

Vydává Ministerstvo financí České republiky ve spolupráci s Českou národní bankou ve vydavatelství *Economia*, a. s., Praha

© Ministerstvo financí ČR

Adresa redakce: Vinohradská 49  
120 74 Praha 2

Telefon: 253 018 nebo 2110, linka 361  
Fax: 253 728

Vedoucí redaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

Publishers: Ministry of Finance of the Czech Republic in Cooperation with Czech National Bank in Publishing House *Economia*, Prague

© Ministry of Finance of the Czech Republic

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

Editor in Chief: Ivan Kočárník

## OBSAH

Dagmar HANZLOVÁ: Ocenění startovních podmínek zprivatizovaných podniků ve zpracovatelském průmyslu ČR — 2. část . . . . .	329
Miloš PICK: Standardní strategie ekonomické transformace v nestandardních podmínkách ČSFR . . . . .	342
Miloslav KONEČNÝ: Podpora inovačních center — výhodná investice regionů a štátu . . . . .	367

## Finance a úvěr v zahraničí

Jan FRAIT: „Černý podzim“ v ERM . . . . .	368
Petr ZAHRADNÍK: Evropská unifikace: kde vzít zdroj poučení? . . . . .	379

In memoriam:

Doc. ing. Vladimír Novotný (23. 4. 1929—12. 6. 1993) . . . . .	387
--	-----

## Přehled-Survey

Basic Information About Former Czechoslovakia (anglicky) . . . . .	389
Tabulky (anglicky): CSFR: Development of Official and Parallel Exchange Rate CSK/USD . . . . .	390
CSFR: Development of Official and Parallel Exchange Rate CSK/DEM . . . . .	390
CSFR: Foreign Exchange Position Towards Abroad — convertible currencies . . . . .	391
CSFR: Foreign Exchange Position Towards Abroad — non-convertible currencies . . . . .	392

## CONTENTS

Dagmar HANZLOVÁ: Appreciation of the Starting Conditions of the Privatised Enterprises in the Manufacturing Industry of the Czech Republic — 2nd Part . . . . .	329
Miloš PICK: Standard Strategy of the Economic Transformation Under the Non-standard Conditions of CSFR . . . . .	342
Miloslav KONEČNÝ: Support of Innovation Centres — Advantageous Investment of Regions and the State . . . . .	367

## Finance and Credit Abroad

Jan FRAIT: "Black Fall" in the ERM . . . . .	368
Petr ZAHRADNÍK: European Unification: Where to get Lessons? . . . . .	379

In memoriam:

Vladimír Novotný (23. 4. 1929—12. 6. 1993) . . . . .	387
---	-----

## Survey

Basic Information About Former Czechoslovakia (in English) . . . . .	389
Tables (in English): CSFR: Development of Official and Parallel Exchange Rate CSK/USD . . . . .	390
CSFR: Development of Official and Parallel Exchange Rate CSK/DEM . . . . .	390
CSFR: Foreign Exchange Position Towards Abroad — convertible currencies . . . . .	391
CSFR: Foreign Exchange Position Towards Abroad — non-convertible currencies . . . . .	392

Redakční rada: dr. Ivan Angelis, doc. ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., ing. Petr Dvořák, ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., doc. ing. Kamil Janáček, CSc., ing. Miroslav Kerouš, ing. Ivan Kočárník, CSc., ing. Václav Kupka, CSc., ing. Tomáš Ježek, CSc., ing. Jiří Pospíšil, CSc., Vladimír Rudlovčák, CSc., ing. Pavel Štěpánek, CSc., prof. Jan Švejnár, ing. Jan Vít, prof. ing. Karol Vlachynský, CSc.

---

# FINANCE A ÚVĚR V ZAHRANIČÍ

DT: 339.738 (4—662)

## „Černý podzim“ v ERM

Jan FRAIT\*

### Úvod

V létě 1992 byla v čas. Finance a úvěr v několika příspěvcích věnována pozornost problematice vytváření měnové unie ES. Následující vývoj potvrdil, že cesta k ní nebude lehká. Tento článek se zabývá sérií zmatků a spekulacních vln v *kurzovém mechanismu* Evropského měnového systému (Exchange Rate Mechanism, dále ERM), možnými příčinami těchto zmatků a otázkami převážné neúspěšnosti masivních oficiálních intervencí, které měly zabránit změnám kurzových parit.

Několik let se zdálo, že finanční trhy pracují tak, jako kdyby Evropská měnová unie (EMU) již existovala a devizové kurzy byly pevně fixovány. Situace v ERM byla natolik stabilní, že u slabších měn, jako jsou italská lira nebo španělská peseta, se investoři spokojili s nižší rizikovou premií, než by bylo za běžné situace nezbytné.

Po dánském odmítnutí Maastrichtských dohod 2. 6. 1992 a při očekávaných problémech s jejich ratifikací ve Francii a Velké Británii vznikly pochybnosti o budoucnosti EMU a stabilní rámec ERM začal mizet.

