



INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ



# **Zvládání finančních krizí: evropský a americký model**

Souhrnná publikace z vědeckopopularizačního semináře  
realizovaného v rámci projektu  
Podpora šíření poznatků výzkumu evropské integrace  
(reg. č. CZ.1.07/2.3.00/09.0128),  
který je spolufinancován Evropským sociálním fondem  
a státním rozpočtem České republiky.

NEWTON College, a. s.  
Brno, 13. listopadu 2009

## OBSAH

**Předmluva** ..... 7

**GLOBÁLNÍ FINANČNÍ A EKONOMICKÁ KRIZE  
V SOUVISLOSTECH** ..... 9  
(výkladový text k tématu vědeckopopularizačního semináře)

**ZVLÁDÁNÍ FINANČNÍCH KRIZÍ:  
EVROPSKÝ A AMERICKÝ MODEL** ..... 81  
(záznam přednášek a diskuse z vědeckopopularizačního semináře)

### **Zvládání finančních krizí: evropský a americký model**

Souhrnná publikace z vědeckopopularizačního semináře  
pořádaného  
dne 13. listopadu 2009 v Brně, tř. Generála Píky 7,  
vysokou školou NEWTON College, a. s.

Vědeckopopularizační seminář byl realizován  
jako klíčová aktivita projektu  
Podpora šíření poznatků výzkumu evropské integrace  
(reg. č. CZ.1.07/2.3.00/09.0128),  
který je spolufinancován Evropským sociálním fondem  
a státním rozpočtem České republiky prostřednictvím  
Operačního programu Vzdělávání pro konkurenceschopnost.

Vydalo Vzdělávací středisko na podporu demokracie,  
Ječná 2, 120 00 Praha 2

Vytiskla tiskárna  
SV, spol. s r. o., Na Louži 1/947, Praha 10

1. vydání, Praha 2009

**ISBN 978-80-904281-2-6**

## PŘEDMLUVA

*Finanční a ekonomická krize, která vypukla v roce 2007 ve Spojených státech a o rok později zasáhla celý svět a získala tak globální charakter, odhalila mnoho slabých míst ve fungování ekonomik, finančních a kapitálových trhů, bank a dalších finančních institucí. Průběh krize ukázal na nedostatky či chyby v předkrizovém institucionálním uspořádání ekonomik, v nastavení regulatorních rámců, v prováděných hospodářských politikách, v jednání řady účastníků trhu. Ukázal na limity neoliberalismu s jeho důrazem na deregulaci ekonomiky ze strany státu a seberegulaci jednotlivých účastníků trhu, která vedla k vytvoření rozsáhlých málo regulovaných segmentů ekonomiky, kde se koncentrovaly nadměrně rizikové aktivity, které pak svými negativními důsledky zasáhly i regulované části ekonomik.*

*Průběh krize ukázal na chatrné základy ekonomického růstu postaveného na neustálém zvyšování spotřeby, a to zejména v podmínkách stagnace nebo pomalého růstu příjmů středních vrstev a chudších skupin obyvatelstva. Udržení růstu spotřeby obyvatel s nižšími a středními příjmy je za této situace možné jen za cenu jejich většího zadlužování a to je zase možné jen za cenu změkčení podmínek pro poskytování úvěrů. Takové změkčení podmínek však s sebou přináší větší rizika pro finanční sektor a následně i pro celou ekonomiku.*

*Krize ukázala, že přes veškerou globalizaci zůstávají mezi ekonomikami značné rozdíly. Různé země byly finanční a ekonomickou krizí zasaženy s různou intenzitou. Některé země čelily hluboké krizi finanční i ekonomické, některé nečelily krizi finanční, ale pouze následné krizi reálné ekonomiky v důsledku poklesu poptávky na světových trzích. Některé země se dokonce vyhnuly i krizi reálné ekonomiky, i když za cenu mohutných fiskálních stimulů.*

*Krize odhalila, že přes veškerou neoliberální rétoriku jsou vlády ochotny prostřednictvím veřejných rozpočtů vynaložit stovky miliard až biliony dolarů a eur na záchranu krachujících bank a dalších finančních institucí, na odvrácení bankrotu velkých nefinančních firem, na podporu uvádající poptávky. Jsou dokonce ochotny přistoupit ke znárodňování krachujících společností ve finančním i nefinančním sektoru. Krize odhalila také rozpor mezi ambiciózním voláním po nové regulaci finančních trhů a dalších změnách institucionálního rámce ekonomik s cílem zmenšit riziko opakování podobně rozsáhlé krize v budoucnosti, a nesnadnou praktickou realizací takových záměrů, kdy se aktivizuje protitlak nejrůznějších, zejména finančních zájmových skupin, kterým předkrizové uspořádání umožňovalo dosahovat vysokých zisků.*

*Uvažované a realizované způsoby řešení finanční a ekonomické krize, ať už se jedná o opatření monetární a fiskální politiky nebo o nový regulatorní rámec,*

se přitom postupně vyvíjejí. Projevují se rozdíly mezi jednotlivými zeměmi i změny názorů jejich vlád a zákonodárců v čase. Na počátku globální krize například existovaly značné odlišnosti v názorech na její řešení mezi Spojenými státy a Evropskou unií, v průběhu času však docházelo k určitému sblížení stanovisek. Dosažení shody mezi EU a USA je přitom klíčové pro realizaci nové regulace finančních trhů, protože aby byla účinná, měla by mít globální charakter. Jak je hledání průniků obtížné, ukazují mnohdy bouřlivá jednání skupiny nejvýznamnějších ekonomik světa G20.

Příčinami, průběhem, důsledky a možnostmi řešení krize se zaměřením na shody a odlišnosti mezi zeměmi Evropské unie a Spojenými státy americkými, jakož i dalšími perspektivami vývoje evropské, americké a světové ekonomiky se zabýval jednodenní vědeckopopularizační seminář na téma „Zvládnutí finančních krizí: evropský a americký model“, který se uskutečnil dne 13. listopadu 2009 v Brně v prostorách vysoké školy NEWTON College. Vědeckopopularizační seminář byl realizován jako klíčová aktivita projektu Podpora šíření poznatků výzkumu evropské integrace (reg. č. CZ.1.07/2.3.00/09.0128), který je spolufinancován Evropským sociálním fondem a státním rozpočtem České republiky prostřednictvím Operačního programu Vzdělávání pro konkurenceschopnost.

