DT: 338.124.4:336.74
klíčová slova: měnové krize – finanční krize

K příčinám měnových krizí – empirie a teorie

Mojmír HELÍSEK *

1. Úvodem

Měnové, resp. finanční krize můžeme v posledních desetiletích sledovat již od 60. let 20. století v rámci brettonwoodského systému, včetně samotného jeho rozpadu počátkem let sedmdesátých. V rámci tohoto systému došlo v letech 1946–71 k více než jednomu tisíci devalvací měnových kurzů, většinou ze strany rozvojových zemí. Šlo přitom obvykle o devalvace nikoliv dumpingového, nýbrž stabilizačního typu, tudíž pro pojem měnová krize relevantní. Brettonwoodský systém byl proto oprávněně již od 60. let označován za „systém pro vytváření krizí." V následujících 70. a 80. letech byly měnové kurzy všeobecně rozkolísané (částečnou výjimkou byl např. od r. 1979 Evropský měnový systém); v této souvislosti je v literatuře věnována obvykle největší pozornost vlnám zhodnocování a znehodnocování amerického dolaru (1979–85, 1985–87, 1988–89). V nedávných letech šlo dále zejména o krizi mechanizmu měnových kurzů (ERM) Evropského měnového systému v letech 1992–93, dále o krizi v Mexiku 1994–95, v jihovýchodní Asii 1997, v Rusku 1998 a v Brazílii 1998–99. Se zobecněním je zatím nutné vyčkat v případě Argentiny z přelomu let 2001/02.

Problém měnových, resp. finančních krizí zahrnuje řadu aspektů, od popisu průběhu krizí k jejich důsledkům a k nápravným opatřením včetně systémového řešení (tzv. nová mezinárodní finanční architektura), předvídání krizí pomocí „systému včasného varování" (s příslušnými signály a indexy zranitelnosti) s možností předcházení krizím ad.

Tento článek je zaměřen na další dílčí problém, a sice (po úvodním vymezení pojmů) na zobecnění empirických poznatků o příčinách měnových krizí a dále na vybrané teoretické modely těchto příčin. Záměrem autora je vytvořit zobecňující přehled tohoto dílčího aspektu měnových krizí. Článek proto využívá výsledky některých rozsáhlých studií empirického charakteru,[1] resp. prací, které vymezují příčiny krizí „pouze" kvalitativní charakteristikou bez formálního testování. Zobecněné příčiny jsou v článku dokumentovány statistickými údaji o vývoji vybraných ekonomických veličin, které jsou relevantní pro hlavní měnové krize v 90. letech. V násle-

* Vysoká škola ekonomická, Praha (helisek@vse.cz)

[1] V české literatuře se lze seznámit se shrnutím závěrů některých z dále uvedených (a také dalších) výzkumů v práci (Frait – Komárek, 1999), resp. ve (Frait – Varadzin, 1999).

dující teoretické části jsou dále rozlišeny dva hlavní přístupy teoretických modelů příčin měnových krizí, tj. přístup vycházející z fundamentálních příčin a přístup vycházející ze sebenaplňujících se očekávání devalvace. Dalším problémem pak je vysvětlení nakupení (rozptylu) měnových krizí – často také označovaného jako nákaza.

2. Vymezení pojmů

Pod *měnovou krizí* se v odborné literatuře nejčastěji rozumí spekulativní útok na určitou měnu ve smyslu útěku od domácí měny k zahraničním měnám, který je vyvolán obavou z možné devalvace (depreciace) kurzu domácí měny, a tudíž z poklesu výnosnosti finančních aktiv denominovaných v postižené měně. To vede k odčerpávání oficiálních devizových rezerv a k prudkým výkyvům kurzu postižené měny, k jeho devalvaci případně i k změně kurzového režimu z kurzu fixního na flexibilní. K označení těchto krizí je používána rozmanitá terminologie. Jako alternativní pojem se objevuje zejména „krize platební bilance". Např. Krugman rozlišuje „problém platební bilance", což znamená, že ekonomika postupně ztrácí devizové rezervy, a „krizi platební bilance", kdy „spekulanti anticipující opuštění fixního měnového kurzu se snaží získat vládní rezervy zahraničních peněz", resp. kdy „spekulanti útočí na měnu" (Krugman, 1979, s. 319 a 324). Jinde charakterizuje Krugman krizi platební bilance jako „ostrou změnu v oficiálních devizových rezervách vyvolanou změnou v očekáváních budoucího měnového kurzu" či jako „náhlou ztrátu důvěry ve slib centrální banky držet v budoucnu fixní měnový kurz" (Krugman – Obstfeld, 2000, s. 502, 526). Jiní autoři hovoří o „devizové krizi"[2], případně o „devalvační krizi" nebo o „krizi měnového kurzu".

K *identifikaci měnových krizí* jsou využívány jejich výše uvedené projevy. MMF (IMF, 1998) rozlišuje dvojí přístup. V jednodušším přístupu jde o konstatování výrazného znehodnocení měnového kurzu.[3] Mohou však také existovat útoky odražené na vrub měnových rezerv centrální banky, kdy dochází k výraznému poklesu těchto rezerv, nebo odražené pomocí růstu úrokových sazeb, případně využitím obojího. Pro složitější exaktní určení měnových krizí jsou proto využívány speciální „indexy spekulativních tlaků" jako vážený průměr změn uvedených tří veličin (kurzu, rezerv, úrokové sazby). Za krizi pak bývají považovány určité extrémní hodnoty indexu. Pokud se podle tohoto indexu měnová krize objevila ve zkoumané zemi za méně než 18 měsíců od krize předchozí, jsou v přístupu MMF považována obě tato krizová období za krizi jednu.

Od měnové krize je nutné odlišovat *bankovní krize*. Oba jevy mohou mít obdobné příčiny a jsou často spojeny (viz dále). Bankovní krize znamená

---

[2] Podle Sachse při devizové krizi „účastníci trhů přesouvají náhle svou poptávku z aktiv v domácí měně do aktiv v zahraniční měně, čímž v souvislosti se systémem pevných měnových kurzů vyčerpávají devizové rezervy centrální banky" (Sachs, J. D.: Alternative Approaches to Financial Crises in Emerging Markets. In: Kahler, 1998, s. 248).

[3] Pro ilustraci MMF uvádí přístup, který užívají Frankel a Rose (1995); v jejich terminologii jde o „měnový krach". K tomu dochází při alespoň 25% nominálním znehodnocení dolarového kurzu za rok při zvýšení meziroční míry depreciace o 10 p.b. Smyslem druhé podmínky je nepovažovat za měnovou krizi vysoké trendy znehodnocování v zemích s vysokou inflací.

– v pojetí MMF – skutečný nebo potenciální *run* na banky vyvolaný obavou z neschopnosti bank splácet své závazky. Projevem této bankovní krize je buď odliv depozit a následný odklad splácení závazků, nebo k tomuto hrozícímu odkladu nedojde, poskytne-li vláda silnou pomoc.

Pro názornou představu o četnosti takto vymezených měnových a bankovních krizí poslouží výzkum provedený MMF (IMF, 1998). V období 1975–97 bylo sledováno 53 zemí (z toho 22 průmyslových zemí a 31 rozvojových zemí). Bylo zjištěno 158 měnových krizí, z toho v 55 případech šlo o tzv. měnový krach.[4] Ve sledovaných zemích dále došlo k 54 bankovním krizím.

Podobně bylo v práci (Kaminsky – Reinhart, 1999) vysledováno v období 1970–95 ve 20 zemích (5 rozvinutých a 15 rozvojových) 76 měnových krizí, např. po sedmi v Argentině a Chile, šest ve Španělsku, po pěti v Brazílii a Venezuele apod.[5] Dále bylo identifikováno 26 bankovních krizí.

Frankel a Rose (1995) zkoumali 106 rozvojových zemí v letech 1971–92. Objevili 117 měnových krizí (v jejich terminologii „měnových krachů") podle výše uvedeného kritéria. Krize probíhající za sebou v rámci tříletého období byly považovány za krizi jednu. Tímto „zarámováním" bylo vyloučeno 74 krizí.

Měnové a bankovní krize jsou často spojeny, od konce 80. let se častěji než dříve objevují obě krize současně. Podle MMF častěji předcházejí měnovým krizím krize bankovní. Stejný názor mají i Kaminsky a Reinhart – hovoří dokonce o „jistotě začarovaného kruhu, ve kterém měnový kolaps podkopává již tak churavý sektor bankovní" (Kaminsky – Reinhart, 1999, s. 491).