### Vývoj ERM v roce 1992

Během roku 1991 a v první polovině roku 1992 rozdily v úrokových sazbách mezi zeměmi ES na jedné straně a USA a Japonskem na straně druhé neustále rostly. Zároveň nenastalo oživení americké ekonomiky, což vedlo k dlouhé sérii malých snížení úrokových sazeb v USA. Na počátku léta 1992 byl rozdíl krátkodobých úrokových sazeb mezi USD a DEM historicky velký.

V srpnu se začaly objevovat první spekulace o možné všeobecné změně parit — první od ledna roku 1987 (dosavadní změny parit ukazuje *tabulka č. 1*). Slábnoucí pozice USD vyvolaná dále rostoucím rozdílem úrokových sazeb vedla k to-

---

\* Ing. Jan Frait, pracovník katedry obecné ekonomie Ekonomické fakulty Vysoké školy báňské v Ostravě

Redakce příspěvek obdržela 5. 3. 1993.

TABULKA č. 1 Dosavadní změny středních kurzů v ERM

p. č.	rok	datum	měna	změna [%]
1	1979	24. 9.	DEM	+ 2,0
			DKK	- 2,9
2	1979	30. 12.	DKK	- 4,76
3	1981	22. 3.	ITL	- 8,5
4	1981	5. 10.	DEM, NLG	+ 5,5
			FRF, ITL	- 3,0
5	1982	22. 2.	BEF	- 8,5
			DKK	- 3,0
6	1982	14. 6.	DEM, NLG	+ 4,25
			ITL	- 2,75
			FRF	- 5,75
7	1983	21. 3.	DEM	+ 5,5
			NLG	+ 3,5
			DKK	+ 2,5
			BEF	+ 1,5
			FRF, ITL	- 2,5
			IEP	- 3,5
8	1985	22. 6.	BEF, DKK, DEM	+ 2,0
			FRF, IEP, NLG	+ 2,0
			ITL	- 6,0
9	1986	7. 4.	DEM, NLG	+ 3,0
			BEF	+ 1,0
			DKK	+ 1,0
			FRF	- 3,0
10	1986	4. 8.	IEP	- 8,0
11	1987	12. 1.	DEM, NLG	+ 3,0
			BEF	+ 2,0
12	1990	8. 1.	ITL	- 3,7

mu, že investoři začali přesunovat své fondy z dolarových aktiv do aktiv markových, což vyvolalo výrazné posílení DEM vůči USD i vůči měnám v rámci ERM. To vedlo spolu s ekonomickými a politickými problémy členských zemí EMS ke krizi ERM, která trvala od září 1992 do února 1993. Tato krize měla tři vrcholy — první v září 1992, druhý v listopadu 1992 a třetí koncem ledna 1993. Paritní změny vyvolané touto krizí zachycuje *tabulka č. 2*.

TABULKA č. 2 Změny v ERM, září 1992 — leden 1993

p. č.	datum	měna	změna [%]
1	13. 9. 92	ITL	- 7
2	17. 9.	ITL	odchod z ERM
		GBP	odchod z ERM
		ESP	- 5
3	22. 11.	PTE	- 6
		ESP	- 6
4	31. 1. 93	IEP	- 10

TABULKA č. 3 Kurzy oproti DEM ve vztahu k paritě kupní síly

měna	změna kurzu oproti DEM od září 1992 [%]	nadhodnocení (+)/ podhodnocení (-) [%]
PTE	- 1,0	+ 3,0
ESP	- 10,5	- 5,0
DKK	- 0,5	- 5,5
ITL	- 11,8	- 9,0
FRF	+ 0,3	- 11,0
GBP	- 13,0	14,0
NLG	0	15,0
IEP	- 0,8	- 16,0
BEF	+ 0,2	17,5

pramen: Bank of England

V dalším rozboru této krize se jeví jako vhodné rozdělit „zasazené“ měny do tří skupin (měny reálně slabé, měny zdánlivě silné a měny mimo ERM) a sledovat jejich vývoj po změnách parit. *Tabulka č. 3* ukazuje odhad postavení kurzů měn v ERM vůči DEM podle parity kupní síly po třetí změně parit z 23. 11. 1992.

#### *Slabé měny v ERM — ITL, ESP, PTE*

*Italská lira* (ITL) se dostala do problémů tradičně jako první. Náznaky problémů se objevily již v červenci a centrální banka reagovala zvýšením diskontní sazby na 13,75 %. Rozbor z počátku srpna již ukazovaly, že ITL je dosti nadhodnocená, navíc Itálie trpěla značnou inflací a velkým rozpočtovým deficitem. Dolní hranice 765,40 ITL/DEM byla dosažena již 8.8.92. Centrální banka však udržela stanovenou paritu. Další tlaky nastaly počátkem září, kdy byla 4. 9. diskontní sazba zvýšena na 15 %. 11. 9. klesla ITL pod svou dolní hranici vůči DEM, a to i navzdory společné intervenci italské centrální banky a německé Bundesbank. 13. 9. byla ITL devalvována o 7 %.