Nositelem uvedeného projektu je NEWTON College. Po odborné stránce realizaci projektu zajišťují prorektorka NEWTON College pro vědu a výzkum doc. Ing. Eva Klvačová, CSc. a vědečtí pracovníci Institutu evropské integrace NEWTON College PhDr. Jiří Malý, Ph.D., Ing. Karel Mráček, CSc. a Ing. Ivana Dostálová. Eva Klvačová v rámci projektu působí jako manažerka a vědecká pracovníce, Jiří Malý jako věcný manažer a vědecký pracovník, Karel Mráček jako odborný pracovník a Ivana Dostálová jako lektor.

Výše uvedení členové realizačního týmu projektu a další přednášející na vědeckopopularizačním semináři prezentovali výsledky domácího, zahraničního i svého vlastního výzkumu týkajícího se probírané problematiky. S jejich poznatky a závěry se můžete seznámit prostřednictvím předkládané publikace. Její první část tvoří výkladový text, který je úvodem do tématu probíraného na vědeckopopularizačním semináři. V druhé části publikace jsou pak zaznamenány přednášky a diskuse v dopoledním a odpoledním bloku vědeckopopularizačního semináře. Obsah přednášek a diskusí tematicky navazuje na výkladový text, rozvíjí ho a doplňuje ho o další problémové okruhy.

Další informace o projektu a jednotlivých seminářích můžete najít na webových stránkách [www.eu-vyzkum.eu](http://www.eu-vyzkum.eu).

PhDr. Jiří Malý, Ph.D.  
věcný manažer projektu

## **Globální finanční a ekonomická krize v souvislostech**

Výkladový text k tématu  
vědeckopopularizačního semináře

## OBSAH VÝKLADOVÉHO TEXTU

<b>Dlouhodobé a krátkodobé příčiny finanční krize</b> .....	13
<i>doc. Ing. Eva Klvačová, CSc.</i> , prorektorka NEWTON College, a. s. pro vědu a výzkum	
<b>Příčiny, důsledky a řešení současné krize ve finančním sektoru</b> .....	36
<i>Ing. Karel Mráček, CSc.</i> , Institut evropské integrace, NEWTON College, a. s.	
<b>Euro: katalyzátor, nebo inhibitor projevů finanční a ekonomické krize?</b> .....	55
<i>PhDr. Jiří Malý, Ph.D.</i> , Institut evropské integrace, NEWTON College, a. s.	

## DLOUHODOBÉ A KRÁTKODOBÉ PŘÍČINY FINANČNÍ KRIZE

doc. Ing. Eva Klvačová, CSc. – prorektorka NEWTON College, a. s. pro vědu a výzkum

*„Finanční krize je plodem nepoctivosti na straně finančních institucí a nekompetentnosti na straně politiků. Americký finanční systém selhal ve svých dvou klíčových druzích odpovědnosti: řízení rizika a alokaci kapitálu. Je smutné, že mnohé z nejhorších prvků finančního systému USA – toxické hypotéky a praktiky, které k nim vedly – byly exportovány do zbytku světa. To vše se dělo ve jménu inovace a jakákoli regulatorní iniciativa byla zavržována s odůvodněním, že by inovaci ohrozila. Tak se inovovalo, ale nikoli způsobem, který by ekonomiku posílil. Nejlepší mozky v USA věnovaly svůj talent na obcházení standardů a regulací, zajišťujících efektivní chod a bezpečnost bankovního systému. Bohužel úspěšně a my všichni – majitelé domů, zaměstnanci, investoři, daňoví poplatníci – za to zaplatíme.“*

Joseph Stiglitz: The fruit of hypocrisy

### 1. Neprůhledné finanční inovace, deregulace a uvolněná měnová politika

Bezprostředně po krachu americké burzy na Wall Streetu v roce 1929 pronesl staříček John Rockefeller historickou větu: „V těchto dnech mnozí z nás ztrácejí odvalu. Po 93 let mého života deprese přicházely a odcházely. Prosperita se vždy vrátila a vrátí se i nyní.“ Čekání na novou prosperitu bylo dlouhé a John Rockefeller se jí nedočkal. Vrátila se až po druhé světové válce, k jejímuž vzniku krize podstatným dílem přispěla. O sedmdesát let později pronesl podobný výrok prezident ČR Václav Klaus, když řekl: „Liberál ve mně ví, že tak jako chřipka trvá týden, tak i ekonomická krize přestane sama. Má svou vnitřní dynamiku, která se nedá přeseknout a nezmizí ani po padesáti summitech.“ Není pochyb o tom, že by i současná finanční a ekonomická krize přestala sama. Je otázkou, jaké náklady by si čekání na uzdravení nemocného pacienta silou jeho vlastního organismu vyžádalo, jestliže současná ekonomická krize připomíná spíše než běžnou chřipku její španělskou verzi, která zabila zhruba dvojnásobek lidí, než jaký byl počet válečných obětí v první světové válce.<sup>1</sup>

Ekonomická teorie nabízí mnohá uspokojivá vysvětlení minulých hospodářských krizí. Paul A. Samuelson a William D. Nordhaus ve 13. vydání učebnice *Ekonomie* nabízejí studentům ekonomie sedm teorií hospodářských cyklů. Peněžní teorie připisuje vznik cyklu rozvoji a poklesu emise peněz a úvěru (Hawtrey,

Friedman a další). Inovační teorie spojuje cyklus fázemi vzniku, rozvoje a opouštění shluku významných inovací (Schumpeter, Hansen). Psychologická teorie pracuje s pesimistickými a optimistickými očekáváními, které způsobují v různých fázích cyklu negativní nebo pozitivní náklon (Pigou, Bagehot). Teorie podspotřeby říká, že ve srovnání s tím, kolik by bylo možné investovat, směřuje příliš mnoho důchodu do rukou bohatých nebo spořivých lidí (Hobson, Sweezy). Politické teorie cyklu vycházejí z pozorování, že makroekonomickou politiku určují volení představitelé, kteří se pokoušejí manipulovat ekonomikou tak, aby podpořili své volební vyhlídky (Kalecki, Nordhaus, Tuft). Teorie rovnovážného hospodářského cyklu tvrdí, že chybné vnímání vede lidi k tomu, aby příliš pracovali nebo vyhledávali nové příležitosti (Lucas, Barro, Sargent). Teorie reálných hospodářských cyklů je založena na šíření šoků v produktivitě ekonomikou (Prescott, Long, Plosser).