Systémová finanční krize (zkráceně „finanční krize") znamená přerůstání důsledků měnové nebo bankovní krize do nepříznivých efektů v reálné ekonomice. „Systémové finanční krize jsou potenciálně těžké rozpady finančních trhů, které (při zhoršení schopností trhů efektivně fungovat) mohou mít silné nepříznivé dopady na reálnou ekonomiku." (IMF, 1998, s. 75) Finanční krize obvykle zahrnují měnovou krizi, měnová krize však do krize finanční vyústit nemusí.[6]

---

[4] Referenčními zeměmi byly Německo pro evropské země a USA pro neevropské země. V použitém indexu spekulativních tlaků ke sledování měnové krize nebyly zahrnuty úrokové sazby z důvodu nedostatku srovnatelných údajů o tržních úrokových sazbách z řady rozvojových zemí. Váhy pro zbývající dvě komponenty (kurz, rezervy) byly vybrány tak, aby vyrovnaly rozptyl obou komponent s cílem zabránit dominanci jedné z nich. Prahová hodnota byla stanovena na 1,5násobek smíšené směrodatné odchylky kalkulovaného indexu plus střední hodnota indexu. Za tzv. měnový krach byl považován vývoj, kdy kurzová komponenta indexu dosahovala více než 75 % hodnoty indexu. Krize, které byly vyvolány společným šokem, případně se nákazově šířily, byly považovány za samostatné krize v jednotlivých zemích, nikoliv za krizi jednu.

[5] Také v tomto případě je v indexu identifikace měnové krize, resp. (v originálním vyjádření) krize platební bilance (nazývaném zde „index turbulencí měnového trhu") zohledněna pouze změna nominálního měnového kurzu a oficiálních devizových rezerv, bez změn úrokových sazeb. V obou výzkumech jsou sestavovány modifikované indexy pro období s vysokou mírou inflace. Oba výzkumy se shodně odvolávají na index spekulativních tlaků, který zavedli Eichengreen, Rose a Wyplosz v r. 1995 (opakuje se v práci z r. 1996).

[6] Odlišná terminologie se projevuje i v tomto případě. Např. Sachs považuje za „tři hlavní typy mezinárodních finančních krizí" krizi fiskální (kdy vláda ztrácí schopnost splácet své zahraniční dluhy a získávat nové zahraniční půjčky), výše zmíněnou krizi devizovou a dále krizi bankovní (standardně vymezenou). Viz Sachs in: (Kahler, 1998, s. 248).

TABULKA 1 Znehodnocení nominálního měnového kurzu
(národní měnové jednotky za 1 USD, roční průměr, v %)

	1992	*1993*	*1994*	*1995*	*1996*	*1997*
Mexiko	2,5	0,7	8,3	90,2	18,4	4,2
	1995	*1996*	*1997*	*1998*	*1999*	*2000*
Thajsko	–0,9	1,7	23,8	31,9	–8,6	6,1
Jižní Korea	–4,0	4,3	18,3	47,3	–15,2	–4,9
Malajsie	–4,6	0,5	11,8	39,5	–3,2	0,0
Filipíny	–2,7	2,0	12,4	38,8	–4,4	13,1
Indonésie	4,1	4,2	24,2	244,2	–21,6	7,2
	1996	*1997*	*1998*	*1999*	*2000*	*2001*
Rusko	12,3	13,0	67,8	153,7	14,3	3,7
Brazílie	9,4	7,3	7,8	56,3	0,8	28,9

poznámka: – znamená zhodnocení kurzu domácí měny.
zdroj: International Financial Statistics. Yearbook 2001. May 2002. IMF, Washington D. C., 2001, 2002.

Tabulka 1 ilustruje měnové krize v Mexiku, jihovýchodní Asii, Rusku a Brazílii pomocí míry znehodnocení nominálního měnového kurzu. Období zahrnuje dva (případně tři) roky před vypuknutím krize a následující roky po krizi. Datování krizí: Mexiko – prosinec 1994, Thajsko – červenec 1997, Jižní Korea – říjen 1997, Malajsie – srpen 1997, Filipíny – červenec 1997, Indonésie – srpen 1997, Rusko – srpen 1998, Brazílie – leden 1999.

3. Příčiny měnových krizí – empirické poznatky

Jako příklad stručného učebnicového vymezení příčin měnových krizí lze uvést práci *Krugmana a Obstfelda* (2000). Autoři zobecňují několik „velmi jasných ponaučení vyplývajících z pečlivého studia nedávných krizí v Latinské Americe a jinde“ (s. 710n.): (1) Důvěra v režim fixního kurzu povzbuzuje příliv zahraničního kapitálu. To je spojeno s reálnou apreciací kurzu a s deficitem běžného účtu, což vede k náchylnosti ke spekulativnímu útoku. (2) Bankovní systém se vyznačuje morálním hazardem a slabou vládní kontrolou. (3) Dochází k chybnému načasování reformních kroků. Otevření kapitálového účtu by mělo být načasováno až do doby po „posílení“ domácího finančního systému. (4) I na pohled zdravé ekonomiky mohou být ohroženy krizí důvěry vyvolanou událostmi jinde ve světě. Dochází k dominovému efektu známému jako nákaza.

Řada specializovaných studií obsahuje podrobnější rozbor příčin měnových krizí, který však nevychází ze speciální empirické analýzy. Např. *Sachs* ve výše uvedené studii (Kahler, 1998) hovoří o „čtyřech spouštěcích mechanizmech“ (které vztahuje ke všem třem svým uvedeným typům finančních krizí): (1) exogenní šoky, které vedou účastníky trhů k přehodnocení schopnosti centrální banky, vlády či komerčních bank dodržet své závazky (růst světových úrokových sazeb, „kolaps“ reálných směnných relací apod.); (2) šok ze strany hospodářské politiky, přesněji ekonomická reforma jako např. liberalizace peněžního trhu; (3) vyčerpání zdrojů úvěrů, kdy po předchozím silném přílivu kapitálu ze zahraničí a s tím spojené apreciaci reálného měnového kurzu dochází následně

k obrácenému vývoji kapitálových toků i kurzu; (4) sebenaplňující se panika, kterou v případě měnové krize autor ilustruje obavou účastníků trhů z devalvace zamýšlené centrální bankou ke snížení nezaměstnanosti.

Dále Sachs připojuje pět dalších okolností, které riziko finančních krizí zvyšují: jde o systém striktně pevných měnových kurzů; o dolarizaci ekonomiky ve smyslu jednak dolarového indexování pohledávek a závazků v domácím bankovním systému, jednak nadměrného soustředění krátkodobého vládního dluhu do závazků denominovaných v dolarech; o aplikaci politiky *currency board*, která znemožňuje centrální bance funkci věřitele poslední instance (což je vztahováno pouze k bankovním krizím); o nežádoucí náhlé (nikoliv postupné) zrušení kontroly mezinárodního pohybu kapitálu; o nedostatek dozoru nad komerčními bankami.

Nejvýznamnější výzkumné práce vycházejí z rozsáhlých empirických analýz. *Frankel a Rose* (1996) se při zkoumání příčin měnových krizí zaměřili na tři skupiny proměnných, a to makroekonomické indikátory (míra růstu domácího úvěru, saldo vládního rozpočtu v poměru k HDP, míra růstu reálného HDP), tzv. externí proměnné (zahraniční dluh k HDP, devizové rezervy k měsíčním importům, saldo běžného účtu k HDP, stupeň nadhodnocení měnového kurzu jako odchylka od parity kupní síly, vývoj reálného měnového kurzu) a složení zahraničního dluhu a přílivu kapitálu (vždy v procentním podílu na celkovém dluhu: bankovní úvěry a zvýhodněné úvěry, úvěry s pohyblivou sazbou, dluh veřejného sektoru, denominace úvěrů v domácí a zahraniční měně, krátkodobý dluh, úvěry poskytnuté rozvojovými bankami, jako např. Světovou bankou, tok přímých zahraničních investic). Další (čtvrtou) skupinou proměnných jsou zahraniční proměnné neboli „globální finanční prostředí," a to krátkodobé světové úrokové sazby (jako vážený průměr sazeb ze 6 rozvinutých zemí) a růst reálného HDP v zemích OECD představujících světovou poptávku. Ve svých závěrech autoři zdůrazňují dvě skupiny proměnných, a sice (1) s jednoznačně prokázanou příčinnou souvislostí a naopak (2) bez souvislosti. Doslova: „Krachy mají tendenci se vyskytovat, když příliv přímých zahraničních investic ustává, rezervy jsou nízké, růst domácího úvěru je vysoký, světové úrokové sazby rostou a reálný měnový kurz vykazuje nadhodnocení. Mají také tendenci být spojeny s ostrou recesí, ačkoliv příčinný vztah je velmi nejasný. Kuriózně ani běžný účet, ani deficit vládních rozpočtů nehrají v typickém krachu důležitou roli." (s. 365) Poslední uvedená skutečnost „je v nápadném kontrastu s literaturou".

