

Vydává Univerzita Karlova v Praze, Fakulta sociálních věd ve spolupráci s Českou národní bankou a Ministerstvem financí ČR prostřednictvím A.L.L. production, s. r. o., Praha

Časopis je dokumentován v Social Science Citation Index (<http://www.isinet.com/>) a v elektronické verzi indexu Econlit (<http://www.econlit.org/>).

© UK Praha, Fakulta sociálních věd

Adresa redakce: Vínohradská 49
120 74 Praha 2

tel.: (02) 22 25 00 36 nebo: (02) 215 93 171

fax: (02) 22 25 04 62

e-mail: red.fau@iol.cz

<http://web.iol.cz/fau>

Šéfredaktor: Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc.

Výkonná redaktorka: Mgr. Renata Nováková

Published by Charles University, Prague, Faculty of Social Sciences, in cooperation with the Czech National Bank and the Ministry of Finance of the CR, through the A.L.L. production, Ltd., Prague

The journal is monitored by the Social Science Citation Index (<http://www.isinet.com/>) and the electronic Econlit index (<http://www.econlit.org/>).

© Charles University, Prague, Faculty of Social Sciences

Editor's Office: Vínohradská 49

120 74 Prague 2

Czech Republic

Editor in Chief: Zdeněk Tůma

OBSAH

Karel PŮLPÁN: Deset let české ekonomické transformace 685

Martin SOMMER – Zdeněk TŮMA: K transformaci české ekonomiky po deseti letech .. 687

Libor KRKOŠKA: Transformace ve střední a východní Evropě: 1989–1999 702

Josef TOŠOVSKÝ: Česká zkušenost s „bublinami“ a finančními krizemi 715

Martin MANDEL: Měnová politika po roce 1990 z hlediska makroekonomické identity soukromé spotřeby 725

Alena ZEMPLINEROVÁ – Vladimír BENÁČEK: Růst a strukturální změny v zahraničním obchodě českého zpracovatelského průmyslu v l. 1993–97 737

Uprostřed čísla:

Celoroční rejstřík časopisu Finance a úvěr 1999

CONTENTS

Karel PŮLPÁN: Ten Years of the Czech Economic Transition 685

Martin SOMMER – Zdeněk TŮMA: Ten Years of the Czech Transition 687

Libor KRKOŠKA: Transition in Central and Eastern Europe: 1989–1999 702

Josef TOŠOVSKÝ: The Czech Experience with Asset Bubbles and Financial Crises 715

Martin MANDEL: Post-1990 Monetary Policy and Private Consumption 725

Alena ZEMPLINEROVÁ – Vladimír BENÁČEK: Growth and Structural Changes in the International Trade in Czech Manufacturing Industries in 1993–97 737

In the middle of this issue:

Journal Year Index 1999

*Autorská práva vykonává vydavatel (viz § 4 zák. č. 35/1965 Sb. ve znění změn a doplňků). Užití částí nebo celku publikovaných textů – vč. publikovaných zpracovaných znění judikátů –, rozmnožování a šíření jakýmkoli způsobem (zejména mechanickým nebo elektronickým) bez výslovného svolení vydavatele je **zakázáno**.*

Ediční kruh: Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., Ing. Petr Dvořák, Ing. Věra Kameníčková, CSc., Doc. Ing. Evžen Kočenda, PhD., Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc., Doc. Ing. Karel Půlpán, CSc., Ing. Ondřej Schneider, PhD. (předseda), Ing. Miroslav Singer, PhD., Mgr. Kateřina Šmídková, PhD., Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc., Doc. Ing. Miloslav Vošvrda, CSc.

Redakční rada: Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., PhD. Zdeněk Drábek, Ing. Petr Dvořák, Gabriel Eichler, Ing. Michaela Erbenová, PhD., Ing. Milena Horčicová, CSc., Ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., Prof. Ing. Kamil Janáček, CSc., Ing. Tomáš Ježek, CSc., Ing. Jiří Jonáš, Ing. Jan Klacek, CSc., Ing. Ivan Kočárník, CSc. (předseda), Ing. Jiří Kunert, Ing. Pavel Kysilka, CSc., Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc., Ing. Jan Mládek, CSc., Prof. Ing. Lubomír Mlčoch, CSc., Ing. Jiří Pospíšil, Doc. Ing. Zbyněk Revenda, CSc., Ing. Pavel Štěpánek, CSc., Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc., Doc. Ing. František Turnovec, CSc., Prof. Dr. František Vencovský, Prof. Ing. Karol Vlachynský, CSc.

Česká zkušenost s „bublinami“ a finančními krizemi

Josef TOŠOVSKÝ*

Transformace a „bubliny“: úvodní otázky

Finanční krize nejsou v ekonomické historii ničím novým. Každá nová krize má však své specifické rysy, které ji odlišují od těch předchozích. V české zkušenosti posledních deseti let byly významným rysem „bubliny na kapitálovém trhu a trhu nemovitostí“ (dále jen „bubliny“). Nicméně v literatuře nebyla dosud tomuto fenoménu věnována dostatečná pozornost. Tento článek se proto zaměřuje na popsání tohoto jevu a na vymezení úlohy „bublin“ v české ekonomice v průběhu transformace a finanční krize.