Dvěma nejvýznamnějšími teoriemi příčin hospodářského cyklu jsou keynesiánská a monetaristická. Podle keynesiánské teorie je cyklický vývoj důsledkem vnitřní nestability tržní ekonomiky. Kolísání agregátní poptávky vede ke kolísání hrubého domácího produktu, zaměstnanosti a dalších ekonomických veličin. Pokles agregátní poptávky je spojen zejména s pesimistickými očekáváními, která vedou podnikatele k omezení investiční aktivity. Podle monetaristické teorie je rozhodujícím zdrojem cyklických výkyvů nesprávná peněžní a úvěrová politika státu. Neočekávané změny v nabídce peněz vedou k přizpůsobovacím procesům v poptávce po penězích. Přizpůsobovací procesy pak vedou k výkyvům reálného HDP, zaměstnanosti, investic a dalších veličin.

V dobách expanze převažuje v úvahách ekonomů tendence k přesvědčení, že příští recese se nebude konat již v tak ničivé podobě, jakou zažívaly předchozí generace.<sup>2</sup> „Divoké hospodářské cykly, které sužovaly kapitalismus v jeho raném období, byly již zkroceny,“ říkají Paul A. Samuelson a William D. Nordhaus ve své Ekonomii a uvádějí dva základní důvody pro platnost svého tvrzení. Za prvé, že prostřednictvím monetární a fiskální politiky lze zabránit příležitostným hospodářským recesím, aby se nabalovaly do trvalého a hlubokého poklesu, a za druhé, že každá politická strana, která je u moci, přijme z vůle voličů expanzivní opatření k léčbě. Nechávací si ovšem pro sebe, že politické strany, které jsou u moci, mají sklon provádět expanzivní politiky víceméně neustále bez ohledu na fázi hospodářského cyklu, neboť u moci chtějí setrvat co nejdéle. Expanzivní politiky se pak mění z účinné časově omezené léčby v trvalé zneužívání léku, ne-li přímo v drogovou závislost, a mohou se stát samy o sobě příčinou příští krize.

Není patrně sporu o tom, že monetární expanze uskutečňovaná v dobách ekonomického růstu se stala jednou z příčin vzniku současné finanční a ekonomické krize spolu s deregulací a pochybnými finančními inovacemi. Nejjednoznačněji se na dané téma vyslovuje americký ekonom Jeffrey Sachs ve svém článku *Boom, Bust and Recovery in the World Economy*:

„Současná globální ekonomická krize vstoupí do historie jako Greenspanova pitomost. Je to krize, kterou způsobila především bankovní rada Federálního rezerv-

ního systému USA během období levných peněz a finanční deregulace v období od poloviny devadesátých let až dosud. Tato politika levných peněz podpíraná regulátory, kteří nebyli schopni regulovat, vytvořila bezprecedentní bublinu hypotečních a spotřebitelských úvěrů v USA a v dalších zemích, které sdílely americkou politickou orientaci. U kořenů krize byla honba za růstem cen bydlení a cen akcií. Obojí ceny se vymkly svým historickým hodnotám.

Greenspan nafoukl dvě bubliny – internetovou v letech 1998–2001 a bublinu bydlení, která právě praskla. V obou případech růst hodnoty aktiv způsobil, že americké domácnosti nabyly dojmu, že jejich bohatství vzrostlo. To je podnítilo k masivnímu nárůstu zadlužování a utrácení – za nákup domů, aut a dalších předmětů dlouhodobé spotřeby. Finanční trhy velmi horlivě téměř domácnostem půjčovaly peníze – i proto, že trh úvěrů byl deregulován. Boom cen bydlení a cen akcií zvýšil čisté bohatství domácností v letech 1996–2006 o 18 bilionů USD. Růst spotřeby založený na tomto bohatství hnal ceny dále vzhůru a pomáhal bublinu dále nafukovat.

Pak bublina praskla. Ceny bydlení dosáhly vrcholu v roce 2006, ceny akcií v roce 2007. Papírové bohatství o velikosti 10, možná 15 bilionů USD zmizelo. Domácnosti začaly šetřit, protože mají pocit, že zchudly. Nejzadluženější finanční firmy jako například Lehman Brothers udělaly úpadek nebo se ocitly v jeho těsné blízkosti (pojišťovací gigant AIG). Tím způsobily další ztráty bohatství svým akcionářům i věřitelům a současně snížily celkovou nabídku úvěru.

Úkolem politiků je nyní obnovit důvěru alespoň natolik, aby firmy mohly získat krátkodobý úvěr, aby mohly alespoň platit své závazky a financovat svoji běžnou činnost. Dalším úkolem bude restaurace bankovního kapitálu, aby obchodní banky mohly opět poskytovat dlouhodobější úvěry na investice. Ale žádný z těchto kroků nezabrání recesi v USA a dalších zemích, které byly krizí zasaženy. Ani trh cenových papírů, ani trh bydlení se pravděpodobně nevzpamatují rychle.

Spojené státy budou zasaženy nejvíce, ale zasaženy budou i další země: Velká Británie, Irsko, Austrálie, Kanada a Španělsko. Není náhodou, že s výjimkou Španělska všechny uvedené země vyznávaly stejně jako USA filozofii volného trhu a málo regulovaného finančního systému.

Pro Spojené státy bude nevyhnutelná bolest, kterou krize způsobí milionům nových nezaměstnaných, příležitostí zamyslet se nad ekonomickým modelem, který nastolil prezident Reagan v roce 1981, když se ujal svého úřadu. Nízké daně a deregulace vytvořily velký spotřebitelský mejdan, který vypadal, že nikdy neskončí. Jeho výsledkem je mimo jiné rozsáhlá příjmová nerovnost, marginalizace velkých skupin obyvatelstva, obrovská zahraniční zadluženost, zanedbání péče o životní prostředí a infrastrukturu a nyní jeden velký finanční zmatek. Je čas na novou ekonomickou strategii – v podstatě na nový Nový úděl (New Deal).<sup>43</sup>

Deregulace byla druhou hlavní příčinou vzniku finanční a posléze i ekonomické krize. Řadu let před jejími potenciálními negativními důsledky marně varoval George Soros. Ve své nové knize *The New Paradigm for Financial Markets*<sup>44</sup> uvádí,