Kaminsky a Reinhart (1999) sledují 16 makroekonomických a finančních proměnných, které jsou rozděleny do šesti skupin. Jde o (1) ukazatele finanční liberalizace (multiplikátor M2, poměr domácího úvěru k nominálnímu HDP, reálné úrokové sazby z vkladů, poměr úrokových sazeb z úvěrů a vkladů), (2) další finanční indikátory (reálný vývoj M1 a depozit v komerčních bankách, poměr M2 k devizovým rezervám, vše v USD), (3) běžný účet (procentní odchylka reálného měnového kurzu od trendu, vývoj exportu a importu, reálné směnné relace), (4) kapitálový účet (devizové rezervy, diferenciál domácích a zahraničních reálných úrokových sazeb z depozit), (5) reálný sektor (průmyslová produkce, index

cen akcií), (6) fiskální proměnná (rozpočtový deficit v poměru k HDP). V rámci zkoumaných 24 měsíců před měnovou krizí a po ní nejčastěji přesahovaly prahovou hodnotu reálné úrokové sazby a diferenciál reálných úrokových sazeb, export, poměr M2/devizové rezervy a reálné směnné relace. Reálné měnové kurzy (odchylka od trendu) vykazovaly přesahování pouze v 59 % měnových krizí. U obou typů krizí, kterých bylo vysledováno celkem 102, je dále vysloven důležitý závěr, že „by bylo obtížné je charakterizovat jako sebenaplňující se krize" (s. 494) vzhledem k nalezení mnoha fundamentálních ukazatelů se zhoršeným vývojem.

Nejširší záběr ze zkoumaných prací obsahuje výzkum shrnutý v (*Kaminsky – Lizondo – Reinhart,* 1997), který vyhodnocuje závěry empiricky zaměřené literatury o měnových krizích, a to 25 studií zahrnujících měnové krize od počátku 50. let do poloviny 90. let 20. stol. Práce je prioritně zaměřena na vytvoření návrhu „systému včasného varování"; sleduje proto indikátory, které „mají tendenci vykazovat neobvyklé chování v obdobích, která krizi předcházejí". Překročí-li indikátor určitou prahovou hodnotu, je interpretován jako varovný signál toho, že krize může nastat během následujících 24 měsíců. Výzkum zahrnuje celkem 103 indikátorů seskupených do šesti skupin, a to (1) vnější sektor (obsahuje 4 podskupiny, a to kapitálový účet včetně devizových rezerv, dluhový profil, běžný účet včetně reálného měnového kurzu a mezinárodní proměnné jako např. zahraniční úrokové sazby), (2) finanční sektor (růst úvěrů a peněžní zásoby, reálné úrokové sazby, domácí inflace aj.), (3) reálný sektor (růst HDP, vývoj cen akcií aj.), (4) fiskální proměnné jako rozpočtový deficit, (5) institucionální a strukturální faktory (otevřenost ekonomiky, zaměření obchodu apod.) a nakonec (6) politické proměnné (volby, změny ve vládě apod.). Výzkum dochází k závěru, že „mezi jednotlivé proměnné, které se dostatečně projevily jako užitečné indikátory měnových krizí, patří mezinárodní rezervy, reálný měnový kurz, růst úvěru, úvěr veřejnému sektoru a domácí inflace" (s. 12).[7]

Výzkum *Mezinárodního měnového fondu* (IMF, 1998) neobsahuje systematický přehled jednotlivých příčin, resp. indikátorů krizí ani bližší specifikaci výskytu těchto příčin. Obecně se dá říci, že mezi okolnosti, které činí ekonomiku zranitelnou vůči krizím, patří neudržitelné makroekonomické politiky, měkká finanční struktura, globální finanční podmínky, výkyvy měnového kurzu a politická nestabilita. Empirická analýza jednotlivých proměnných, nazývaných „indikátory zranitelnosti", vyhledává systematické odchylky jejich chování v období před krizí ve srovnání s normálním neboli klidným obdobím.[8] Dochází k následujícímu závěru: „Cho-

[7] Uvedený výzkum byl zaměřen na vytvoření „systému včasného varování". Kromě vyhodnocení přítomnosti uvedených indikátorů (které zde interpretujeme jako příčiny měnových krizí) se proto dále soustředil na vypovídací schopnosti těchto indikátorů jako signálů krize (*signal approach*), a to ve smyslu srovnání jejich přítomnosti prioritně v obdobích před krizí (24 měsíců) a v jiných obdobích. Ze srovnání perzistence výskytu indikátoru v „předkrizovém období" a v „klidném období" vyplývá, že nejvýstižnějšími signály (vyskytujícími se pět- až dvakrát častěji) jsou reálný měnový kurz, export, ceny akcií a poměr M2/mezinárodní rezervy.

[8] Stejně jako v předchozím případě i studie MMF ústí do vytvoření „systému včasného varování" a musí tudíž tyto proměnné vyhodnotit navíc také z hlediska jejich stupně důvěry, tj. určit frekvenci falešných signálů. Za nejspolehlivější proměnné (varovné signály) považuje tato studie reálný měnový kurz, růst úvěru a poměr M2/devizové rezervy.

vání rozmanitých analyzovaných indikátorů naznačuje, že před měnovou krizí je typickou přehřátá ekonomika: inflace je relativně vysoká a domácí měna je nadhodnocená, což má nepříznivý vliv na export. Měnová politika je výrazně expanzivní se silným růstem domácího úvěru a ustupující kurzovému cíli v zemích s fixním nebo nepružným kurzovým režimem. Finanční zranitelnost ekonomiky je rostoucí, se zvyšujícími se závazky bankovního systému nekrytými zahraničními rezervami a s klesajícími cenami aktiv." (s. 92–93) K tomuto celkovému hodnocení autoři připojují poznámku o nevýrazné souvislosti fiskálního deficitu s výskytem krizí, naopak poukazují na výrazné deficity běžných účtů v předkrizových obdobích. Zdůrazňují dále možné odchylky od citovaného „průměrného vzoru" s příkladem asijských zemí s nízkou inflací.

Při *souhrnném vyhodnocení* vykazují výsledky zkoumaných studií v hrubých rysech shodné závěry o souvislostech mezi vývojem určitých ekonomických ukazatelů a výskytem měnových krizí. Zároveň si však tyto souvislosti žádají podrobnější specifikaci ve smyslu jejich bezprostředního výskytu před možnou měnovou krizí. Zde budeme rozlišovat tři úrovně problému, a to (1) obecné rizikové podmínky vzniku krize, (2) fundamentální (základní) příčiny a (3) bezprostřední impulz (spoušť) krize. Samostatným specifickým mechanizmem vzniku krize je dále přenos krize nákazou (viz pátou část této statě).

Obecné rizikové podmínky vzniku krize jsou vytvořeny obvykle nadměrně expanzivní měnovou a fiskální politikou a rizikovým chováním bankovního sektoru bez dostatečné regulace a bankovního dohledu. Dále je pro země ohrožené měnovou krizí typická vnější ekonomická nerovnováha v podobě deficitu běžného účtu platební bilance, která vyvolává závislost na přílivu zahraničního kapitálu. Významnou okolností je také kurzový režim, konkrétně fixní kurz, který oslabuje kurzové riziko a stimuluje příliv krátkodobého kapitálu ze zahraničí.

V souvislosti s možným útokem na měnový kurz je třeba specifikovat zejména vnější nerovnováhu v podobě deficitu *běžného účtu platební bilance*, a to z hlediska jeho rizikového charakteru. Deficit běžného účtu je udržitelný tehdy, jestliže v budoucnu nepovede k drastickým posunům v hospodářské politice (jako např. k silné restrikci, která způsobí recesi) nebo ke změně důvěry domácích nebo zahraničních finančních investorů vůči domácím aktivům (což by vedlo k odlivu kapitálu do zahraničí). K tomu je jako „jednoduché měřítko solventnosti" požadováno udržení určitého konstantního poměru hrubého zahraničního dluhu k HDP.[9]

Také vývoj *finančního účtu platební bilance* může vytvářet rizikové prostředí vzhledem k důsledku přílivu zahraničního kapitálu pro domácí peněžní zásobu a inflaci, pro stav bankovního sektoru (nadměrná úvěrová expanze, destabilizace trhů akcií a nemovitostí, a tím i bankovních aktiv)

[9] Konkrétní hodnoty mohou být následující: „V povědomí zahraničních investorů jsou obvykle zakódovány dvě kritické hodnoty – 40% poměr hrubého zahraničního dluhu k hrubému domácímu produktu a 5% podíl deficitu běžného účtu na hrubém domácím produktu. S těmito údaji jako hraničními obvykle pracují i ratingové agentury." (Durčáková – Mandel, 2000, s. 356). K tomuto měřítku je nutné ovšem přistupovat opatrně. Není nijak zaručeno, že jde právě o „optimální" nebo přijatelný poměr; poměr dluh/HDP se může rychle měnit a není tudíž možné spoléhat se např. při jeho současné nízké úrovni na odhad jeho vývoje; udržování dluhu je založeno na sporném předpokladu, že země nenarazí na „likviditní omezení".