Již o den později se ukázalo, že devalvace ITL ve výši 7 % byla zřejmě nedostačující. 15. 9. se dostala ITL pod svůj nový střední kurz a spekulanti, kteří původně po devalvaci začali ITL kupovat ve snaze realizovat své zisky, změnili rychle svůj názor. 16. 9. klesla ITL pod svou novou dolní hranici vůči DEM na 828 ITL/DEM navzdory silným intervencím a růstu „overnight“ sazby na 50 %. 17. 9. bylo rozhodnuto o dočasném odchodu ITL z ERM. Konečné odhady rozsahu neúspěšných intervencí hovoří o 20 mld. USD z vlastních zdrojů a dalších 15 mld. USD závazků vůči Bundesbank.

*Britská libra* (GBP) zjevně nadhodnocená jako ITL nebyla a britské devizové rezervy byly oproti italským asi šestinásobné. Spekulanti, povzbuzení prvním úspěchem u ITL, se však rozhodli dostat GBP pod dolní limit v ERM a půjčka 10 mld. ECU zamýšlená k intervenování ve prospěch GBP se nakonec stala spíše vhodným cílem spekulacních útoků než nástrojem obrany kurzové parity.

GBP se dostala pod tlak počátkem září a 3. 9. oznámila Bank of England připravenost použít na podporu GBP již zmíněných 10 mld. ECU. To mělo na kurz GBP silný, i když krátkodobý efekt, který zřejmě ukořelbal jak centrální banku, tak vládu. 14. 9. vznikla paradoxní situace, když po první devalvaci ITL mírně zeslábla DEM, ITL se dostala na vrchol ERM a GBP musela být vůči ní intervenčně podporována!

Když došlo 15. 9. k velkým prodejům GBP a kurz GBP klesl na 2,78 DEM/GBP (dolní hranice byla 2,778 DEM/GBP), bylo již rozhodnuto. Následující den Bank of England zvýšila diskontní sazbu postupně z 5 % na 15 % a společně s Bundesbank a francouzskou centrální bankou prováděla masivní intervence. Tyto kroky však měly spíše opačný než zamýšlený účinek. Dnem 17. 9. přešla GBP na floating a v následujících dnech došlo k výraznému poklesu kurzu GBP, který pokračoval až do druhé poloviny listopadu. Ke konci roku GBP mírně posílila, což bylo vydáváno za známku její stability. Pravdou je spíše to, že ti, kdo v září oproti GBP spekulovali, nyní uzavírali své pozice před koncem roku, aby mohli realizovat své značné spekulativní zisky. V lednu roku 1993 pak začal kurz GBP opět klesat.

Portugalsko a Španělsko měly v porovnání s objemem zahraničního obchodu velké devizové rezervy, měly však také vyšší míru inflace v ERM a jejich měny byly již v srpnu evidentně nadhodnoceny.

*Španělská peseta* (ESP) musela devalvovat dokonce dvakrát. K první devalvaci došlo 17. 9. a na rozdíl od Itálie nebo Velké Británie bez nadměrného odporu centrální banky. Země, jejíž míra nezaměstnanosti činila 16 % a rozpočtový deficit za první tři čtvrtletí dosáhl částky 1,4 bil. ESP (14 mld. USD), si nemohla dovolit zavádět a dlouhodobě udržovat vysoké úrokové sazby. Již koncem září však došlo k dalším útokům na ESP a centrální banka na ně reagovala zavedením kapitálových kontrol. Toto opatření bylo dočasně úspěšné, ovšem s nástupem listopadové spekulativní vlny se ukázalo být neúčinné. 22. 11. byla ESP devalvována o dalších 6 %, když byly předtím provedeny neúspěšné intervence v rozsahu asi 3 mld. USD.

*Portugalské escudo* (PTE) bylo do jisté míry v jiné situaci než ESP. Portugalská míra nezaměstnanosti činila pouhých 4 % a rozpočtový deficit byl relativně malý. PTE se dostalo pod tlak společně s ESP v polovině září a stejně jako v případě ESP byly na jeho ochranu použity kapitálové kontroly. 22. 11. bylo PTE devalvováno o 6 %, což lze přičíst zejména vysoké míře propojenosti ekonomik Portugalska a Španělska.

### *Zdánlivě silnější měny — IEP, DKK, FRF*

Problémy *irské libry* (IEP) jsou na první pohled nelogické, neboť prakticky všechny základní ekonomické ukazatele hovořily o relativně velmi dobrém stavu irské ekonomiky.

IEP byla pod tlakem od poloviny září 1992 do konce ledna 1993. Irská centrální banka se bránila především prostřednictvím úrokových sazeb. V září zvýšila základní úrokovou sazbu ze 3 % na 13,75 %, v listopadu pak dokonce dočasně zrušila poskytování půjček za tuto základní úrokovou sazbu a zvýšila „overnight“ sazbu až na 75 % (mezibankovní krátkodobé sazby přitom dosahovaly až 300 %). Vzhledem k vzájemné propojenosti irské ekonomiky s ekonomikou britskou nakonec centrální banka rezignovala 30. 1. 1993. Tehdy byla provedena devalvace, která svou výší 10 % představuje „rekord“ v celé historii ERM.