že krizi bylo možno se vyhnout, kdybychom „byli ochotni opustit ideologii tržního fundamentalismu, která vychází z falešného předpokladu, že trhy mají schopnost samoregulace. Tento předpoklad je v rozporu s realitou, protože jsou to znovu a znovu zásahy států a jiných orgánů, které trhy zachraňují vždy, když se dostanou do potíží. Existuje dostatek precedentů na to, aby si regulátoři byli této skutečnosti vědomi. Ale idea, že trhy směřují k rovnováze a odchylky od ní jsou jen nahodilé, je přesto všeobecně přijímána.“

Mezinárodní konference *The World in Crisis*, pořádaná v Praze v době od 30. března do 1. dubna 2009 organizací *Glopolis*, dospěla ve své deklaraci, s níž se obrátila na summit G20 v Londýně a setkání ministrů hospodářství a financí (*Ecofin*) v Praze, k podobným závěrům jako George Soros: „Současná ekonomická a finanční krize je hluboká, systemická krize ekonomického a politického modelu, který vládne světu v posledních třech desetiletích. Krach je selháním ekonomického paradigmatu, který upřednostňoval samoregulaci trhů. Toto paradigma bylo založeno na domněnce, že růst založený na spekulaci vytvoří obecné blaho, že blíže nespecifikovaná liberalizace a deregulace prospějí všem. Kromě rychlé akce, která krizi zastaví, svět potřebuje reformu globálních politik, transformaci k sociální spravedlnosti a ekologické udržitelnosti a prostor pro uplatnění alternativních ekonomických systémů.“

Třetí klíčovou příčinou vzniku velké finanční krize se staly finanční inovace. Neplnily ovšem úlohu žádané změny, kreativní destrukce, o které nadšeně psal Joseph Schumpeter již v roce 1942 jako o základní, klíčové vlastnosti kapitalismu: „Kapitalismus je svou podstatou forma nebo metoda ekonomické změny. Téměř nikdy nemůže být stacionární... Fundamentální impuls, který uvádí motor kapitalismu do chodu a udržuje jej v něm, vychází od nových spotřebitelů, výrobků, nových výrobních metod, nových forem dopravy, nových trhů, nových forem organizace průmyslu, které vytváří kapitalistický podnik... Proces kreativní destrukce je pro kapitalismus zásadní, je jeho vnitřní podstatou. Každý prvek podnikatelské strategie nabývá svůj skutečný význam pouze v rámci tohoto procesu. Nelze ho pochopit mimo něj, například na základě hypotézy o věčném klidu... První, co je třeba opustit, je tradiční koncepce způsobu fungování konkurence. Ekonomové se konečně začínají vmaňovat ze ztotožňování konkurence s pouhou cenovou konkurencí. Ve skutečnosti je důležitá konkurence pocházející z nového zboží, nové technologie, nového zdroje nabídky, nového typu organizace.“<sup>5</sup>

Finanční inovace, které se staly jednou ze tří klíčových příčin vzniku finanční a posléze i ekonomické krize, neměly charakter kreativní destrukce, ale spíše destruktivní kreace. Nepomohly ekonomice USA ani ekonomice globální k větší prosperitě, nýbrž naopak. Dobře to popisuje Gillian Tett v článku nazvaném *Lost through destructive creation* uveřejněném ve *Financial Times* 9. března 2009:

„Co se vlastně stalo s finančním systémem? Potenciálních viníků krize není nedostatek: chamtivost, laxní regulace, příliš rozmařilá monetární politika, podvody při žádostech o poskytnutí půjček, manažerská selhání – to vše hrálo svou roli

stejně tak jako v předcházejících hospodářských cyklech. Specifickým rysem ovšem byla neobyčejná komplexita a neprůhlednost moderních financí. Během posledních dvou desetiletí přišla vlna inovací, která změnila způsob fungování finančních trhů a zdálo se, že přinese prospěch všem zúčastněným. Přesáhla schopnost chápání obyčejných bankéřů, o regulátorech nemluvě.

Konečným důsledkem této vlny finančních inovací bylo zamoření finančního systému ztrátami takového rozsahu, které nikdo neočekával. Horší ovšem bylo to, že padly pilíře důvěry v nový finanční kapitalismus, který téměř zkolaboval. Krizi způsobily změny ve světě financí, které se připravovaly přibližně od 70. let. Před nimi bylo bankovníctví založeno na poměrně jednoduchých principech. Když se komerční banky rozhodovaly, zda mají poskytnout další úvěry, opíraly svá rozhodnutí o svou finanční situaci zachycenou v účetnictví a o znalost svých klientů. Počínaje 70. léty začalo docházet ke dvěma zásadním změnám. Banky začaly prodávat svá úvěrová rizika třetím osobám – investorům na kapitálových trzích – a současně začaly používat komplexní počítačové metody hodnocení rizika vyvinuté původně pro exaktní vědy.

Až do léta 2007 se všichni – bankéři, investoři i politici – domnívali, že změny jsou všeobecně prospěšné. Mezinárodní měnový fond ještě v březnu 2006 vyhlásoval, že disperze úvěrového rizika posílila odolnost bankovníctví a celého finančního systému. Bankéři byli vysloveně nadšeni, protože při „přebalování“ půjček na prodej cizím investorům vydělávali na poplatcích více než kdy jindy. Navíc, když se prodejem pohledávek zbavili rizik, regulátoři jim dovolovali půjčovat více – pumpovat do ekonomiky více úvěrů, což jim přinášelo opět více poplatků.

Oblíbeným refrémem literatury o úvěrových derivátech bylo zdokonalení volných trhů. Ve skutečnosti byly mnohé z nových produktů tak specializované, že nikdy na volném trhu prodávány nebyly. Jako příklad mohou posloužit kolateralizované dluhové obligace cenných papírů krytých aktivy. V letech 2006 a 2007 jich bylo vydáno za 450 mld. USD. Místo toho, aby byly obchodovány, byly většinou prodány bankám jako strukturované investiční nástroje, což znamená, že zůstaly ležet v účetních knihách – ovšem jako mimorozvahová položka.“<sup>6</sup>

Finančním inovacím věnuje pozornost i Dani Rodrik ve svém článku *Who Killed Wall Street?* Pozornost okořeněnou údivem, jak se mohly tyto inovace prosadit, posměchem nad lidskou důvěřivostí a skeptickou vírou, že dnešní krize není poslední:

„Připomeňme si, jak úžasná, neodolatelná a nepřekonatelná se zdála být logika finanční inovace, která nás zavedla do současné krize, ještě před nedávnem. Kdo by nechtěl, aby úvěrové trhy pomohly domácnostem k vlastnímu bydlení? Začneme tedy tím, že otevřeme trh hypotečních úvěrů i nebankovním subjektům. Umožníme jim, aby nabývaly snáze dostupné hypoteční úvěry perspektivním klientům, které konzervativně se chovající banky odmítly. Pak umožníme vkládání poskytnutých půjček do společných fondů (poolů) a začneme je balit do cenných papírů, které můžeme prodávat investorům. Pak rozdělíme příslušné cenné papíry na různé

tranše podle míry rizika s tím, že větší riziko bude odměněno vyššími úrokovými sazbami. Poté zavoláme úvěrovým ratingovým agenturám, aby nám potvrdily, že méně rizikové cenné papíry vytvořené z hypoték jsou dost bezpečné na to, aby do nich mohly investovat penzijní fondy a pojišťovny. Pokud jsou investoři stále ještě poněkud nervózní, vytvoříme deriváty, které umožní investorům koupit si pojištění proti riziku neschopnosti splácet.