TABULKA 2 Běžný účet platební bilance
(v poměru k HDP, v %)

	1992	*1993*	*1994*	*1995*	*1996*	*1997*
Mexiko	–6,6	–5,8	–7,0	–0,6	–0,7	–1,8
	1995	*1996*	*1997*	*1998*	*1999*	*2000*
Thajsko	–8,1	–8,1	–2,0	12,1	10,2	7,7
Jižní Korea	–1,7	–4,4	–1,7	12,7	6,0	2,5
Malajsie	–9,7	–4,4	–5,9	13,1	16,0	9,4
Filipíny	–2,7	–4,8	–5,3	2,4	10,4	12,2
Indonésie	–3,2	–3,4	–2,3	4,3	4,1	5,2
	1996	*1997*	*1998*	*1999*	*2000*	*2001*
Rusko	2,8	0,5	0,2	13,4	18,4	11,3
Brazílie	–3,0	–3,8	–4,3	–4,8	–4,1	–4,6

poznámka: – znamená deficit.
zdroj: International Financial Statistics. Yearbook 2001. May 2002. IMF, Washington D. C., 2001, 2002.

TABULKA 3 Změna závazků vůči zahraničí (portfoliové dluhové investice a ostatní kapitál – závazky bank)
(v poměru k HDP, v %)

	1992	*1993*	*1994*	*1995*	*1996*	*1997*
Mexiko	4,0	5,4	1,6	–5,4	2,3	–0,3
	1995	*1996*	*1997*	*1998*	*1999*	*2000*
Thajsko	9,0	2,9	–1,6	–9,9	–10,2	–4,9
Jižní Korea	4,5	4,9	0,2	–2,9	–0,7	–1,1
Malajsie*	3,0	0,9	2,0	0,5	2,3	–
Filipíny	5,8	9,7	3,3	–2,6	–1,2	–3,1
Indonésie	2,3	1,1	1,0	0,2	–0,6	–1,5
	1996	*1997*	*1998*	*1999*	*2000*	*2001*
Rusko	1,6	5,9	–0,3	–1,5	–4,9	0,7
Brazílie	2,8	0,5	1,6	–0,8	1,2	–0,6

poznámka: * U ostatního kapitálu jde o závazky bank i ostatních sektorů.
zdroj: International Financial Statistics. Yearbook 2001. May 2002. IMF, Washington D. C., 2001, 2002.

a pro nadhodnocení reálného měnového kurzu. K příčinám přílivu kapitálu do sledovaných krizí postižených zemí patří zejména vysoká tempa růstu HDP, a tím také dostatek investičních příležitostí a očekávaná vysoká výnosnost v přijímající zemi, dále vysoké úrokové sazby obvykle v souvislosti s vyšší inflací než v domácí zemi, kde (v případě rozvinutých ekonomik v 90. letech) probíhala úspěšná protiinflační politika. Důležité jsou pro zahraniční finanční investory také fixní nominální kurzy, jež snižují riziko kurzové ztráty, a dále ochota vlád v dlužnických zemích poskytovat zahraničním investorům garance, ze strany dlužníků pak optimistická očekávání budoucího hospodářského vývoje, která vytvářejí vysokou poptávku po úvěrech s představou, že v budoucnu nebudou problémy se splácením dluhů – viz např. (Jonáš, 1999). Riziko měnové a bankovní krize se ovšem obzvláště zvyšuje v případě určitých forem přílivu kapitálu, a to v podobě:

– krátkodobého kapitálu (pohledávek se splatností kratší než jeden rok);
– tzv. „ostatního kapitálu“, tedy zejména v podobě bankovních závazků, nikoliv v podobě přímých zahraničních investic případně portfoliových

investic nedluhového charakteru. Jde současně v naprosté převaze o pohledávky soukromých (nikoliv oficiálních) věřitelů;
– kapitálu s vysokým podílem pohledávek s plovoucí úrokovou sazbou.

Tabulka 2 dokládá nepříznivý vývoj běžného účtu platební bilance v poměru k HDP v předkrizovém období, *tabulka 3* srovnává změnu vybraných závazků vůči zahraničí v poměru k HDP v období před krizí a po ní.

Obecné rizikové podmínky vzniku měnové krize mohou vést k vytvoření *fundamentálních (základních) příčin* těchto krizí, tj. skutečností, které jsou z hlediska finančních investorů považovány za rizikové, a tudíž ovlivňují jejich důvěru a rozhodování. V dalším výkladu se budeme zabývat šesti nejčastěji uváděnými fundamentálními příčinami měnových krizí, které mají obecně vzato nejblíže k „varovným signálům."

Na prvním místě stojí ***reálně nadhodnocená měna*** ve smyslu odchylky reálného měnového kurzu od trendu v předkrizovém období. K tomuto reálnému nadhodnocení dochází v systému fixního nominálního kurzu; je tudíž důsledkem vysoké domácí inflace ve srovnání se zahraničím. Reálné nadhodnocení měnového kurzu vede k očekávání devalvace (nominálního znehodnocení) kurzu dané měny a následně k masovému útěku od této měny. Podle uvedeného výzkumu MMF (IMF, 1998) byl reálný kurz nadhodnocen ve dvou letech před krizí o 7 % nad průměrnou úroveň v „klidném" období před těmito dvěma lety.

Další fundamentální příčinou finančních krizí je ***přeúvěrovaná ekonomika*** (tzv. úvěrové boomy). Úvěrové možnosti bank jsou podmíněny přílivem zahraničního kapitálu a expanzivní měnovou politikou.[10] Podle zmíněného výzkumu MMF činil „robustní růst" měnového agregátu M2 ve dvouletém předkrizovém období nominálně okolo 10 p.b. nad tempo růstu v období předchozím. Obdobný vývoj (také okolo 10 p.b. nominálně) vykazovalo také tempo růstu domácího úvěru soukromému sektoru.

Zvlášť nepříznivou souvislostí přeúvěrované ekonomiky je vysoký podíl „špatných úvěrů". Ten je vysvětlován tím, že při velkém množství úvěrů banky obtížně prověřují kvalitu úvěrových projektů, neprosazují dále dostatečně náročná vnitřní pravidla obezřetnosti a pracují často pod nedostatečným dozorem ze strany centrální banky. Vlády často poskytovaly bankám přílišné garance, což vedlo k morálnímu hazardu. V řadě případů byly banky zakládány s cílem financování jimi vlastněných podniků (tzv. úvěrování spřízněných osob). V některých zemích v jihovýchodní Asii byly banky vládou nuceny do financování určitých odvětví z hlediska vládních strukturálních programů. Kromě „špatných úvěrů" spočívají problémy bank v jejich otevřených devizových pozicích, kdy devizové závazky nejsou kryty devizovými aktivy. V systému fixního kurzu je často navíc oslaben vztah bank ke kurzovému riziku, což vede k nedostatečnému zajištění. Výsledkem těchto problémů je nekvalitní („křehká", „zranitelná") bankovní soustava, která jednak vytváří pesimistické vyhlíd-

[10] Existují i specifické okolnosti, jež bankovnímu systému usnadňují přístup ke zdrojům – např. v jihovýchodní Asii měly banky snadný přístup ke zdrojům z důvodu povinného zdravotního a penzijního připojištění.

ky zahraničních finančních investorů, jednak zesiluje dopady měnové krize.

Typickým rysem ekonomiky s nadcházející měnovou krizí jsou dále ***nedostatečně vysoké devizové rezervy*** v relativním vyjádření jako poměr peněžní zásoby (M2) k rezervám. Čím vyšší je tento poměr, tím méně jsou bankovní pasiva kryta devizovými rezervami a tím obtížněji lze dostát závazkům vůči zahraničí. Tento ukazatel výrazně roste krátce před krizí – podle poznatků MMF o 20 % nad úroveň „klidného" období.

Několik měsíců před vypuknutím krize lze v postižené ekonomice sledovat ***nepříznivý vývoj obchodní bilance***. Vývoz vykazuje klesající tempa (v průměru o 5 p.b.), dovoz se však před krizí nezpomaluje (k tomu dochází až po krizi). Výsledkem je výrazné zhoršení obchodní bilance, ve zkoumaných ekonomikách v průměru přibližně 3 měsíce před krizí. Tento vývoj bývá často bezprostředně před krizí zostřen zhoršením reálných směnných relací.

K dalším fundamentálním příčinám patří ***vysoká inflace***, jež vede jednak k reálnému zhodnocování měnového kurzu před krizí, jednak k vysokým nominálním úrokovým sazbám a (při fixním nominálním kurzu) k podpoře přílivu zahraničního kapitálu. Ve sledovaných ekonomikách převyšovala míra inflace ve dvouletém předkrizovém období o 10–15 p.b. svou úroveň v předchozím období (relativně nízká však byla ve většině zemí postižených asijskou krizí).

V období 6–12 měsíců před vypuknutím měnové krize bylo v řadě hodnocených ekonomik pozorováno snížení tempa růstu a následně ***pokles cen aktiv (nemovitostí a akcií),*** a to až o 20 p.b. Tento vývoj následoval po předchozí spekulační bublině jako důsledku úvěrových boomů.

Tabulky 4, 5 a *6* ilustrují vývoj prvních tří fundamentálních příčin měnových krizí. Jde o vývoj reálného efektivního měnového kurzu, který vykazuje výrazně vyšší hodnoty v předkrizovém období, o vysoká tempa růstu úvěrů soukromému sektoru (reálně), která lze sledovat ve všech postižených zemích, a o relativně nízké oficiální devizové rezervy ve vztahu k peněžní zásobě v předkrizovém období. Vývoj těchto veličin dokladuje přítomnost fundamentálních příčin měnových krizí.

