

Vydává Fakulta sociálních věd Univerzity Karlovy v Praze ve spolupráci s Českou národní bankou a Ministerstvem financí ČR ve vydavatelství *Economia, a. s., Praha*

© Fakulta sociálních věd UK Praha

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

Šéfredaktor: **Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc.**

Výkonná redaktorka: **Mgr. Renata Nováková**

Publishers: Faculty of Social Sciences, Charles University, Prague, in Cooperation with the Czech National Bank and the Ministry of Finance of the CR in Publishing House *Economia, Prague*

© Faculty of Social Sciences, Charles University, Prague

Editor's Office: Vínohradská 49
120 74 Prague 2
Czech Republic

Editor in Chief: **Zdeněk Tůma**

OBSAH

Jiří JONÁŠ: Finanční krize v Asii a úloha MMF 129

Martin HLUŠEK–Miroslav SINGER: Možnosti modelování vývozu a dovozu v období restrukturalizace 143

Vladimír TOMŠÍK: Problémy vývoje české ekonomiky v období 1993–1997 (1. část) 157

Zdeněk ZMEŠKAL: Fuzzy-stochastický odhad hodnoty firmy jako kupní opce 168

Semináře ČSE

Martin ČIHÁK: Rakouská škola a její význam pro současnost 176

Daňové judikáty

Výběr ze soudních rozhodnutí ve věcech daní č. 4 a 5/99 180

CONTENTS

Jiří JONÁŠ: Asia's Financial Crisis and the Role of the International Monetary Fund . . . 129

Martin HLUŠEK–Miroslav SINGER: Import and Export Modeling in a Transition Economy 143

Vladimír TOMŠÍK: Problems of the Czech Economy, 1993–1997 (1st Part) 157

Zdeněk ZMEŠKAL: Fuzzy-Stochastic Estimation of a Firm Value as a Call Option . . . 168

CES Seminars

Martin ČIHÁK: The Austrian School and Its Importance Today 176

Tax Judicial Decisions

Abstract from Court Decisions Concerning Taxation No. 4, 5/99 180

Autorská práva vykonává vydavatel (viz § 4 zák. č. 35/1965 Sb. ve znění změn a doplňků). Užití části 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., Ing. Evžen Kočenda, PhD., Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc., Ing. Karel Půlpán, CSc., Ing. Ondřej Schneider, PhD. (zástupce předsedy), Ing. Miroslav Singer, PhD., Mgr. Kateřina Šmídková, MA, Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc. (předseda), 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.

Finanční krize v Asii a úloha MMF*

Jiří JONÁŠ**

Když v červnu 1997 opustilo Thajsko režim fixního měnového kurzu a zavedlo volný floating, nikdo netušil, jaký řetězec událostí se tím spouští. Po zavedení volného kurzu došlo k výraznému znehodnocení thajské měny a během několika týdnů se pod podobný tlak dostaly ostatní měny v oblasti jihovýchodní Asie. Následoval dramatický odliv zahraničního kapitálu, prudké pády cen akcií a další znehodnocení asijských měn. Krize, která postihla nejprve finanční sféru, se následně přenesla i do reálné ekonomiky. Výsledkem byl dramatický pokles domácí poptávky v postižených zemích a pokles produkce.

Finanční krize, která postihla země jihovýchodní Asie a následně Rusko, bývá mnohdy označována za první krizi nového tisíciletí. Tato krize představuje složitý problém, především v tom smyslu, že se rozšířila velice rychle a postihla i ekonomiky, o kterých se do té doby předpokládalo, že jsou proti podobným tlakům imunní. Navíc má tato krize i závažné neekonomické důsledky. V tomto článku se autor pokusí vyložit hlavní příčiny této finanční krize a způsob, jakým Mezinárodní měnový fond (MMF) postupoval při jejím řešení.

Nestabilní zahraniční kapitál

Změna hospodářské situace, kterou prošla od poloviny roku 1997 oblast jihovýchodní Asie, nemá v moderní hospodářské historii patrně obdoby. Většina zemí jihovýchodní Asie, která dnes prochází hlubokou hospodářskou a sociální krizí, byla v 90. letech považována za vzor ostatním ekonomikám a představovala hospodářsky nejdynamičtější a nejúspěšnější region ve světové ekonomice. Rychlost a rozsah zhoršení ekonomické situace v postižené oblasti byly proto naprosto neočekávané. Finanční krize, která se začala projevovat nejprve poklesem kurzů měn a cen akcií, velice rychle přešla v krizi bankovní a následně v krizi postihující reálnou ekonomiku.

Důležitým, byť zdaleka ne jediným, transmisním kanálem při šíření této krize byl pohyb zahraničního kapitálu. Až do roku 1996 dosahoval hospodářský růst v postižených zemích mnohdy dvojciferných hodnot, inflace zů-

* Příspěvek je upravenou verzí referátu předneseného na semináři České ekonomické společnosti v Praze 24. září 1998. Názory prezentované v tomto článku nepředstavují oficiální stanovisko MMF.

** Ing. Jiří Jonáš – poradce výkonného ředitele MMF

TABULKA 1 Asie-5: čistý příliv soukromého kapitálu

v mld. USD

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
příliv celkem	29,0	30,3	32,6	35,1	62,9	72,9	-11,0
přímé zahraniční investice	7,2	8,6	8,6	7,4	9,5	12,0	9,6
portfoliové investice	3,3	6,3	17,9	10,6	14,4	20,3	11,8
ostatní	18,5	15,4	6,1	17,1	39,0	40,6	-32,3

pramen: (IMF, 1998)

stávala poměrně nízká, veřejné rozpočty byly vyrovnané, či dokonce přebytkové a schodky běžného účtu platební bilance byly považovány za přirozený jev. Obvykle se poukazovalo na to, že sloužily k podpoře domácích investic, byly snadno financovatelné ze zahraničních úspor a umožňovaly pokračování hospodářského růstu, vyšší exportní příjmy v budoucnu a snadné splácení zahraničního dluhu z těchto příjmů. Pozitivní hodnocení jihovýchodní Asie ratingovými agenturami, analytickými odděleními investičních bank a mezinárodními finančními institucemi, jako je Světová banka či MMF, utvrzovalo pochopitelné sebeuspokojení domácích politiků a dále zvyšovalo zájem zahraničních investorů o tuto oblast.

