

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra ekonomických teorií



Bakalářská práce

Krise Evropského měnového systému 1992 - 93

Simona Synková

© 2012 ČZU v Praze

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou bakalářskou práci "Krise Evropského měnového systému 1992 - 93" jsem vypracovala samostatně pod vedením vedoucího bakalářské práce a s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou citovány v práci a uvedeny v seznamu literatury na konci práce. Jako autorka uvedené bakalářské práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušila autorská práva třetích osob.

V Praze dne 29. 03. 2012

Poděkování

Ráda bych touto cestou poděkovala Ing. Stanislavu Burianovi za jeho odbornou pomoc a praktické rady při vedení mé bakalářské práce.

Krise Evropského měnového systému 1992 - 93

Crisis of European monetary system 1992 - 93

Souhrn

Tato bakalářská práce se v teoretické části zabývá problematikou finančních krizí (potažmo měnových) z hlediska jejich systematické kategorizace a identifikace příčin, průběhu a dopadu měnových krizí na ekonomiku. Tato část se také věnuje historickému vývoji a jednotlivými teoretickými modely měnových krizí s následnou syntézou v podobě předvídání a prevence. Hlavní část analyzuje průběh krize Evropského měnového systému v letech 1992 – 1993. Zde je nejdříve část zaměřena na vznik Evropského měnového systému a dále se rozebírá předkrizové období a vznik krize. V závěru se věnuje interpretaci příčin a následnému vývoji Evropského měnového systému.

Klíčová slova

Finanční krize, měnová krize, bankovní krize, dluhová krize, EMS, ECU, ERM

Summary

This bachelor thesis deals in its theoretical part with the financial crises (hence currency) in terms of their systematic categorization and identification of the roots, development and impact of currency crises on economic systems. This section also deals with the historical evolution and different theoretical models of currency crises followed by fusion of in terms prediction and prevention. The main part examines the crisis of the European Monetary System in 1992 - 1993. The first part of this section focuses on creation of the European Monetary System while the latter part of this section deals with the analysis of the pre-crisis period and with the beginning of the crisis itself. The last part of the thesis focuses on interpreting the roots and subsequent evolution of the European Monetary System.

Keywords

The financial crisis, currency crisis, banking crisis, debt crisis, EMS, ECU, ERM

Obsah

1. Úvod	4
2. Cíl práce a metodika	5
3. Finanční krize jako komplexní problém	6
3.1 Měnová krize	6
3.2 Bankovní krize	7
3.3 Dluhová krize	8
4. Historický vývoj měnových krizí	10
4.1 Zlatý standard	10
4.2 Brettonwoodský systém	11
4.3 Post – brettonwoodský období	11
5. Příčiny měnových krizí	11
5.1 Devalvační očekávání	12
5.2 Obecné rizikové prostředí vzniku krizí	14
5.3 Fundamentální příčiny měnových krizí	16
6. Teoretické modely měnových krizí	16
6.1 Modely s fundamentálními příčinami a nekonzistentními politikami	17
6.2 Modely s únikovou doložkou	18
6.3 Modely s podnikovými rozvahami	19
7. Důsledky a nápravná opatření	21
7.1 Dopady do bankovní a podnikové sféry	21
7.2 Makroekonomické a přerozdělovací dopady	23
7.3 Důsledky pro centrální autority	24
7.4 Nápravná opatření	24
8. Předvídání a prevence měnových krizí	26
8.1 Předvídání krizí	26
8.2 Prevence měnových krizí	28
9. Krize Evropského měnového systému 1992 – 1993	29
9.1 Vznik EMS	29
9.2 Vznik krize	32
9.3 Průběh krize	33
9.4 Příčiny a důsledky krize	37

10. Závěr	39
11. Seznam literatury	40
12. Seznam tabulek a grafů	41

1. Úvod

Finanční krize jsou jedny z nejméně sledovaných a diskutovaných ekonomických témat našeho i světového hospodářství. Druhy krizí a jejich jednotlivé příčiny vzniku jsou určeny, ale stále se odborníci nemohou shodnout na vymezení velikosti škody a způsobu dopadu krize na ekonomiku země. Lze pouze načrtnout obecný vývoj krize a její dopad, který se odvíjí od předchozích krizí a jejich teoretických modelů. Každá země se snaží předvídat krize tzv. signály včasného varování, které se snaží odhalit nebezpečí a následně krizím čelit preventivními opatřeními.

Práce je rozdělena do dvou částí. Teoretická část vymezuje základní pojmy finanční krize a rozděluje krizi na jednotlivé typy podle hlavní příčiny vzniku, tedy na krizi měnovou, bankovní a dluhovou. A tyto aspekty finančních krizí jsou podrobněji popsány a zasazeny do jednotlivých významnějších finančních krizí na světě.

V druhé části jsou tyto teoretické prvky ukázány na skutečné krizi, a to krizi Evropského měnového systému, která se odehrála v letech 1992 – 1993. Tato krize probíhala na území států, které byly mimo ERM a EMS, ale vázaly svůj kurz pevně k ECU. Systém pevného kurzu byl zaveden v roce 1979 a existoval jenom v úzkém pásmu oscilací. Postupně se objevovaly faktory, které vývoj kurzu finské marky zkomplikovaly a vedly ke krizi. Krize donutila Velkou Britanii a Itálii opustit ERM a zasáhla severní země, Španělsko, Portugalsko, Irsko. Krize jednotlivých měn se však nepromítly výrazně do reálné ekonomiky, jelikož nepřerostla z krize měnové na krizi finanční, ale vedla k vzniku ERM II a k zavedení nové jednotné měny euro.

2. Cíl práce a metodika

Hlavním cílem, kterému je věnována praktická část, je rozbor průběhu a dopadu měnové krize na jednotlivé státy Evropského měnového systému v letech 1992 – 1993. Je zde charakterizován Evropský měnový systém a pohnutky pro jeho vznik. Dále vymezena předkrizová situace a průběh krize rozdělen na jednotlivé vlny charakteristické časovými úseky a množstvím devalvovaných zemí. Nakonec pomocí syntézy jsou vydedukovány příčiny a důsledky této krize.

Dílčím cílem této práce je charakterizovat jednotlivé krize a obecně vymežit schéma průběhu krize. Toto rozřídění, z hlediska jejich vzniku, průběhu a důsledků, poskytuje obecný pohled na základní rozdělení měnových krizí a jejich typologii. Následně je z analýzy vyvozováno nápravné opatření pro stát i jednotlivé podniky. Cílem této identifikace je získat varovné signály na předvídaní krize a vytvořit preventivní opatření napomáhající zvýšení schopnosti obrany proti měnové krizi.

Metodika, která byla využívána, je zejména analýza jednotlivých částí krizí podložená příslušnými daty a údaji (tabulkami), která dokumentují tyto události. U praktické části jsou tyto data zpracována z uvedených zdrojů pomocí elementární analýzy časových řad a dále využití ekonomických ukazatelů jako jsou HDP, inflace a nezaměstnanost. Závěr je formulován prostřednictvím syntézy hlavních výstupů teoretické i analytické části.

Při zpracování práce bylo využito studium odborných publikací, zejména od Mojmíra Helíska, zabývajících se problematikou finančních krizí, jejich teoretickým základem a jednotlivými nejvýznamnějšími světovými krizemi. Pro zhodnocení krize byly dále použity internetové zdroje z odborného vědeckého časopisu Bulletin CES VŠEM, zdroje Mezinárodního měnového fondu a jejich ročenek. Také byly aplikovány údaje z odborných diskuzí, přednášek či tiskových zpráv, jejichž seznam je uveden v 11. kapitole Seznam literatury.

3. Finanční krize jako komplexní problém

Krize je pojem, se kterým se setkáváme v současné době denně, a přesto nemá v literatuře ustálenou definici. Pod pojmem měnová krize se obvykle myslí „útok“ domácích i zahraničních finančních investorů na určitou měnu ve smyslu převodu aktiv v postižené měně do aktiv denominovaných tohoto procesu v zahraničních měnách. Výsledkem je silné znehodnocení postižené měny.

Kalifornský profesor ekonomie Bary J. Eichengreen definuje krizi za pomoci metafor následovně: "Krize jsou pro finanční systém totéž, co infarkt pro kardiovaskulární systém. Nejdůležitější orgány začnou fungovat nevypočitatelně, v extrémních případech selžou úplně. Díky tomu se ve zbytku organismu přeruší oběh krve, v případě finančního systému se jedná o úvěry. Pokud je atak méně závažný a pacient zdravý, může se plně zotavit. A tak v tomto případě znamená hlavně signál, že je třeba změnit životní styl. Prudký záchvat si však může vyžádat mnohem vážnější zásahy. V případě finančního systému může dojít k devalvaci měny nebo přesunu dluhů."¹

V teoretických analýzách jsou pod pojmem finanční krize zahrnovány následující základní případy, které se v praxi málokdy vyskytují v čisté podobě.

3.1 Měnová krize

Jako měnová krize je nejčastěji označována situace, kdy spekulativní útok na směnný kurz vede k devalvaci nebo silné depreciaci měny, nebo donutí centrální banku bránit směnný kurz za cenu ztráty značné části devizových rezerv, nebo prudkého zvýšení úrokových měr.

Tím pádem se měnová krize nemusí projevit pouze devalvací či depreciací, ale také jevy úspěšně bránící kurz s negativním vlivem na výkonnost ekonomiky.²

¹ EICHENGREEN, B., *Financial Crises and What to Do about Them*, str. 52

² DVOŘÁK, P. *Finanční krize jako globální problém a možnosti jejího vzniku v ČR*, str. 6

Tabulka č. 1: Frekvence měnových krizí

Období	Počet krizí	Frekvence (%)
1880 - 1913	17	2,61
1919 - 1939	31	8,34
1945 – 1971	38	7,04
1973 - 1997	113	9,84

Zdroj: Helísek, M., *Měnová krize (empirie a teorie)*, str. 38

Nižší frekvence se vyskytovala v období tzv. zlatého standartu³ (před první světovou válkou) a v období brettonwoodském, tj. v obdobích zakotvených fixních kurzů členských zemí MMF. V meziválečném období byla zvýšená frekvence spojena s devalvacemi jednotlivých národních měn. Nejvyšší frekvence je dosahována v post brettonwoodském období, kdy za volbu kurzu jsou zodpovědné autority jednotlivých zemí.

3.2 Bankovní krize

Jsou označovány jako problémy spojené s nedostatečnou likviditou, především však s insolventností některých či většiny komerčních bank. Obdobně jako u měnových krizí se obvykle za bankovní krizi označuje jak situace, která se přímo projeví úpadky bank, ale i situace, kdy jim zabránila vládní intervence.

V rozvojových zemích je často příčinou krizí ztráta důvěry, která se projeví bankovním runem. V rozvinutých ekonomikách jde spíše o problémy vyplývající z výrazného poklesu hodnoty bankovních aktiv, který se projeví problémy v bankovních rozvahách. Bankovní krize mohou vznikat při vysoké zahraniční zadluženosti bank i v důsledku krize měnové. Je tomu tak proto, že devalvační očekávání jsou vyvolána inflačními očekáváními, která vznikají z důvodu úvěrové pomoci centrální banky kolabujícím komerčním bankám. Příkladem bankovní krize je bankovní krize v USA koncem 80. let, nebo bankovní krize severovýchodních zemí a Španělska počátkem 90. let.⁴

³ Tímto vývojem se zabývám v kapitole 4.1

⁴ DVOŘÁK, P. *Finanční krize jako globální problém a možnosti jejího vzniku v ČR*, str. 6

Tabulka č. 2: Přehled vybraných měnových krizí

Krize	Období	Systém
Japonsko	1900, 1904, 1908	Zlatý standard
Argentina	1885, 1890, 1908	Zlatý standard
Argentina	1950, 1959, 1962, 1967, 1970	Brettonwoodský systém
Argentina	2002	Post – brettonwoodské období
Brazílie	1959, 1962 – 63, 1965	Brettonwoodský systém
Brazílie	1999	Post – brettonwoodské období
EMS	1992	Post – brettonwoodské období
Francie	1958, 1967	Brettonwoodský systém
Chile	1953, 1962, 1968	Brettonwoodský systém
JV Asie (Thajsko, Filipíny, Malajsie, Indonésie, Jižní Korea)	1997	Post – brettonwoodské období
Mexiko	1994	Post – brettonwoodské období
Německo	1893, 1908	Zlatý standard
Rusko	1998	Post – brettonwoodské období
Španělsko	1958, 1967	Brettonwoodský systém
USA	1890 – 91, 1893	Zlatý standard
Velká Británie	1958, 1967	Brettonwoodský systém

Zdroj: Helísek, M., *Měnová krize (empirie a teorie)*, tvorba vlastní

3.3 Dluhová krize

Dluhová krize se rozděluje do dvou typů – interní a externí.