Útoky na *francouzský frank* (FRF) a masivní intervence na jeho podporu trvaly od konce září 1992 až do poloviny ledna 1993. Odhady společných intervencí francouzské centrální banky a německé Bundesbank jsou velmi rozporné; jisté je to, že jejich výše dosahuje nejméně výše intervencí na podporu GBP. Při obraně FRF byly rovněž používány úrokové sazby. Základní úroková sazba (10denní repo rate) se pohybovala mezi 10—13 % a „overnight“ sazba mezi 20—30 %. Po nejsilnějších útocích na FRF koncem listopadu šly sazby peněžního trhu nad

11 %, což jsou při míře inflace kolem 2 % (a míře nezaměstnanosti 10,5 %) sazby velmi vysoké. Zde však došlo k určitému paradoxu v tom, že francouzské banky udržovaly své „prime rates“ o 2–4 % pod úrovní sazeb peněžního trhu, čímž vlastně chránily svou ekonomiku.

Tlak na FRF se snížil teprve po snížení klíčových úrokových sazeb v Německu začátkem září 1992. Udržení původní parity FRF však znamenalo značné snížení konkurenceschopnosti francouzských exportérů vůči exportérům z Británie nebo Španělska a podpora pro *franc fort* politiku evidentně klesala. Existují názory, že po březnových volbách nakonec k devalvaci přece jen dojde, což by bylo pouze přesné opakování situace z roku 1983.

*Dánská koruna (DKK)* se jevila také jako velmi stabilní měna, neboť dánská míra inflace 2 % byla nejnižší v Evropě. Obrana DKK probíhala podobně jako v případě FRF. Po listopadové devalvaci PTE, ESP a SEK se stala DKK hlavním cílem spekulativních útoků, „overnight“ sazby centrální banky vzrostly na 50 % a počátkem února 1993 byla diskontní sazba zvýšena na 11,5 %. Udržení původní parity znamenalo rovněž ztrátu konkurenceschopnosti značné části dánského exportu (30 % jde do Británie, Itálie, Španělska a Švédska) a teprve rok 1993 ukáže, zda je tato situace dlouhodobě udržitelná.

### *Měny mimo ERM — SEK a FIM*

Do velkých potíží se dostaly rovněž měny, které sice nejsou přímo zapojeny do ERM, avšak vážou svoji hodnotu na ECU. To byl případ měn skandinávských zemí.

*Švédská koruna (SEK)* byla fixována vůči ECU od května 1991, a to až do 19. 11. 1992, kdy vedl odliv kapitálu ze Švédska téměř k vyčerpání devizových rezerv. Okamžitě poté, co SEK přešla na floating, klesl její kurz vůči DEM o 11 %. Náklady na obranu SEK se zdají být dosti značné, zejména s ohledem na problémy švédského finančního systému i celé ekonomiky. Marginální úroková sazba se pohybovala po dobu více než 2 měsíců mezi 20–500 % a odhad oficiálních intervencí hovoří až o částce 25 mld. USD, přičemž značná část intervenčních fondů byla zapůjčena v zahraničí.

*Finská marka* zrušila svoji vazbu na ECU již 8. 9. poté, co finská centrální banka utratila v intervencích téměř veškeré devizové rezervy. Přejed na floating znamenal okamžitou devalvaci vůči DEM o 13 %, zároveň však ceny akcí na finské burze vzrostly o 5 % v očekávání růstu exportní schopnosti finských podniků.

### **Možné příčiny zmatků v ERM**

#### *Situace ve sjednoceném Německu*

Za hlavní prvopříčinu uvedených problémů bývá považována situace ve sjednoceném Německu. Zvýšená poptávka po západoněmecké produkci vedla k inflačním tlakům a ty pak spolu s rostoucím rozpočtovým deficitem ke značnému růstu úrokových sazeb. Vysoké úrokové sazby, které Bundesbank udržovala a prosazovala, byly v souladu s antiinflačním zaměřením německé monetární politiky, ale dostaly se do rozporu s potřebami monetárních politik ostatních členských zemí ERM. DEM je však kotvou ERM, její devalvace je prakticky nemyslitelná (poslední byla v roce 1949). Ostatní účastníci ERM tak nemohou držet své

úrokové sazby výrazně pod úrovní úrokových sazeb německých, pokud nepřistoupí na devalvaci.

Za této situace by všeobecná devalvace všech měn či alespoň měn slabších vůči DEM mohla uvolnit německou monetární politiku a vést k poklesu úrokových sazeb. Nejde ani tak o samotnou devalvaci, jako spíše o to, že silnější DEM by vytvořila tlak na pokles míry inflace v Německu a následně by Bundesbank mohla snížit své úrokové sazby.