Výsledkem byl rychle rostoucí příliv zahraničního kapitálu do této oblasti. *Tabulka 1* ukazuje příliv zahraničního kapitálu do pěti v krizi pak nejvíce postižených zemí, tzv. A-5 (Indonésie, Korea, Malajsie, Filipíny, Thajsko). Z tabulky jsou patrné především tyto skutečnosti:

- (1) Příliv čistých zahraničních investic do zemí A-5 se výrazně zrychlil v roce 1995, po mexické krizi, a dále akceleroval v roce 1996.
- (2) Nejdynamičtěji rostl především příliv investic v podobě bankovních úvěrů finančnímu i nefinančnímu sektoru (viz kategorie ostatní), následován byl portfoliovými investicemi.
- (3) Rok 1997 byl rokem zásadního zlomu v přílivu kapitálu do postižených zemí: oproti čistému přílivu v roce 1996 přesahujícímu 72 mld. USD došlo k odlivu ve výši 11 mld. USD. Během jednoho roku tak poklesl čistý příliv o 83 mld. USD. Vyjádřeno v poměru k velikosti ekonomik uvedených pěti zemí, jednalo se o změnu na výši zhruba 7 % jejich kombinovaného HDP.
- (4) Tato změna v přílivu kapitálu se týkala především kategorie ostatní kapitál, což jsou hlavně bankovní úvěry, kde došlo k poklesu čistého přílivu o 73 mld. USD. Odliv v této kategorii byl způsoben neochotou bank obnovovat krátkodobé úvěry po vypuknutí krize.

Příčiny přílivu zahraničního kapitálu

Výrazný příliv kapitálu sám o sobě ještě nemusí znamenat předzvěst finanční krize a následného odlivu. Za určitých podmínek však může tento příliv přivodit závažné problémy. Bohužel, vliv těchto podmínek na pravděpodobnost vzniku krize nebyl před vypuknutím asijské krize plně doceněn, především tvůrci hospodářské politiky v postižených zemích. Silný příliv kapitálu do asijských ekonomik byl vyvolán kombinací vnitřních a vnějších faktorů. Některé z těchto faktorů způsobily, že zahraniční investoři podcenili riziko spojené s investováním do asijských ekonomik a do-

máci dlužníci zase podcenili riziko čerpání velkého objemu zdánlivě levných zahraničních zdrojů.

Země s dlouhodobě vysokými tempy hospodářského růstu se stávají přitažlivými pro zahraniční investory, kteří doufají, že vysoký růst jim zajistí značné zhodnocení kapitálu.

Asijské ekonomiky vykazovaly nejen dlouhodobě vysoká tempa růstu, ale procházely i liberalizací finančních systémů a ekonomik obecně, což zvyšovalo rozsah investičních příležitostí. Zatímco tento faktor stimulace přílivu kapitálu obavy nezbytně nevyvolává, další faktory, které stimulovaly vysoký příliv zahraničního kapitálu, důvody k obavám či alespoň k větší opatrnosti zavdat měly.

Přitažlivost asijských ekonomik pro zahraniční investory byla v polovině 90. let umocněna skutečností, že vyspělé země se vesměs nacházely v pokročilé fázi hospodářského cyklu, a dále tím, že zároveň bylo dosaženo značného pokroku při snižování inflace a inflačních očekávání. Výsledkem úspěšné antiinflační politiky byly nízké úrokové sazby ve vyspělých ekonomikách a velký objem likvidních finančních prostředků, pro který investoři hledali vhodné investiční příležitosti. Rychle rostoucí asijské ekonomiky s poměrně vysokými nominálními úrokovými sazbami se zdály být v porovnání se zeměmi s nízkými úrokovými sazbami jako USA či Německo – nemluvě už o Japonsku – neodolatelným lákadlem i pro tradičně opatrné investory.

Rozdíl mezi nominálními úrokovými sazbami aktiv denominovaných v různých měnách by měl za určitých podmínek odrážet očekávání změny měnového kurzu těchto měn neboli znehodnocení měny, která nabízí vyšší nominální úrokové sazby. Většina asijských zemí však prováděla politiku fixních měnových kurzů a tato relativně kredibilní záruka kurzové stability do značné míry riziko kurzové ztráty snižovala. To znamená, že zahraniční investoři mohli s poměrně vysokou pravděpodobností očekávat, že vysoké nominální výnosy v thajské či indonéské měně nebudou při převodu na dolary či jeny znehodnoceny v důsledku kurzových změn. Paradoxně byla tato jistota investorů umocňována rostoucím zadlužením asijských zemí, což zvyšovalo význam zachování stability měnových kurzů a upevňovalo očekávání investorů, že vlády těchto zemí učiní vše, aby stabilitu kurzů udržely.

Kurzová jistota fungovala oběma směry: jednak zvyšovala nabídku finančních prostředků ze strany zahraničních investorů, jednak zvyšovala poptávku domácích subjektů po levnějších vnějších finančních zdrojích. Politika fixních kurzů tak představovala pojištění sui generis proti kurzovým ztrátám, které bylo poskytováno příslušnými vládami. To však nebyla jediná záruka, kterou vlády zemí jihovýchodní Asie investorům poskytovaly. Zahraniční věřitelé asijských bank byli např. ujišťováni, že vlády nenechají tyto banky padnout, pokud se dostanou do „přechodných“ finančních potíží, a toto ujištění dokonce pozitivně ovlivňovalo hodnocení důvěryhodnosti bank ratingovými agenturami.¹

Dynamika přílivu kapitálu do Asie byla ovlivněna i psychologickými faktory chování účastníků trhů. Přední investiční a komerční banky, které za-

¹ Není však zřejmé, zda ratingové agentury přitom braly také v úvahu potenciální fiskální dopady podobných záruk při ratingovém hodnocení veřejného dluhu.

čaly investovat do této oblasti, byly následovány tzv. bankami druhé kategorie, které nechtěly zůstat mimo hru o slibné zisky v dynamicky se rozvíjející oblasti. Podobně i manažeři investičních fondů sledují často strategii „pohybu s davem“, protože jsou vyhodnocováni na základě relativních výsledků v porovnání s ostatními manažery, nikoli na základě absolutních výsledků. Jít s davem pak znamená, že nemohou skončit relativně hůře než dav, ačkoli mohou ve skutečnosti dopadnout velice špatně. Výsledkem podobného chování je, že investovali do asijských cenných papírů, protože tak činili všichni ostatní. Podobná strategie může znamenat podcenění rizik takoveto investice.