Je dobře známo, že na počátku transformace měla česká ekonomika ve srovnání s ostatními tranzitivními ekonomikami velmi dobrou startovní pozici. Očekávalo se, že Česká republika rychle provede reformy a ve velmi krátké době se zařadí mezi země s vyspělou ekonomikou. Nyní, o deset let později, je zřejmé, že skutečně dosažené výsledky počátečnímu optimizmu neodpovídají. Mnoho pozornosti bylo již věnováno nízké výkonnosti české ekonomiky; současný pohled na českou ekonomiku je ještě pesimističtější. Politické diskuze se však obvykle soustřeďují pouze na řízení poptávky a rychlost reformních kroků.

Otázka, zda mohla k negativnímu posunu v hodnocení perspektiv české ekonomiky přispět teorie „bublin“, se neklade příliš často. Za klíčové otázky lze v tomto kontextu považovat následující:

- Můžeme říci, které faktory činí tranzitivní ekonomiku zranitelnou vůči působení finančních krizí a které vůči působení „bublin“?
- Jsou některé z těchto faktorů specifické pro českou transformaci?
- Vyplývají z české zkušenosti nějaká ponaučení?

Vzestup a pád české ekonomiky

Česká zkušenost s finanční krizí je velmi čerstvá. Koncem jara 1997, kdy nově se rozvíjející trhy byly zasaženy důsledky asijské krize, byla česká koruna vystavena měnovým turbulencím a následně vydána na milost a nemilost volnému floatingu. V porovnání s asijskou krizí nebyly bezprostřední důsledky turbulencí koruny samy o sobě tak silné. Avšak i v českém pří-

* Doc. Ing. Josef Tošovský – guvernér České národní banky

Článek vychází z příspěvku, který pod názvem „New Challenges for Monetary Policy – Practical Experience with Asset Bubbles and Financial Crises: The Czech Experience with Asset Bubbles and Financial Crises“ přednesl autor na sympoziu „New Challenges for Monetary Policy“ pořádaném Federal Reserve Bank of Kansas City v Jackson Hole, Wyoming.

	1994	1995	1996
<i>reálná ekonomika</i>			
růst HDP	x	6,4	3,9
konečná spotřeba	x	4,2	6,2
investice	x	23,1	13,0
veřejné rozpočty (k HDP)	0,5	0,2	-1,4
obchodní bilance (k HDP)	-3,1	-7,1	-10,3
růst nominálních mezd	18,5	18,5	18,4
inflace (CPI)	10,0	9,1	8,8
<i>finanční ukazatele</i>			
úroková sazba (3M)	12,65	10,93	12,67
finanční účet (k HDP)	8,4	16,2	7,6
růst devizových rezerv k HDP	5,9	14,7	-1,4
růst M2	19,9	19,8	9,2
růst úvěrů	14,6	13,7	10,8
apreciace indexu nominálního měnového kurzu	0,0	0,0	2,3
index CNB 120 (BCPP)	993	697	789
růst průměrné ceny nové dokončených bytů ^a	52,72	28,77	23,84
<i>bankovní sektor</i>			
čistý zisk/aktiva (banky)	x	0,71	0,60
kapitálová přiměřenost (banky s platnou licenci)	x	10,21	9,81

poznámka: ^a v r. 1990: 6,65 %, 1991: 16,10 %, 1992: 37,42 %, 1993: 34,70 %
 pramen: výroční zprávy; bulletin ČNB, ČSÚ

padě došlo k propadu HDP a v domácí ekonomice stále přetrvávají některé symptomy finanční krize. Zejména bankovní portfolia jsou zatížena velkým objemem nedobytých půjček.

Tabulka 1 ukazuje, že po rozdělení Československa v r. 1992 došlo k oživení růstu HDP a nastalo období konjunktury. Byla to doba všeobecného optimismu, vysokého nárůstu mezd, spotřeby a investic. Nadměrná poptávka vedla k růstu obchodního deficitu a k pokračování inflace. V r. 1996 dosáhla vnější nerovnováha alarmující úrovně a veřejné rozpočty směřovaly k deficitu.

V období české ekonomické expanze byla koruna vázána na měnový koš.¹ Vzhledem k inflačnímu diferencially byly nominální úrokové sazby vyšší než ve vyspělých zemích. Docházelo k masivnímu přílivu kapitálu. Korunový trh charakterizovala nadměrná poptávka, což vedlo k růstu rezerv centrální banky. Banky procházely obdobím úvěrové expanze a peněžní zásoba rychle rostla. Na nově vytvořeném akciovém trhu² se ceny akcií po poklesu v roce 1995 zotavily a trh nemovitostí byl ve fázi expanze.