Možnost snížení německých úrokových sazeb byla zpochybněna srpnovými statistikami této banky, které ukazovaly meziroční nárůst  $M3$  v rozsahu 8,8 %. Za této situace byla Bundesbank ochotna přistoupit k všeobecné revalvaci DEM vůči ostatním měnám v ERM, což bylo nabídnuto — a odmítnuto zejména kvůli postoji Velké Británie — na srpnovém setkání ministrů financí ES.

Byla-li všeobecná změna parit odmítnuta, bylo nutné dle pravidel ERM provádět koordinované intervence ve snaze vyhnout se násilné změně parit. Velký rozsah těchto intervencí však ještě více oddálil vyhlídky na snížení německých úrokových sazeb. Tyto intervence vytvářely dodatečnou likviditu v Německu, kterou nebylo možné plně sterilizovat.<sup>1</sup>

Tato situace pak trvala do počátku února 1993. Zde se ukazuje problematičnost pravidel ERM (blíže [Marková 1992]). Listopadové statistiky růstu  $M3$  ukázaly meziroční nárůst 10,2 %, což je na německé poměry hrozné číslo, za jehož výši však stojí do značné míry intervence německé centrální banky na podporu měn v ERM. Teprve 4. 2. 1993 Bundesbank překvapivě ohlásila snížení lombardní sazby o půl bodu na 9 % a diskontní sazby o čtvrt bodu na 8 %.

### *Měnová substituce*

Jednou z přehlížených příčin růstu kurzu DEM je měnová substituce:

— většinou se hovoří pouze o „dočasné“ substituci způsobené velkým úrokovým rozdílem mezi DEM a USD, který vede k poklesu kurzu USD a k růstu kurzu DEM, což vytváří tlaky v poměrně rigidním ERM;

— existuje i dlouhodobá substituce DEM do portfolií mezinárodních investorů a rostoucí využívání DEM mimo území Německa.<sup>2</sup> Systém volných kurzů, nezávislé makroekonomické politiky a jimi vyvolané poruchy vytvořily významný podnět k diverzifikaci portfolií. Právě portfoliové modely umožňují vysvětlit dlouhodobé zhodnocování DEM, často nepředvídané a nesouvisející přímo s běžným účtem, inflačním a úrokovým rozdílem. Některé studie [např. Dornbusch 1980] tvrdí, že DEM by měla zaujímat velký podíl v efektivně diverzifikovaných portfoliích a že právě pohyby v portfoliích jsou příčinou neočekávaného zhodnocování DEM.

Probíhá-li proces měnové substituce směrem k DEM, bude se DEM zhodnocovat, pokud zvýšená poptávka nebude kompenzována zvýšením nabídky aktiv de-

<sup>1</sup> Odhaduje se, že jen za období červen až září 1992 bylo v intervencích prodáno DEM asi za 160 mld. USD, z toho menší část na podporu USD a větší na podporu evropských měn. Jen v týdnu, kdy s ERM odešly ITL a GBP, se německé devizové rezervy zvýšily o 44 mld. DEM.

<sup>2</sup> Jedna firma v britském Lancasteru např. vyplatila svým zaměstnancům říjnovou mzdu v DEM, které nakoupila ve velkém množství několik měsíců před černou středou. Dow Chemical zase ohlásil v říjnu přechod na fakturaci v DEM u všech evropských operací, neboť třetina prodejů byla zasažena devalvacemi národních měn. Nelze opomenout ani současnou vysokou poptávku po DEM ve střední a východní Evropě.

nominovaných v DEM — což je při známém antiinflačním zaměření Bundesbank možné jen v omezeném rozsahu. Tento rozsah je v posledních letech nicméně zvýšen deficitním financováním rozpočtu sjednoceného Německa nebo zřejmě neúplnou sterilizací intervencí na devizových trzích.

### *Vzájemná propojenost ekonomik*

Problémy některých měn vypadají zdánlivě jako nelogické a bez základních ekonomických příčin. Bližší pohled na vzájemné vztahy ekonomik však dokazují, že tomu tak není:

- a) portugalské escudo (PTE) bylo donuceno devalvovat, přestože portugalská ekonomika byla v relativně dobrém stavu. Největším obchodním partnerem Portugalska je ovšem Španělsko, přičemž ESP devalvovala dvakrát z důvodu recese a značného rozpočtového deficitu. Chtělo-li si Portugalsko zachovat konkurenceschopnost, nezbylo mu než Španělsko následovat;
- b) irská libra (IEP) byla podle listopadových rozborů podhodnocena podle parity kupní síly vůči všem měnám v ERM s výjimkou belgického franku (BEF), Irsko mělo míru inflace asi 2,8 %, přebytek na běžném účtu a nejnižší rozpočtový deficit jako procento GDP ze všech členů EMS. Přesto se IEP dostala v listopadu pod silný tlak. Jenže 32 % irského exportu jde do Británie (a podíl Británie na irském importu je téměř 40 %) a od září do konce listopadu klesla jeho konkurenceschopnost kvůli devalvaci GBP asi o 13 %. Devalvace IEP v lednu 1993 ukázala, že tato situace byla stěží dlouhodobě udržitelná. Otázkou dále zůstává, zda by devalvace nepřišla později přes běžný účet (tato úvaha platí i pro další měny, které se v roce 1992 „ubráníly“ — tj. FRF a DKK).