TABULKA 4 Reálný efektivní měnový kurz

1990 = 100	*1992*	*1993*	*1994*	*1995*	*1996*	*1997*
Mexiko	120,1	128,6	123,1	83,8	92,8	79,3
1995 = 100	*1995*	*1996*	*1997*	*1998*	*1999*	*2000*
Thajsko	100	105,0	96,8	83,9	87,0	83,6
Jižní Korea	100	102,6	96,0	72,9	84,6	90,9
Malajsie	100	104,1	103,3	82,1	84,5	86,6
Filipíny	100	109,3	108,8	88,7	96,4	89,8
1995 = 100	*1996*	*1997*	*1998*	*1999*	*2000*	*2001*
Rusko	122,1	129,0	114,2	80,7	90,5	107,2

poznámky: růst = apreciace. Relevantní údaje pro Indonésii a Brazílii nejsou k dispozici.
zdroje: Main Economic Indicators. December 1995, January 1999, January 2000, May 2002. OECD, Paris, 1995,1999, 2000, 2002.
International Financial Statistics. Yearbook 2001, May 2002. IMF, Washington D. C., 2001, 2002. http://www.bis.org/cbanks.htm.

TABULKA 5 Tempo růstu domácího úvěru soukromému sektoru (roční změny, reálně, v %)

	1992	*1993*	*1994*	*1995*	*1996*	*1997*
Mexiko	39,3	14,7	27,8	–30,7	–36,8	19,6
	1995	*1996*	*1997*	*1998*	*1999*	*2000*
Thajsko	22,1	11,4	19,7	–10,5	–9,8	–20,7
Jižní Korea	14,6	14,2	15,6	0,4	18,1	15,5
Malajsie	26,2	20,7	20,0	–0,2	2,2	6,3
Filipíny	34,5	36,4	21,7	–14,9	–8,4	1,0
Indonésie	12,1	12,4	21,2	–15,5	–63,3	15,7
	1996	*1997*	*1998*	*1999*	*2000*	*2001*
Rusko	–20,0	30,5	14,6	–18,8	37,7	31,9
Brazílie	–11,2	2,3	11,9	0,3	17,2	8,2

poznámka: K reálnému vyjádření byl použit vývoj indexu CPI (ročního průměru).
zdroj: International Financial Statistics. Yearbook 2001. May 2002. IMF, Washington D.C., 2001, 2002.

TABULKA 6 Relativní výše oficiálních devizových rezerv (*Money* + *Quasi Money* v poměru k oficiálním devizovým rezervám)

	1992	*1993*	*1994*	*1995*	*1996*	*1997*
Mexiko	5,0	4,4	19,2	4,9	4,5	4,0
	1995	*1996*	*1997*	*1998*	*1999*	*2000*
Thajsko	3,7	3,9	5,3	4,0	3,9	4,0
Jižní Korea	6,1	6,5	10,5	3,5	3,7	3,8
Malajsie	3,2	3,4	4,7	2,7	2,7	3,1
Filipíny	6,0	4,6	7,0	4,3	3,7	3,6
Indonésie	7,1	6,5	7,2	2,5	3,1	3,1
	1996	*1997*	*1998*	*1999*	*2000*	*2001*
Rusko	6,2	6,1	8,3	4,7	2,3	2,2
Brazílie	3,7	4,7	5,7	4,8	5,2	4,2

poznámka: Devizové rezervy (bez zlata) jsou přepočteny průměrným ročním měnovým kurzem.
zdroj: International Financial Statistics. Yearbook 2001. May 2002. IMF, Washington D.C., 2001, 2002.

Bezprostředním impulzem (spouští) zvratu v pohybu kapitálu jsou zveřejnění určitých nepříznivých informací (*bad news*) vyvolávajících obavy z budoucího ekonomického vývoje, politické otřesy apod. V případě Mexika šlo v prosinci 1994 o politickou nestabilitu (opakované nepokoje ve státě Chiapas) a o skutečnost, že vláda připustila možnost změny kurzového systému. V Thajsku zapůsobilo na důvěru zahraničních i domácích finančních investorů v červenci 1997 zveřejnění rozpočtového deficitu a potíže na trhu nemovitostí. V Rusku šlo v srpnu a září 1998 o vyhrocení problému deficitu federálního rozpočtu (odmítnutí potřebných zákonů parlamentem) a současně o moratorium vyhlášené vládou na splácení zahraničního vládního i soukromého dluhu. Obdobně v Brazílii došlo v lednu 1999 k vyhrocení rozpočtových problémů v důsledku úsilí o restrukturalizaci dluhů jednotlivých států federace vůči federální vládě.

4. Teoretické modely

K zobecnění příčin měnových krizí a mechanizmu jejich šíření byly vytvořeny různé modely. Klasifikace těchto modelů není jednotná – např. Kenen hovoří o dvou souborech modelů, Gandolfo o třech generacích modelů, Frait a Komárek nebo Ghosh o čtyřech skupinách modelů apod. Základní rozdíly v těchto modelech (resp. generacích modelů) spočívají v odlišení role fundamentálních příčin a role sebenaplňujících se očekávání devalvace. Lze se však také setkat s názorem, že v některých krizích se proplétá více okolností, a tudíž je nutné vysvětlit je eklektickým modelem.[11]

Nejstarší modely – zejména (Krugman, 1979), (Flood – Garber, 1984) – vysvětlují měnovou krizi nepříznivým vývojem *fundamentálních příčin*, které bývají v modelech prezentovány poklesem devizových rezerv. Typická pro postiženou ekonomiku je expanzivní fiskální politika financovaná měnovou expanzí. Měnová expanze je přitom spojena se ztrátou devizových rezerv, což je nekonzistentní s fixním měnovým kurzem. K útoku na danou měnu (s následným opuštěním fixního kurzu) dojde při dosažení určité výše rezerv. Těmito modely jsou vysvětlovány měnové krize v 70. a 80. letech v Mexiku a Argentině.

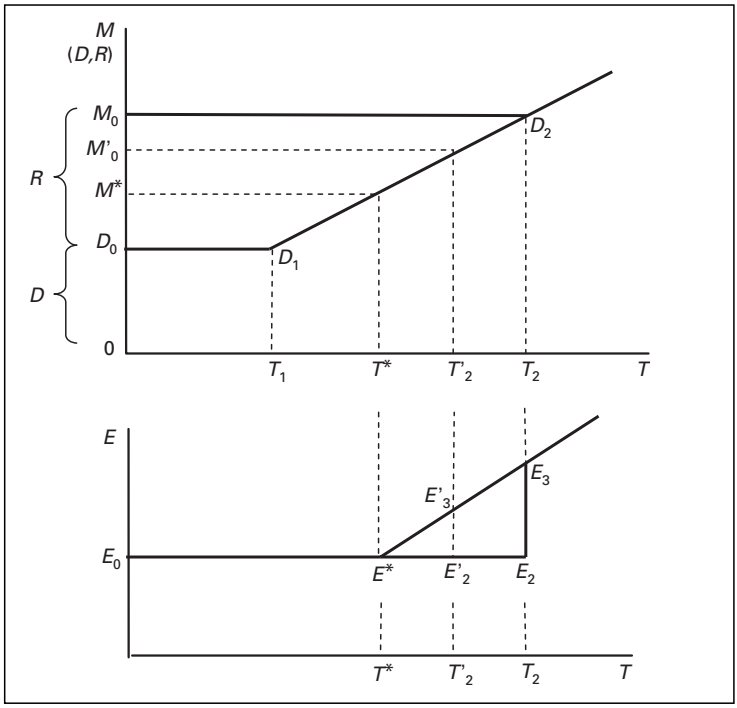
Příkladem těchto modelů je Krugmanův přístup (1979), interpretovaný Kenenem (2000) včetně grafické podoby (*graf 1*). Předpokládá stabilní zahraniční cenovou hladinu a stabilní zahraniční úrokovou sazbu. Nominální kurz se předpokládá neustále na úrovni parity kupních sil. Má-li být kurz fixní, musí být také domácí cenová hladina udržována fixní. To bude zajištěno fixní domácí nominální peněžní zásobou (nabídkou peněz) M. Ta zjednodušeně odpovídá součtu domácího úvěru D (vládě, veřejnosti) a devizovým rezervám R (oceněným fixním kurzem E), tudíž $M = D + R$.[12] Růst D (k financování fiskální expanze, k financování ztrátového bankovního sektoru nebo z jiných příčin) musí být doprovázen poklesem R (k financování deficitu běžného účtu, který je doprovodem deficitu vládního rozpočtu). Držitelé dané národní měny (finanční investoři) počítají dále s tím, že její nominální kurz bude fixní až do úplné ztráty rezerv. Své portfolio utvářejí z domácí a zahraniční měny. Očekávají-li inflaci, očekávají také znehodnocení kurzu domácí měny; zbavují se tudíž domácí měny ve prospěch měny zahraniční.