¹ Po rozsáhlé devalvaci v r. 1990 a 1991 byla koruna až do května 1997 fixována na měnový koš tvořený DEM a USD s nezměněnou centrální paritou bez ohledu na fluktuace kurzu DEM/USD. Váha DEM v tomto koši byla asi 65 % a váha USD asi 35 %. V únoru 1996 bylo fluktuální pásmo rozšířeno z $\pm 0,5$ % na $\pm 7,5$ %.

² Institucionální rámec pro nově vznikající kapitálový trh byl vytvořen v r. 1992 přijetím zákona o cenných papírech, zákona o investičních fondech a zákona o burze cenných papírů. Byla založena Burza cenných papírů Praha (BCPP), RM-systém a Středisko cenných papírů (SC) pro přímé obchodování s akciemi.

	1994	1995	1996	1997	1998
<i>reálná ekonomika</i>					
růst HDP	x	6,4	3,9	1,0	-2,7
konečná spotřeba	x	4,2	6,2	0,6	-1,4
investice	x	23,1	13,0	-2,2	-6,6
veřejné rozpočty (k HDP)	0,5	0,2	-1,4	-1,7	-1,6
obchodní bilance (k HDP)	-3,1	-7,1	-10,3	-8,4	-4,5
růst nominálních mezd	18,5	18,5	18,4	10,5	9,3
inflace (CPI)	10,0	9,1	8,8	8,5	10,7
<i>finanční ukazatele</i>					
úroková míra (3M)	12,65	10,93	12,67	17,50	10,08
finanční účet (k HDP)	8,4	16,2	7,6	2,1	4,5
růst devizových rezerv k HDP	5,9	14,7	-1,4	-3,4	3,5
růst M2	19,9	19,8	9,2	10,1	5,2
růst úvěrů	14,6	13,7	10,8	10,4	-1,5
apreciace indexu nominálního měnového kurzu	0,0	0,0	2,3	-16,0	11,4
index CNB 120 (BCPP)	993	697	789	756	631
růst průměrné ceny nově dokončených bytů	52,72	28,77	23,84	20,41	7,52
<i>bankovní sektor</i>					
čistý zisk/aktiva (banky)	x	0,71	0,60	-0,18	-0,39
kapitálová přiměřenost (banky s platnou licencí)	x	10,21	9,81	9,51	11,96

prameny: výroční zprávy; bulletiny ČNB, ČSU

Jedním z výsledků těchto nerovnováh bylo 20% reálné zhodnocení koruny v r. 1995 (ve srovnání s r. 1993). Zahraniční zadluženost vzrostla z 25 % HDP v r. 1993 na 40 % HDP v r. 1995. Podíl klasifikovaných úvěrů na celkovém objemu úvěrů se pohyboval kolem 30 %. Zisky bankovního sektoru a kapitálová přiměřenost se začaly snižovat. Do konce r. 1996 tyto symptomy přilákaly pozornost mnoha českých i zahraničních ekonomů. Představa o hladké a úspěšné transformaci se začala rozpadat.

Reakcí na tento vývoj na jaře 1997 bylo použití fiskální korekce. K podpoře finanční soustavy sloužilo snížení povinných minimálních rezerv. Mezitím však zavládla mezi zahraničními investory ještě pesimističtější nálada. *Tabulka 2* ukazuje, že krátkodobý kapitál začal ze země unikat a nebyl nahrazován jinými formami financování. Úvěrová expanze se zastavila a došlo ke změně ve vývoji³ cen různých aktiv, např. majetkových cenných papírů nebo nemovitostí, stejně jako ve vývoji měnového kurzu. Zprávy o různých podvodech snižovaly důvěryhodnost domácího finančního sektoru.

15. května 1997 došlo k prudkému poklesu měnového kurzu, což vrhlo korunu do kolotoče turbulencí a nejistot. V časných ranních hodinách kurz prudce poklesl a dostal se na krátkou dobu na úroveň 5 % pod paritu. V důsledku externích impulzů se dopady opatření z r. 1997 projeví příliš pozdě a měnovým turbulencím již nebylo možné zabránit. Zranitelnost české

³ Na mnoha trzích se tato změna projevila v různých časových intervalech. Např. růst cen nemovitostí se značně zpomalil v r. 1995. Depreciace koruny začala na konci r. 1996. Index BCPP začal klesat v r. 1997.

ekonomiky v oblasti zahraničních vztahů byla ještě zdůrazněna širokou pozorností českých sdělovacích prostředků. První vládní „balíček“, který reagoval na problémy vnější nerovnováhy, nepřijaly finanční trhy dobře a považovaly ho za neadekvátní situaci. Nejistota na finančních trzích byla ještě umocněna politickým neklidem.