Poptávku po zahraničním vypůjčování ze strany domácích subjektů ovlivňovala pozitivně mimo jiné nadměrně optimistická očekávání, že rychlý ekonomický růst bude pokračovat i v budoucnu; to vedlo ze strany domácích subjektů k nadhodnocení úrovně očekávaného permanentního příjmu. Jak podniky, tak obyvatelstvo si vypůjčovaly proti očekávaným vyšším příjmům v budoucnosti, aby mohly odpovídajícím způsobem přizpůsobit současnou spotřebu. K důvodům nadměrného zahraničního zadlužování ze strany domácích subjektů je nutné připočíst i tzv. Harbergerovu externalitu, vyplývající ze skutečnosti, že soukromí příjemci zahraničních půjček neinternalizují rostoucí mezní společenské náklady, které souvisejí s rostoucí zranitelností ekonomiky vůči negativním šokům v důsledku rostoucího celkového vnějšího zadlužení.

(Ne)efektivní alokace kapitálu

Domnělá síla asijských ekonomik vycházela z rozšířeného *mýtu automatické prospěšnosti vysoké míry investic*. Vysoké investice byly tradičně považovány za znak odlišující asijské tygry od latinskoamerických zemí a za záruku toho, že rychlá tempa hospodářského růstu budou pokračovat i v budoucnu. Někteří komentátoři hovořili dokonce o nadcházejícím století Asie. Pouze několik málo ekonomů upozorňovalo na to, že asijský zázrak může stát na hliněných nohách. Jedním z těchto ekonomů byl Paul Krugman; ten v roce 1994 publikoval kontroverzní článek, v němž argumentoval, že asijský růst je dán více rostoucím objemem vstupů než jejich efektivním využíváním.²

V asijských zemích hrálo při zajišťování vnějších finančních zdrojů nefinančního sektoru tradičně dominantní úlohu bankovní financování. Příliv zahraničního kapitálu byl proto z velké části zprostředkován bankovním sektorem. Úkolem bank bylo zajistit, aby zahraniční zdroje byly efektivně alokovány. Jak je však nyní zřejmé, objem přílivu zahraničního kapitálu do bankovního sektoru výrazně převýšil schopnosti bank identifikovat úvěrovatelné projekty, které by banky nevystavovaly v neúměrnému úvěrovému riziku v případě negativního šoku.

Asijské banky byly ve skutečnosti na zajištění efektivního zprostředkování vysokého přílivu kapitálu připraveny velice špatně. To souviselo s jejich vnitřními rozhodovacími mechanismy, s nedostatkem zkušeností, pokud jde o rozhodování o alokaci úvěrů v tržních podmínkách bez vlivu státních zásahů, s nedostatky vnitřních pravidel obezřetnosti a rovněž s ne-

² V angličtině je to hezky vyjádřeno slovy „perspiration rather than inspiration“.

dostatky bankovního dohledu. Ukvapená a neuspořádaná finanční liberalizace spolu se slabým a špatně kontrolovaným bankovním sektorem a vysokým přílivem kapitálu vytvářely velice výbušnou směs. Banky rychle rozšiřovaly svá portfolia, která je činila zranitelnými vůči kurzovým výhybkám, vysokým úrokovým mírám či ostatním potenciálními šokům. Tato zranitelnost měla na jedné straně za následek, že se zvyšoval význam zachování kurzové stability a fixního měnového kurzu, na druhé straně pak to, že se omezoval prostor pro flexibilní použití měnové politiky – ať již s cílem podpořit zachování režimu fixního měnového kurzu, či později s cílem zabránit tomu, aby zavedení floatingu vedlo k dramatickému poklesu kurzu. Zachování fixních nominálních kurzů za každou cenu se tak pro některé země stalo politicky citlivou záležitostí.

Jako problematické se následně ukázalo i zasahování státu do alokace úvěrů bankami, především snaha o zajištění finanční podpory odvětví a podniků, jejichž rozvoj měl být stimulován v rámci státní průmyslové politiky. Svou úlohu při vzniku špatných úvěrů sehrála bezpochyby i skutečnost, že některé banky byly zakládány s cílem získat financování pro podniky vlastněné právě zakladateli těchto bank. Samostatnou kapitolou analýzy vzniku bankovní krize v asijských zemích je boom v oblasti nemovitostí, jenž byl výrazně podporován bankovními úvěry.

Zranitelnost asijských bank byla zvýšena i vysokou zadlužeností řady podniků. Poměr dluhu k vlastnímu mění v případě korejských chaebolů např. dosahoval až 500 %, což dvojnásobně až trojnásobně převyšuje poměr obvyklý ve vyspělých ekonomikách. Asijské podniky – a banky jako jejich věřitelé – se tak staly velice zranitelnými v situaci krize likvidity, kdy zahraniční věřitelé náhle přerušili poskytování nových finančních prostředků.

Výsledkem těchto stimulů a politiky bylo, že finanční krize zastihla asijské banky ve velice nepříznivé situaci, s poměrně objemnými portfolii aktiv mnohdy velice pochybné kvality a s pasivy často denominovanými v zahraničních měnách a ne vždy zajištěnými proti kurzovému riziku.

Vypuknutí krize

V literatuře byl již podrobně popsán průběh asijské krize po opuštění fixního kurzu thajského bahtu 2. června 1997. Pro uvedení diskuze úlohy MMF při řešení důsledků asijské krize je však užitečné připomenout některé skutečnosti.

Po opuštění pevného měnového kurzu thajského bahtu počátkem června 1997 došlo k jeho výraznému poklesu. Pokles kurzu bahtu a zvýšení celkové nejistoty vedly naopak k poklesu cen akcií; začal narůstat odliv kapitálu, a to nejen zahraničního, ale i domácího. Pokles hodnoty bahtu měl za následek, že se zvýšily náklady na obsluhu zahraničního dluhu v domácí měně. To se negativně odrazilo ve finanční situaci těch finančních i nefinančních institucí, které měly otevřené devizové pozice. Začala růst rizikovost úvěrů bank financovaných ze zahraničí a poskytnutých v domácí měně či v zahraniční měně subjektům, které neměly přirozené devizové krytí. Zároveň začaly klesat ceny nemovitostí, jejichž financování představovalo důležitou součást úvěrového portfolia bank. To finanční situaci bank ještě zhoršilo. Propad kurzu byl do značné míry způsoben i tím, že vycházely najevo některé nové skutečnosti. Centrální banka se snažila marně odvrátit spekulativní útok na baht prodejem svých devizových rezerv na forwardovém