Vypadalo to jako sen proměněný ve skutečnost. Miliony chudých a marginalizovaných lidí získalo vlastní bydlení. Investoři se těšili z vysokých výnosů. Finanční zprostředkovatelé si plnili kapsy poplatky a provizemi. Pak se celý systém rozsypal. Krize pohřbila Wall Street a pokořila Spojené státy. Krize devadesátých let jako například mexická nebo asijská vedle ní vypadají směšně malé.

Kde se stala chyba? U bezskrupulózních poskytovatelů hypoték, kteří vynalezli nové pojmy v úvěrování jako zaváděcí úroková sazba nebo penále za předčasné splacení hypotéky? Dostali se důvěřiví žadatelé o hypotéky do dluhové pasti právě díky jim? Možná, ale příslušné strategie by neměly smysl pro poskytovatele hypoték, kdyby se nedomnívali, že ceny domů budou růst. Možná, že viníkem je Federální rezervní systém a neochota Alana Greenspana propíchnout bublinu bydlení včas přitvrzením monetární politiky. Ale v každém případě exploze množství kolateralizovaných dluhových obligací a podobných cenných papírů byla nesrovnatelně větší, než bylo zapotřebí k udržení hypotečního úvěrování. To samé lze říci o swapech nesplacení úvěru, které se staly místo produktem pojištění nástrojem spekulace a dosáhly rozměru 62 bilionů USD. Krize nemusela dosáhnout rozměru, kterého dosáhla, kdyby finanční instituce všeho druhu se tolik nezadlužovaly ve snaze dosáhnout vyšších zisků. Ale co dělaly úvěrové ratingové agentury? Kdyby dělaly svou práci řádně a vydávaly včas varování o rizicích, krize by nepoškodila tolik investorů. A neměl nakonec Henry Paulson zachránit Lehman Brothers peníze daňových poplatníků?

Jaký je tedy výsledek pitvy na Wall Streetu? Byla to sebevražda? Vražda? Nehoda? Nebo vzácný případ celkového selhání organismu? To se nikdy nedozvíme. A můžeme si být jisti, že někdy v budoucnosti, až se na tuto finanční krizi zapomeno, přijde jiná. Klidně si na to můžete vsadit všechny své úspory.<sup>7</sup>

Finanční inovace spolehlivě ukázaly, kudy cesta ke stabilitě finančního systému a k ekonomické stabilitě nevede. Avšak i ony nacházejí – alespoň v České republice – své zastánce: „Jsme-li schumpeteriáni, musíme vnímat současnou hospodářskou krizi optimisticky a s nadějí, neboť krize je součástí vývoje, který posune naši společnost někam dále. Podnikatel v Schumpeterově pojetí není jen prostým alokátozem zdrojů, jak se domnívá neoklasická ekonomie, nýbrž inovátorem – rytířem moderní doby, který podstupuje riziko, dobývá nové země a rozšiřuje lidstvu obzory. Finanční inovace, které stály na počátku současné krize, byly v počátku mnohými ekonomy oceňovány, protože umožnily převádění úvěrového rizika mimo banky, rozproudily pohyb peněz a zvýšily dostupnost úvěrů. Později jejich složitost vedla ke kreativní destrukci.“<sup>8</sup>

## 2. Předluženost ekonomiky USA

Je poněkud tristní, že jakékoli pochybnosti o kvalitě finančních inovací a jejich možné proměně v destruktivní kreaci byly tak dlouho zaplašovány. Ještě před dvěma lety hodnotil Richard Cooper, profesor z Harvardské univerzity, v rozhovoru, který s ním pro Zprávu o globální konkurenceschopnosti 2006–2007 dělal hlavní ekonom Světového ekonomického fóra Augusto Lopez-Claros, produkty nabízené na americkém finančním trhu jako nejkvalitnější na celém světě:

„Ať už se nacházíte v Sydney, v Singapuru, Tokiu, Curychu nebo v Buenos Aires a přemýšlíte o nejlepším místě pro umístění svých úspor, americká ekonomika se vám musí jevit jako velmi atraktivní. V důsledku toho většina přebytečných úspor z celého světa přichází do Spojených států. Investice směřující do USA jsou vyšší než investice USA do zahraničí, což vysvětluje velký deficit běžného účtu. Proč zahraniční úspory směřují do USA a nikoli do nově se vynořujících ekonomik, kde lze očekávat vyšší výnosy? Protože vynořující se ekonomiky mají samy přebytek úspor a jsou volatilní i nebezpečné z důvodu politické i právní nejistoty. Naopak Spojené státy nabízejí investiční příležitosti, které zaručují vyšší výnosy než Japonsko nebo Evropa a jsou méně volatilní a bezpečnější než investice do vynořujících se trhů. Kromě toho USA mají velmi dobře rozvinuté finanční trhy, na nichž se obchoduje polovina cenných papírů z celého světa. Není proto nikterak překvapující, že peníze z celého světa jsou investovány právě ve Spojených státech.“<sup>9</sup>

Zprávy o globální konkurenceschopnosti vyhodnocují USA prakticky každoročně jako nejkonecneschopnější ekonomiku světa. Ačkoli každý rok přibývají do hodnocení další země a další indikátory, USA bývají vyhodnocovány pravidelně jako země, která je pro investory nejatraktivnější ze všech, navzdory tomu, že její makroekonomické indikátory jsou již po řadu let výrazně horší, než činí průměr za sledované země, a nepřilíš dobré jsou i výsledky hodnocení systému zdravotní péče, systému primárního a sekundárního školství. Stejně příznivá jsou pro USA po řadu let většinou i hodnocení prováděná jinými organizacemi – Světovou bankou, Organizací pro hospodářskou spolupráci a rozvoj, Ústavem pro rozvoj managementu a dalšími. Spojené státy ze všech těchto hodnocení vycházejí z pohledu investorů jako nejdůvěryhodnější země světa.