Přišel také významný vnější impulz. V Thajsku, kde místní měna poskytovala zahraničním investorům výnosy téměř odpovídající korunovým výnosům, vypukla měnová krize. Nákaza vyvolaná touto krizí se začala šířit a naznačovala možnost vzniku investičního rizika i na ostatních rozvíjejících se trzích. Právě v důsledku asijské krize začali zahraniční investoři rychleji přehodnocovat dostupné informace o rozvíjejících se trzích. Náhle věnovali mnohem větší pozornost varovným signálům jako např. výši deficitu běžného účtu nebo klasifikovaných úvěrů. V tomto nesnadném období domácí investoři následovali investory zahraniční a opustili korunový trh. V důsledku toho česká měna dočasně ztratila na důvěryhodnosti. 26. května večer rozhodla centrální banka po dohodě s vládou o zavedení plovoucího kurzu koruny.

Pokles české ekonomiky pokračoval i po skončení krize v r. 1997. V r. 1998 se dále zpomalil ekonomický růst, zejména v souvislosti s poklesem investiční poptávky. Veřejné rozpočty byly deficitní. Přestože vnější nerovnováha byla korigována, k oživení finančního sektoru nedošlo. Růst úvěrů se zastavil a banky se pohybovaly v červených číslech. To znamená, že chyběly některé podmínky pro rychlé ekonomické zotavení.

Charakteristické rysy transformace

Co bylo příčinou hospodářské konjunktury a následného poklesu v České republice? Tento vývoj nebyl pouze projevem hospodářského cyklu, ale i vlivu dalších faktorů. Zaměříme se nejprve na faktory společné všem tranzitivním ekonomikám.

Za prvé, tyto ekonomiky zdědily z předchozího období mnohé deformace. Nutné bylo provedení zásadních změn ve struktuře vlastnických vztahů, v cenových relacích a v míře otevřenosti. Tyto zásadní změny s sebou přinášejí strukturální změny jak v majetkových poměrech, tak v nabídce a poptávce; mění se obchodní partneři a roste poptávka po dříve nedostupném zboží.

Za druhé, tranzitivní ekonomiky procházejí obdobím velkých změn, ale jejich trhy jsou přitom v embryonálním stadiu. Na počátku transformace zcela chybí mnohé instituce nezbytné pro fungování trhů; před transformací neexistují zejména finanční trhy, tj. peněžní trh a kapitálový trh. S pokračující transformací se některé instituce rozvíjejí rychle, zatímco jiné zůstávají v počátečním stadiu velmi dlouho. Na jedné straně je třeba provést rozsáhlé strukturální změny, na druhé straně však existují mnohá omezení, která efektivnímu provedení těchto změn brání. V důsledku nedostatků ve fungování trhu nedostávají účastníci trhu všechny potřebné informace, dostupné informace nemohou správně vyhodnotit a tam, kde informace vyhodnoceny správně jsou, nemohou reagovat odpovídajícím způsobem.

Ex post je rozsah změn provedených v ČR pozoruhodný (a jen málokdo může tvrdit, že je dokázal předpovědět správně). Z *tabulky 3* je vidět, že došlo k významným změnám ve vlastnické struktuře. Zatímco na počátku transformace byly prakticky všechny společnosti a podniky v rukou státu,

	1994	1995	1996	1997	1998
vlastnická struktura: počet společností ve veřejném vlastnictví	16,5	13,1	11,1	9,7	x
vlastnická struktura: počet společností ve vlastnictví zahraničních subjektů	14,7	18,1	20,3	21,6	x
inflace CPI	10,0	9,1	8,8	8,5	10,7
inflace v segmentu regulovaných cen	9,0	9,7	11,2	19,7	20,7
příklad rozdílu v akcích: energetika/textilní průmysl ^a	1,19	1,47	2,20	4,41	4,23
vývoz do vyspělých ekonomik/vývoz celkem	64,5	66,0	63,6	65,2	69,1

poznámka: ^a V r. 1993 se oba indexy rovnaly 1000. V r. 1998 byl index textilního průmyslu 200 a index energetiky byl 846.

pramen: výroční zprávy; ČNB

v období do r. 1997 ztratilo veřejné vlastnictví silně na významu. Zahraniční účast v podnicích – zpočátku nulová – činila v r. 1997 více než 20 %.

Podobně výrazné byly v posledních deseti letech rozsáhlé úpravy cenových relací na zbožových i finančních trzích. Ačkoliv v letech 1990 a 1991 došlo na trhu zboží ke značným změnám, růst spotřebitelských cen a růst regulovaných cen byl odlišný ještě v r. 1998. Cenové relace spotřebního zboží tedy nebyly upraveny ani po 8 letech transformace. Finanční trhy prošly podobnými změnami. Vzhledem k tomu, že kapitálový trh vůbec neexistoval, nemohly výchozí cenové relace akcií odrážet očekávanou návratnost investic v alternativních sektorech. Výchozí cenové relace byly většinou určovány nabídkou obyvatelstva v rámci kuponové privatizace.⁴ V následujících letech existovaly na BCPP značné rozdíly v oborových indexech.