TABULKA 2 Prognóza hospodářského růstu pro rok 1998 (1999)

	květen 1997	květen 1998	srpen 1998	září 1998
svět	4,4	3,1 (3,7)	2,4 (3,2)	2,0 (2,5)
vyspělé ekonomiky	2,9	2,4 (2,5)	2,2 (2,3)	2,0 (1,9)
rozvojové země	6,5	4,1 (5,3)	2,7 (4,2)	2,3 (3,6)
Asie-4	x ^a	-2,7 (2,5)	-8,8 (1,0)	-10,4 (-0,1)
tranzitivní ekonomiky	4,8	2,9 (3,4)	1,8 (3,0)	-0,2 (-0,2)
Latinská Amerika	5,1	3,4 (4,3)	3,3 (4,2)	2,8 (2,7)

^a V prognóze z května 1997 nebyla ještě skupina Asie-4 (Thajsko, Korea, Indonésie, Filipíny) samostatně uváděna.

pramen: (IMF World Economic...)

trhu, což se v období před krizí na oficiálních údajích o devizových rezervách neprojevovalo. Teprve po vypuknutí krize vyšlo najevo, že disponibilní rezervy jsou ve skutečnosti mnohem nižší než oficiálně vykázané, což vyvolalo negativní reakci investorů a prohloubilo propad měny.

Finanční krize vypukla nejprve v Thajsku, ale úzká regionální ekonomická a finanční propojenost, která byla před krizí vydávána za přednost, se nyní ukázala jako problém, protože umožnila rychlé šíření nákazy v podobě finanční krize z jedné země do druhé. Důvodů šíření krize a tzv. efektu nákazy bylo několik. Za prvé, pokles hodnoty thajské měny znamenal, že se zrcadlově zvýšila hodnota ostatních regionálních měn, a tudíž se snížila konkurenceschopnost vývozu těchto zemí. Určité přizpůsobení ostatních měn v oblasti počátečnímu poklesu bank bylo tudíž vyvoláno nutností omezit negativní dopad na konkurenceschopnost a platební bilanci. Za druhé, zahraniční investoři dospěli – ať už oprávněně, či nikoli – k závěru, že podobné problémy jako Thajsko mají i ostatní země, a kapitál začal odplývat z celého regionu. Za třetí, regionální propojenost finančních toků, především pokud jde o poskytování bankovních úvěrů, znamenala, že vznik problémů v jednom bankovním systému se projevil negativně i v ostatních bankovních systémech.

Nákaza začala násobit negativní dopad domácích problémů na finanční sektor a začal vznikat jakýsi začarovaný kruh. Finanční krize se začala brzy přenášet i do reálné ekonomiky. Nejprve nastal pokles investic a následně se začala výrazně propadat soukromá spotřeba, neboť klesaly příjmy obyvatelstva. Doposud nízká nezaměstnanost začala rychle růst a hospodářský růst se zpomaloval. V létě a na podzim 1997 však ještě nikdo nepředpokládal dramatický pokles produkce, ke kterému došlo v roce 1998. *Tabulka 2* ilustruje, jak MMF postupně měnil prognózu hospodářského růstu v jihovýchodní Asii a v dalších oblastech.

Negativní dopad finanční krize na reálnou ekonomiku, který začal být patrný v plném rozsahu až počátkem roku 1998, působil jako další negativní šok pro finanční systém. Na jaře roku 1998 pak začala dostávat asijská krize kvalitativně novou dimenzi v podobě prudkého zhoršení hospodářské situace v Japonsku. Japonská ekonomika, která představuje zhruba 60 % regionální produkce, se nyní nachází v hluboké depresi a namísto toho, aby hrála podobnou úlohu jako americká ekonomika v roce 1995 při řešení následků mexické krize a podpořila rychlým růstem domácí poptávky – a tudíž dovozu – růst vývozu v regionu, stává se sama výrazným tlumícím faktorem.

Doporučení MMF

Asijská krize je do značné míry krizí důvěry, a to především krizí důvěry zahraničních investorů ve schopnost domácích dlužníků dostát svým závazkům. Příspět k obnově důvěry a k zastavení poklesu měnových kurzů bylo od počátku krize jedním z hlavních cílů politiky vysokých úrokových sazeb. Dalším argumentem ve prospěch politiky vysokých úrokových sazeb bylo vysoké zahraniční zadlužení asijských ekonomik. V ekonomikách s vysokým zahraničním zadlužením má pokles měnového kurzu poměrně nepříznivé důsledky, protože zvyšuje náklady na obsluhu zahraničního dluhu, měřeno v domácí měně. K zamezení tohoto poklesu bylo nutné zvýšit domácí úrokové sazby na dostatečně vysokou úroveň, aby pokryly prémii za riziko a učinily domácí aktiva atraktivními pro domácí i zahraniční investory. Vyšší úrokové sazby měly zároveň za cíl zvýšit náklady financování krátkodobých spekulativních pozic v domácí měně, a tak zabránit dalším spekulativním útokům.

Ne všechny postižené země uznaly nutnost přechodně restriktivní měnové politiky okamžitě a toto doporučení MMF bylo zdrojem častých kontroverzí. Kritikové MMF poukazovali na to, že vysoké úrokové sazby mají negativní dopad na hospodářský růst a na finanční situaci předlužených podniků. To je bohužel pravda. Ale v situaci naprosté ztráty důvěry v domácí měnu, v situaci vysokého vnějšího zadlužení a kurzové nestability je také pravda, že nízké úrokové sazby a další pokles měnového kurzu by měly na postižené ekonomiky dopad ještě horší. Ekonomika se pak může dostat do situace, kdy musí úrokové sazby nakonec stejně zvýšit, ale v situaci mnohem více znehodnoceného kurzu čili v mnohem méně příznivých podmínkách, pokud jde o náklady obsluhy zahraničního dluhu. V takové situaci jsou pak k obnově důvěry v domácí měnu nutné úrokové sazby mnohem vyšší. Navíc je pravděpodobné, že propad kurzu domácí měny umožněný nedostatečně restriktivní měnovou politikou by trval delší dobu a způsobil mnohem větší škody než časově omezené zvýšení úrokových sazeb.

Přiměřeně vysoké úrokové sazby jsou sice pro to, aby byla obnovena důvěra domácích i zahraničních investorů v domácí měnu a v budoucí hospodářskou prosperitu, podmínkou nezbytnou, nikoli však podmínkou postačující. Dočasně restriktivní měnová politika musí být doprovázena rozsáhlými strukturálními reformami, především v oblasti finančního sektoru, který byl do značné míry zdrojem současných problémů, ale i v celé řadě dalších oblastí. Pokud by byl postup strukturálních reform pomalý a pokud by bylo nutné udržovat vysoké úrokové sazby příliš dlouhou dobu, stala by se pravděpodobně restriktivní měnová politika kontraproduktivní. Jak však ukazují zkušenosti např. Thajska a Koreje, rychlý pokrok v strukturálních reformách a alespoň částečná obnova důvěry investorů umožnily v poslední době úrokové sazby rychle snížit, aniž by přitom došlo k opětovnému oslabení měn těchto zemí. Snížení úrokové zátěže domácího dluhu není tudíž vykoupeno zvýšením nákladů na obsluhu zahraničního dluhu v důsledku poklesu měnového kurzu.