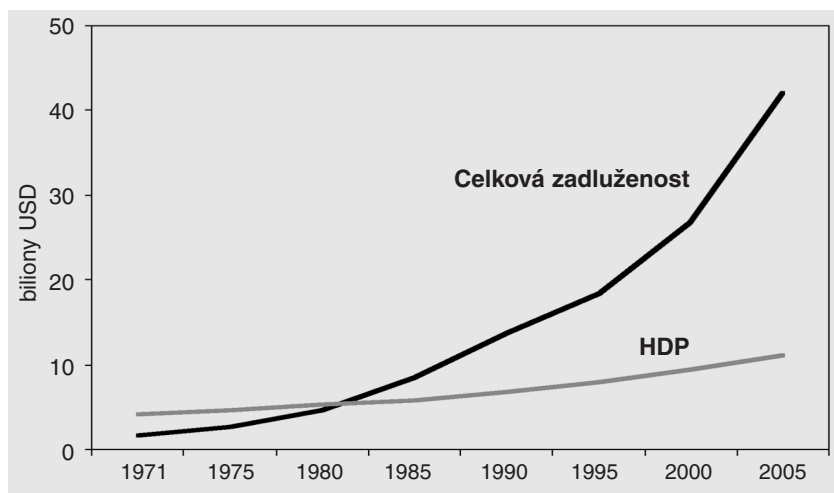
V poslední době ovšem začíná přibývat informací, které jednoznačně pozitivní obraz USA z pohledu investorů poněkud korigují. Tématem zadluženosti USA a jejím minimálním vlivem na ekonomický růst se zabývají J. B. Foster a F. Magdoff ve své knize Velká finanční krize – Příčiny a následky. Uvádějí, že nesoulad mezi růstem objemu úvěrů a souběžným ekonomickým růstem je vskutku ohromující. V sedmdesátých letech dosahovala míra nesplacených závazků půl druhého násobku celkové roční ekonomické aktivity (HDP). Do roku 1985 to byl už dvojnásobek HDP. Do roku 2005 se míra celkové zadluženosti USA rovnala téměř 350 % HDP.

Růst zadluženosti Spojených států ve vztahu k jejich hrubému domácímu produktu je zachycen na grafech 1 a 2. Vývoj svědčí jednoznačně o poklesu stimulačních účinků zadluženosti na ekonomický růst.

Zajímavý pohled na zadluženost Spojených států nabízí graf 3, který porovnává strukturu této zadluženosti v roce 1975 a o 30 let později, v roce 2005. Jak je z grafu dobře patrné, podíly jednotlivých sektorů se za dobu sledování značně proměnily. V polovině 70. let se na zadluženosti USA nejvíce podílely podniky reálné ekonomiky, tedy nefinanční odvětví, druhým největším dlužníkem byl stát (na místní, státní a federální úrovni) a třetí v pořadí byly domácnosti. Finanční sektor byl evidentně tím, kdo především půjčoval. Sám se na celkové zadluženosti podílel pouze 10 %. O třicet let později je situace diametrálně odlišná. Finanční sektor je největším dlužníkem ze všech. Na celkové zadluženosti se podílí téměř 30 %, více než domácnosti, vlády i nefinanční sektor. Ten je paradoxně nejmenším dlužníkem ze všech. Změna struktury zadluženosti nabízí jedno z vysvětlení poklesu stimulačních účinků zadluženosti na ekonomický růst.

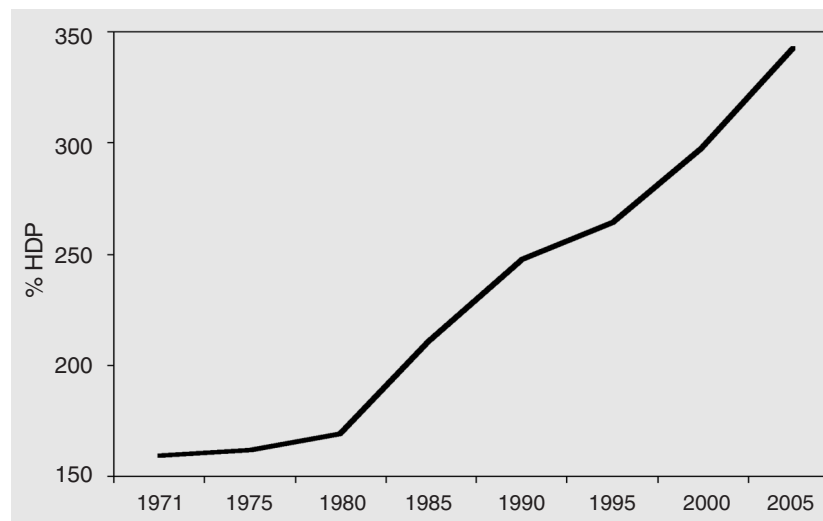
Jak uvádějí J. B. Foster a F. Magdoff v knize Velká finanční krize – Příčiny a následky: „Úvěry lze použít na bezpočet účelů. Některé významnou měrou stimulují ekonomiku a mají dlouhodobý účinek (investice do nových podniků, rozšiřování nebo modernizace starých), některé mají na ekonomiku mírný a relativně krátkodobý účinek (spotřebitelské úvěry), některé nemají vliv žádný nebo minimální (finanční spekulace).