### *Celková politická nestabilita a všeobecně nedostatečný růst*

Nestabilita devizových trhů je určitě výrazně ovlivněna politickými problémy, které jsou v současné době koncentrovány v nebyvalém rozsahu. Tato politická nestabilita přispěla k nejistotě ekonomické, a tedy k poklesu již tak nízké míry růstu západních ekonomik. Devizové trhy reagují na nejistou situaci i tím, že investoři se přesouvají k silnějším a stabilnějším měnám a od slabších měn vyžadují vyšší rizikovou prémii, což zvyšuje tlak na tyto měny zejména v době recese.

### **Oficiální intervence na devizových trzích**

Kdybychom chtěli hodnotit úspěšnost oficiálních devizových intervencí centrálních bank zemí ERM za období září až prosinec 1992 podle Friedmanova ziskového kritéria [Friedman 1953], dospěli bychom k závěru, že centrální banky nejenže nedokázaly zachovat stabilitu svých měn, ale ztratily ve spekulacích miliardy USD.

Rozsah intervencí a ztráty s nimi spojené nejsou přesně známy a musíme se spokojit s pouze hrubými odhady či informacemi finančního tisku<sup>3</sup>, nicméně i to nám může dát určitou představu o bezprecedentním rozsahu intervencí a o stejně bezprecedentních ztrátách některých centrálních bank.

<sup>3</sup> Údaje o intervencích dnes veřejně ve větším rozsahu publikuje pouze Federální rezervní systém USA.

Opět se vynořuje známá otázka, zda centrální banky bránily pouze dočasným fluktuacím devizových kurzů, nebo zda se snažily zabránit nevyhnutelnému přízpusobením kurzů danému základními ekonomickými podmínkami. V této souvislosti vyvstává také otázka, zda šlo o destabilizující spekulace ze strany devizových dealerů, nebo o destabilizující spekulace ze strany centrálních bankéřů.

Dělicí čáru zde nakreslí nejspíše úspěšnost či neúspěšnost centrálních bank v odvrácení devalvace jejich měny:

— *ITL, GBP a PTE byly zjevně nadhodnoceny* a protispekulace centrálních bank měly spíše destabilizující charakter.<sup>4</sup> Je nezbytné vzít v úvahu, že ztráty centrálních bank z intervencí (skryté ve finančních výkazech úrokovými příjmy z aktiv) nejsou jediným typem ztrát. Dalším typem ztrát jsou ztráty ekonomické efektivnosti, jež jsou dány nesprávnou alokací zdrojů způsobenou „nesprávně“ řízeným kurzem. V takovém případě má spekulace na pokles kurzu stabilizující účinek a zabraňuje podle svého rozsahu nesprávné alokaci zdrojů [Taylor 1982].

Centrální banky Itálie, Velké Británie a Španělska se tradičně „opírají proti větru“, brání se postupnému přízpusobování kurzu svých měn, ztrácejí rezervy a zvyšují nestálost svých kurzů. Nakonec však většinou podlehnou trhům, které se již rozhodly, kurz výrazně klesne a centrální banky musejí nakoupit zpět rezervy a měny, které si k intervencím vypůjčily, čímž dále stlačují kurz svých měn [Taylor 1982].

— *FRF, DKK a IEP nebyly zjevně nadhodnoceny*, nicméně hodnocení úspěšnosti intervencí je dosti obtížné. Za prvé, přestože tyto měny dokázaly překonat několik spekulacních vln v roce 1992, pozdější devalvace je dosti pravděpodobná, jak to dokazuje 10%ní devalvace IEP v únoru 1993. Za druhé, relativní revalvace těchto měn během roku 1992 byla natolik velká, že je možné počítat s negativními dopady na efektivnost, konkurenceschopnost a exportní výkonnost ekonomik daných zemí.

— *Státy mimo EMS*, které však fixovaly svou měnu na ECU, byly v poměrně těžké pozici, neboť nemohly využít intervenčního mechanismu ERM a musely se spolehnout pouze na vlastní rezervy a ostatní nástroje. Snahy Finska a Švédska udržet krok s ECU (a tudíž i s DEM) byly nákladné nejen z důvodu ztrát centrálních bank, ale i z hlediska nákladů uvalených na ekonomiky výrazným zvyšováním úrokových sazeb. Centrální banky těchto států, které měly problémy s recesí, inflací a nestabilním bankovním sektorem, tak zřejmě ještě více přispěly k destabilizaci svých ekonomik.