Liberalizace obchodu v průběhu transformace zvyšuje otevřenost domácí ekonomiky, a to zejména vůči vyspělým ekonomikám. Na počátku transformace činil podíl vývozu do vyspělých ekonomik 55 % z celkového vývozu, v r. 1998 to bylo již 70 % a během několika příštích let se očekává až 90 %.

Údaje v *tabulce 4* ukazují relativní důležitost finančních trhů v české ekonomice. Z těchto údajů je zřejmé, že některé trhy nejsou ještě dostatečně rozvinuté. Tato skutečnost může mít vliv na ekonomická rozhodování. Vzhledem k tomu, že kapitálový trh se nacházel na počátku svého rozvoje (v embryonální fázi)⁵, nemohl plnit svou základní úlohu, tj. být finanční al-

⁴ Projekt kuponové privatizace byl založen na převodu kuponů z rukou české vlády do rukou obyvatelstva. Občané, kteří se chtěli kuponové privatizace zúčastnit, zaplatili registrační poplatek 1000 Kč a obdrželi kuponovou knížku. Potom mohli učinit nabídku na nákup akcií, buď přímo, nebo prostřednictvím investičních fondů. Účetní hodnota kuponů v jedné knížce byla více než třicetkrát vyšší než zaplacený poplatek. Nabídkový proces byl použit proto, aby se překonala absence informací o cenách akcií. V první vlně, v prosinci 1992, občané, kteří investovali nepřímo (prostřednictvím investičních privatizačních fondů), obdrželi zálohu na své kupony, neboť fondy bojovaly o nové zákazníky. V červnu 1993 ti, kdo investovali přímo (nabídkou kuponů za akcie podniků v několika kolech), obdrželi akcie. V lednu 1994 občané, kteří investovali nepřímo, obdrželi akcie investičních fondů. Podobný scénář se opakoval i ve druhé vlně kuponové privatizace.

⁵ Kapitálový trh prošel obdobím důležitých změn v cenách akcií a navíc zde neexistovala jakákoliv nařízení a pravidla hry. Např. strategické obchody se realizovaly přímo, a proto index BCPP nezohledňoval velké transakce. Důležité informace o nabídce a poptávce po akciích tak chyběly.

	1994	1995	1996	1997	1998
kupony k nominálnímu HDP ^a	22,7	21,0	18,5	15,5	13,5
státní obligace v bankovním portfoliu k HDP	2,3	3,6	5,9	4,0	6,0
M2/HDP	73,6	75,1	72,2	73,8	72,1
poukázky ČNB k HNP ^b	7,4	10,2	7,4	9,1	14,1

poznámky: ^a vlastní odhad

V r. 1993 žádné kupony neexistovaly.

^b V r. 1993 žádné poukázky neexistovaly.

pramen: výroční zprávy; ČNB

ternativou bankovních úvěrů. V důsledku toho se poměr peněžní zásoby k HDP nesnížil a česká ekonomika byla i nadále značně závislá na situaci v bankovním sektoru. Je však zajímavé, že v ČR zůstal nedostatečně rozvinutý i trh obligací.

Specifické rysy české transformace

Zaměříme se nyní na tři kategorie otázek, které byly specifické pro ČR, neboť souvisely s jejím specifickým přístupem k transformaci.

Za prvé, privatizační strategie zvýšila zranitelnost české ekonomiky. Původní ceny akcií kuponové privatizace zohledňovaly jak poptávku obyvatelstva a investičních fondů po cenných papírech, tak i nominální hodnotu aktiv privatizovaných podniků. Tato hodnota odrážela efektivitu hospodaření těchto podniků v centrálně plánované ekonomice. To nevyhnutelně vedlo k období, ve kterém se ceny akcií teprve musely změnit tak, aby odrážely ziskovost podniků v tržní ekonomice (období „iracionálních cen“). Je nutné poznamenat, že jiné tranzitivní ekonomiky, které dávaly přednost metodám přímé privatizace, se s tímto problémem neseťkaly v tak rozsáhlém měřítku.

Za druhé, ČR nekladla dostatečný důraz na utváření institucionálního rámce. Zejména některé důležité zákony (zákon o bankrotu) vstoupily v platnost až v pozdní fázi transformačního procesu. Rovněž některé důležité řídicí orgány byly zřízeny velmi pozdě (např. Komise pro kapitálový trh).⁶ V důsledku toho byly mechanismy, které by uvedly původní cenové relace finančních aktiv do souladu s jejich návratností, neúčinné a období iracionálních cen bylo mnohem delší, než bylo třeba. Zde je třeba opět poznamenat, že jiné tranzitivní ekonomiky přijaly důležité zákony a nařízení dříve, a proto v nich k přizpůsobení iracionálních cen došlo za poměrně krátkou dobu.