Kromě restriktivní měnové politiky však MMF doporučoval postupné uvolňování fiskální politiky, v závislosti na tom, jak se hospodářská situace v Asii postupně zhoršovala. Existuje několik dobrých důvodů, proč by měly být veřejné rozpočty v současné situaci deficitní. Za prvé, expanzivní fiskální politika alespoň částečně kompenzuje prudký pokles domácí soukromé poptávky a zmenšuje propad produkce. Za druhé, strukturální problémy,

kteře se vyskytují především ve finančním, ale i v nefinančním sektoru, si vyžadají značnou podporu z veřejných prostředků. Zvýšené rozpočtové schodky do určité míry odrážejí výdaje spojené s obsluhou veřejného dluhu emitovaného za účelem rekapitalizace bank, případně v omezenější míře podpory podniků. Za třetí, krize ovlivnila negativně příjmy a bohatství obyvatelstva a především v Indonésii, kde došlo k rozpadu distribučního systému, se ocitla velká část populace pod hranicí chudoby. Zvýšené sociální výdaje jsou nezbytné ke zmírnění těchto důsledků a k zachování společenské stability, nezbytné pro znovuoobnovení důvěry a pokračování reform. Za čtvrté, fiskální politika asijských zemí byla v minulosti poměrně konzervativní a vesměs relativně nízká úroveň domácího dluhu poskytuje určitý prostor pro přechodně expanzivní fiskální politiku.

Na druhé straně je však nutné mít na paměti, že rozpočtové schodky asijských zemí nemohou růst bez omezení a že jejich další zvyšování může přinést problémy. Míra, v jaké mohou fungovat automatické fiskální stabilizátory a v jaké se mohou rozpočtové schodky zvýšit, závisí především na možnostech zajistit jejich financování jinými způsoby než emisí peněz, čili na možnosti zajistit, aby se jejich financování nestalo dalším zdrojem inflačních tlaků a finanční nestability. Ztížený přístup k vnějšímu financování, především ze strany soukromých investorů, jakož i snížené bohatství a úspory domácích subjektů v důsledku finanční krize spoluurčují hranice bezpečné fiskální expanze, jež by nenarušovala finanční stabilitu.

Doporučení MMF asijským zemím se setkala s širokou kritikou.³ Na jedné straně bylo MMF vyčítáno, že prosazuje příliš restriktivní politiku, která se nehodí k řešení strukturálních problémů asijských zemí, že praktikuje svoje tradiční schéma i při řešení netradičních problémů. To však nebránilo jiným kritikům v tom, aby obviňovali MMF z toho, že se pouští i do oblastí, které nespádají do jeho pravomoci a nesouvisejí s jeho tradičním posláním zajistit finanční stabilitu (Feldstein, 1998). Jiní kritici zase argumentovali, že MMF nesprávně obhajoval znehodnocení asijských měn, zatímco jediným způsobem, jak se vyhnout krizi a zajistit pokračující hospodářskou prosperitu, bylo zachování kurzové stability. Ke sboru kritických hlasů se přidala i pestrá směsice zastánců lidských práv, ochránců životního prostředí či odpůrců potratů, kteří v asijské krizi našli příležitost, jak zviditelnit svoji vlastní agendu. Společným rysem naprosté většiny kritiky postupu MMF při řešení asijské krize však bylo kritizování jednotlivých prvků programu stabilizace a restrukturalizace, nikoli předložení konzistentní alternativy tohoto programu.

Kritici měli pravdu v tom, že asijská krize nepředstavovala tradiční problém makroekonomické nerovnováhy vyvolané nadměrnými výdaji veřejného rozpočtu, se kterým se MMF doposud obvykle potýkal. V případě asijské krize se jedná spíše o:

- krizi související s chováním soukromého sektoru,
- krizi stavových veličin, bankovních a podnikových rozvah, nikoli o krizi tokovou, o krizi nadměrné poptávky, kterou lze řešit přizpůsobením toků neboli zavedením restriktivní měnové a fiskální politiky.

Je zřejmé, že k řešení podobného typu krize nestačí pouze opatření makroekonomické restrikce, která uvádějí do souladu tokové veličiny poptávky

³ Rozsáhlý soubor článků zabývajících se asijskou krizí je možné nalézt na webovské adrese <http://www.stern.nyu.edu/nroubini/asia/AsiaHomepage.html>.

a produkce. Podstatnou součástí opatření k překonání důsledků krize musí být přizpůsobení stavových veličin, mimo jiné v podobě odstranění špatných úvěrů z rozvah bank a ostatních finančních institucí, snížení nadměrného zadlužení podnikového sektoru, snížení nadměrné kapacity v oblasti neovitosti a také přizpůsobení stavu kapitálu na takovou úroveň, aby mohl být produktivně využíván bez státních dotací. Jinými slovy, je nutné se vypořádat s minulými excesy v podobě nadměrného investování, nadměrné expanze půjček a nadměrného zadlužování podnikového sektoru.

Bez toho, že by došlo k vyřešení těchto stavových problémů, není možné, aby byla obnovena normální hospodářská činnost, aby byl obnoven hospodářský růst. Banky, které budou zatížené vysokým objemem špatných úvěrů, nebudou schopné poskytovat služby finančního zprostředkování; předlužené podniky nebudou naopak schopné získat potřebný provozní kapitál, protože banky jim nebudou schopné a ochotné půjčovat a jiná forma vnějšího financování může být v daných podmínkách velice nákladná. Negativní dopad předluženosti a vysokého objemu špatných půjček na investice a produkci ovlivní negativně příjmy obyvatelstva a soukromou poptávku, což nadále zhorší celkovou ekonomickou situaci. Je tudíž zřejmé, že programy obnovení normálního fungování asijských ekonomik nemohou zůstat omezeny pouze na tradiční makroekonomickou stabilizaci.