### *Problematičnost intervencí centrálních bank*

Neúspěšnost intervencí a potíže ERM jsou do značné míry dány přímo *způsobem, jakým vlády a centrální banky přistupují k jejich realizaci*:

— mezi centrálními bankéři a úředníky ministerstev financí dnes nalezneme poměrně *málo odborníků se zkušenostmi z finančních trhů*. Příčinou jsou zejména platové rozdíly mezi těmito státními zaměstnanci a lidmi z finančního sektoru.

<sup>4</sup> O stabilizujícím účinku devalvace vyvolané spekulacemi svědčí částečně i reakce akciových burz na devalvací nebo její očekávání. Při listopadových devalvacích (resp. jejich očekávání) šla španělská burza vzhůru o 6 %, švédská o 16 %, norská o 7 % (vše ve vztahu k místním měnám). Naopak obavy ze spekulativních útoků v téže době vedly k poklesu francouzské a dánské burzy o 4 %.

ru. Proto se zde setkáme spíše s akademiky, kteří kromě nedostatku praktických zkušeností často lpí na zastarávajících teoretických modelech;

— centrální bankéři a tvůrci hospodářské politiky *ne vždy dostatečně chápou měnící se podmínky dané globalizací finančních trhů*. Pokud existovaly v EMS devizové kontroly, byla mezinárodní aktiva dosti nedokonalými substituty. To znamenalo pro centrální banky větší možnosti při řízení kurzů, částečně i bez nutnosti obětování autonomie domácí monetární politiky. Devizové kontroly však byly postupně eliminovány, čímž se zvýšila kapitálová mobilita a daný objem intervencí je nyní méně efektivní než dříve. Existují názory, podle nichž se intervence stávají progresivně méně efektivními [Begg 1989];

— politici a centrální bankéři *chápu ERM stále spíše jako systém s pevnými než přizpůsobitelnými kurzy*. Zároveň však nejsou schopni citlivě koordinovat hospodářskou politiku, a to zejména v těch oblastech, které mají vliv na formování očekávání. Případné spory ministrů financí na schůzkách ES jsou navíc často prezentovány v tisku, což vyvolává dojem, že ERM není stabilní;

— je přeceňována role spekulantů a *nedocněna role finančních manažerů investičních fondů a nadnárodních korporací*. Právě zmínění finanční manažeři (resp. ti s pozicemi v GBP) hráli zásadní roli při devalvaci GBP, neboť pohybovali velkým množstvím fondů ve snaze minimalizovat riziko svých portfolií. Během „černé středy“ došlo podle odhadů k odlivu kapitálu z Británie z těchto zdrojů ve výši asi 10 mld. GBP, přičemž většinou šlo o odliv směrem k DEM;

— centrální bankéři *intervenují často automaticky bez důkladného posouzení celkové situace na finančních trzích*. Během „černé středy“ byla situace na devizovém trhu natolik výjimečná, že zkušený dealer v City by na místě centrálního bankéře stěží o intervencích vůbec uvažoval.

Finanční manažeři se často zajišťují pomocí měnových opcí, ceny opcí však byly vyhnány tak vysoko, že se toto zajištění stalo prakticky nemožným. Proto byla aktivita přenesena na termínový a promptní trh, což přispělo k dalšímu tlaku na GBP. Během dne ovšem prakticky zmizel termínový trh s GBP a i na promptním trhu, který je nejlikvidnějším trhem na světě, bylo obchodování dosti obtížné. Marže mezi kupním a prodejním kurzem GBP/USD (normálně se pohybuje mezi 3–10 základními body) vystoupila až na 50 základních bodů.

Základní logika spekulativního útoku je taková, že když se cena vychyluje od cílové úrovně stále více a více, lze očekávat, že spekulace budou dále akcelerovat, neboť možná kapitálová ztráta, která by byla způsobena potenciálním návratem ceny na cílovou úroveň, musí být kompenzována ještě větším očekávaným kapitálovým ziskem.

V této logice se na trhu všichni postavili na pozice proti GBP, centrální banky GBP kupovaly a zbytek světa GBP prodával. Dokonce růst „overnight“ sazeb na 100 % (což je úroveň, kdy je zaujetí krátké pozice extrémně nákladné) neměl na trh prakticky žádný vliv. Bank of England intervenovala nákupy při minimální částce 30 mil. GBP (běžná minimální částka je 5–10 mil. GBP), celková suma se odhaduje na 15–20 mld. GBP. To byla pravděpodobně největší „akce“ v historii zaměřená na obranu měny a ztráty s ní spojené jsou rovněž historické.

### *Intervence Bank of England a její ztráty*

Skutečný rozsah intervencí Bank of England na podporu kurzu GBP není znám a lze jej stěží odhadnout. Podle oficiálních údajů klesly během září 1992 britské rezervy pouze o 1,8 mld. USD. Tento údaj má však téměř nulovou vypovídací schopnost, neboť:

- a) toto číslo nezahrnuje vypůjčených 10 mld. ECU (14 mld. USD) z počátku září, z nichž asi polovina byla použita v intervencích;
- b) Bank of England pravděpodobně kupovala GBP za DEM na termínových trzích, rezervy se tedy snižovaly postupně;
- c) Bundesbank prováděla značné intervence v zastoupení Bank of England; odhaduje se, že Bank of England si takto zapůjčila asi 33 mld. DEM (asi 22 mld. USD) přímo 16. 9. 1992 jako tzv. velmi krátkodobou finanční facilitu ERM. Ta je splatná během následujících tří měsíců a rezervy v těchto případech klesají opět postupně.