Krize projevující se neschopností vlády, či soukromého sektoru splácet zahraniční dluh se označuje jako externí dluhová krize. Externí krize bývá v literatuře používána častěji a označována jako jediný druh dluhové krize. Dosud opomíjené a přitom velmi nebezpečným typem finanční krize je interní dluhová krize, projevující se chronickou vnitřní předlužeností ekonomik, platebních neschopností podniků a nárůstem objemu klasifikovaných úvěrů, které mohou vyústit až do bankovní krize. Interní dluhová krize

často způsobuje zamrznutí úvěrového trhu, vede k problémům veřejných financí při vládních asistenčních programech, krytých ze státních rozpočtů apod. Typickým příkladem je Japonská finanční krize 1989 – dosud, která se přeměnila do bankovní krize.⁵

Případy významnějších finančních krizí:

- 1) Vnější dluhová krize, která předchází v krizi bankovní a měnovou:
 - a) Latinskoamerická dluhová krize (první Mexická krize) 1982 – 1989
 - b) Ruská finanční krize 1988
 - c) Brazílská finanční krize 1998 – 99
- 2) Spekulativní měnová krize, která vyvolává krizi bankovní:
 - a) Krize evropského měnového mechanismu 1992 – 93
- 3) Primárně bankovní krize:
 - a) Americká bankovní krize 1980 – 95
- 4) Bankovní krize, vyvolaná krizí měnovou:
 - a) Severská bankovní krize: Norsko 1988 – 93, Švédsko 1990 – 94, Finsko 1991 – 94
- 5) Bankovní krize, ústící do krize dluhové a měnové:
 - a) Chilská finanční krize 1981 – 85
 - b) Turecká finanční krize 2000
- 6) Systemické finanční krize:
 - a) Druhá Mexická krize 1994 – 1995 (vnější dluhová a následně měnová krize)
 - b) Asijská finanční krize 1997 – 98 - Thajsko, Filipíny, Indonésie, J. Korea, (vnitřní dluhová, bankovní a měnová krize)
 - c) Argentinská krize 2001 – 02 (vnější dluhová, bankovní a měnová krize)
- 7) Chronická vnitřní dluhová a bankovní krize:
 - a) Japonská finanční krize 1989 – dosud (chronická vnitřní dluhová krize a recese)⁶

Komplexní propojení vnější a vnitřní krize se projevuje v systematické finanční krizi. Její nejčastější scénář můžeme popsat takto: několik reforem navodí optimismus, který způsobí růst produkce, začínají se zvyšovat investice a spotřeba firem i domácností. Do země začnou proudit peníze, což způsobí apreciaci měny. Začnou se tvořit deficity na běžných účtech a kvůli fixnímu kurzu bez korelace se vytváří prostor pro měnovou a posléze bankovní krizi. Spotřeba je krytá úvěrem a množí se neefektivní investice, čímž se tvoří

⁵ DVOŘÁK, P. *Finanční krize jako globální problém a možnosti jejího vzniku v ČR*, str. 7

⁶ DVOŘÁK, P., *Finanční krize jako globální problém a možnosti jejího vzniku v ČR*, str. 8

podhoubí pro dluhovou krizi. Vláda díky optimismu dává mnoho garancí na rizikové projekty. Rychle rostou akciové trhy, kde se začínají tvořit cenové bubliny a možnost vzniku krize aktiv. Ekonomika roste rychleji než by měla a to se projeví na nedostatku likvidity. Celkový dluh veřejného a soukromého sektoru neustále roste a časem bude větší než devizové rezervy, což způsobí nedůvěru u investorů, kapitálový odliv a následnou systemickou finanční krizi.⁷

4. Historický vývoj měnových krizí

4.1 Zlatý standard

Zlatý standart byl zaváděn v průběhu 19. století a jeho základem peněžní jednotky v národním peněžním oběhu se stalo zlato. Kurz měny vůči jiné měně byl určován podle zlatého obsahu těchto dvou měn - vycházel ze zlaté parity (rovnosti) měn. Pokud rostla poptávka po určité měně, zvyšoval se i zlatý obsah a kurz této měny rostl, hranicí růstu kurzu byla zlatá parita plus náklady na transakce se zlatem. Měnový kurz tak kolísal okolo zlaté parity v maximálním rozpětí 1 %. Relativní stabilita měnových kurzů byla podmíněna směnitelností papírových peněz za zlato a tedy i dostatečně vysoké zásoby zlata - tyto okolnosti podmiňovaly vznik měnových krizí. Banky se snažili udržet zlatý obsah svých měn. V případě deficitu běžného účtu platební bilance, byl tlak na devalvaci měny a byl ohrožen zlatý obsah měny. Takové nebezpečí vedlo ke spolupráci mezi bankami, které si v případě potřeby půjčovaly zlato, aby zlatý obsah udržely. A díky těmto spolupracím se krize zlatému standardu vyhýbaly. Dalším důvodem stability tehdejšího měnového systému byla skutečnost, že nedocházelo k velkým výkyvům kurzů jednotlivých měn různých zemí. Krize se naopak objevovaly v méně rozvinutých zemích s nízkým obsahem zlata a s omezeným množstvím půjček. Během 1. světové války byl systém zlatého standardu opuštěn, jelikož válečné výdaje nemohly být omezeny množstvím zlata. Návrat ke zlatému standardu nastal až v roce 1919 v USA, ale ve 30. letech 20. století jej začali jednotlivé země opouštět. Rozpad zlatého standardu byl doprovázen výraznými devalvacemi kurzů jednotlivých národních měn v řádech desítek procent, které vedli k měnovým krizím.

⁷ HÁJEK, Petr. *Scénář vzniku systemické finanční krize v modelu 3. generace*, str. 2

4.2 Brettonwoodský systém

Brettonwoodský systém byl určován stanovami MMF (Mezinárodní měnový fond) a jeho členy se postupně staly všechny státy, kromě států s centrálně plánovanou ekonomikou. Zakládajících členů bylo 44, z kterých v MMF měly hlavní slovo Velká Británie a Spojené státy americké. Cílem byla podpora mezinárodního obchodu a udržování vysoké zaměstnanosti. Americký dolar získal status celosvětové rezervní měny, od které navíc budou kurzy měn ostatních zemí odvozeny. Důvodem byla ekonomická síla USA po 2. světové válce. Směnitelnost dolaru za zlato v pevně stanoveném kurzu byla stanovena na $35 \text{ USD} = 31,1035 \text{ g}$ ryzího zlata. Tímto propojením zlata a USD získal brettonwoodský systém charakter zlatého dolarového standardu. Od 60 let 20. století vykazoval brettonwoodský systém stabilitu. Důvodem bylo to, že poválečná obnova potřebovala americké zboží i dolary. Dolary byly ochotně přijímány jednak jako platební prostředek a jednak jako rezervní prostředek. Volnou směnitelnost neměla žádná jiná měna. Po spekulacích útocích na marku v roce 1971, došlo k třem vlnám deprecie dolaru a následnému zániku brettonwoodského systému. Směnitelnost dolaru za zlato byla neudržitelná a zlatý dolarový standard byl nahrazen papírovým dolarovým standardem. Zlato se pak stalo obyčejným zbožím bez jakékoliv souvislosti k měnovým vztahům a zanikla povinnost fixního kurzu měn.

4.3 Post – brettonwoodský období

V tomto období záleží volba kurzu na každé zemi. Jednotlivé země tak mají odpovědnost za volbu kurzového systému a tím pádem nesou riziko i za měnové krize. Již z tohoto důvodu jsou měnové krize v tomto období daleko častější, než tomu bylo v minulých systémech. Nejčastěji probíhaly krize v rozvojových zemích - JAR, Zimbabwe – 8 krizí, Argentina – 7 krizí, Pákistán, Peru – 6 krizí, Nový Zéland -5 krizí a Španělsko – 4 krize.⁸

5. Příčiny měnových krizí

Příčiny měnových krizí lze shrnout do dvou základních skupin. Podle prvního vysvětlení jsou krize vyvolány devalvačními očekáváními. Na druhé straně, proč ke krizím dochází,

⁸ Vysoká škola finanční a správní, *Teorie mezinárodních financí*, str. 9

je ziskově zaměřená cílená akce finančních spekulantů, ke kterým se připojují další investoři, a to bez ohledu na fundamentální nebo jiné ukazatele stavu dané ekonomiky.⁹

Ekonomické veličiny, které se projevují před krizí:

- a) nadhodnocený kurz domácí měny
- b) úvěrová expanze
- c) zpomalení exportu
- d) pokles měnových rezerv centrální banky
- e) pokles cen aktiv (akcie, nemovitosti)
- f) růst inflace

Tyto veličiny bývají následky nadměrná expanzivní měnová a fiskální politika, deficit platební bilance, silného přílivu krátkodobého zahraničního kapitálu, zvýšení zahraničního zadlužení a vznikem problémů bankovní soustavy se schopností splácet své závazky.¹⁰

Tabulka č. 3: Příčiny měnové krize

<i>Vnější příčiny</i>	<i>Systémové příčiny</i>	<i>Vnitřní příčiny</i>
Volná likvidita institucionálních investorů	Liberalizace/deregulace investování	Fundamentální nerovnováha
Technologie na fin. trzích	Směnitelnost měny a stupeň liberalizace kapitálu	Běžný účet
Spekulační metody	Systém devizového kurzu	Finanční účet
Psychol. podstata obchodování na dluh na světových trzích	Úrokový diferenciál	Zahraniční dluh a dluhová služba
Současný devizový trh	Nesoulad hospodářských politik s pevným kurzem	Domácí veřejný
Globalizace fin. trhu		Riziko země
Role/ vliv MMF		Podcenění úvěrového rizika
		Vznik bublin na trzích aktiv

Zdroj: Zákasník, M., *Finanční a měnová krize ve světové ekonomice* [online].

5.1 Devalvační očekávání

Devalvační očekávání bývají obvykle vyvolána určitým nepříznivým ekonomickým vývojem, případně i širšími neekonomickými souvislostmi, např. politickými událostmi, ze kterých jsou vyvozovány dopady do ekonomické sféry. Finanční investoři pod vlivem

⁹ HELÍSEK, M. *Měnové krize (empirie a teorie)*, str. 69

¹⁰ Vysoká škola finanční a správní, *Teorie mezinárodních financí*, str. 28

očekávání devalvace svým „útekem“ od postižené měny buď dosahují spekulativní zisky, nebo snižují své ztráty. Vyústěním tohoto „útku“ je následné skutečné výrazné znehodnocení kurzu dané měny – chování finančních investorů tak očekávanou devalvací urychlí a prohloubí.

Za příčiny krize je v první řadě nutno považovat nekonzistentní makroekonomické politiky a politiky vůči finančnímu sektoru. Mezinárodní finanční trhy nelze považovat za prvopříčinu potíží, ale spíše za akcelerátory krizí.

Informační přístup daného očekávání se projevuje jako reprodukce informací o ekonomickém vývoji. Mezi tyto hlavní rysy patří deficit běžného účtu platební bilance a silný příliv zahraničního kapitálu (spojený s předčasnou liberalizací kapitálového účtu), apreciacie reálného měnového kurzu, morální hazard bankovního sektoru a vnější šoky, jako např. růst zahraničních úrokových sazeb. Často je také zdůrazňováno chybné načasování reformních kroků v podobě liberalizace bankovního podnikání a přílivu kapitálu ze zahraničí. Nechybí ani poukazování na „nákazu“ a „paniku“ finančních investorů.