Za třetí, v důsledku rychlé liberalizace finančních toků se zvýšila finanční otevřenost české ekonomiky. Interakce mezinárodních a domácích hráčů měla na ekonomiku velký vliv. Je třeba dodat, že ve všech tranzitivních ekonomikách tomu tak nebylo. Některé z nich zaváděly konvertibilitu domácí měny mnohem pomaleji a nebyly vystaveny tak silným kapitálovým tokům.

Věnujme se nyní podrobněji specifickým rysům české transformace, které zvýšily zranitelnost české ekonomiky. Jak již bylo uvedeno, kombinace pri-

⁶ Dva důležité zákony byly přijaty, resp. novelizovány až v dubnu 1998: zákon o konkurzu a vyrovnání a zákon o Komisi pro cenné papíry, která působí jako řídicí orgán pro kapitálový trh.

vatizační strategie s pomalou institucionální reformou vyvolala závažný a dlouhotrvající problém iracionálních cen akcií. V důsledku toho nedošlo k přizpůsobení ani cen ostatních aktiv. Vzhledem k transformační nejistotě poskytovaly banky úvěry buď dobře známým klientům, nebo těm, kteří mohli poskytnout kolaterál. Kolaterálový trh se však ještě nacházel v embryonálním stadiu. Byl charakteristický nízkou likviditou kolaterálů. Jejich iracionální ceny zkracovaly hodnocení výnosu z úvěrů. To se postupně projevilo ve zhoršování portfolií bank. Kromě toho banky nemohly investovat do státních obligací, neboť trh obligací byl velmi slabý v důsledku nízkého oficiálního vládního dluhu.⁷ Jakmile banky začaly přizpůsobovat svá portfolia, staly se úvěry na financování investičních projektů obtížně dostupné, což mělo – v důsledku závislosti na úvěrech – mnohem větší dopad na reálnou ekonomiku, než tomu bylo v jiných tranzitivních ekonomikách (viz tabulka 4).

Obyvatelstvo podleho „kuponové iluzi“. Bylo obtížné odhadnout rozsah převáděného majetku. Občané předpokládali, že příslib některých investičních fondů (koupit akcie z kuponové privatizace za cenu 10krát vyšší, než byla cena původní) je vymahatelnou smlouvou odrážející neveřejné informace o výnosnosti privatizovaných podniků. Spotřebitelský boom v letech 1994/95 byl do značné míry výsledkem této „kuponové iluze“. Připomeňme, že poměr akcií kuponové privatizace v držení obyvatelstva k HDP byl v roce 1993 nulový a v r. 1994 činil více než 20 %; později však klesl. Protože hospodářské subjekty braly při rozhodování o spotřebě v úvahu iracionální ceny aktiv, docházelo k nadměrné poptávce, což mělo vedlejší účinek na trh zboží a trh nemovitostí. Převis poptávky na obou trzích byl způsoben nedostatkem zkušeností s tržní ekonomikou. Např. do r. 1997 byla nezaměstnanost v ČR nižší než 3,5 %.⁸ Občané necítili potřebu zvýšit míru úspor. Místo toho, aby ukládali jednorázové příjmy z kuponové privatizace na horší časy, raději je utráceli.

Často se klade otázka, zda by zahraniční hráči, jako např. „hedge funds“, mohli vyvolat finanční krizi. Zkušenosti ČR ukázaly, že mezinárodní hráči do značné míry přispěli k domácí konjunktuře i k následnému útlumu poté, co došlo k finanční liberalizaci. Přestože mezinárodní hráči zvýšili efektivnost českých finančních trhů a dodali nezbytné finanční prostředky, z hlediska volatility byla jejich přítomnost nákladná.

Poptávka zahraničních hráčů po domácích aktivech byla vzhledem k velikosti domácích trhů značná. Tito hráči vstoupili na trh v době domácí konjunktury. Privatizace spolu s vysokými nominálními úrokovými sazbami vytvářela v období vázanosti koruny na měnový koš zajímavé příležitosti pro investování. Mezinárodní hráči zvýšili poptávku po různých domácích aktivech, např. depozitech, akciích z kuponové privatizace a nemovitostech. Domácí politika se nedokázala vyrovnat s dopadem přílivu kapitálu na peněžní trh. Měnové podmínky byly značně uvolněné, a to dokonce i v podmínkách masivní sterilizace.

⁷ V době transformace existují dva druhy veřejného dluhu. Oficiální dluh vzniká z veřejného deficitu. Skrytý dluh odráží nestandardní fiskální transakce, které nejsou kryty z pravidelných příjmů. Např. podpora bankovního sektoru nebo velkých státních podniků může být financována z příjmů z privatizace nebo nepřímo prostřednictvím státních bank. V případě ČR je skrytý dluh přibližně stejně velký jako dluh oficiální, a proto byl objem obligací obchodovaných na trhu uměle nízký.

⁸ V r. 1994 činila míra nezaměstnanosti 3,2 %, v r. 1995 2,9 %, v r. 1996 3,5 %, v r. 1997 5,2 % a v r. 1998 7,5 %.