Dále mohou následovat dvě varianty. V první variantě devizové rezervy klesnou na nulu, další růst D vede k růstu M a cenové hladiny, a tudíž by

[11] Např. krize v Malajsii, Indonésii a Thajsku v r. 1997 vysvětluje Ghosh („Financial crisis in the MIT countries. Myths and realities.“ – In: (Ghosh, 2001)) spojením čtyř modelů: fundamentálních příčin, sebenaplňujících se očekávání, politicko-ekonomickým modelem (státní kapitalizmus a „*crony capitalizm*“ v těchto státech) a modelem paniky. Možné je také následující obecnější vyjádření: „Za příčiny krize je v prvé řadě nutno považovat nekonzistentní makroekonomické politiky a nekonzistentní politiky vůči finančnímu sektoru. Mezinárodní finanční trhy nelze považovat za prvopříčinu potíží, ale spíše za akcelerátory krizí. Zároveň je nutné přiznat, že prudkou měnovou krizí může být zasažena i fundamentálně zdravá ekonomika, a to v důsledku neadekvátní a panické reakce investorů na překvapivé informace.“ (Frait – Komárek, 1999, s. 47)

[12] Vycházíme ze zjednodušené souhrnné účetní bilance bankovního systému: aktiva jsou tvořena domácím úvěrem (včetně vládních cenných papírů) a rezervami zahraničních měn, pasiva oběživem a depozity, což dohromady tvoří nabídku peněz.

GRAF 1 Měnová krize – fundamentální příčiny



zdroj: (Kenen, 2000, s. 41)

mělo následovat neustálé znehodnocování kurzu domácí měny v míře dané mírou růstu *M,* resp. mírou inflace. Ve skutečnosti však dojde nejprve ke skokovému znehodnocení kurzu. Vysvětlení spočívá v tom, že s postupnou ztrátou rezerv (až téměř k nule) vznikají depreciační očekávání, a tudíž roste domácí úroková sazba,[13] která vyvolá pokles poptávky po penězích. Přebytečná držba peněz vede při zatím stabilní *M* k nárůstu cenové hladiny (reálný produkt uvažujeme fixní) a ke skokovému znehodnocení kurzu. V grafu 1 je tento vývoj znázorněn růstem *D* z úrovně $0D_0$, resp. $0D_1$ (v čase T_1) na $0D_2$ (v čase T_2), poklesem *R* z D_0M_0 (v čase T_1) na nulu (v čase T_2), skokem *E* z E_0 (resp. E_2) na E_3 (v čase T_2). Po tomto skokovém znehodnocení kurzu nastává neustálé další znehodnocování kurzu (nad E_3) v míře dané tempem růstu *M,* resp. mírou inflace.

Druhou variantou je nástup očekávání znehodnocení kurzu domácí měny ještě před úplným vyčerpáním rezerv, např. v čase T_2', což zároveň znamená „útok na měnu“. Tento útok vede k poklesu rezerv o $M_0'M_0$ na nulu a k poklesu nabídky peněz na $0M_0$'. Poptávka po penězích však může z důvodu růstu úrokové sazby klesnout více, cenová hladina tudíž roste. To je vysvětlením znehodnocení kurzu, přitom však mírnějšího než v před-

[13] V pozadí leží předpoklad udržování nekryté (otevřené) úrokové parity: domácí úroková sazba je součtem zahraniční úrokové sazby a očekávané míry depreciace domácí měny.

chozím případě. V grafu 1 je tento vývoj kurzu znázorněn z E_0 (E_2') na E_3'. Teprve poté následuje další postupné znehodnocování (stejně jako v předchozím případě).

Pokud by „útok na měnu" začal dříve (při vysokých rezervách), pokles M by byl natolik značný, že by se sblížil s poklesem poptávky po penězích a znehodnocení kurzu by bylo mírné, nikoliv skokové. Tak by tomu bylo v čase T^* (pokles rezerv o M^*M_0, peněžní zásoby na $0M^*$, vývoj kurzu E_0, E^*, E_3', E_3). Pokud by k útoku došlo před časem T^*, výsledkem by bylo zhodnocení kurzu a držitelé národní měny by tudíž utrpěli ztráty.

Nebezpečí „útoku na měnu" (vypuknutí měnové krize) lze tudíž očekávat právě v čase T^*, který pro držitele národní měny znamená nejmenší riziko ztráty; je podmíněn:

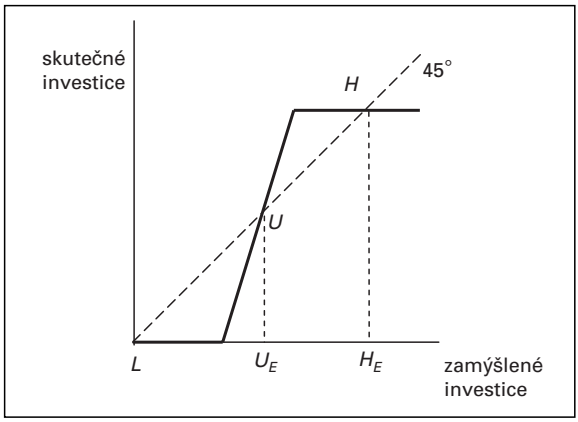
– původní výší D a R,
– vývojem rozpočtového deficitu, očekávanou mírou růstu M a mírou inflace, a tudíž i očekávanou mírou znehodnocení kurzu domácí měny,
– reakcí poptávky po penězích na úrokovou sazbu, jež v důsledku očekávané depreciace roste.

Jinou variantou vysvětlení příčin měnové krize – vycházející také z fundamentálních příčin, přitom však posilující úlohu devalvačních očekávání – je např. model Sachse et al. (1996). Podle Gandolfa (2001) je tímto modelem možné vysvětlit krizi ERM začátkem 90. let nebo mexickou krizi z r. 1994, kde fundamentální příčiny nebyly výrazné. Východiskem modelu je opět vládní dluh. Spojení mezi vládním dluhem a devalvací je zprostředkováno úrokovými náklady, které závisejí na výši dluhu (úroková sazba je přitom fixní na úrovni světové úrokové sazby). Devalvace totiž znamená přínos v podobě zvýšení vládních příjmů, a to inflační daně – předpokládá se totiž kurz na úrovni parity kupních sil a nulová zahraniční inflace. Devalvace však zároveň znamená i náklady, jako je „ztráta tváře" vlády, odliv voličů apod.

Obecně vzato jsou tudíž devalvační očekávání vyvolána růstem vládního dluhu, a to v určitém intervalu jeho výše. Při velmi nízké úrovni dluhu (zóna plné důvěry) se držitelé dané národní měny devalvace neobávají, při velmi vysoké úrovni dluhu je naopak devalvace nevyhnutelná (zóna bez důvěry). V těchto dvou situacích jsou fundamentální příčiny rozhodující, ať jsou devalvační očekávání jakákoliv. Při střední výši dluhu (zóna částečné důvěry) jsou však rozhodující očekávání finančních investorů. Očekávají-li právě *určitou* výši míry devalvace (kdy její přínosy pro vládu převáží nad náklady), podniknou spekulativní útok a k devalvaci skutečně dojde. Při *dané* (střední) výši určité fundamentální veličiny tedy může, ale nemusí měnová krize nastat – záleží zde na *animal spirits* držitelů měny, na tom, jak vysokou míru devalvace očekávají.

V dalších (novějších) modelech je význam fundamentálních příčin potlačen a zdůrazněn je význam *sebenaplňujících se očekávání*. Teorie tak reaguje na měnové krize v asijských zemích v r. 1997, které nelze spojovat s rozpočtovými deficity nebo nepříznivým vývojem jiných fundamentálních makroekonomických veličin.[14] Názorný je např. Krugmanův model (1999), který vysvětluje měnovou krizi postojem zahraničních finančních investorů (věřitelů) k úvěrovaným subjektům (dlužníkům) v dané zemi. Objem uskutečněných finančních investic (poskytnutých úvěrů) závisí na zárukách dlužníků – jejich bohatství. To je tvořeno podnikatel-

GRAF 2 Měnová krize – sebenaplňující se očekávání



zdroj: (Krugman, 1999, s. 24)

ským kapitálem dlužníků včetně salda pohledávek a závazků vůči zahraničí, tedy čistého zahraničního dluhu – jehož výše je ovlivněna kolísáním měnového kurzu. Výše těchto úvěrů přitom může dosáhnout určitého násobku tohoto bohatství. Jsou-li z důvodu jakýchkoliv pesimistických vyhlídek věřitelů zamýšlené investice nízké, bude nízká také očekávaná ekonomická výkonnost a lze očekávat znehodnocování kurzu dané měny. Zahraniční dluh potenciálních dlužníků by tudíž rostl. Skutečné investice (poskytnuté úvěry) budou proto nulové. Dojde-li k posunu v očekáváních zahraničních finančních investorů směrem k optimizmu neboli k růstu zamýšlených investic, dojde k očekávání zhodnocení kurzu měny dlužnické země, a tudíž i k růstu bohatství podnikatelů v dlužnické zemi. Výsledkem je násobné zvýšení skutečných investic a faktické zhodnocení kurzu.