Další přístup se nezaměřuje na celkový nepříznivý ekonomický vývoj, nýbrž se soustředí na vysvětlení otázky, co bezprostředně vede k destabilizaci měnového kurzu. Tím vede k nedostatku devizových zdrojů a projevuje se v deficitu běžného účtu a v možnostech jeho profinancování. Těmito možnostmi jsou buď využití stávajících devizových rezerv, nebo příliv zahraničních kapitálů, tedy rostoucí zahraniční zadluženost. Rezervy se rychle vyčerpají a nadměrné zadlužení může vést k neschopnosti dostát dlužnickým povinnostem. Nepříznivý ekonomický vývoj je proto v tomto přístupu vyjádřen souborem poměrových ukazatelů s doporučenou limitní hodnotou, která je ekonomickými analytiky považována za ještě přípustnou.

Třetí přístup vychází ze statistických analýz mnoha ekonomických proměnných a z vyhodnocování jejich výskytu v souvislosti s měnovými krizemi. Výsledkem jsou ukazatele (indikátory) ekonomického vývoje, který vykazují těsnější souvislost s výskytem krizí a tím varují před možnou devalvací, jelikož mají tendenci vykazovat neobvyklé chování v obdobích předcházejících krizí.¹¹

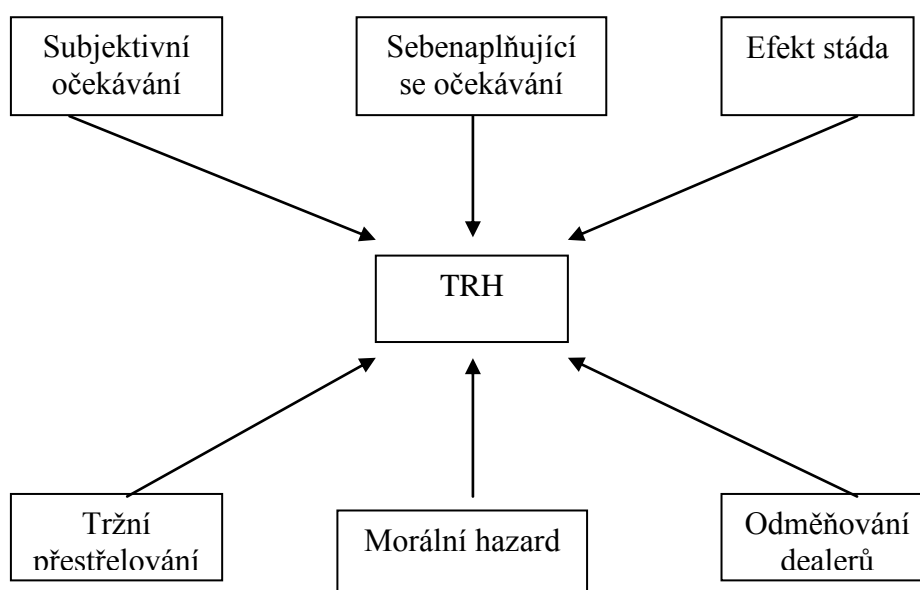
¹¹ HELÍSEK, M. *Měnové krize (empirie a teorie)*, str. 71

5.2 Obecné rizikové prostředí vzniku krizí

Obecné rizikové prostředí vzniku krizí bude charakterizovat nadměrná expanzivní politika, vnější ekonomická nerovnováha, rizikové chování bankovního sektoru a režim fixního nominálního měnového kurzu.

V případě transformujících se ekonomik patří mezi další příčiny obecné charakteru také nevhodné načasování reformních kroků ve smyslu předčasné liberalizaci mezinárodního pohybu kapitálu, zejména jeho příliv.

Graf č. 1: Obecné příčiny vzniku krize



Zdroj: Záklasník, M., *Finanční a měnová krize ve světové ekonomice* [online]

Nadměrně expanzivní politiky vyjadřují vysoké vládní výdaje vedoucí k deficitům veřejných rozpočtů, které jsou financovány monetizací (tvorbou peněz). Běžnou formou monetizace vládních dluhů je nákup vládních dluhopisů centrální bankou. Financování vládních výdajů dluhem je však částečně pokryto také zahraničním kapitálem, ať už přímo nákupem vládních dluhopisů zahraničním investory, nebo nepřímo, kdy dochází k přílivu zahraničního kapitálu do bankovního sektoru a odsud přes úvěry k vládě. Příliv zahraničního kapitálu se přitom v podmínkách fixního měnového kurzu přeměňuje v domácí peněžní zásobu.

Vnější ekonomická nerovnováha je představována deficitem běžného účtu platební bilance, který vyvolává závislost na čistém přílivu kapitálu, jehož část v podobě dluhového kapitálu zvyšuje zahraniční dluh dané ekonomiky.

Deficit běžného účtu platební bilance může být profinancován buď zvýšením čistého zahraničního dluhu, nebo nedluhovými zdroji (zejména přílivem přímých zahraničních investic). V prvním případě dochází k nárůstu závazků vůči zahraničí, což přirozeně vzbuzuje pochybnosti o budoucích možnostech jejich splácení a odrazuje finanční investory. V druhém případě neexistuje povinnost budoucích splátek, soustavný dostatečný příliv těchto zdrojů však není nijak automaticky zajištěn a navíc je spojen s odlivem budoucích výnosů do zahraničí. Bez ohledu na způsob financování je tedy vždy důležitá výše udržitelného deficitu běžného účtu.¹²

Tabulka č. 4: Běžný účet platební bilance vybraných zemí

(v poměru k HDP, v %)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Mexiko	-5,1	-7,3	-5,8	-7,0	-0,5	-0,8	-1,9
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Thajsko	-5,6	-8,1	-8,1	-2,0	12,7	10,1	7,6
Filipíny	-4,6	-2,7	-4,8	-5,3	2,4	10,4	11,3
Malajsie	-6,1	-9,7	-4,4	-5,9	13,2	15,9	9,4
Indonésie	-1,6	-3,2	-3,4	-2,3	4,3	4,1	5,2
J. Korea	-1,0	-1,7	-4,4	-1,7	12,7	6,0	2,7
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Rusko	2,1	2,6	0,0	0,1	12,7	18,0	11,3
Brazílie	-2,6	-3,0	-3,8	-4,3	-4,7	-4,0	-4,6
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Argentina	-4,2	-4,9	-4,2	-3,1	-1,7	9,3	6,1

Poznámka: - znamená deficit

Zdroj: převzato z Helísek, M., *Měnová krize (empirie a teorie)*, str. 78

Tabulka č. 4 dokládá přítomnost relativně vysokého deficitu běžného účtu platební bilance v poměru k HDP v předkrizovém období v některých zkoumaných zemích. Údaje zdůrazněné tučně jsou data vztahující se k dvěma letům před krizí. Výjimkou je Rusko, které v klidném, resp. předkrizovém období dosahovalo přebytků. Jeho obchodní bilance

vykazovala dokonce přebytky kolem 15 mld. USD ročně. Dále také deficity Indonésie nebo Brazílie byly poměrně nízké, v Argentině činil deficit v předkrizovém roce 2001 dokonce necelá 2 %.

5.3 Fundamentální příčiny měnových krizí

Za fundamentální příčiny měnových krizí považujeme specifické ekonomické veličiny, kvantifikované příslušnými ukazateli, které nejvýrazněji vykazují odlišné chování v předkrizovém období ve srovnání s předchozím klidným obdobím. Vyvolávají očekávání a ovlivňují rozhodování finančních investorů o převádění aktiv do jiných měn. Tyto ukazatele se dále testují a vyhodnocují jako tzv. signály včasného varování.

Na prvním místě stojí reálně nadhodnocená měna, kde se porovnává odchylka reálného měnového kurzu v předkrizovém období proti vývoji v předchozím klidném období. K tomuto nadhodnocení reálného kurzu dochází v systému fixního nominálního kurzu, reálné nadhodnocení se proto děje v důsledku vysoké domácí inflace ve srovnání se zahraničím. Výsledkem je příliv kapitálu a expanzivní měnová politika.

Další fundamentální příčinou měnových krizí je předúvěrovaná ekonomika s hrozící bankovní krizí a s inflačními, a tudíž i devalvačními očekávaními. Úvěrové možnosti jsou stimulovány přílivem zahraničního kapitálu a expanzivní měnovou politikou. Existují i specifické okolnosti, usnadňující bankovnímu systému přístup ke zdrojům.

Bezprostředním impulsem zvratu v pohybu kapitálu jsou např. zveřejnění určitých nepříznivých informací, vyvolávajících obavy z budoucího ekonomického vývoje, dále politické otřesy apod.¹³

6. Teoretické modely měnových krizí

Modely měnových krizí se snaží vysvětlit, jaké hlavní okolnosti vedou k vypuknutí těchto krizí, případně objasňují i následující vývoj měnového kurzu. Jejich smyslem je zachytit souvislosti vývoje vybraných proměnných, a to za zjednodušujících předpokladů a ve formalizované podobě.

Tyto teoretické modely jsou rozděleny do tří generací, kterou jsou jednou s možností klasifikace těchto modelů.

¹² HELÍSEK, M. *Měnové krize (empirie a teorie)*, str. 74

¹³ HELÍSEK, M. *Měnové krize (empirie a teorie)*, str. 82

Modely, ve kterých určitá hospodářsko-politická opatření vedou k ekonomickému vývoji, při kterém je fixní měnový kurz neudržitelný. Okolností (fundamentální příčinou), která reprezentuje nepříznivý vývoj, sledovaný finančními investory, bývá obvykle pokles měnových rezerv centrální banky.

Modely, vycházející z rozhodování centrálních autorit, které zvažují, zda připustí devaluaci měnového kurzu, a to podle porovnání přínosů a nákladů této devaluace.

Modely, soustředěné na podnikovou sféru, na její finanční zranitelnost nebo na vliv zahraničního dluhu podniků a z toho vyplývající souvislosti.

6.1 Modely s fundamentálními příčinami a nekonzistentními politikami

První skupina teoretických modelů měnových krizí bývá nazývána jako první generace modelů. Tyto modely reagovaly na rozpad brettonwoodského systému a na následující měnové krize (Mexiko, Argentina), aplikovat je lze také např. na krizi v Rusku či v Brazílii.

Fundamentální příčinou krizí bývá obvykle pokles měnových rezerv centrální banky. Příčinou tohoto poklesu resp. ztráty měnových rezerv bývá expanzivní fiskální politika, financovaná měnovou expanzí. K útoku na danou měnu dojde při dosažení určité výše klesajících rezerv. Útok znamená pokles měnových rezerv na nulu, což zároveň vede k opuštění fixního měnového kurzu a k zavedení floatingu. Expanzivní fiskální a měnová politika je tedy nekonzistentní s udržení fixního měnového kurzu.

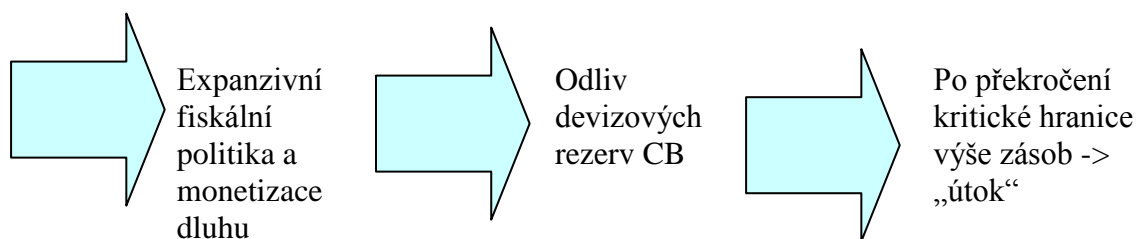
Tento model tedy pokládá za rozhodující příčinu krize chybnou kombinaci opatření vládní hospodářské politiky – kurzová (pegovaný kurz), fiskální (chronické rozpočtové deficity), monetární (monetizaci deficitu – vynucení monetární expanzi).