Zkušenosti ČR ukázaly, že druhým důležitým charakteristickým rysem mezinárodních hráčů bylo to, že reagovali mnohem rychleji než hráči domácí, protože podobné situace již mnohokrát zažili. Domácím hráčům zkušenost s tržní ekonomikou chyběla. Mezinárodní hráči tak přispěli ke zkrácení období mezi konjunkturou a krizí, zatímco politika reagovala se stále stejným zpožděním.

Je také pravda, že mezinárodní hráči měli při svých rozhodováních k dispozici větší množství informací než hráči domácí. Porovnávali relativní výnosy na trzích rozvíjejících se ekonomik a prováděli mezinárodní komparace.⁹ Na jejich základě pak přehodnotili prémii za riziko plynoucí z poskytování úvěrů rozvíjejícím se trhům, což vyvolalo šíření nákazy v roce 1997.

Ponaučení z české zkušenosti

První ponaučení, které je třeba si z české zkušenosti s transformací vzít, je, že *přechod od centrálně řízené ekonomiky k ekonomice tržní má několik neodvratných rysů, jež činí ekonomiku zranitelnou vůči finančním krizím.*

Prvním rysem je tzv. transformační vlna. V době transformace má poptávka po zboží a aktivech specifický charakter daný potřebou strukturálních změn ve vlastnické struktuře, cenových relacích a otevřenosti. Např. v počáteční fázi transformace dochází k liberalizaci obchodních toků; je to první příležitost pro domácí spotřebitele začít nakupovat dovážené zboží, které po 40 let nebylo k dispozici buď vůbec, nebo jen na černém trhu. Podobná situace vzniká v oblasti investiční poptávky po nově dostupných technologiích. Další poptávková vlna přichází s privatizací, která odstraňuje nedostatek likvidity v některých sektorech. V ČR navíc prudce vzrostla potřeba, když občané obdrželi hotovost za své akcie z kuponové privatizace.

Transformační vlny jsou zcela logické a vyskytují se ve všech tranzitivních ekonomikách. Přestože zvyšují efektivitu a v dlouhodobé perspektivě jsou přínosem, jejich existence je vážným problémem pro tvůrce politiky. Tyto transformační vlny se prolínají s hospodářskými cykly a „bublinami“. Zvyšují volatilitu, neboť jejich důsledky – např. velký obchodní deficit – jsou podobné důsledkům hospodářské konjunktury. Pravděpodobnost finančních krizí je tedy v důsledku těchto vln v tranzitivní ekonomice vyšší než ve vyspělé tržní ekonomice.

Druhým důležitým rysem společným pro tranzitivní ekonomiky je transformační nejistota. V době transformace se ekonomická rozhodnutí činí v podmínkách mnohem větší nejistoty než ve vyspělých tržních ekonomikách. Tranzitivní ekonomika se nepohybuje hladce od jedné rovnováhy ke druhé a celá trajektorie tohoto pohybu se může změnit po každém provedeném reformním kroku. Jak rozsah, tak i následky transformačních změn¹⁰ je obtížné předpovědět. Kromě toho domácím subjektům chybějící zkušenosti s tržními ekonomikami, a proto mají tendenci podceňovat jednotlivá rizika.

Transformační nejistota ovlivňuje všechny sektory, nejvíce však sektor finanční. V počáteční fázi transformace domácí banky postrádají know-how pro hodnocení a řízení svých portfolií. V důsledku transformační nejistoty

⁹ Některá srovnání byla velmi zajímavá, jako např. korelace mezi českou korunou a thajskou měnou.

¹⁰ Je však také obtížné odhadnout načasování („timing“). Např. úprava cen závisí na transformační strategii dané vládou, neboť po volbách může strategie doznat značných změn.

je navíc velmi obtížné vytvářet ekonomické prognózy a rozpoznat ziskové investiční projekty. Zranitelnost bankovního sektoru je i proto mnohem vyšší než v tržních ekonomikách.

Třetím rysem společným pro všechny tranzitivní ekonomiky je embryonální stadium finančních trhů. V důsledku embryonální fáze rozvoje neposkytují tyto trhy správné podněty pro ekonomická rozhodování, neposkytují mechanismy, které by umožnily zkrátit období formování racionálních cen, a zvyšují tak pravděpodobnost nákladných finančních krizí. Kapitálový trh v embryonální stavu komplikuje proces změn ve vlastnické struktuře. Nemůže ani snížit transformační nejistotu tím, že by poskytl jakékoliv další informace o ziskovosti projektů.

Druhým ponaučením je, že *některé rysy transformace jsou specifické pro reformu v té které zemi*. Zkušenosti ČR ukazují, že tyto rysy mohou přispívat ke zvýšení zranitelnosti domácí ekonomiky vůči „bublinám“. Je třeba zdůraznit, že zatímco reforma nevyhnutelně vytváří transformační vlny, zranitelnost vůči „bublinám“ souvisí spíše se specifickými rysy české transformace. Znamená to, že některým „bublinám“ se lze vyhnout nebo je omezit, pokud se k důležitým reformním krokům, jako je liberalizace nebo privatizace, bude přistupovat s vědomím jejich rizika.

