skupiny zranitelnosti. Nemělo pochyb, že tušené riziko měnových turbulencí začíná dostávat zcela konkrétní obrysy.

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

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

21) Odmítavý postoj ČNB k řízené devalvaci vycházel též z interních analýz, které nepotvrzovaly mnozí se komentáře o fatálním nadhodnocení koruny. To znamenalo, že obrana kurzu proti spekulativním výkyvům nebyla zdaleka bezvýhodná. Pozdější vývoj dal tomuto postoji v mnohém za pravdu, neboť v průběhu měnové krize kurz oslabil vůči původní centrální paritě pouze asi o 10 % a v některých chvílích se dokonce vrátil do starého flukтуаčního pásma.

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

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

7.1 Utahování likvidity

K příznačným rysům měnového otřesu v České republice patřilo to, že náskaza z jihovýchodní Asie uvedla do pohybu nejprve nerezidenty. Tyto aktéry bylo možné charakterově rozdělit do dvou skupin: na zklamané investory a dychtivé spekulanty. Tzv. zklamaného investora si lze představit jako osobu, která ztratila zájem o český trh, přesněji pozbyla ochotu podstupovat zvýšená rizika obsažená v investování do českých aktiv. Zklamaný investor byl vesměs odhodlán likvidovat své pozice i za cenu vysokých ztrát, a to v obavě, že liknavost s odchodem by se mohla vymstít v ještě vyšších ztrátách. Vedle toho dychtivý spekulant ztělesňoval typ investora, kterého lákala tučná odměna v případě výrazného oslabení CZK. Byl proto ochoten vložit do své vize určitý kapitál a v rámci svých možností napomoci tržním silám svoji sázku materializovat.

S vědomím uvedeného spektra protihráčů zvolila Česká národní banka taktiku tzv. utahování likvidity (liquidity squeeze). Ta sestávala z kombinace nesterilizovaných intervencí a stahovacích repo operací. Jinými slovy, centrální banka intervenovala prodejem zahraničních aktiv ze svých devizových rezerv a nákupem domácí měny.²⁴⁾ Tímto způsobem stahovala z trhu korunovou likviditu, což nejenže nekompenzovala dodávacími repo operacemi, nýbrž nasadila ještě další dostupné páky, aby efekt nesterilizovaných intervencí umocnila (individuální tendry a repa s různými splatnostmi, omezení a posléze úplné uzavření lombardní facility).²⁵⁾ Nemálo pozorovatelů nespatořovalo v tomto konání nic víc než marnou snahu o obranu kurzového pásma a plýtvání devizovými rezervami.

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

Intervence musely být nesterilizované a podpořené dalším odsáváním likvidity z toho důvodu, aby centrální banka nefinancovala spekulativní útok sama proti sobě. Utažením likvidity bylo docíleno toho, že banky neměly dostatek volných korunových prostředků, které by jinak rády zapůjčily spekulantům. Nedostatek likvidity bezesporu vyhnělo vzhůru úrokové sazby peněžního trhu. To mělo ale rovněž své odstatnění, jelikož bylo nezbytné prodati vypůjčování korun pro spekulativní účely. Vyšší sazby také více odrazovaly od bezhlavého likvidování korunových pozic.^{26), 27)}

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

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

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

27) Je účelné připomenout, že bankovní sektor disponoval poměrně velkým zásobníkem likvidity v podobě držby krátkodobého dluhu centrální banky. Tento likvidní polštář pocházející z doby kapitálového

Tabulka 5

Vývoj základních úrokových sazeb a kurzu v květnu a červnu 1997

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

Pramen: Česká národní banka.

devizové.³¹⁾ Psychózu ohrožené měny přizívovala mediální prohlášení některých odborníků ekonomických expertů, která vytrvale prognózovala hluboký propad koruny.

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

Na pořad dne se tak dostala realizace dřívějších úvah o exitu z deklarovaného závazku intervenovat na obranu ohroženého fluktuálního pásma. Iniciováno bylo jednání s vládou, které potvrdilo, že náklady spojené s dalším udržováním stávajícího kurzového režimu by byly prohibitivně vysoké. V návaznosti na toto jednání bylo ve večerních hodinách dne 26. května 1997, dvanáctý den měnové krize, oznámeno, že česká měna se pohybuje v režimu řízeného plovoucího kurzu s DEM jako referenční měnou.