Tyto krize proto bývají hodnoceny jako zasloužené a předvídatelné.¹⁴

V krizi v Rusku kromě platební neschopnosti došlo i k masivní devaluaci rublu, jehož kurz se z předkrizové úrovně cca 6 Rb za 1 USD propadl do konce září 1998 až na 20 Rb/USD. Od počátku tržních reforem, které byly zaváděny od roku 1992, vznikal v této zemi nový bankovní systém, dále i finanční instituce a také daňová soustava především transformací starého systému ze sovětských dob. To se přirozeně odrazilo i v nízké úrovni všech složek finančního a bankovního systému. Lze říci, že nejslabším článkem byla soustava rozpočtová. Zejména se to týkalo nedostatečného výběru daní, kde si ruské úřady

nedokázaly poradit s obrovskými daňovými úniky. Výdajovou stranu naproti tomu zatěžovala řada neproduktivních a neefektivních položek a také všeobecně rozšířené plýtvání a rozkrádání. Díky tomu se stát rychle zadlužoval, a to jak v zahraničí, tak i u domácích věřitelů, zejména ruských bank.¹⁵

Graf č. 2: Schéma průběhu modelu první generace



Zdroj: FEK ZČU Plzeň, *Měnové krize a jejich predikce*, [online]

6.2 Modely s únikovou doložkou

Modely tohoto typu, též označované jako modely druhé generace, vyplývají z průběhu krize Evropského měnového systému v letech 1992 – 93 a později i z mexické měnové krize v letech 1994 – 95. V těchto modelech měnových krizí udržují autority režim fixního kurzu, nikoliv však neodvolatelně fixního. Za jistých okolností, které mohou být vyvolány např. externím nabídkovým šokem, mohou fixní kurz odvolat, resp. upravit centrální parity. Tyto jiné okolnosti autoritám umožní využít tzv. únikovou doložku. Touto únikovou doložkou mohou zrušit závazek udržovat fixní kurz.

Mexická měnová krize nejprve vykazovala počátkem 90. let dynamický ekonomický růst, který byl z velké části financován zahraničním přílivem kapitálu. Centrální banka používala systém pevného měnového kurzu vůči americkému dolaru z důvodu kontroly inflačního rizika. Do mexické ekonomiky proudilo velké množství zahraničního kapitálu spekulativního typu. Tento systém fungoval do té doby, dokud centrální banka byla důvěryhodná. Ale centrální banka podlehla politickým tlakům a umožnila během roku 1994 výraznou měnovou expanzi. Po zvýšení deficitu běžného účtu platební bilance centrální banka devalvovala mexické peso o 12,7 % a přešla k volně pohyblivému kurzu. Následná devalvace měny až na 25 % a odliv zahraničního kapitálu způsobily zhroucení

¹⁴ HELÍSEK, M. *Měnové krize (empirie a teorie)*, str. 91

¹⁵ KOLMAN, V. *Deset let od propuknutí ruské měnové krize*. [online]

mexické měny a zvýšení úrokové sazby. Aby nedošlo k zhroucení mexického finančního systému, vypomohlo USA pomocí záchranného programu ve výši 52 mld. amerických dolarů.¹⁶

Modely Ozkana a Suntherlanda, Gerlacha a Smetse a Obstfeldovy modely se zabývají otázkou postihování krize více zemí regionu najednou. Jejich odpovědi se liší v tom, co považují za hlavní kanál krizové nákazy.

Model Ozkana a Suntherlanda

Nepředpokládá fiskální ani monetární nerovnováhu, ani žádné jiné fundamentální důvody očekávání budoucího poklesu devizových rezerv. Je-li však země ohrožena recesí a rostoucí nezaměstnaností, vláda může být tímto vývojem donucena k expanzivnější hospodářské politice a přinucena k devalvaci. Spekulanti mohou tento vývoj předpokládat a zaútočit ještě před ní. To plně odpovídalo situaci v zemích zasažených měnovou krizí EMS.

Model Gerlacha a Smetse

Podle modelu Gerlacha a Smetse může být zdrojem nákazy úspěšný spekulativní útok v zemi významného obchodního partnera, který následně ohrozí konkurenční schopnost domácích firem. Tento vývoj odpovídal situaci Irsku a Portugalska v roce 1993 po devalvaci anglické libry a španělské pesety.

Model vícenásobné rovnováhy na devizových trzích

Třetí model se opírá o předpoklad existence vícenásobné rovnováhy na devizových trzích. Kolaps jedné měny může ovlivnit očekávání kurzového vývoje v jiné zemi a vyvolat skok z jednoho rovnovážného kurzu do jiného, aniž by došlo ke změně fundamentálních makroekonomických veličin v dané ekonomice.

Obstfeld popisuje, jak může sám spekulativní útok na měnu donutit vládu opustit pevný kurz. Jedním z důvodů je např. negativní vliv vynuceného zvýšení úrokových sazeb na reálnou ekonomiku.¹⁷

6.3 Modely s podnikovými rozvahami

Průběh druhé mexické krize v r. 1995 a hlavně překvapující, prudký a globálně závažný případ asijské finanční krize v letech 1997 – 98 neodpovídaly logice modelů první ani druhé generace. Tyto země nevykazovaly ani výrazné rozpočtové deficity ani nepříznivé

¹⁶ MUSÍLEK, P. *Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech*, str. 59

¹⁷ DVORÁK, P. *Finanční krize jako globální problém a možnosti jejího vzniku v ČR*, str. 17

makroekonomické ukazatele, jako pokles zaměstnanosti a HDP. Ekonomická teorie reagovala na tuto skutečnost novými modely, modely tzv. třetí generace. Zřetelný je ústup od automatického spojování finanční krize výhradně s krizí měnovou. Měnové problémy jsou v rámci tohoto konceptu chápány spíše jako symptom než jako podstata problému. Také se více věnuje pozornost dluhovým problémům.

Tyto modely jsou rozděleny do tří skupin, které vysvětlují základní hypotézy o příčinách vzniku finančních krizí. Jejich společným rysem je zdůraznění významu problémů bankovního sektoru na úkor významu makroekonomických fundamentů.

Modely, ve kterých jsou krize způsobeny morálním hazardem a přeinvestováním. Modely, vysvětlující krize finanční zranitelností – krize jsou způsobeny nedostatkem likvidity při panice domácích i zahraničních věřitelů.

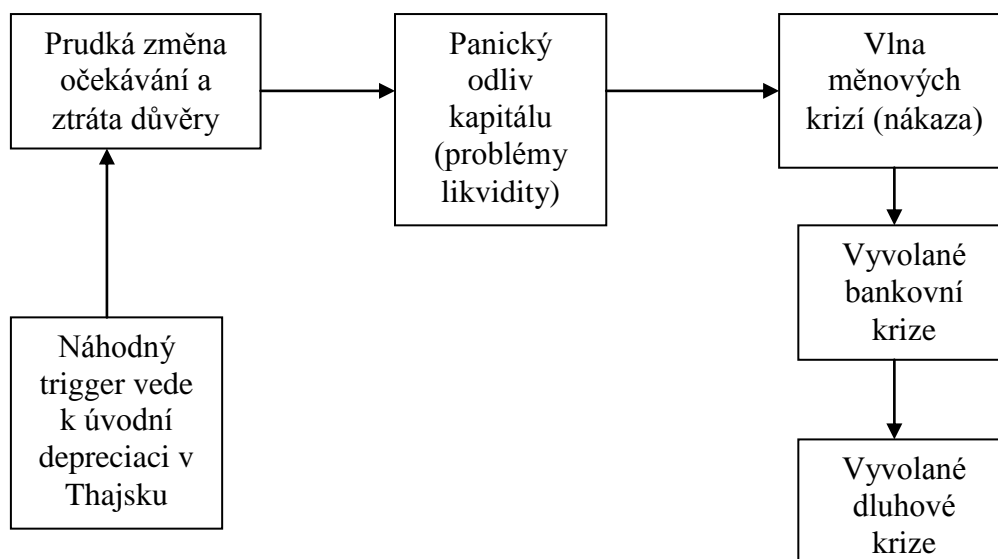
Modely s podnikovými rozvahami, podle kterých je krize způsobena zahraničním dluhem firem, rostoucím v důsledku devalvace.¹⁸

Asijská finanční krize je jedním z nejzávažnějších krizí, která výrazně ovlivnila světovou ekonomiku v druhé polovině 90. let. Nejvíce postižena byla oblast jihovýchodní Asie, kdy v roce 1997 zasáhla Thajsko, Malajsii, Indonésii a Jižní Koreu. Platební neschopnost těchto zemí, které představují významný trh pro japonský export, působila na pokles japonského exportu a také prohloubila již existující krizi japonského bankovního sektoru. Devalvace měn zemí jihovýchodní Asie ohrozila i konkurenceschopnost čínského exportu a vyvolala silný tlak na devalvaci čínské měny. Krize byla také doprovázena poklesem cen ropy a jiných surovin. Ale díky znehodnocení měn a rostoucí úroky nakonec způsobily, že pro importéry se staly suroviny i přes klesající ceny prakticky nedostupnými. Tato krize se odrazila v poklesu tempa světového ekonomického růstu a hrozící globální ekonomické krizi.¹⁹

¹⁸ HELÍSEK, M. *Měnové krize (empirie a teorie)*, str. 99

¹⁹ KUNEŠOVÁ, H., CIHELKOVÁ, E. a kol., *Světová ekonomika: nové jevy a perspektivy*, str. 53

Graf č. 3: Možné propojení měnové, bankovní a dluhové krize v asijském případě



Zdroj: Dvořák, P., Finanční krize jako globální problém a možnosti jejího vzniku v ČR, str. 28

7. Důsledky a nápravná opatření

Měnové krize nezůstávají omezeny pouze na devizové trhy a jejich účastníky. Často mají dopady na reálnou sféru ekonomiky postižených zemí. Vedou k rozsáhlým bankrotům v podnikové sféře, přispívají k hlubokým hospodářským recesím a k růstu nezaměstnanosti. Tyto důsledky členíme na dopady mikroekonomické a makroekonomické, dopady na centrální autority a do širších mezinárodních souvislostí. Nápravná opatření se snaží zabrzdit kurzové oslabení a zmírnit jeho dopady, obnovit důvěru finančních investorů v danou měnu, zastavit odliv kapitálu ze země a přilákat jej zpět. Nápravná opatření lze považovat za jakési léčení ekonomiky postižené měnovou krizí.²⁰

7.1 Dopady do bankovní a podnikové sféry

Primárním dopadem znehodnocení měnového kurzu je nárůst nákladů, vyjádřených v domácí měně, na úhradu devizových závazků v řádu desítek i stovek procent. Dlouhodobě fixovaný kurz předcházející měnové krize přitom oslabuje vnímání rizika kurzových výkyvů, a tím vede k podcenění jednak pojištění proti kurzovým výkyvům, jednak k vyrovnání devizových závazků a devizových pohledávek. K uhrazení těchto

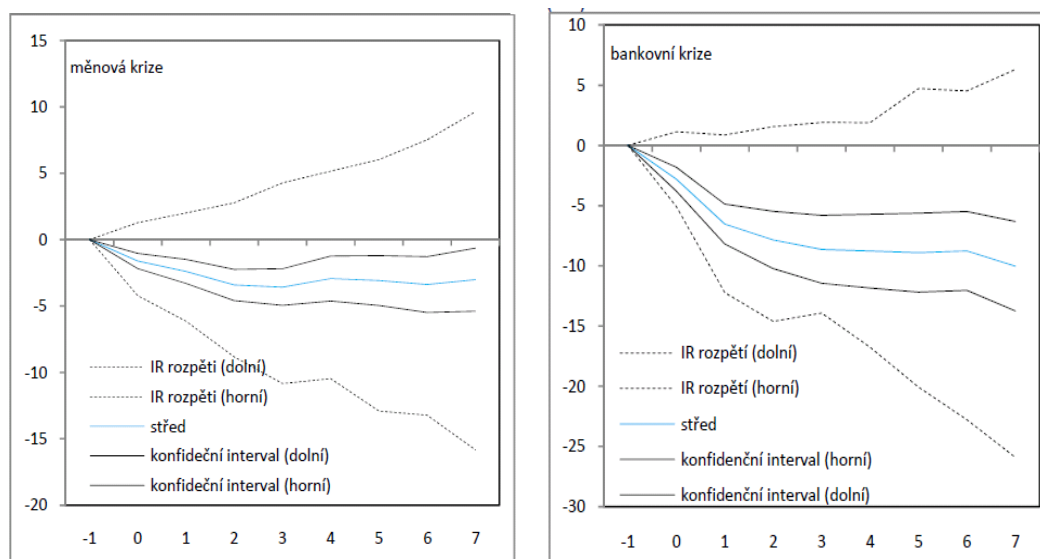
²⁰ HELÍSEK, M. *Měnové krize (empirie a teorie)*, str. 103

zvýšených závazků je třeba jednak stahovat aktiva (splatné úvěry, prodej cenných papírů a podobných aktiv), jednak minimalizovat vyplácení jiných závazků.