Hloubka a intenzita asijské krize, nutnost vypořádat se s problémy stavových veličin a rozvah ovlivnily i kombinaci měnové a fiskální politiky při obnovení vnitřní a vnější rovnováhy. Na rozdíl od ekonomik, které trpěly obvyklými problémy nadměrného růstu domácí poptávky, v asijských ekonomikách je kladen relativně větší důraz na restriktivní měnovou politiku, zatímco fiskální politika je do značné míry uvolněna a zaměřuje se na překonání zmíněných stavových problémů. Přesto bývá MMF často obviňován, že nepružným trváním na makroekonomické restrikci přispěl k poklesu domácí poptávky a ke zhoršení krize.

Fiskální politika byla však – možná až netradičně pružně – přizpůsobována měnícím se vyhlídkám asijských ekonomik. Zhoršování hospodářské situace a postupné snižování prognózovaného ekonomického růstu byly doprovázeny postupným zhoršováním schodků veřejných rozpočtů stanovených v programech MMF. Vezměme si jako příklad Thajsko. V srpnu 1997, když byl schvalován program finanční pomoci, byl pro rok 1998 očekáván růst 3,5 % a kladné saldo veřejných rozpočtů ve výši 1 % HDP. V květnu 1998 byl však již prognózován pro rok 1998 pokles HDP o 4–5 % a saldo celkových veřejných rozpočtů záporné ve výši –5,7 % HDP. Během jednoho roku byl tudíž změněn odhad tempa růstu o 9 procentních bodů a akomodativní fiskální politika umožnila zhoršení rozpočtového salda o 7 procentních bodů. Podobně v Indonésii, zemi, která je krizí nejhůře postižená, se pro rok 1998 počítá se schodkem veřejných rozpočtů v rozsahu 8,5 % HDP. V Koreji musel MMF dokonce tlumit vládu v její restriktivní fiskální politice a prosazoval poněkud uvolněnější rozpočet. V této souvislosti lze tudíž stěží hovořit o nadměrně restriktivní fiskální politice ze strany MMF.

Varoval MMF včas?

Mezinárodnímu měnovému fondu, ratingovým agenturám i ostatním institucím bývá nyní vytýkáno, že nevarovaly před blížícím se nebezpečím krize v jihovýchodní Asii včas. Toto tvrzení může být pravdivé, pokud jde

o ratingové agentury, které většinou reagovaly na vývoj zpětně a snižovaly ratingové hodnocení země až poté, co krize vypukla. Pokud jde však o MMF, tato kritika se částečně mýjí cílem. Varování ohledně rizik vývoje v zemích jihovýchodní Asie zaznělo před vypuknutím krize ze strany MMF v různých podobách, s různou mírou naléhavosti a intenzity. Skutečností však zůstává, že tato varování nepřiměla vlády příslušných zemí k tomu, aby podnikly účinné kroky k odvrácení krize.

Obavy z případné zranitelnosti některých ekonomik v jihovýchodní Asii se objevovaly minimálně již na počátku roku 1995, ve studii analyzující příliv kapitálu do oblasti jihovýchodní Asie (Khan – Reinhart, 1995). Tato studie však zároveň dokumentuje, že hodnocení hospodářské situace a případných rizik v jihovýchodní Asii nebylo uvnitř MMF zcela totožné. Na jedné straně se v citované studii dočteme, že příliv kapitálu nepředstavuje pro asijské země podobný problém jako pro latinskoamerické země, protože slouží k financování produktivních investic, a nikoli spotřeby. V jiné kapitole však je zřejmé, že (jiní) autoři jsou si vědomi nadměrných rizik, jež vyplývají z rostoucího zprostředkování přílivu kapitálu bankovním sektorem, především rizika růstu špatných úvěrů, rizika otevřených devizových pozic, rizika koncentrace úvěrů do určitých sektorů, především nemovitostí, a rizika úvěrování příbuzných osob. Podobné obavy o rychlé expanzi aktiv bank, především o rychlém růstu úvěrů do nemovitostí, byly vyjádřeny i v jedné z nejdůležitějších každoročních publikací MMF, publikaci analyzující vývoj kapitálových trhů (IMF, 1995). V roce 1998 se tyto obavy jeví jako vskutku prorocké.

Za povšimnutí stojí, že tyto obavy byly vyslovovány v podstatě na základě dat do roku 1994, případně z počátku roku 1995, kdy ještě příliv zahraničního kapitálu a růst bankovního zprostředkování nedosáhly největší intenzity. V roce 1995 a 1996 začal příliv zahraničního kapitálu do zemí jihovýchodní Asie výrazně sílit a MMF začal vyjadřovat znepokojení z potenciálního přehřátí ekonomik v důsledku nadměrného růstu domácí poptávky. Historie rychlého růstu v Asii však do určité míry přispěla k tomu, že strukturálním problémům nebyla věnována podobná pozornost jako rizikům spojeným s makroekonomickým vývojem. Navíc byly případné obavy MMF vyjadřovány spíše v podobě rozdílného důrazu na kombinaci různých složek hospodářské politiky, a nikoli v podobě zásadně odlišného názoru na provádění hospodářské politiky.

Jedním ze závěrů, které MMF vyvodil pro svoji činnost z mexické krize, byla nutnost věnovat větší pozornost vývoji finančních sektorů a pohybům na kapitálových účtech v nově vznikajících tržních ekonomikách. V rámci každoročních konzultací se zeměmi jihovýchodní Asie v letech 1996 a 1997 byla tudíž věnována zvýšená pozornost potenciálním rizikům a problémům ve finančních sektorech těchto zemí. Důvodů k obavám zde byla celá řada. Hlavní riziko spočívalo v rychlé expanzi aktiv domácích finančních institucí, financovaných navíc do značné míry přílivem zahraničního kapitálu. To zvyšovalo riziko jak na straně aktiv, v podobě úvěrového a tržního rizika, tak na straně pasiv, z důvodu rostoucí otevřenosti devizových pozic finančních institucí. Na tato rizika bylo při jednání Rady výkonných ředitelů MMF upozorňováno a bylo doporučováno podniknout kroky k posílení finančního sektoru, ke zlepšení bankovního dohledu a k odstranění vládních regulací a omezení, která v některých zemích dále zvyšovala zranitelnost bankovního sektoru, neboť vytvářela dojem existence implicitních vládních garancí a snižovala zájem na opatrném vyhodnocování rizik spojených s alokací aktiv.