Graf 1 Vývoj HDP a zadluženosti USA v letech 1971–2005 (v bilionech USD)



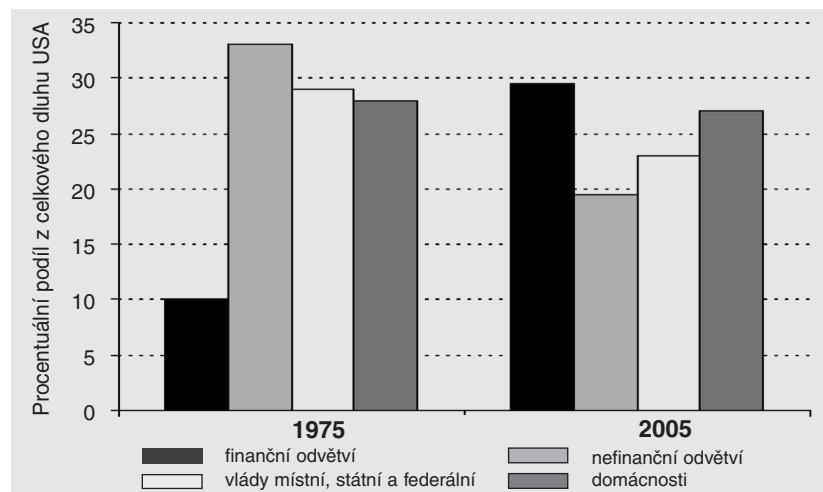
Pramen: Foster, J. B., Magdoff, F.: Velká finanční krize. Příčiny a následky. Grimmus, 2009, s. 46

Graf 2 Vývoj míry zadluženosti USA v letech 1971–2005 (v % HDP)



Pramen: Foster, J. B., Magdoff, F.: Velká finanční krize. Příčiny a následky. Grimmus, 2009, s. 47

Graf 3 Struktura zadluženosti v USA v letech 1975 a 2005



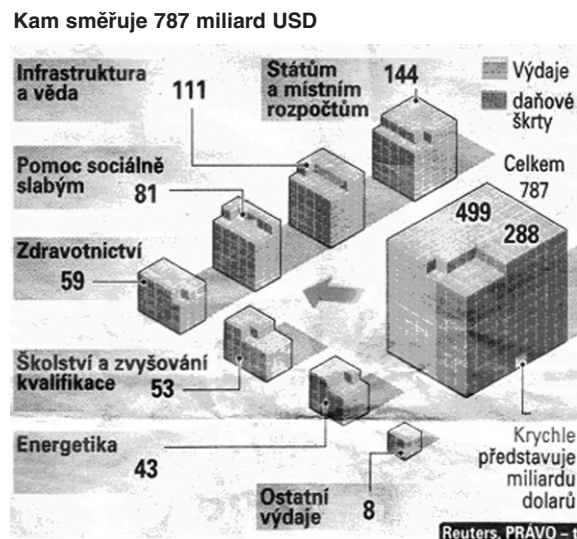
Pramen: Foster, J. B., Magdoff, F.: Velká finanční krize. Příčiny a následky. Grimmus, 2009, s. 48

Finanční instituce všech typů se dnes masivně zadlužují ve snaze udělat z půjčených peněz další peníze. Zadlužení finančních institucí za účelem spekulací má pramalý nebo nemá vůbec žádný podpůrný dopad na výrobu. Ve srovnání s jinými, produktivnějšími sférami využití kapitálu se finančními spekulacemi živí poměrně málo lidí. Zisky z těchto úvěrem financovaných transakcí jsou jen zřídka použity na investice do průmyslu nebo služeb vytvářejících nová pracovní místa. Tyto spekulativní zisky bývají ve většině případů použity k tvorbě ještě větších zisků prostřednictvím rozličných spekulativních triků...

Moderní ekonomika se stala chronicky závislou na věřiteli poslední instance v podobě vlády ovládajících centrální banky a ministerstva financí velkých států majících za úkol podporu finančního systému a prevenci před masivními dluhy poskytováním likvidity v dobách krizí. To na druhé straně vyžaduje silnou vládu schopnou silou svého ekonomického vlivu odvrátit finanční krize poskytováním rozsáhlých finančních infuzí a fungovat tak jako věřitel poslední instance.“ (s. 45–47)

Aby nejkonkurenceschopnější, nejatraktivnější, nejstabilnější ekonomika světa přežila krizi, která v ní vypukla a z níž se rozšířila do celého světa, musel do ní Fed nasypat větší množství peněz než kdykoli předtím. Obrovskými fiskálními stimuly podpořila americkou ekonomiku rovněž vláda USA. Větší část z nich představuje tzv. Obamův balíček (viz graf 4).

Graf 4 **Obamův záchranný balíček proti finanční krizi** (v mld. USD)



Pramen: Právo, 19. února 2009, s. 11

### 3. Znovu prožívaná historie

Porovnání současné krize s dosud největší krizí z počátku 30. let 20. století dokazuje, že příčiny vzniku byly v mnohém podobné. I tehdy bylo u zdroje vzniku krize poskytování hypoték, které neměly naději být splaceny, i tehdy docházelo ke spekulaci s hypotékami, i tehdy vznikaly finanční inovace a vznikala cenová bublina na burze cenných papírů. E. Hobsbawm uvádí, že „když krize začala, byla samozřejmě nejdrastičtější v USA, protože loudající se expanze poptávky byla popoháněna prostřednictvím enormní expanze konzumentského kreditu. Banky podlomené bohem spekulací s nemovitostmi, který s pomocí sebeklamajících optimistů a množícího se finančního darebáctví dosáhl svého vrcholu pár let před velkým krachem, a zatížené špatnými půjčkami odmítly poskytovat nové stavební půjčky nebo refinancovat ty staré. To je však neuchránilo před zánikem po tisících, zatímco (1933) téměř polovina amerických domovních hypoték byla v platební neschopnosti a tisíce a tisíce nemovitostí bylo denně uzavíráno.“

Pokud jde o vliv finanční spekulace na vznik finanční a ekonomické krize a význam regulace finančního trhu, zůstává i pro současnou finanční a ekonomickou krizi stále aktuální výrok Johna Maynarda Keynesa z roku 1936: „Spekulanti nezpůsobí škodu, zůstanou-li mýdlovými bublinami na povrchu pravidelného proudu podnikání. Situace se ale stane vážnou, jakmile se podnikání stane mýdlovou bublinou ve víru spekulace. Jakmile se kapitálový vývoj země stane vedlejším produktem činnosti nějaké herny, nebude možné očekávat dobré výsledky... Všeobecně se připoustí, že ve veřejném zájmu by herny měly být málo přístupné a nákladné. Možná, že totéž platí i pro burzy cenných papírů. Skutečnost, že londýnská burza cenných papírů má méně hříchů než Wall Street, nelze vysvětlit ani tak zvláštnostmi národního charakteru, jako tím, že Throgmorton Street je pro průměrného Angličana mnohem méně přístupná a mnohem nákladnější než Wall Street pro průměrného Američana. Značný rozdíl mezi cenou nákupní a prodejní, vysoké poplatky makléřů a tíživé daně z převodu cenných papírů, daně, které jsou spojeny s obchody na burze, s převody doprovázejícími burzovní transakce v Londýně a které se platí ministerstvu financí, zmenšují podstatně likviditu trhu, takže je vyloučena velká část transakcí charakteristických pro Wall Street. Zavedení tíživého státního zdanění převodů cenných papírů pro všechny transakce by se snad osvědčilo jako nejúčelnější reforma vedoucí k tomu, aby ve Spojených státech byla zmírněna spekulace nad podnikáním.“<sup>10</sup>

Stejně, nebo podobně jako ve třicátých letech je i dnes volání po posílení regulace finančního sektoru, které se ovšem stejně jako tehdy setkává s odmítavými reakcemi ze strany těch, které by posílení regulace postihlo svými důsledky. Ve třicátých letech vyvrcholilo v USA volání po větší míře regulace přijetím Glass-Steagallova zákona. Jeho osud je důkazem převahy sil volajících po větší regulaci v dobách krize a převahy sil volajících po větší deregulaci v dobách prosperity.