Typické měnové krizi předchází silný příliv zahraničního kapitálu, který se přeměňuje v domácí úvěry. Tyto úvěry jsou často poskytnuty na financování neefektivních projektů nebo na financování nákupů aktiv, vedoucích k cenovým bublinám. Výsledkem jsou zcela nebo částečně nedobytné tzv. špatné úvěry, které chybějí při splácení bankovních závazků. Nedostatek aktiv je způsoben také typickým předkrizovým splasknutím spekulativních bublin, pokud mají tato aktiva ve svých portfoliích samotné banky.

V nebankovní podnikové sféře můžeme rozlišit bezprostřední dopad deprecie měnového kurzu a odvozené mechanismy, vedoucí souhrne k omezování výroby a úpadkům podniků, k růstu nezaměstnanosti a k navazujícím dopadům do reálné ekonomiky.²¹

Graf č. 4: Bankovní a měnová krize – vývoj produktu po krizi (v %)



Pozn.: údaje v procentech předkrizového trendu, čas je na horizontální ose, střední diference z roku $t = -1$, první rok krize je $t = 0$. IR - mezikvartilové rozpětí, IR rozpětí (dolní) - hodnoty pro dolní kvartil, IR rozpětí (horní) - hodnoty pro horní kvartil.

Zdroj: ŽDÁREK, V., *Finanční krize a vybrané aspekty, pohledem Mezinárodního měnového fondu, Bulletin 10/2009*, [online]

²¹ HELÍSEK, M. *Měnové krize (empirie a teorie)*, str. 103

V případě bankovní krize (graf č. 4, levý panel) má střední (průměrná) hodnota změny výstupu k předkrizovému trendu hodnotu -10 procent s tím, že v 50 procentech případů se hodnoty nacházejí v intervalu -26 až +6 procent. V průměru nedojde k návratu k předkrizovému trendu, ve čtvrtině případů však výstup přesáhne tuto úroveň. Pro případ měnové krize (graf č. 4, pravý panel) je situace nepatrně příznivější – střední hodnota změny výstupu má hodnotu -3 procenta (tedy přibližně třetinová hodnota oproti situaci s bankovní krizí) a 50 procent případů se nachází oproti předchozímu případu v relativně užším intervalu v od -16 do -1 procenta. Ani v tomto případě však v průměru nedojde k návratu na předkrizovou úroveň.²²

7.2 Makroekonomické a přerozdělovací dopady

Makroekonomické dopady jsou vyvolány jak poptávkovou, tak i nabídkovou stránkou ekonomiky. Mezi poptávkové faktory se řadí restriktivní měnová politika a růst úrokových sazeb, restriktivní fiskální politika a zbrždění nebo snížení vládních výdajů, pesimistická očekávání hospodářského vývoje atd. Mezi nabídkovými faktory jsou nejdůležitější růst cen dovážených vstupů a růst úrokových nákladů.

Tyto faktory se projevují na mikroúrovni v poklesu odbytu produkce podniků a v propouštění pracovníků. Na makroúrovni pak jde o hospodářskou recesi, projevující se poklesem reálném HDP, růstem míry nezaměstnanosti a poklesem životní úrovně.²³

Tabulka č. 5: Vývoj makroekonomický ukazatelů v Mexiku v letech 1988 – 1994

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Reálný růst HDP, v %	1,1	3,5	4,5	3,9	3,6	2,0	4,4
Míra inflace	-	-	26,7	22,7	15,5	9,8	7,0
Míra nezaměstnanosti	2,5	-	-	2,2	-	2,4	-
Přímé zahraniční investice, v mld. USA	2,0	2,8	2,6	4,7	4,4	4,4	10,9

Zdroj: International Monetary Fund, *Government Finance Statistics Yearbook 2002* [online].

Tabulka č. 5 poukazuje na předkrizové situace v Mexiku. Kdy dokládá makroekonomické dopady, jako je mimořádné zvýšení nabídky zahraničního kapitálu, které se v propuknutí krize zvýšila až o 248 %. Dále míra inflace zaznamenávala klesající tendenci, které bylo

²² ŽDÁREK, V., *Finanční krize a vybrané aspekty, pohledem Mezinárodního měnového fondu, Bulletin 10/2009*, [online]

²³ HELÍSEK, M. *Měnové krize (empirie a teorie)*, str. 105

zapříčiněno fiskální restrikcí. Růst hrubého domácího produktu a míra nezaměstnanosti se drželi v průměru.²⁴

7.3 Důsledky pro centrální autority

Dopady měnových krizí na úrovni centrálních autorit se promítají jednak do hospodaření centrální banky a do její měnové politiky, jednak do veřejných financí.

Pro centrální banku znamená měnová krize obvykle výrazný pokles jejich devizových rezerv, ke kterému dochází v důsledku kurzových intervencí (obrana kurzu před útokem finančních investorů). Změna devizových rezerv vede ke změně měnové báze a s následným násobícím účinkem peněžního multiplikátoru ke kolísání domácí peněžní zásoby. V případě poklesu rezerv jde o restriktivní měnovou politiku, udržující vysoké úrokové sazby, což v období těsně před krizí pomáhá brzdit odliv kapitálu ze země. Zvýšení rezerv působí opačným směrem. Nejde však o rozšíření domácích peněžních zásob ve stejném rozsahu, v jakém před krizí poklesla. V důsledku kurzové deprecie jde o vyšší přírůstek měnové báze, než byl její dřívější pokles, tedy o silnou měnovou expanzi. V pokrizovém období je naopak potřebná restriktivní měnová politika, kterou musí centrální banka udržovat omezením zvyšování devizových rezerv dalšími restriktivními nástroji své měnové politiky.

Dopady měnové krize do veřejných financí mají podobu růstu rozpočtového deficitu, a tím i veřejného dluhu. K tomu dochází v důsledku jak příjmové stránky rozpočtu, tak i výdajové stránky rozpočtu v bankovní a podnikové sféře, růst úrokových nákladů z veřejného dluhu a růst nákladů na splácení zahraničního devizového dluhu vlády vyjádřených v domácí měně.²⁵

7.4 Nápravná opatření

Existuje několik přístupů k východiskům z dané situace. Obecně se jedná o prosazování restriktivních politik, nápravu vnější ekonomické nerovnováhy a o stabilizaci bankovního sektoru.

Měnová restrikce by měla udržet vysoké úrokové sazby, zastavit odliv finančních aktiv ze země, tím zastavit také kurzovou deprecii, včetně poklesu devizových rezerv a obnovit

²⁴ KUNEŠOVÁ, H., CIHELKOVÁ, E. a kol., *Světová ekonomika: nové jevy a perspektivy*, str. 52

²⁵ HELÍSEK, M. *Měnové krize (empirie a teorie)*, str. 110

důvěru finančních investorů, resp. přesvědčit je k návratu. Současně by měla brzdit růst výdajů včetně výdajů na dovoz a tím i zlepšovat běžný účet a dále též zmírňovat inflaci. Fiskální restrikce v podobě snižování vládních výdajů by měla mít stejný efekt na utlumení poptávky, zejména by však mělo zlepšení veřejných financí přesvědčit finanční investory o schopnosti vlády splácet své dluhy a o celkovém zlepšení ekonomické situace. Nevyhnutelným nepříznivým dopadem těchto restriktivních politik je prohloubení hospodářské recese, vyvolané měnovou krizí, případně současně i bankovní krizí. Proto se klade důraz zejména na měnovou restrikci, fiskální restrikce by měla být spíše opatrná. Naproti tradičním nápravným opatřením existují i alternativní nápravná opatření, které nepřispívají k úpadkům podniků, recesi a nezaměstnanosti. Tato opatření se řeší pomocí kontroly mezinárodního pohybu kapitálu a řešení problémů mikrosféry (podniků). Kapitálová kontrola představuje opatření centrálních autorit, která ovlivňují pohyb finančních aktiv mezi rezidenty a zahraničím, a to v podobě transakcí probíhajících pouze v rámci finančního účtu platební bilance. Devizová kontrola se vztahuje na transakce probíhající v rámci běžného účtu, který má podobu povinného odprodeje deviz (získaných z exportu výrobků a služeb) centrální bance a současně podobu přidělu deviz pro import výrobků a služeb.

Řešení problémů mikrosféry jsou zaměřeny na záchranu bank a podniků, a tyto změny můžeme shrnout do tří oblastí. Za prvé působení na věřitele s cílem dosáhnout restrukturalizace jejich pohledávek vůči bankám a podnikům v zemích postižených měnovou krizí. Za druhé vyvíjet iniciativu při prosazování nových pravidel resp. zákonů o úpadcích podniků ve smyslu umožnit spíše jejich rychlou záchranu než rychlý úpadek. Konkurzní soud může donutit ty věřitele, kteří konkurz požadují, podřídit se většině věřitelů, požadujících reorganizaci firmy. Teprve není-li žádná naděje na restrukturalizaci firmy, je vyhlášen její úpadek. A za třetí by vlády měly v rámci restrukturalizace aktivně usměrňovat tzv. finanční restrukturalizaci podniků, tj. vyjasnění vlastnických záležitostí a převedení dluhů na majetkové podíly.²⁶

²⁶ HELÍSEK, M. *Měnové krize (empirie a teorie)*, str. 113

8. Předvídání a prevence měnových krizí

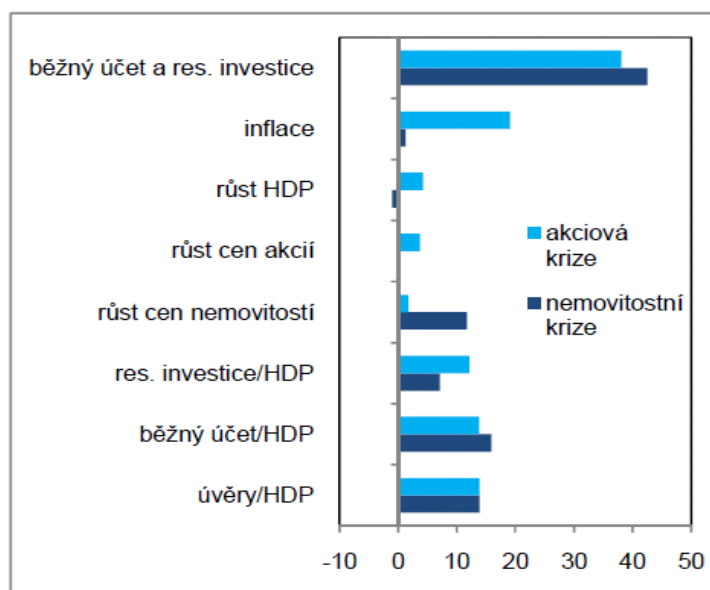
Krise lze předvídat prostřednictvím odhalení signálu včasného varování, které se snaží odhalit nebezpečí blížící se měnové krize. Krizím se dá poté čelit preventivními opatřeními.