V *grafu 2* je tento vývoj znázorněn průběhem zalomené linie z původně nulové úrovně skutečných investic do části se sklonem vyšším než 45°. Následný vodorovný průběh linie je vysvětlen dosažením stejné očekávané výnosnosti investic v dlužnické zemi ve srovnání se zemí věřitelskou. Měnová krize je vysvětlena obráceným postupem. Stačí malá změna v očekáváních zahraničních věřitelů (pesimizmus), která vede k výraznému poklesu (stahování) skutečných investic – a ten povede k devalvaci.

Na linii 45° jsou vyjádřeny tři rovnovážné situace. Body *L* a *H* vyjadřují dvě stabilní extrémní situace, neboť výkyvy v očekáváních věřitelů se neprojeví ve skutečných investicích. Bod *U* vyjadřuje nestabilní situaci: stačí

[14] „Dříve byly měnové krize obvykle způsobeny špatnými politikami. [...] Útěk od měny nastal, když si účastníci trhu byli vědomi toho, že politiky dané země byly neslučitelné s pevným měnovým kurzem. [...] Většina asijských zemí měla rozpočtové přebytky a byla silně chválena za přísnou měnovou a fiskální politiku [...] Jinými slovy, krize byly výsledkem spontánních sebenaplňujících se posunů v očekáváních držitelů aktiv. [...] Sebenaplňující se krize (*self-fulfilling crisis*) nastává, když držitelé měny začnou měnu prodávat, protože očekávají devalvaci. [...] V novějších modelech nebude měna devalvována nebo nebude zaveden floating, pokud nebude na měnu proveden útok.“ (Kenen, 2000, s. 505)

mírné změny okolo zamýšlené úrovně investic U_E (mírné změny v optimizmu nebo pesimizmu věřitelů), které povedou k velkým změnám ve skutečných investicích.

V jiných modelech (např. Obstfeld, 1994) sebenaplňujících se očekávání jsou zdůrazňovány další okolnosti, jež vypuknutí měnové krize podmiňují. V první řadě jde o počet spekulujících subjektů. Pro zjednodušení uvažujme pouze dva subjekty, které drží po n jednotkách národní měny. Oba jsou stejně informované jak o sobě navzájem, tak o výši měnových rezerv země (R). Dále mohou nastat tři případy:

– $R > 2n$. V tomto případě se vznik měnové krize nepředpokládá.

– $R < n$. Útok na danou měnu je nevyhnutelný.

– $2n > R > n$. Útok je možný, nikoliv však nevyhnutelný. Zahájí-li útok jeden subjekt bez účasti druhého, útok selže (měnové rezervy nebudou vyčerpány), současný útok obou bude úspěšný. Třetí případ se tudíž vyznačuje dvěma rovnováhami, a to s útokem a bez útoku.

Ve třetím případě může dojít k útoku, přestože zde fundamentální příčiny nehrají roli. Pro naplnění očekávání je však důležitý počet zúčastněných subjektů. Pravděpodobnost útoku bude klesat s rostoucím počtem subjektů – „něco“ totiž musí koordinovat jejich chování. Určitá událost (ekonomická, politická) musí vést velké množství subjektů k víře, že také ostatní se k útoku připojí.

Další okolností podmiňující vypuknutí krize a její „úspěšnost“ (totiž devalvaci měny nebo zavedení floatingu) je úsudek držitelů měny o reakci vlády. Předpokládejme, že vláda v reakci na útok může provádět opatření vedoucí k výraznému zvýšení krátkodobých úrokových sazeb. K útoku dojde, budou-li držitelé měny přesvědčeni o nezájmu vlády nebo o jejích slabých schopnostech kurz udržet, a to vzhledem k nákladnosti výrazného zvýšení úrokových sazeb, které by mohlo kurz ochránit (náklady v podobě recese).[15]

5. Nakupení krizí

Další otázkou pro zobecnění příčin měnových krizí je vysvětlení *nakupení krizí*, resp. mechanizmu jejich šíření či rozptylu, tzn. objasnění skutečnosti, proč se krize objevují současně v řadě zemí, případně v krátkém sledu po sobě. Také v případě tohoto problému neexistuje jednotná ustálená interpretace příčin, stejně tak ani jednotná terminologie. Zde budeme vycházet z pojetí MMF (IMF, 1998) v kombinaci s pojetím Massona (1999). Můžeme rozlišit tři vysvětlení (efekty).[16]

Tzv. *monzunový efekt* znamená, že z globálního prostředí vyzařuje určitý nepříznivý vliv, který „se přežene“ přes zasažené země, a tím přispěje k vytvoření podmínek příznivých pro vypuknutí krize. Jde obvykle o dopady politik v průmyslově rozvinutých zemích na nové trhy. Příkladem je silná de-

[15] Tento Obstfeldův model je přehledně diskutován v (Kenen, 2000). Dalším modelem v uvedené Obstfeldově práci je situace, kdy očekávání devalvace vedou k růstu nominálních úrokových sazeb, a tudíž k poklesu konkurenceschopnosti. Pod tlakem těchto důsledků může dojít k devalvaci, očekávání se tudíž mohou naplnit.

preciace USD (zejména ve vztahu k JPY) od poloviny r. 1995 do r. 1997, což přispělo k exportním obtížím zemí jihovýchodní Asie.

Samotná nákaza, tj. přenos měnové krize z jedné země na druhou, má dvojí mechanizmus. Při *efektu přetékání* je šíření krizí podmíněno vzájemným propojením postižených ekonomik, a to:

1. obchodním kanálem, jehož prostřednictvím se krize rozšíří na základě zhoršení fundamentálních příčin v „nakažených" zemích. Konkrétně jde obvykle o znehodnocení kurzu v jedné zemi, které oslabí konkurenceschopnost jiné země, jako tomu bylo např. v případě měnové krize v rámci ERM 1992–93 (depreciace britské libry a její vliv na Irsko, finské marky a vliv na švédský export, španělské pesety s dopadem na Portugalsko);
2. finančním (kapitálovým) kanálem v podobě tzv. efektu společného věřitele. Společným věřitelem jsou subjekty z jedné země, které nejvíce půjčují první zemi zasažené krizí (v případě Mexika to byly zejména banky z USA, v asijské krizi japonské banky). Tyto věřitelské subjekty často reagují společně a z obav z možných ztrát stahují aktiva nejen z první země, ale i ze zemí s potenciálně obdobnými problémy. Základem tohoto šíření (uváděného zejména v případě asijské krize) je tedy propojení postižených zemí věřiteli.

Další mechanizmus přenosu krize (nákazy) je označován jako *čistá nákaza*. V tomto případě věřitelé pod vlivem krize v jedné zemi přehodnocují fundamentální veličiny v jiné (podobné) zemi, i když pro to nemusí být objektivní důvod. Podle Massona (1999) „by k nákaze došlo, dostaneli se domácí země do ‚špatné' rovnováhy jako výsledku krize na novém trhu jiné země" (s. 594). Hovoří se proto o „skocích mezi rovnováhami," kdy původní („dobrá") rovnováha je představována stavem fundamentálních veličin před devalvací a „špatná" rovnováha, vyvolaná nákazou, znamená výsledek této devalvace. Jako příklady jsou uváděny latinskoamerická krize (depreciace mexického pesa vedla k tlakům na argentinskou a brazilskou měnu – tzv. *tequilla efect* –, dále zasáhla měny Thajska, Filipín a Hongkongu); někteří autoři zde však spíše zdůrazňují význam fakticky nepříznivého vývoje fundamentálních příčin. Výstižnějším příkladem je asijská krize rozšířená z Thajska v polovině r. 1997 do Indonésie, Malajsie, Filipín a Jižní Koreje.

Dva poslední mechanizmy šíření měnových krizí (přetékání krizí, čistá nákaza) jsou hodnoceny jako výsledek integrace globálních finančních trhů a finančních inovací, ke kterým dochází v posledních dvou dekádách. Jejich vliv se tudíž projevil zejména v měnových krizích 90. letech.