Jak již bylo řečeno, již samotná privatizační metoda může vytvořit „bublinu“ na kapitálovém trhu. Jestliže jsou instituce slabé, může být období iracionálních cen poměrně dlouhé a „bubliny“ mohou následně vzniknout i na jiných trzích, jak se zbožím, tak s finančními aktivy. Privatizační metoda může vyvolat i další morální hazard. V ČR velké banky do určité míry spoléhaly na svou pozici „too big to fail“. A aby situace byla ještě komplikovanější, jedním z jejich největších akcionářů byl Fond národního majetku. Banky tak byly vtaženy do strategického obchodování s cennými papíry z kuponové privatizace a vystavily se velkému riziku, jen aby získaly pozici na nově vznikajícím kapitálovém trhu.

Schéma česká kuponové privatizace je dobrým příkladem toho, jak velmi nesnadné je v transformačním období rozlišit „bubliny“ od následků strukturálních změn. Vzhledem k transformační nejistotě bylo po první vlně kuponové privatizace velice obtížné předpovědět, že většina cen bude nadhodnocena, ačkoliv bylo jasné, že relativní ceny se musejí změnit. Naproti tomu fakt, že nejistota je mnohem vyšší v tranzitivní ekonomice než v ekonomice tržní, byl velmi dobře znám ex ante. Bylo tudíž nerozumné podceňt rizika spojená s investováním do cenných papírů.

Finanční otevřenost české ekonomiky byla v důsledku reformní koncepce k kapitálovým omezením vysoká. Bez vzájemného působení mezinárodních hráčů a investičních fondů a bank v průběhu privatizace by „bubliny“ na kapitálovém trhu byly mnohem menší a domácí politika by je zvládala lépe. Také vedlejší účinek na devizový trh by nebyl tak škodlivý.

Třetím ponaučením je, že *v době transformace by tvůrci politiky měli pozorně sledovat vzájemné působení ekonomických cyklů, transformačních vln a „bublin“ a být si vědomi toho, že reformní kroky přispívají ke zranitelnosti ekonomiky vůči „bublinám“ a finančním krizím*. Tvůrci politiky tak stojí před skutečným problémem. Je zapotřebí vytvořit stabilní ekonomické prostředí, nezbytné pro makroekonomickou stabilizaci. Je proto důležité reagovat na „bubliny“ hned, jakmile se objeví. V době transformace je však velmi obtížné odlišit „bublinové symptomy“ od transformačních vln, které zranitelnost zvyšují nepřímo.

Pro kompenzaci vyšší zranitelnosti, která je nevyhnutelná vzhledem k nezbytným změnám, by tvůrci politiky měli koncipovat reformu tak, aby transformační nejistota byla co nejnižší. Některé změny probíhají postupně a jsou určovány situací na trhu – např. změna obchodních partnerů. Některé jsou však zásadnější a navrhuje je zejména vláda. Velmi užitečný může být střednědobý fiskální plán, který zahrnuje strategii cenových úprav, fiskální cíle a privatizační plány. Klíčová je institucionální reforma. Legislativní reforma by měla zejména zajistit, aby nedocházelo ke snižování hodnoty finančních aktiv v důsledku neexistence pravidel, např. v oblasti používání kolaterálu. Domácí ratingové agentury mohou zvýšit transparentnost podnikových financí a rovněž doplnit roli menšinových akcionářů při hodnocení hospodaření bank.

Čtvrtým poučením je, že *ke vzniku „bublin“ přispěla skutečnost, že privatizace nebyla doprovázena dostatečně razantní reformou institucionální.* Některé faktory, které způsobily posun od konjunktury ke zpomalení, byly tudíž jedinečné, neboť institucionální reforma na konci 90. let pokračovala a pro privatizaci bank byla použita přímá metoda.

SUMMARY

JEL Classification: E44, P24

Keywords: transition – asset bubbles – financial crisis

The Czech Experience with Asset Bubbles and Financial Crises

Josef TOŠOVSKÝ – Governor of the Czech National Bank

Every new financial crisis contains specific features that distinguish it from previous ones. The Czech experience of the past ten years has not often been linked with the theory of asset bubbles although this phenomenon has received a lot of attention in economic literature recently. This paper defines the role of asset bubbles in the Czech economy during its transformation. It elucidates the factors which make transition economies vulnerable to financial crisis and asset bubbles, arguing that such developments were not exclusively the result of the business cycle. Concentrating first on features common to all transition economies, the paper goes on to consider three categories of issues specific to the Czech Republic. As a result of these specific features, the business cycle in the Czech economy interacted with transitional waves and asset bubbles. Four lessons are therefore derived from the Czech experience with waves, cycles, and bubbles during its economic transformation.