Odhad celkových intervencí ve prospěch GBP je podle *The Economist* asi 30 mld. USD. *The Economist* se pokouší odhadovat i ztráty z intervencí a náklady uvalené na daňové poplatníky. Tyto úvahy jsou zajímavé, i když spolehlivá metodika výpočtu těchto údajů reálně neexistuje:

- a) Bundesbank poskytla Bank of England úvěry v době, kdy měla GBP hodnotu 2,78 DEM. Budou-li tyto úvěry spláceny např. v kurzu 2,50 DEM, budou dodatečné náklady asi 2 mld. USD.
- b) jednodušším a možná relevantnějším způsobem odhadu nákladů intervencí jsou náklady nahrazení rezerv, tj. náklady znovuoobnovení rezerv v rozsahu 30 mld. USD při dnešním kurzu GBP. Kdyby tyto rezervy byly všechny v DEM, pak 10%ní devalvace znamená kapitálovou ztrátu 3 mld. USD.

Bez ohledu na metodu odhadu je zřejmé, že skutečné ztráty z intervencí na podporu GBP lze skutečně počítat v miliardách USD. Existují tvrzení, podle kterých měly finanční společnosti i u nás známého podnikatele maďarského původu George Sorose umístěné v Holandských Antillách vydělat ve spekulacích proti GBP asi 1 mld. USD!

Celá situace nápadně připomíná podobnou z jara roku 1983. V březnu se konaly volby jak v SRN, tak ve Francii, přičemž od léta roku 1982 rostly tlaky na změnu poměr DEM a FRF. Obě vlády nebyly ochotny přistoupit na změnu parity: německá vláda nebyla ochotna revalvovat, neboť by to mohlo snížit export a zvýšit nezaměstnanost; prezident Mitterand zase nechtěl připustit devalvaci, neboť se obával snížení francouzské (a hlavně své) prestiže, což by mohlo snížit jeho volební vyhlídky. Oficiální intervence byly ovšem zejména pro Francii dosti drahé. Na podzim roku 1982 se devizové trhy změnilly v kasino, kde byla výhra jistá [Shapiro 1992]. V polovině března 1983 došlo ke změně parity a spekulant, který si akci správně načasoval, mohl např. koupit 1 mil. DEM asi za 2,83 mil. FRF a hned příští den prodat stejnou částku zpět za 3,07 mil. FRF, což odpovídá ročnímu výnosu 2 290 %.

## Shrnutí

Kurzový mechanismus EMS se dostal v roce 1992 do jedné z největších krizí od svého vzniku v roce 1979. V období od září 1992 do ledna 1993 se odehrály 4 změny kurzových parit, při kterých ITL a GBP opustily tento kurzový mechanismus a PTE, ESP a IEP devalvovaly. Pod silný tlak se dostaly i FRF a DKK, které byly chráněny oficiálními intervencemi a zvyšováním úrokových sazeb. Vazbu na ECU dále opustily dvě měny, které nejsou účastníky kurzového mechanismu — SEK a FIM. Celý tento zmatek byl doprovázen masivními intervencemi na devizových trzích, při kterých centrální banky ztratily miliardy USD. Celkově tento vývoj vedl ke zpochybnění funkčnosti kurzového mechanismu i celého EMS a ukázal na přílišnou politickou motivaci některých intervenčních zásahů.

## LITERATURA

- BEGG, D.: Floating exchange rates in theory and practice. *Oxford Review of Economic Policy*, 1989, č. 3, s. 24–39.
- DORNBUSCH, R.: Exchange rate economics: where do we stand? *Brooking Papers on Economic Activity*, 1980, č. 1, s. 143–185.
- The Economist: The defence of sterling, the cost of failure. 10. 10. 1992, s. 35–36.
- MARKOVÁ, J.: Evropský měnový systém. *Finance a úvěr*, 1992, č. 8 – čtvrtletní příloha č. 3, s. 400–409.
- SHAPIRO, A. C.: *Multinational Financial Management*. 3rd Ed. Boston, Allyn and Bacon 1989, s. 119–120.
- TAYLOR, D.: Official intervention in the foreign exchange market, or, bet against central bank. *Journal of Political Economy*, 1982, č. 2, s. 356–368.

## SUMMARY

### **“Black Fall” in the ERM**

Jan Frait, Department of the General Economics, Faculty of Economics, Ostrava School of Mining

This article pays attention to the turmoil and speculative attacks on the exchange rate parities in The Exchange Rate Mechanism of EMS in 1992. It lists fundamentals of this turmoil and mismanagement of exchange rate policy of some ERM countries. The final part evaluates costs of the failure of official interventions and tries to find reasons of this failure.