Za nejnaléhavější problém v první polovině roku 1997 však byl považován rostoucí schodek běžného účtu platební bilance a nadhodnocený kurz v Thajsku v kombinaci s poklesem růstu exportu a produkce a zhoršováním fiskální situace. MMF si byl vědom nebezpečí, které pro thajskou ekonomiku znamenala zranitelnost bankovního sektoru, ale za nejnaléhavější prioritu považoval snížení vnější nerovnováhy přitlumením růstu domácí poptávky, což mělo spolu se zvýšením pružnosti kurzu odvrátit riziko spekulativního útoku. Reforma finančního sektoru byla chápána spíše jako střednědobý úkol; pokud však šlo o snížení vnější rovnováhy, zde bylo potřeba jednat rychle. Bohužel, ani doporučení Rady výkonných ředitelů, ani naléhavé osobní dopisy vedení MMF nepřinutily thajské představitele k tomu, aby podnikli příslušné kroky a zabránili následnému spekulativnímu útoku.

Přirozeně se nabízí otázka, zda nemohl MMF učinit jiné kroky, aby krizi zabránil. Mnozí kritici MMF argumentovali, že jeho hlavní chybou bylo, že své obavy ohledně rizika krizového vývoje v Thajsku a dalších zemích nezveřejnil. Podle těchto argumentů měl MMF svoje obavy zveřejnit již počátkem roku 1997, kdy se začal vážně obávat spekulativního útoku. Zveřejněním svých obav by podle těchto argumentů MMF jednak odradil především spekulativní zahraniční investory od toho, aby poskytovali další krátkodobý kapitál, a jednak by přinutil thajské představitele, aby dbali více jeho doporučení a podnikli účinnější kroky ke stabilizaci ekonomiky a zamezení krize. Bohužel, podobný krok má jednu zásadní vadu: MMF sice nebezpečí krize předpovídal, ale nebyl si zdaleka jist, kdy a zda vůbec k ní dojde. Navzdory rozsáhlé literatuře analyzující finanční krize a navzdory pochopitelné snaze tyto krize předpovídat zůstává jejich vznik a načasování do značné míry nejisté a obtížně predikovatelné.

Za této situace se MMF vystavuje riziku, že bude veřejně upozorňovat na nebezpečí krizi, které ve skutečnosti nemusejí nastat, a co hůř, veřejně vyslovené varování, že ta či ona země je v nebezpečí spekulativního útoku a krize, by s vysokou pravděpodobností spekulativní útok vyvolalo. Fond není záchranná služba, která přijede se zapnutými sirénami ke každému pacientovi, který vede nezdravý životní styl a u kterého hrozí nebezpečí infarktu. Když pacient uslyší sirény a uvidí zdravotníky, může se polekat a infarkt skutečně dostat. Hlavní úlohou Fondu je prevence; přesvědčovat své pacienty, aby vedli zdravý život a výskyt infarktu tak minimalizovali. Pokud však jeho rady nedbají a infarkt nakonec dostanou, Fond je připraven přispěchat na pomoc a poskytnout finanční infúzi.

Nesmíme navíc zapomenout, že MMF není instituce fungující ve vzduchoprázdnu. Jedná se o instituci, jejíž činnost a rozhodnutí odrážejí zájmy a představy členských zemí, které jí delegují pravomoci a ovlivňují její činnost. Málokterá země by si přála, aby MMF otiskl na titulní straně Financial Times své obavy, že této zemi hrozí nebezpečí spekulativního útoku, a že pokud nepřijme okamžitě určitá opatření, bude postižena finanční krizí. Rozsah a otevřenost, s nimiž Fond sděluje veřejnosti své závěry a hodnocení, jsou velice složité a delikátní záležitost, o které se v současné době vedou intenzivní diskuze. V roce 1997 byl však podniknut významný krok v větší informovanosti veřejnosti o názorech MMF v podobě zveřejňování závěrů z jednání Rady výkonných ředitelů při projednávání jednotlivých členských zemí. Ke zveřejnění této informace však musí dát příslušná země souhlas. Nicméně rozhodnutí informaci o závěrech jednání Rady nezveřejnit se stává stále obtížnější, protože roste počet zemí, které ke zveřejnění souhlas daly.

Neochota podobnou informaci zveřejnit může tak být tržními účastníky interpretována v tom smyslu, že daná země chce skrýt něco negativního, což může vyvolat ještě nepříznivější reakci než zveřejnění negativní informace.

MMF a morální hazard

Na závěr několik poznámek k často diskutované otázce, nakolik přispěla finanční pomoc, kterou MMF postiženým zemím poskytl, ke zvýšení rizika morálního hazardu. Riziko morálního hazardu se teoreticky může týkat jak věřitelů, tak dlužníků. Skutečnost, že po vypuknutí krize přispěchal MMF okamžitě na pomoc a poskytl postiženým zemím finanční prostředky, které jim umožnily vyhnout se nutnosti pozastavit splácení veřejného či soukromého zahraničního dluhu, může mít za následek, že dlužníci i věřitelé budou jednat v budoucnu způsobem, který pravděpodobnost opakování podobné krize zvýší. Věřitelé budou opět ochotni nakupovat aktiva s vysokým výnosem bez dostatečného zohlednění jejich rizikovosti a dlužnické země se stanou cílem přílivu vyššího objemu kapitálu, než jaký mohou efektivně investovat.

Podle autorova názoru by bylo chybné popírat, že kroky, které podnikl Fond v asijských zemích, mají dopad na budoucí chování zúčastněných subjektů a ovlivní riziko morálního hazardu. Otázka však nestojí, zda morální hazard ano, či ne; otázkou je, jak nejlépe vážit mezi negativními dopady existence morálního hazardu a přínosy opatření, která jako svůj vedlejší produkt morální hazard generují.

V zásadě platí, že existence jakékoli pojišťovací instituce a jakékoli pojistné smlouvy generuje v určité míře riziko morálního hazardu, riziko, že se pojištěnci budou chovat způsobem zvyšujícím pravděpodobnost výskytu pojistné události. Avšak v případě suverénních zemí a hospodářské politiky je vztah mezi přínosy a náklady pojištění proti důsledkům finanční krize a odlivu kapitálu komplikovaný a zvažování nákladů a přínosů finanční pomoci krizí postiženým zemím není tudíž jednoduché. Uvedeme proto jenom některé základní směry současných úvah o tomto problému.