8.1 Předvídání krizí

Obecným problémem v případě krizí je neschopnost předvídat, kdy krize samotná nastane. I když jsme schopni identifikovat veličiny, které mohou krizový vývoj předvídat, jsou na nich založené predikce značně nespolehlivé. MMF se přesto pokusil o nalezení takových ekonomických ukazatelů, které by mohly indikovat, resp. předvídat krizi na základě údajů za období let 1970–2008. Bylo použito osm standardních makroekonomických ukazatelů (úvěry, běžný účet, investice do residenčních nemovitostí, kapitálové investice, růst cen nemovitosti, růst cen akcií, růst HDP, inflace), které by mohly mít jistou predikční sílu. Tyto predikční indikátory měnových krizí lze použít dvěma základními přístupy – regresní analýza a signální metody. Regresní analýza zkoumá závislosti určité vysvětlované proměnné na jedné nebo několika vysvětlujících proměnných. Předvídání má podobu určení zvýšení pravděpodobnosti výskytu krize, změní-li se o jednu jednotku hodnota sledovaného indikátoru. Signální metody zkoumají spolehlivost výskytu daného indikátoru pomocí správných a falešných signálů ve vymezeném předkrizovém období. Tato metoda je nejrozšířenější postup předvídání měnových krizí. Model tzv. signálů včasného varování vychází ze vztahu mezi určitou proměnnou a výskytem měnové krize, který se sleduje v rámci 24 měsíců za pomoci vybraných proměnných. Mezi další významné metody patří tzv. index zranitelnosti měnové krize, který byl vytvořen MMF. Nejprve jsou nalezeny indikátory splňující dvě podmínky, a to schopnost správně signalizovat krize ve významném počtu případů, a dále dostatečný časový předstih jejich výskytu před krizí. Sestavuje se jako vážený aritmetický průměr tří indikátorů. Jde o procentní hodnoty odchylek dané veličiny od předchozího tříletého průměru, a to reálného měnového kurzu, 12 měsíční změny domácího úvěru a poměr M2 k měnovým rezervám.²⁷

²⁷ ŽDÁREK, V., *Finanční krize a vybrané aspekty, pohledem Mezinárodního měnového fondu, Bulletin 10/2009*, [online]

Graf č. 5: Pravděpodobnost vzniku krize, období po roce 1985 (v %)



Pozn.: res. investice znamenají investice do residenčních nemovitostí

Pozn.: procento případů vzniku krize během 1 - 3 let po vydání varovného signálu daným ukazatelem v relaci k nepodmíněné pravděpodobnosti vzniku krize. Nepodmíněná pravděpodobnost vzniku nemovitostní krize je 14 %, v případě krize akciové je to 29 %.

Zdroj: ŽDÁREK, V., *Finanční krize a vybrané aspekty, pohledem Mezinárodního měnového fondu, Bulletin 10/2009*, [online]

Porovnání jednotlivých makroekonomických veličin a jejich predikční schopnosti je znázorněno na obrázku. Na základě údajů po roce 1985 se zdá, že nejvyšší predikční schopnost má běžný účet následovaný úvěrovým ukazatelem a investicemi do residenčních nemovitostí, a to pro oba uvažované typy krizí. Tradiční proměnné sledované měnovými autoritami - míra inflace a ekonomický růst - nemají téměř žádnou predikční schopnost. Pokud bychom zkombinovali hodnoty pro všechny tři výše uvedené ukazatele, výsledkem je skutečnost, že 56 % případů spojených s těmito ukazateli (tj. byly zaznamenány určité hodnoty daných ukazatelů) bylo spojeno s krizí během 1- 3 let. Uvedená proporce je přibližně shodná pro oba dva typy krizí. Výsledky je nutno brát s opatrností, protože i tři výše uvedené nejspolehlivější ukazatele upozornily jen na 1/3 (residenční investice), resp. 1/5 (úvěrový ukazatel) skutečných krizí, což jen potvrzuje problémy spojené s predikcí krizí na trzích aktiv.

8.2 Prevence měnových krizí

Preventivní opatření by měla zabránit ztrátě důvěry investorů a nástup měnové krize. Opatření se mohou dělit na běžná opatření hospodářské politiky v zemích potenciálně ohrožených a na opatření systémová, dotýkající se podstatných otázek fungování měny. Běžná opatření hospodářské politiky vyplývá z příčin krizí v podobě nepříznivého ekonomického vývoje. Hlavním opatřením je oslabení závislosti na přílivu kapitálu, kterého by mělo být dosaženo snížením deficitu běžného účtu platební bilance. Další preventivním opatřením je udržení nízké inflace, které oslabí nebo zastaví apreciaci reálného měnového kurzu. Nízká inflace také umožňuje udržovat nízké nominální úrokové sazby. Podstatnou roli při prevenci krizí hraje také kurzová politika. V době měnové krize často dochází k tomu, že centrální autority váhají s úpravou kurzu i v době, kdy si to ekonomický vývoj vyžaduje. Centrální autority by měly zavčas provést potřebnou úpravu kurzu, to buď devalvací nebo rozšíření flukтуаčního pásma, aby nedošlo k zesílení přílivu spekulativního kapitálu. Dále jsou zde zařazené také opatření týkající se dostatečně vysokých měnových rezerv centrální banky, regulace přílivu kapitálu, regulace a dohled nad bankovním sektorem. Systémová preventivní opatření představují podstatné změny v dosavadním fungování národní měny. Nejvýraznějším opatřením je zřeknutí se národní měny a její nahrazení dolarem. Toto opatření se zavádí v případě podřízení výkyvům v konkurenceschopnosti svých výrobců v závislosti na kolísání kurzu zvolené světové měny nebo rezignace na vlastní měnovou politiku. Preventivní opatření může být dále vytvořeno currency board, při které je emise domácí měny závislá na měnových rezervách. Currency board má stabilizující vliv měnové politiky a zároveň specifického kurzového režimu spočívající v tom, že útok na měnu vede k poklesu měnových rezerv a domácí peněžní zásoby, přičemž centrální banka nemůže provádět souběžné sterilizační operace. Nevyhnutelný růst úrokových sazeb ochraňuje měnový kurz a zároveň vede ke zlepšení běžného účtu platební bilance. Regionální měnová unie je jedním z dalších preventivních opatření, které mohou zabránit přetékání krizí obchodním kanálem a vytvořit společné měnové rezervy, které zvýší schopnost obrany proti spekulativním útokům.²⁸

²⁸ HELÍSEK, M. *Měnové krize (empirie a teorie)*, str. 129

9. Krize Evropského měnového systému 1992 – 1993

9.1 Vznik EMS

Zlaté období v Evropě trvalo do konce 60. let 20. století, kdy v řadě zemí začala růst inflace, částečně kvůli místním podmínkám a částečně jako důsledek války ve Vietnamu. Kvůli vedení války připustily americké vládní orgány značné rozpočtové deficity, které byly částečně financované penězi, jež podnítily inflaci a vyústily ve ztrátu konkurenceschopnosti a pokračovaly vnějším zadlužením. Inflace také snížila hodnotu dolaru jako bezpečného standartu, zatímco vnější zadlužení, splácení v dolarech, podnítilo nedůvěru v dostatečné velikosti americké zásoby zlata. Když USA nemohly již dále zabezpečit zlatou hodnotu dolaru, Brettonwoodský systém spočívající na nejisté kotvě podlehl tlaku a USA v roce 1971 odvolaly konvertibilitu dolaru za zlato a devalvovaly dolar o 10 %. V roce 1973 byl princip „fixních, ale upravitelných“ měnových kurzů oficiálně ukončen a tím bylo brettonwoodské období završeno.

Země kontinentální Evropy se obávaly meziválečného přízraku nadhodnocených a podhodnocených měnových kurzů a rozhodly omezit pohyb měnových kurzů mezi sebou, tím vznikl „evropský Had“, který byl regionální verzí dřívějšího Brettonwoodského systému. Byl určen k tomu, aby zamezil fluktuaci vnitroeurovských měnových kurzů tím, že omezil rozsah kolísání svých bilaterálních měnových kurzů maximálně ve výši 4,5 %. Had nebyl schopen bojovat s inflací v důsledku ropného šoku v letech 1973 – 74, kdy udržení pevného měnového kurzu bylo beznadějně a několik zemí muselo Hada opustit.

S návrhem na vytvoření Evropského měnového systému přišel německý kancléř Helmut Schmidt a francouzský prezident Valéry Giscard d'Estaing. Ti byli znepokojeni měnovými otřesy, které následovaly po zrušení Brettonwoodského systému, a neschopností udržet Hada. V souladu s přetrvávajícím úhlem pohledu považovali velké změny měnových kurzů za přímou hrozbu společného trhu a požadovali silnější a odolnější uspořádání.²⁹

Rada evropského společenstva schválila v Brémách ve dnech 6. až 7. července 1978 zásady vytvoření EMS.

Zde byl přednesen návrh nového měnového uspořádání, který vycházel z následujících zásad:

²⁹ BALDWIN, R., WYPLOSZ, Ch. *Ekonomie evropské integrace*, str. 324

- intervenční mechanismus - nejdůležitější složka Evropského měnového systému měla zahrnovat měny všech zemí, přičemž maximální odchylka od dohodnutého středního kurzu byla stanovena ve výši $\pm 2,25\%$ a do roku 1980 se měla snížit na $\pm 1\%$
- Evropská měnová jednotka - (European Currency Unit) – měla nahradit do té doby existující Evropskou zúčtovací jednotku
- koordinace politiky měnových kurzů vůči třetím zemím
- vytvoření Evropského měnového fondu, který by nahradil do té doby fungující Evropský fond pro měnovou spolupráci

Hlavní rysy tohoto systému byly schváleny rezolucí Evropské rady na jejím zasedání 4. až 5. prosince 1978 v Bruselu a celý systém vstoupil v platnost 13. března 1979. Vznik systému byla reakce na rozpad Brettonwoodského měnového systému v roce 1971, ve kterém byly evropské měny navázány na americký dolar. Oproti Brettonwoodské dohodě se předpokládalo, že tento systém bude efektivnější, neboť byla dohodnuta symetrická odpovědnost za udržování měnových kurzů v paritních pásmech a volný pohyb kapitálu. Struktura dohodnutých měnových parit je známá právě jako mechanismus měnových kurzů (ERM – exchange rate mechanism). EMS navazuje na dřívější EHS, který se rozšířil o Francii, Itálii a Irsko, přičemž tyto státy se přidružily k původním členům (tj. NSR, Dánsko, Benelux). Při vzniku EMS vznikly dva záměry: pokusit se o zajištění větší stability devizových kurzů evropských měn ve stále nestabilnějším mezinárodním měnovém ovzduší, a tak podpořit v Evropě větší integraci národních trhů a další hospodářský růst členských zemí. Při zhodnocení systému volně pohyblivých kurzů, tzv. floatingu hlavních kapitalistických měn se ukázalo, že toto samo o sobě nezajistí stabilitu devizových kurzů bez zřízení příslušné institucionální nadstavby a bez patřičné politické ochoty. Této vnější stránce měnové stability, pokud jde o vzájemný vztah jednotlivých měn, chtěli tvůrci tohoto měnového systému vytvořit odpovídající interní stránku, která, i když je méně zřejmá, má stejnou důležitost.

Současně se vznikem EMS byla zavedena košová měnová jednotka ECU. Vznikla z názvu staré francouzské zlaté mince (écu-d'or) a anglické zkratky evropské měnové jednotky (European Currency Unit). V r. 1979 nahradila Evropskou měnovou a účetní jednotku (EAU). ECU byla uměle konstruovaná veličina, která vznikla z koše složeného z určitých podílů měn členských států. Ty závisely na ekonomické síle státu a jeho podílu ve

vzájemném obchodu. ECU tedy není měna v právním slova smyslu, nýbrž měnový koš. ECU vznikla jako vážený průměr měn Společenství. V ECU se prováděly již fakturace v mezinárodním obchodě, ale zúčtovávaly se i platby z rozpočtu EU. Oblíbené byly i mezinárodní obligace v ECU (stabilnější). V roce 1985 se ECU stalo pátou nejpoužívanější měnou. Emisi ECU prováděl Evropský fond měnové spolupráce.

Země se zavázaly udržovat své měnové kurzy v rozmezí +/- 2,25 %. Postupem času se ukázalo, že toto rozmezí je pro většinu zemí úzké, v roce 1993 se zavedlo nové flukтуаční pásmo +/- 15 %.

Z tabulky č. 6 vyplývá, že mělo nejsilnější ekonomickou sílu Německo, které si své postavení obhájilo po celou dobu, i když s mírným poklesem váhy. Následuje Francie, která má ve vymezených úsecích kolísavou tendenci. Nejhorší pokles byl zaznamenán u Itálie, jejíž pokles ve 20. století zapříčinil propad v žebříčku.