7.2 Odezdnívání krize

Prvních několik dní po změně kurzového režimu bylo kritických. V reakci na zrušení pásma hrozil dramatický pád měny, čemuž bylo nutné předejít. Proto bylo provedeno několik intervencí, včetně jedné verbální v tom smyslu, že ČNB očekává v blízkém horizontu průměrný kurz v intervalu 17 – 19,50 CZK/DEM. Tento pokus o ukotvení kurzových očekávání na jedné straně vyvolal spekulace o povaze kurzové politiky centrální banky, na druhé straně přispěl k určité orientaci ekonomických aktérů v prostředí nového kurzového režimu. O něco více bylo ještě přitvrzeno utahení likvidity, takže úrokové sazby peněžního trhu v té době kulminovaly. Vysoké spready ukazovaly na přetrvávající nervozitu finančních trhů.³²⁾ Udržovaný objem likvidity byl cílen na nižší hodnoty než jaké vyžadovala vyrovnaná pozice povinných minimálních rezerv. V kombinaci všech těchto opatření se podařilo zabránit přestřelení kurzu, neboť ten, měřeno metrikou právě opuštěného měnového koše, se po propadu asi o 8 procentních bodů v bezprostřední reakci na zrušení pásma stabilizoval na devalvační straně asi 10 % od bývalé centrální parity.

Centrální banka nejednala podle obecně rozšířeného mýtu, že přechodem na plovoucí kurz přenechala tržním silám veškerou iniciativu při stanovení nové kurzové úrovně. Naopak, kurz koruny bránila proti přestřelení vystupňovaným utažením likvidity a navýšením úrokových sazeb. To mělo jistě své náklady. Co by ale zname-

31) Během května rezidenti konvertovali do deviz přibližně 40 mld. Kč. Devizové vklady domácích podniků se zvýšily o 72 %, u domácích to bylo 31 %. U nerezidentů se objem devizových vkladů zvýšil o pouhých 1 mld. Kč, což je konzistentní s hypotézou, že tyto subjekty prováděly hromadou repatriaci investic jejich výnosů. Vezmeme-li v úvahu, že devizové intervence ČNB činily celkem 75 mld. Kč a že devizová pozice bankovního sektoru zůstala víceméně vyrovnaná, pro objem repatriace vychází hrubý odhad 20 mld. Kč.

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

Tabulka 6

Vývoj základních úrokových sazeb v červenci a srpnu 1997

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

Pramen: Česká národní banka.

nalo nechat kurz nadměrně znehodnotit? Dostavil by se růst cen dovozů, krach nedostatečně zajištěných devizových dlužníků, stupňovaný stres v bankovním sektoru. Rozjíždějící se inflační spirálu by mohlo zastavit pouze nekompromisní zvýšení úrokových sazeb. Ekonomika by se tak nevyhnula ještě vyšším ztrátám způsobeným nevratnými účinky přestřeleně znehodnoceného kurzu.

První signály o zklidňování situace se dostavily začátkem června, kdy přestaly narůstat devizové vklady. Koncem června se dokonce objevily mírné tlaky na zhodnocení kurzu, které ČNB tlumila intervencemi k doplnění devizových rezerv. Bylo možné zahájit strategii tzv. přistávání úrokových sazeb. V tomto manévru šlo o snížení referenčních sazeb centrální banky na hladinu, která by již byla přiměřená potřebám provádění běžné měnové politiky a nikoli potřebám utahování likvidity. Důležité bylo postupovat obezřetně, tj. spíše v menších krocích tak, aby se předešlo riziku výraznějšího znehodnocení koruny.³³⁾ V polovině června byl znovu otevřen lombardní úvěr.

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

8. Epilog

Mezinárodní měnový fond uvádí Českou republiku mezi příklady zemí, které se dovedly úspěšně a pouze vlastními silami vypořádat se záludnostmi měnové krize.³⁴⁾ Tato instituce oceňuje jak techniku, s níž byl odrážen spekulativní nápor, tak i rozhodnost při aplikaci širšího stabilizačního programu. Ztrátu devizových rezerv bylo možné považovat za minimální vzhledem k původnímu rozsahu vnější nerovnováhy. Navíc centrální bance se velmi brzo naskytly příležitosti k doplnění zásob. Aktivovány nebyly ty klauzule devizového zákona, které umožňovaly suspendovat dosažené volnost kapitálového pohybu.

Vyhasnutí měnových turbulencí však problém zdaleka nekončil. Bylo nutné odhalit příčiny, které k tomuto jevu vedly, a poprat se s důsledky, jež tento jev po sobě zanechal. Bude-li se jednou důkladněji zpracovávat historie hospodářské politiky zmiňovaného období, přístup k výše uvedeným otázkám bude zcela jistě tvořit logickou kostru bádání. Je to plně pochopitelné, neboť česká ekonomika zamířila do doma vyrobené recese, jediné ve skupině reformujících se střeoevropských eko-

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

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

nomik, což vystupňovalo polemiku, proč chování českého hospodářství takto vybočuje z řady. Cílem stati není pokrýt uvedené období v detailu srovnatelném s předchozím výkladem. Určité resumé přesto může být vhodnou tečkou za hlavním tématem.