Z výše uvedených příkladů vyplývá, že mechanizmy šíření krizí se mohou navzájem spojovat a proplétat. Kromě zmíněných příkladů lze uvést

[16] Speciálně se na krizovou nákazu zaměřili Eichengreen, Rose a Wyplosz (1996) a implicitně zde vyjádřili první dvě rozlišení. Jejich výzkum obsáhl 20 průmyslově rozvinutých zemí v období 1959–1993. Autoři si pokládají otázku, zda je výskyt měnové krize v určité zemi v daném období korelován s výskytem měnové krize v jiné zemi, a to po zohlednění efektů běžných i následných domácích makroekonomických a politických vlivů (celkem devět proměnných zkoumaných jako odchylky od hodnot v Německu). Výzkum dospěl k závěru, že spekulativní útok kdekoliv ve světě zvyšuje pravděpodobnost domácí měnové krize o asi 8 %. Autoři ovšem upozorňují, že v důsledku omezení jejich výzkumu je obtížné rozlišení efektů krize v sousední zemi („nákaza *per se*") a efektů „globálních šoků."

také ruskou krizi v r. 1998, ke které přispělo „přetékání krize“ z jihovýchodní Asie, zprostředkované zpomalením a následným poklesem dovozu postižených asijských zemí. To se stalo primárním podnětem pro prudký pokles světových cen ropy i dalších surovin (k tomu navíc přispěla také recese v Japonsku), což zesílilo problémy ruské obchodní bilance. Mechanizmus „čisté nákazy“ se projevil v odlivu kapitálu z Ruska v důsledku oslabení důvěry zahraničních investorů nejen ve finanční trhy jihovýchodní Asie, ale všech nových trhů. Např. ruská krize vedla k tlakům na znehodnocení kurzů polské a maďarské měny a k citelnému poklesu cen cenných papírů v těchto zemích (Sereghyová a kol., 1999). Toto šíření finančních krizí vedlo k označení „globální finanční krize“. G. Soros (1999) tento globální charakter přirovnává k demoliční kouli, která se pohybuje od jedné země ke druhé a zanechává ničivé účinky – na rozdíl od běžných opakovaných výkyvů finančních trhů, které přirovnává k výkyvům kyvadla.

6. Závěrem

Měnové krize obvykle znamenají výraznou devalvaci měnového kurzu, případně i změnu kurzového režimu. Z řady publikovaných empirických analýz vyplývá, že tyto krize jsou důsledkem nepříznivého vývoje běžného účtu platební bilance postižených zemí, závislosti na přílivu zahraničního kapitálu a zranitelného bankovního sektoru, což při náhlé ztrátě důvěry zahraničních finančních investorů vede k odlivu kapitálu a znehodnocení kurzu dané měny. Jde však pouze o obecné rizikové podmínky (okolnosti), obvykle spojené s politikami nekonzistentními s fixním kurzem, které mohou přerůst do fundamentálních příčin nedůvěry finančních investorů. Mezi tyto příčiny patří zejména reálné nadhodnocení měnového kurzu oproti trendu, přeúvěrovaná ekonomika, relativně nízké měnové rezervy ve vztahu k domácí peněžní zásobě, nepříznivý vývoj obchodní bilance, vysoká inflace a pokles cen aktiv. Tyto fundamentální příčiny mají také nejblíže k „varovným signálům“. V případě určitých měnových krizí (jako příklad bývají často uváděny země jihovýchodní Asie v r. 1997) však podle některých autorů fundamentální ukazatele výrazně nepříznivý vývoj nevykazovaly. Krize proto mohou být vyvolány „pouze“ sebenaplňujícími se očekáváními devalvace, která postačují k vyvolání měnové krize i bez výrazných fundamentálních příčin. V jednotlivých konkrétních případech krizí je třeba nakonec od fundamentálních příčin odlišit bezprostřední impulz (spoušť) krize, vyvolávající zvrat v pohybu kapitálu, jako nepříznivé informace, politické otřesy apod.

Oba základní přístupy k vysvětlení příčin měnových krizí (fundamentální příčiny, sebenaplňující se očekávání) mají svou teoretickou podobu v různých modelech. První přístup vychází zejména z postupné ztráty oficiálních devizových rezerv a z této ztráty se pokouší vysvětlit načasování krizí. Druhý přístup vysvětluje, jak očekávání devalvace, založené na pesimistických vyhlídkách věřitelů, k této devalvaci skutečně povede (pokud se však zároveň neočekává odhodlaná obrana vlády). V praktických případech krizí se spornými fundamentálními příčinami se však zdá, že v literatuře převládá názor o spíše eklektické podobě příčin krizí před názorem o „čistých“ sebenaplňujících se očekáváních. Dalším aspektem výskytu

měnových krizí je jejich nakupení. To bývá vysvětleno buď společnou příčinou zasahující postižené ekonomiky, nebo přenosem (nákazou) fundamentálních příčin či sebenaplňujících se očekávání, a to přetékáním krizí nebo čistou nákazou.

Vysledování příčin měnových krizí vytváří předpoklady pro zkoumání dalšího aspektu těchto krizí, a to jejich předvídání, resp. předcházení jim.

LITERATURA

DURČÁKOVÁ, J. – MANDEL, M. (2000): Mezinárodní finance. Praha, Management Press, 2000.

EICHENGREEN, B. – ROSE, A. – WYPLOSZ, CH. (1996): Contagious Currency Crises: First Tests. Scandinavian Journal of Economics, vol. 98, 1996, pp. 463–484.

FÁREK, J. – FOLTÝN, J. (2001): Finanční aspekty čtyř regionálních krizí 90. let. Politická ekonomie, roč. IL, 2001, č. 3, ss. 383–396.

FLOOD, R. P. – GARBER, P. M. (1984): Collapsing Exchange Rate Regimes. Journal of International Economics, vol. 17, 1984, pp. 1–13.

FRAIT, J. – KOMÁREK, L. (1999): Kapitálové toky a měnové kurzy v globalizované ekonomice. Praha, Studie Národohospodářského ústavu Josefa Hlávky 2/1999.

FRAIT, J. – VARADZIN, F. (red.) (1999): Globální finanční trhy a jejich regulace. Sborník z teoretického semináře. Ostrava, Vysoká škola báňská-Technická univerzita Ostrava, 1999.

FRANKEL, J. – ROSE, A. (1996): Currency crashes in emerging markets: An empirical treatment. Journal of International Economics, vol. 41, 1996, pp. 351–366.

GANDOLFO, G. (2001): International Finance and Open-Economy Macroeconomics. Springer, 2001.

GHOSH, B. N. (ed.) (2001): *Global Financial Crises and Reforms. Cases and Caveats.* London and New York, Routledge, 2001.

CHVOJKA, P. (2001): Globální finanční krize: specifické podmínky transformujících se ekonomik. Politická ekonomie, roč. IL, 2001, č. 6, ss. 812–826.

International Monetary Fund (1998): Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability (1998). In: World Economic Outlook. Washington D. C., IMF, May 1998.

JONÁŠ, J. (1999): Finanční krize v Asii a úloha MMF. Finance a úvěr, roč. 49, 1999, č. 3, ss. 129–42.

KAHLER, M. (ed.) (1998): Capital flows and financial crises. Ithaca, New York, Cornell University Press, 1998.

KAMINSKY, G. A. – LIZONDO, S. – REINHART, C. M. (1997): Leading Indicators of Currency Crises. IMF Working Paper, July 1997.

KAMINSKY, G. A. – REINHART, C. M. (1999): The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. American Economic Review, vol. 89, 1999, pp. 473–500.

KENEN, P. B. (2000): The International Economy. Fourth Edition. Cambridge University Press, 2000.

KRUGMAN, P. – OBSTFELD, M. (2000): International Economics. Theory and Policy. Fifth Edition. Addison-Wessley Publishing Company, 2000.

KRUGMAN, P. (1979): A Model of Balance of Payments Crises. Journal of Money, Credit and Banking, vol. 11, August 1979, pp. 311–325.

KRUGMAN, P. (1999): Balance Sheet, the Transfer Problem, and Financial Crises. January 1999. http://web.mit.edn/krugman/www/flood.pdf. [cit.: leden 2002]

MASSON, P. (1999): Contagion: Macroeconomic Models with Multiple Equilibria. Journal of International Money and Finance, vol. 18, 1999, pp. 587–602.

OBSTFELD, M. (1994): The Logic of Currency Crises. Banque de France – Cahiers économiques et monétaires, vol. 43, 1994, pp. 189–213.

SACHS, J. – TORNELL, A. – VELASCO, A. (1996): The Mexican Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold? Journal of International Economics, vol. 41, 1996, pp. 265–283.

SEREGHYOVÁ, J. a kol. (1999): Konjunkturní situace v Evropě v kontextu globální finanční krize. ČNB, VP č. 7, Praha, 1999.

SOROS, G. (1999): Kríza globálneho kapitalizmu. Otvorená spoločnosť v ohrození. Bratislava, Kalligram, 1999.

SUMMARY

JEL Classification: F3, F31
Keywords: currency crises – financial crises

The Causes of Currency Crises – Theory and Practice

Mojmír HELÍSEK – University of Economics, Prague (helisek@vse.cz)

The article summarizes recognized empirical knowledge about the causes of currency crises, making use of several extensive empirical studies carried out in the late 1990s, and examines select theoretical models of such causation. The results are divided into three levels of causes: general risk conditions, fundamental causes, and immediate triggers. There are two types of theoretical models: one derived from the fundamental causes of crises and one based on self-fulfilling expectations of devaluation. The concept of the eclectic form of the causes of crises prevails in the literature over the idea of „pure“ self-fulfilling expectations. Clustering of crises are explained either by their common causes or by contagion from business and/or financial channels.