Tabulka č. 6: Váhy národních měn v ECU

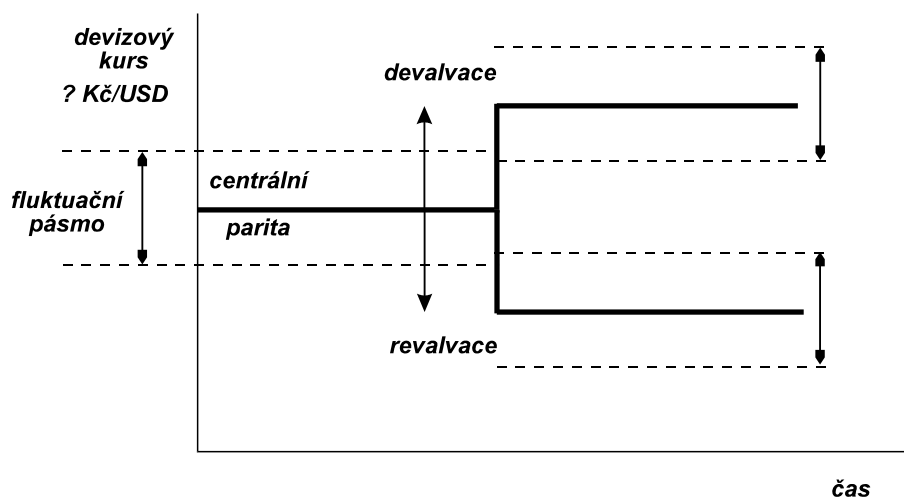
Měna	13. 3. 1979- 16. 9. 1984	17. 9. 1984- 21. 9. 1989	21. 9. 1989- 31. 12. 1999
BEF	09,64%	08,57%	08,183%
DEM	32,98%	32,08%	31,955%
DKK	03,06%	02,69%	02,653%
ESP	-	-	04,138%
FRF	19,83%	19,06%	20,316%
GBP	13,34%	14,98%	12,452%
GRD	-	01,31%	00,437%
IEP	01,15%	01,20%	01,086%
ITL	09,49%	09,98%	07,840%
LUF	-	-	00,322%
NLG	10,51%	10,13%	09,980%
PTE	-	-	00,695%

Zdroj: European Currency Unit (ECU), vlastní tvorba . [online]

Deflační dopad EMS ukazuje oproti Phillipsově křivě, že neexistuje stabilní vztah mezi tempem inflace a nezaměstnaností a není nezbytně nutné přijmout zvýšení inflace, aby byl zajištěn rychlejší hospodářský růst. V praxi se ukázalo, že naopak země, které udržovaly relativně nižší tempo inflace, dosáhly v delším časovém období lepších výsledků, pokud jde o zaměstnanost a hospodářský růst.

Evropský měnový systém přežil přes všechny své potíže a nedostatky do 1. ledna 1999, kdy vznikl ERM II, který zrušil navázání měn na ECU a zavedl navázání na nově vzniknuvší euro. Flukтуаční pásmo zůstalo zachováno na +/- 15 %.³⁰

Graf č. 6: Fixní kurz s flukтуаčním pásmem



Zdroj: FRAIT, J. Internet pro ekonomy. *Přednáška: Měnové kurzy*, [online]

9.2 Vznik krize

Dostatečné devizové zdroje, soustředěné v Evropském fondu měnové spolupráce a sloužící ke kurzovým intervencím, zřejmě umožnily v období 1992-93 odvrátit měnové krize např. dánské koruny nebo francouzského franku (spolu s výrazným zvýšením úrokových sazeb centrálními bankami). Naopak měny některých zemí, které tehdy stály mimo EMS a ERM, avšak vázaly svůj kurz pevně k ECU, se krizi neubránily. Šlo o finskou marku, která v září 1992 zavedla floating s následujícím znehodnocením kurzu o 13 % vůči německé marce, švédskou korunu (totéž v listopadu 1992, 11 %) a norskou korunu, která zavedla floating v prosinci 1992. V případě Finska hrálo v devalvačních očekáváních roli též zhoršení deficitu běžného účtu pod vlivem rozpadu Sovětského svazu. Krize donutila Velkou Britanii a Itálii opustit kurzový mechanismus evropského měnového systému (ERM). O dva měsíce později zasáhly spekulativní útoky Španělsko, Portugalsko a Irsko, jejichž měny byly pegovány v ECU. V lednu 1993 byly tyto země přinuceny k devalvaci. V létě se

³⁰ BAYER, A. *Evropský měnový systém*, str. 40

spekulace zaměřily na Francii, což znamenalo definitivní konec evropského měnového systému.³¹

Předkrizová situace

Kolektivní systém pevné parity zaveden členskými státy EU v roce 1979 byl v počátcích svého fungování prvním úspěšným pokusem o zvýšení měnové stability po kolapsu Brettonwoodských dohod v roce 1973. Systém byl schopen existovat s velmi úzkým pásmem oscilace (2,25 %) a od ledna 1987 až do počátku krize nedošlo k žádné úpravě paritních poměrů.

Postupem se objevily tři faktory, které tento vývoj zkomplikovaly a jejichž souhra, spolu s neschopností koordinované politické protiakce vedly ke krizi.

- odstranění kontroly pohybu kapitálu, nutné pro realizaci záměru vytvořit společný trh
- nové rysy kapitálových trhů:
 - růst významu a objemu mezinárodních finančních transakcí
 - deregulace finančních trhů
 - exploze bankovních úvěrů
 - vznik nových institucí, které tyto úvěry využívaly
- dva vnější politické šoky, s vážnými ekonomickými důsledky: spojení Německa a rozpad SSSR.³²

9.3 Průběh krize

Počátkem 90. let 20. století došlo k nakupení ekonomických a politických problémů, které vyústily v krizi několika měn zapojených do ERM, a také již zmíněných nečlenských zemí. Krizi lze rozdělit na tři krizové vlny, které jsou charakterizovány různými časovými úseky a množstvím devalvovaných zemí.

První vlna krize (září 1992)

Krize se projevila nejprve u Finska kolem r. 1991. Finsko sice nebylo členem EMS, ale měla kurz pegovaný k ECU. Zhoršení salda běžného účtu v souvislosti s rozpadem SSSR, zvýšení úrokových sazeb v Německu a slabá pozice finských bank, které se vysoce

³¹ HELÍSEK, M. *Měnové krize (empirie a teorie)*, str. 43

³² DVOŘÁK, P. *Finanční krize jako globální problém a možnosti jejího vzniku v ČR*, str. 19

angažovaly v úvěrovém boomu v polovině osmdesátých let, donutily Finsko k devalvaci marky o 12 %.³³

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

Další bezprostřední příčinou krize bylo neschválení Maastrichtských dohod v dánském referendu v červnu 1992, přičemž totéž bylo očekáváno v nadcházejícím referendu ve Francii. Tento vývoj vedl ke zpochybňování dodržení přísných maastrichtských kritérií zejména v rozpočtové oblasti a k úvahám o jejich zmírnění. To se projevilo zejména v očekávaném hospodářském vývoji v Itálii, kde by zmírnění těchto kritérií znamenalo růst rozpočtového deficitu, tím i zvýšení inflace a následnou devalvaci liry. K těmto čekáním zřejmě přispíval i deficit běžného účtu přes 2 % HDP (ve srovnání s většinou ostatních zemí ES relativně vysoký). Výsledkem byl tlak na znehodnocení italské liry a její devalvace v polovině září 1992 o 7 %.

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

Dalším „slabým článkem“ ES bylo Španělsko (okolo 6 % inflace a 4 % deficit běžného účtu v r. 1991). První vlna krize přinesla proto dále devalvaci španělské pesety o 5 % v září

³³ DVOŘÁK, P. *Finanční krize jako globální problém a možnosti jejího vzniku v ČR*, str. 20

1992. Další devalvaci bylo zabráněno jen zavedením kontroly mezinárodního pohybu kapitálu.³⁴

Zvýšení úrokové sazby v Německu snížily výhodnost arbitráže a vedly k odlivu kapitálu. Německo, v obavě z nárůstu inflace odmítlo snížit úrokové sazby. 8. září přestalo být Finsko schopné bránit peg a marka oslabila o 15 %. Švédsko a Norsko se dočasně bránily, za cenu silných intervencí. Přesto, že italská centrální banka zvýšila sazby až na 30 % 13. září pro ztráty devizových rezerv lira devalvovala a zvýšila tlak na libru. Rozpor mezi reálnou situací Británie a jejím veřejným příslibem bránit peg, vedlo ke známé Sorosově spekulaci a donutilo Měnový výbor ECU akceptovat 16. září 1992 žádost Británie a Itálie o opuštění evropského měnového mechanismu a souhlasit s 5 % devalvací pesety.³⁵

Silné spekulativní tlaky byly zaměřeny také na francouzský frank, který však byl před devalvací uchráněn zvýšením úrokových sazeb francouzskou centrální bankou, dočasným uzavřením finančních trhů a zejména silnými intervencemi DBB na podporu franku. Kurz německé marky se podařilo udržet, ovšem za cenu nákupů měn ES v hodnotě 60 mld. USD během tří týdnů s odpovídajícím nežádoucím růstem německé peněžní zásoby.³⁶

Druhá vlna krize (listopad 1992 – květen 1993)

Měnová krize pokračovala koncem listopadu 1992 další devalvací španělské pesety a dále portugalského escuda (po 6 %) a opakováním těchto devalvací v polovině května 1993 (po 8 %). Španělská ekonomika vykazovala poměrně nepříznivý vývoj (kromě již uvedeného také vysokou nezaměstnanost), což omezovalo možnost centrální banky držet kurz vysokými úrokovými sazbami (platí i pro první vlnu krize). Devalvace portugalské měny však vyplývala zejména z obchodní propojenosti obou ekonomik – devalvace španělské pesety se přenášela do oslabení konkurenceschopnosti portugalského exportu, a tím také do očekávání devalvace portugalského escuda. Šlo o tzv. obchodní kanál šíření měnových krizí. Portugalsko však do jisté míry vykazovalo i vlastní nepříznivý vývoj, a to vysokou inflaci.³⁷

19. listopadu Švédsko, potom co ztratilo za 6 dní devizové rezervy v objemu 10 % GNP, opustilo ECU peg a Norsko opustilo peg k ECU 10. prosince. Dánsko muselo zvýšit

³⁴ HELÍSEK, M. *Měnové krize (empirie a teorie)*, str. 44

³⁵ DVOŘÁK, P. *Finanční krize jako globální problém a možnosti jejího vzniku v ČR*, str. 20

³⁶ HELÍSEK, M. *Měnové krize (empirie a teorie)*, str. 44

³⁷ HELÍSEK, M. *Měnové krize (empirie a teorie)*, str. 45

úrokové míry a Irsko devalvovalo měnu 10 % 30. ledna 1993. Tato devalvace bývá vysvětlována jako reakce na oslabení konkurenceschopnosti irského exportu do Velké Británie v důsledku znehodnocení britské libry. Opět se zde tedy projevil obchodní kanál šíření měnové krize.³⁸

Tabulka č. 7: Ukazatele vybraných zemí v měnové krizi EMS 1992-93 (%)

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

Poznámky: Inlace měřená CPI, roční průměr; reálný HDP v meziročním srovnání; běžný účet platební bilance v poměru k nominálnímu HDP; money market rate (roční průměr).

Zdroj: International Financial Statistics. *Yearbook 2000*, [online]

Tabulka č. 7 poukazuje na vývoj krize z hlediska makroekonomických ukazatelů – inflace, HDP, běžný účet a úroková sazba. Itálie před krizí zaznamenala růst inflace a úroková míra klesala pomaleji než inflace, což vedlo k významnému krátkodobému přílivu kapitálu. Příliv kapitálu podporoval úvěrovou expanzi a vedl k nadhodnocení kurzu líry. V roce 1992 lira devalvovala o 7 % a Itálie vystoupila ze systému evropského měnového mechanismu. Spolu s Itálií vystoupila také Velká Británie, poté co se zhoršila její konkurenceschopnost a zvýšil odliv kapitálu. Následně se spekulace v roce 1993 přesunuly na měny Irska, Portugalska a Španělska. Tento vývoj je v tabulce zachycen a ve srovnání s Itálií a Velkou Británií měly tyto státy v roce 1991 a 1992 vždy lepší výsledky ukazatelů. A v době zasažení krizí hodnoty jsou horší než u Itálie a Velké Británie, která se tou dobou začala uzdravovat.