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

Se znalostí pozdějšího vývoje, zejména hloubky hospodářské recese, se nicméně vrací otázka, zda šrouby pokrizové restrikce nebyly utaženy příliš těsně.³⁵⁾ Lze si živě představit, že názorová větev, která připisovala vznik ekonomických potíží nadměrné měnové restrikcii ještě před rozjezdem měnových turbulencí, spatřovala v pokračující restrikcii pokrizového období nové důkazy pro staré pravdy. Do této verze vhodně zapadala rychlý pokles inflace, který se začal odehrávat od poloviny roku 1998. Česká národní banka výrazně podstříkla svůj inflační cíl stanovený pro tento rok. Našlo se proto dostatek zájemců, kteří přijali tezi o ambiciózních defzinflačních cílech centrální banky prosazovaných na úkor růstu a zaměstnanosti.³⁶⁾

Nebylo by korektní nepřiznat, že některá rozhodnutí centrální banky by možná vypadala poněkud jinak, kdyby zde byla minulá zkušenost s chováním ekonomiky v recesi. Kdyby panovala jistější představa o budoucí slabosti růstového výkonu a náběhu na deflaci, ke snižování úrokových sazeb by patrně došlo dříve a kalibrace určitých regulací bankovního dohledu by asi byla více rozložena v čase.³⁷⁾ K zásadnímu uvolnění měnové politiky nicméně došlo.³⁸⁾ Přesto prorůstová odezva ban-

35) Ekonomika se dotkla dna hospodářské recese v prvním čtvrtletí 1999, kdy meziroční pokles HDP dosáhl - 4,1 %. Za předchozí rok činil pokles HDP - 2,3 %.

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

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

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

kovního a podnikového sektoru zůstávala na bodu mrazu. Do centra pozornosti se dostal jev tzv. zablokování úvěrů (credit crunch).

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

S odstupem již více než dvou let od měnových turbulencí z roku 1997 se současně ukazuje, že česká hospodářská politika uspěla při řešení vnější nerovnováhy. Tím získala potřebnou imunitu, která chránila před nákazou šířící se z jihovýchodní Asie a Ruska. Důvěra zahraničních investorů byla obnovena do té míry, že tématem dne se stala nová přílivová vlna zahraničních investic. Daní za odstranění vnější nerovnováhy byla hospodářská recese. Daň v podobné výši ale zaplatily vešměs všechny země, které postihla měnová krize.³⁹⁾ Chtít po vzoru některých politiků i ekonomů obojí zároveň, tj. mít v jednom čase nápravu rozsáhlých makroekonomických nerovnováh i hospodářský růst, to patrně patří do kategorie zbožných přání ležících mimo dosah ekonomických zákonitostí. Do paměti by se spíše měla vryt prožitá zkušenost, že po fázi nezdravé expanze dříve nebo později přijde bolestivá kontrakce. Měnový ořes '97 vyslal tuto zprávu zcela jasným způsobem. Pokud jí hospodářská politika takto porozumí, půjde sice o zprávu draze zaplacenou, ne však zbytečnou.

Literatura

- Backe, P.: Integrating Central and Eastern Europe into the European Union: The Monetary Dimension. Conference paper in Reforming the European Union and Prospects for Enlargements. Warsaw, May 1997.
- Backe, P., Linder, I.: European Monetary Union: Prospects for EU Member States and Selected Candidate Countries from Central and Eastern Europe. *Focus on Transition*, 1996, č. 2, s. 20-45 (Österreichische Nationalbank).
- Buch, C. M., Heinrich, R. P.: The End of the Czech Miracle? Kiel, Institute für Weltwirtschaft 1997 (Kiel Discussion Paper 301).
- Čapek, A.: Reálný efektivní směnný kurz: problémy konstrukce. *Politická ekonomie*, 1998, č. 5, s. 611-631.
- Dědek, O.: Currency Convertibility and Exchange Rate Policies in the Czech Republic. *Politická ekonomie*, 1995, č. 6, s. 723-749.

39) Kurzová krize v Mexiku měla za následek pokles HDP o 6,2 % v r. 1995. Spekulační útok v Thajsku po sobě zanechal hospodářský propad 10,2 % v r. 1998. V témž roce Jižní Korea vykázala pokles 5,8 %, přičemž o rok dříve dosahovala růst 5,0 %. Dramatickým vývojem prošla Indonésie, kde růstové tempo 4,9 % v r. 1997 bylo v následujícím roce vystřídáno střemhlavým pádem na - 13,7 % (viz International Financial Statistics. IMF August 1999).