Především je nutné odmítnout představu, že existence MMF je hlavním či jediným zdrojem morálního hazardu v mezinárodním finančním systému, zdrojem přispívajícím k nadměrnému přílivu kapitálu do některých zemí a k následnému zpětnému odlivu a finančním krizím. Jak je dobře známo z historie, finanční krize a spekulativní bubliny jsou poměrně pravidelným jevem minimálně od 18. století, kdy se ještě ani nenarodili prarodiče ekonomů, kteří začali o vytvoření MMF přemýšlet.⁴ Někteří analytici argumentují, že MMF výrazně zvýšil riziko morálního hazardu poskytnutím rozsáhlé finanční pomoci Mexiku v roce 1995. Příliv kapitálu do Asie se sice v roce 1995 a 1996 zrychlil, ale pro tento příliv existovala řada jiných důvodů: zdá se být poněkud za vlasy přitažené argumentovat, že manažer banky či investičního fondu se rozhodl investovat v roce 1995 do Koreje pouze pro to, že očekával krizi a na základě zkušeností s Mexikem následnou záchranu ze strany MMF. Nezapomínejme rovněž, že ekonomiky jihovýchodní Asie byly v té době považovány za výrazně odlišné od latinskoamerických ekonomik, jako je ekonomika mexická.

⁴ Diskuze historie finančních krachů viz (Kindleberger, 1996).

Rovněž tak je nepravděpodobné, že by mexická krize podpořila chování produkující morální hazard ze strany vlád asijských zemí. Málokterý ministr financí bude záměrně riskovat finanční krizi v očekávání, že mu MMF přispěchá na pomoc. Je sice pravda, že MMF zemím postiženým krizí na pomoc přispěchá, neboť tuto povinnost mu ukládají jeho stanovy. Skutečností však rovněž je, že řada ministrů financí politicky nepopulární léčbu spojenou s programem MMF politicky nepřežije.

Proti argumentu, že rozsáhlá finanční pomoc ze strany MMF a ostatních institucí zvyšuje riziko morálního hazardu, lze rovněž namítnout, že s výjimkou zahraničních bank, které poskytly krátkodobé úvěry, utrpěli či utrpí všichni ostatní investoři větší či menší ztráty, ať už v důsledku poklesu cen akcií, či dluhopisů. Rovněž banky mohou utrpět určitou újmu v důsledku restrukturalizace zahraničního dluhu, která obvykle znamená prodloužení doby splatnosti. Ke konci června 1998 musely zahraniční banky, které poskytly půjčky klientům v jihovýchodní Asii, vytvořit oprávky ve výši 30 mld. USD, zatímco hodnota portfolia akcií zahraničních investorů v této oblasti poklesla o 200 mld. USD.

Na druhé straně je nutné mít na paměti, že snaha vyhnout se riziku zvýšení morálního hazardu a odepřít finanční pomoc postiženým zemím by měla sice nejisté, ale s vysokou pravděpodobností vysoké náklady, a to nejen pro přímo postižené ekonomiky, ale i pro ostatní země, které vystupují jako příjemci soukromého kapitálu na mezinárodních finančních trzích. Mnohé domácí firmy v krizi postižených zemích by měly zcela odříznutý přístup k financování a problémy likvidity by se mohly snadno přeměnit v problémy insolvence, což by dále zhoršilo hospodářskou situaci. A země, které by pozastavily splácení zahraničního dluhu, by dlouho pocítovaly dopad tohoto kroku v nemožnosti získat nové půjčky na mezinárodních finančních trzích či v lepším případě v nutnosti platit za zahraniční finanční zdroje vyšší cenu. I zde by byl negativní dopad na investice a hospodářský růst zřejmý.

Poskytování rozsáhlé finanční pomoci investicemi zemím s sebou nese určité náklady. Neposkytovat v případě krize žádnou finanční pomoc se může jevit jako atraktivní řešení pro některé radikálně naladěné myslitele, ale rozhodně to není přijatelné praktické řešení pro tvůrce hospodářské politiky a instituce zodpovědné za hladké fungování mezinárodního finančního systému. V současné době se naopak diskutuje o způsobu, jak do řešení případných budoucích finančních krizí konstruktivně zapojit soukromý sektor. Uvažuje se o vytvoření rámce, který by zemi postižené náhlým odlivem zahraničního kapitálu a vystavené riziku vyčerpání devizových rezerv umožnil dojednat se soukromými věřiteli restrukturalizaci svých závazků. Postižená země by tak získala čas a prostor realizovat opatření nezbytná k odstranění příčin krizového vývoje a věřitelé by naopak museli nést určité náklady řešení krizové situace s tím následkem, že by se stali mnohem opatrnějšími při rozhodování o svých investicích v budoucnu. Jedná se samozřejmě o velice delikátní problém, protože možnost zavést – byť v rámci předem dohodnutých pravidel – moratorium na splácení zahraničních závazků může ovlivnit podmínky přístupu dlužnických zemí na mezinárodní kapitálový trh. Obrovské ekonomické náklady spojené s asijskou krizí však poptávku po zavedení podobného rámce řešení krizových situací zvýšily.

LITERATURA

FELDSTEIN, M. (1998): Refocusing the IMF. *Foreign Affairs*, March/April, 1998.

IMF (1995): *International Capital Markets*, August 1995.

IMF (1998): *International Capital Markets Report*. September 1998.

IMF World Economic Outlook – různá vydání.

KHAN, M. S. – REINHART, C. M. (Ed.) (1995): Capital Flows in the APEC Region. *IMF Occasional Paper*, 122, Washington, D.C., March 1995.

KINDLEBERGER, CH. (1996): *Maniacs, Panics and Crashes*. 3rd Edition. John Wiley, 1996.

SUMMARY

JEL Classification: E65, O19

Keywords: IMF – capital inflow – economic crisis

Asia's Financial Crisis and the Role of the International Monetary Fund

Jiří JONÁŠ - adviser to the Executive Director, IMF

This article discusses the origins of Asia's financial crisis and the role of the International Monetary Fund in dealing with that crisis. The author begins with some facts about the role of capital inflows. He points out that 1) to some extent, large capital inflows into Asia were triggered by factors that should have raised concern, and 2) because this capital was not always effectively allocated, Asian banks that played a prominent role in financial intermediation became increasingly vulnerable. He then touches on how the Asia crisis unfolded, noting the role that close regional trade and financial integration played in spreading the crisis to neighboring countries, and detailing how the crisis in the financial sector affected the real economy. He then addresses the IMF's role in dealing with the Asian crisis; he summarizes the Fund's policy recommendations and the criticism leveled about those recommendations. The Asian crisis is different from previous crises, Jonáš argues, and the Fund's approach is and must be different than those it used in previous crises. He explores the issue of whether the Fund could have made a more explicit warning about the imminent crisis, and concludes with some remarks about the moral hazards present in the Fund's financial support to crisis-affected countries.