Třetí vlna krize (červenec – srpen 1993)

Celkové zhoršení ekonomického vývoje v Evropských společenstvích, resp. následně Evropské unii, vedl k očekávání expanzivní měnové politiky, a tudíž k očekávání další vlny devalvací (pod tlakem byly zejména měny Dánska, Francie, Belgie, Portugalska). Německá centrální banka navíc nebyla ochotna, z důvodu obav z inflace, snížit své

³⁸ DVOŘÁK, P. *Finanční krize jako globální problém a možnosti jejího vzniku v ČR*, str. 20

úrokové sazby, jak to učinila při první vlně krize. Odmítla také návrh Francie, aby marka z ERM dočasně vystoupila. Sílicí spekulativní útoky a nemožnost udržet kurzy ve flukтуаčním pásmu, a to ani přes rozsáhlé intervence a zvyšování úrokových sazeb, vedly k rozšíření flukтуаčního pásma na $\pm 15\%$ (od 2. 8. 1993). Hlavní roli zde zřejmě sehrál tlak na devalvacii francouzského franku a odmítnutí pomoci francouzské centrální bance německou DBB (z důvodu nemožnosti další sterilizace růstu německé peněžní zásoby). Možnost výraznějšího kolísání kurzů pak spekulativní tlaky oslabila. Po rozšíření flukтуаčního pásma, které znamenalo oslabení nebezpečí spekulativních útoků vůči měnám zapojeným do ERM, došlo ke změnám centrálních kurzů k ECU jen ojedinele. Měnová krize přitom nijak podstatně neovlivnila skutečnost, že celkově lze vývoj EMS od jeho vzniku (1979) hodnotit relativně úspěšně.

ERM zanikl k 1. 1. 1999 zafixováním kurzů a zavedením eura a byl nahrazen mechanismem ERM II. V tomto mechanismu je stanoven centrální kurz měn členských zemí ERM II k euru (nikoliv bilaterálně) a je ponecháno flukтуаční pásmo $\pm 15\%$. Členem tohoto kurzového mechanismu se stalo Řecko a Dánsko. Dánsko však dobrovolně dodržuje zúžené pásmo $\pm 2,25\%$, a to i přesto, že disponuje výjimečnou doložkou o neúčasti v eurozóně, tj. nepodléhá povinnosti zavést v budoucnu euro s podmínkou dvouleté předchozí účasti v ERM II.³⁹

9.4 Příčiny a důsledky krize

Bezprostředně po krizi se objevily dvě základní interpretace příčin krizí:

- První, v logice modelů první generace, viděla základní příčinu ve vývoji fundamentálních veličin, se vztahem k běžnému účtu;
- Druhá, v logice modelů druhé generace, viděli základní příčinu ve spekulativních operacích se vztahem ke kapitálovému účtu a v nákaze.⁴⁰

Fundamentální příčinou měnových krizí a neschopnosti udržet vzájemné fixní kurzy byl zejména nerovnoměrný ekonomický vývoj v podobě vysoké inflace a vysokých úrokových sazeb v postižených zemích (Itálie, Británie, Španělsko, Portugalsko) a též deficitů

³⁹ HELÍSEK, M. *Měnové krize (empirie a teorie)*, str. 46

⁴⁰ DVOŘÁK, P. *Finanční krize jako globální problém a možnosti jejího vzniku v ČR*, str. 20
Praha: Národohospodářský ústav Josefa Hlávky, 2004

běžných účtů (Itálie, Španělsko). Velká Británie prošla navíc v roce 1991 hospodářskou recesí.

Obecně vyjádřeno je, že evropské fixní měnové kurzy byly křehké, odrážely kombinaci makroekonomické nerovnováhy a strukturálních problémů. Není překvapující, ve zpětném pohledu, že měnoví spekulanti zaměřili svou pozornost na EMS, nebo že jejich akce bezpodmínečně uspěla.

Krize jednotlivých měn nebyly zvlášť výrazné. K významné devalvaci došlo u španělské měny, a to až na 8 % v průběhu osmi měsíců. Měnová krize nijak podstatně neovlivnila skutečnost, že celkově lze vývoj EMS o jeho vzniku (1979) hodnotit relativně úspěšně. Krize jednotlivých měn se nepromítly výrazně do reálné ekonomiky – krize ERM lze považovat za příklad měnové krize, která nepřerostla v krizi finanční.

Krize zpochybnila schopnost udržet zafixované měnové kurzy a tím zpochybnila a ohrozila tvorbu hospodářské a měnové unie. Řešením bylo rozšíření flukтуаčního pásma (zvýšení rizika devizových spekulantů). Výrazně bylo nebezpečí měnových krizí zmírněno zavedením nové jednotné měny euro, nejprve zafixováním vzájemných kurzů k euru a kurzů navzájem (k 1. 1. 1999), poté nahrazením národních měn eurem (k 1. 1. 2002).⁴¹

⁴¹ HELÍSEK, M. *Měnové krize (empirie a teorie)*. Praha: Professional Publishing, 2004

10. Závěr

Řada odborníků zastává jiný postoj, jak u vymezení krize samé, tak i u definic konkrétních krizí. I přesto, že již od počátečního fungování ERM docházelo k řadě devalvací a revalvací centrálních parit měn zúčastněných zemí, většina těchto změn měnových kurzů se obešla bez vážnějších krizí. Nejhlubší měnová krize zasáhla EMS, a tedy i systém ERM v letech 1992 a 1993. Názory na příčiny této krize se liší, přesto je velký význam, kromě problémů s ratifikací Smlouvy o Evropské Unii, příkládán zejména postoji a chování Německa. Jedni přikládali váhu právě sjednocení Německa v roce 1990, kdy začíná docházet ke značným transferům finančních zdrojů ze západního Německa na restrukturalizaci bývalé NDR. Jiní se přikláněli spíše k evropskému fixnímu měnovému kurzu jako hlavnímu problému krize.

Krize Evropského měnového systému vyústila z ekonomických a politických problémů z počátku 90. let 20. století. Krizi je možné rozdělit na tři vlny, jež jsou vymezeny časovým úsekem a počtem zasažených zemí. První vlna, která se projevila na začátku roku 1992, nejprve zasáhla Finsko, jehož devalvace marky činila nárůst až 12 %. Velká Británie spolu se Španělskem a Itálií se vyznačovala vysokou inflací, kdy italská ekonomika dosahovala až 6,3 %. V září 1992 byla Měnovým výborem ECU akceptována žádost Velké Británie a Itálie o opuštění evropského měnového mechanismu. Ve druhé vlně krize, která pokračovala koncem listopadu 1992, došlo k devalvací španělského peseta a portugalského escuda o 6 %, v polovině května 1993 až o 8 %. Zejména z důvodu propojenosti obou ekonomik se devalvace portugalské měny přenesla na španělskou měnu. Třetí vlna, která krizi ukončovala, se vyznačovala v období července až srpna 1993. V tomto období pokračovaly devalvace u měn Dánska, Francie, Belgie a Portugalska. Po rozšíření fluktačního pásma došlo k oslabení nebezpečí spekulativních útoků vůči měnám zapojených do ERM. Důsledkem krize byl zánik ERM a nahrazením novým mechanismem ERM II. Nový systém si ponechal rozšíření fluktační pásma ± 15 % a stanovení centrálního kurzu měn členských zemí ERM II k euru. Krize Evropského měnového systému je měnové krize, která výrazně nezasáhla reálnou ekonomiku a nepřerostla v krizi finanční. Po krizi se objevily dvě interpretace příčin krize. První se opírala o modely první generace a viděla fundamentální příčinu a neschopnost udržet vzájemné fixní kurzy jako základní příčinu krize. Druhá interpretace měla základ v modelech druhé generace a vinila ze vzniku krize spekulativní operace ve vztahu ke kapitálovým účtům a v nákaze.

11. Seznam literatury

1. BAYER, A. *Evropský měnový systém*. 1. Praha: Československá obchodní a průmyslová komora, 1985. 96 s.
2. BALDWIN, R., WYPLOSZ, Ch. *Ekonomie evropské integrace*. 1. vydání, Praha: Grada Publishing, 2008. 464 s. ISBN 978-80-247-1807-1
3. DĚDEK, O. *Historie evropské měnové integrace: od národních měn k euru*. Praha: Národohospodářský ústav Josefa Hlávky, 2008. 192 s. ISBN: 80-86729-40-0
4. DVOŘÁK, P. *Finanční krize jako globální problém a možnosti jejího vzniku v ČR*. 1. vydání. Praha: Národohospodářský ústav Josefa Hlávky, 2004. 158 s. ISBN 80-86729-09-5
5. EICHENGREEN Barry, *Financial Crises and What to Do about Them*. New York: Oxford University Press, 2002. 194 s. ISBN: 0-19-925743-4
6. FEK ZČU Plzeň, *Měnové krize a jejich predikce*, dostupné on-line z WWW: http://fek.zcu.cz/blob.php?table=internet_list&type=FileType&file=Data&name=FileNFil&idname=IDIDIntern&id=1486 [cit. 25. 7. 2010]
7. FRAIT, J. *Internet pro ekonomy. Přednáška: Měnové kurzy*, dostupné on-line z WWW: <http://juno.fek.zcu.cz/plek/pleskac/fraitprednaskykap1.doc> [cit. 23. 8. 2010]
8. HÁJEK, Petr. *Scénář vzniku systemické finanční krize v modelu 3. generace*, dostupné on-line z WWW: <http://www.petrhajek.webpark.cz/doc/scenariosystemic.pdf> [cit. 22. 6. 2010]
9. HELÍSEK, M. *Měnové krize (empirie a teorie)*. 1. vydání. Praha: Professional Publishing, 2004. 180 s. ISBN 80-86419-82-7
10. International Monetary Fund, *Government Finance Statistics Yearbook 2002*. dostupné on-line z WWW: <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=16064.0> [cit. 1.8 2010]
11. KOLMAN, V. *Deset let od propuknutí ruské měnové krize*, dostupné on-line z WWW: http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2008/cl_08_080080.html [cit. 28. 2. 2012]
12. KUNEŠOVÁ, H., CIHELKOVÁ, E. a kol., *Světová ekonomika: nové jevy a perspektivy*. 2. doplněné a přepracované vydání. Praha: C. H. Beck, 2006. 319 s. ISBN 80-7179-455-4

13. MUSÍLEK, P. *Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech, (Grantová agentura České Republiky - GA 402/02/1308)*. Praha: Vysoká škola ekonomická, 2004, dostupné on-line z WWW: http://nb.vse.cz/kbp/TEXT/Grant_krize_1a.pdf [cit. 20. 3. 2012]
14. ŠVEJNAR, Jan Jsou krize nevyhnutelné? : Kdy, proč a kde vznikají krize. In *Příčiny, důsledky a řešení finanční a ekonomické krize*. Praha: NEWTON College, a. s., Vzdělávací středisko na podporu demokracie, 2009. 136 s. ISBN 978-80-904281-1-9.
15. ZÁKLESNÍK, M. *Diskusní příspěvek ekonomického kroužku výzkumného centra PEF* 25. 4. 2008. Finanční a měnová krize ve světové ekonomice, dostupné on-line z WWW:
<http://vyzc.pef.mendelu.cz/dok_server/slozka.pl?id=39500;download=40995> [cit. 30. 6. 2012]
16. ŽDÁREK, V. *Finanční krize a vybrané aspekty pohledem Mezinárodního měnového fondu. Bulletin CES VŠEM*. 30. 11. 2009, vydání 10., dostupné on-line z WWW:
<http://www.vsem.cz/data/data/ces_soubory/bulletin/gt_Bulletin_1009.pdf> [cit. 29. 7. 2012]

12. Seznam tabulek a grafů

Tabulka č. 1: Frekvence měnových krizí

Tabulka č. 2: Přehled vybraných měnových krizí

Tabulka č. 3: Příčiny měnové krize

Tabulka č. 4: Běžný účet platební bilance vybraných zemí

Tabulka č. 5: Vývoj makroekonomický ukazatelů v Mexiku v letech 1988 – 1994

Tabulka č. 6: Váhy národních měn v ECU

Tabulka č. 7: Ukazatele vybraných zemí v měnové krizi EMS 1992-93 (%)

Graf č. 1: Obecné příčiny vzniku krize

Graf č. 2: Schéma průběhu modelu první generace

Graf č. 3: Možné propojení měnové, bankovní a dluhové krize v asijském případě

Graf č. 4: Bankovní a měnová krize – vývoj produktu po krizi (v %)

Graf č. 5: Pravděpodobnost vzniku krize, období po roce 1985 (v %)

Graf č. 6: Fixní kurz s fluktučním pásmem