Přijetí Glass-Steagallova zákona americkým Kongresem v roce 1933 bylo reakcí na skutečnost, že komerční banky se v rozsáhlé míře angažovaly v rizikových obchodech s cennými papíry. Nezodpovědné chování komerčních bank bylo považováno za hlavní příčinu vzniku krize. Téměř každá druhá banka v USA v průběhu krize zkrachovala. Glass-Steagallův zákon od sebe oddělil v USA komerční a investiční bankovníctví a vytvořil mezi nimi jakousi zeď s cílem zabránit použití depozit v rizikových obchodech s cennými papíry. Komerčním bankám zakázal provádět svěřenecké obchody s cennými papíry, investičním bankám obchodujícím s cennými papíry zakázal získávat depozita. Zavedl rovněž povinné pojištění vkladů u nově zřízené Federální korporace pojištění vkladů a některá další regulatorní opatření. Banky měly pak rok na to, aby se rozhodly, zda se budou specializovat na komerční nebo investiční bankovníctví. Jen 10 % celkových příjmů komerčních bank mohlo pak pocházet z cenných papírů (s výjimkou státních dluhopisů). Mohly však – za předem stanovených podmínek a při dodržení stanovených limitů – nakupovat a držet akcie jiných bank.

Glass-Steagallův zákon byl však v rozporu se zájmy finančního sektoru, který jej shledával jako příliš tvrdé omezení svobody podnikat v daném oboru a postupně začal bojovat za jeho zrušení. Dočkal se ho až po 66 letech, v roce 1999. Komerční banky uváděly, že jsou znevýhodněny oproti jiným finančním subjektům, že zákon omezuje jejich možnosti dosahovat vysoké konkurenceschopnosti, že jim utíkají klienti, kterým nemohou nabídnout stejné produkty jako banky v zahraničí, zdůrazňovaly schopnost vlastní regulace. V devadesátých letech se na jejich stranu postavil i Fed a americké komerční banky konečně dosáhly svého cíle. Zrušení Glass-Steagallova zákona se nepochybně na vzniku finanční krize podepsalo.

Po jejím vzniku přirozeně nastal čas volání po obnovení regulace, tentokrát v globálním měřítku. Například v článku Daniho Rodrika *Coming Soon: Capitalism 3.0*:

„Nemají pravdu ti, kdo říkají, že současná krize dokazuje, že kapitalismus je mrtev. Kapitalismus má téměř neomezenou schopnost se revitalizovat. Není náhodou, že všechny úspěšné společnosti jsou kapitalistické v nejširším smyslu tohoto slova: jsou založeny na soukromém vlastnictví a dovolují trhům, aby hrály velkou roli při alokaci zdrojů a určování ekonomické odměny. Vtip je ovšem v tom, že ani vlastnická práva, ani trhy nemohou fungovat samy o sobě. Potřebují ke svému efektivnímu fungování další sociální instituce.

Vlastnická práva potřebují zákony a soudy. Trhy potřebují regulaci. Kapitalismus potřebuje kompenzační a transferové mechanismy, aby byly jeho výsledky přijatelné. Jak dokazuje současná krize, kapitalismus potřebuje věřitele poslední instance a proticyklickou fiskální politiku. Kapitalismus není sebetvořivý, sebedržitelný, seberegulující ani sebestabilizující. Globalizace zničila stará pravidla hry. Kapitalismus potřebuje přejít od národní verze smíšené ekonomiky k jejímu globálnímu protějšku. Potřebujeme dosáhnout rovnováhy mezi trhy a institucemi, které trhy podporují, na globální úrovni.“<sup>11</sup>

S úpěnlivým voláním D. Rodrika po vzniku rovnováhy mezi trhy a institucemi, které trhy podporují, na globální úrovni nelze nesouhlasit. Současně nelze nepřipomenout, že ekonomické doktríny, které nemají rády sociální instituce, kterým normy chování vadí na úrovni národní i nadnárodní, mají tuhý život. Bylo tomu tak ve třicátých letech, je tomu tak i nyní. Ocitujme v této souvislosti ještě jednou historika nad jiné povolaného, Erica Hobsbawma, který za svůj dlouhý devadesátiletý život zažil nejen Velkou hospodářskou krizi 30. let minulého století, ale řadu krizí následujících. V citaci se nevyjadřuje ke krizi současné. Nicméně i tak je jeho výpověď velmi zajímavá:

„Velká krize utvrdila intelektuály, aktivisty i spořádané občany ve víře, že ve světě, ve kterém žijí, je skutečně něco shnilého. Kdo ale věděl, co by se s tím mělo dělat? Jistě jen málo z těch, kteří měli ve svých zemích v rukou odpovědnost, a jistě nikdo z těch, kteří se snažili držet kurz tradičními navigačními přístroji stoletého liberalismu. Jak moc důvěry si zasloužili ekonomové, jakkoli brilantní, kteří s velkou jasnoživostí ukazovali, že krize, ve které dokonce oni sami žili, by se v řádně řízené společnosti svobodného trhu nemohla přihodit? ...

... Ti z nás, kteří žili v době velké krize, stále ještě nemohou pochopit, jak mohly ortodoxie čistě svobodného trhu, tehdy tak zjevně zdiskreditované, opět velet celosvětové depresi přelomu 80. a 90. let, jíž zase nebyly schopny ani porozumět, ani se s ní vypořádat. Tento podivný fenomén by nám měl připomenout hlavní charakteristický rys historie, který tak příkladně ukazuje neuvěřitelně krátkou paměť jak teoretických, tak praktických ekonomů. Zároveň živě ilustruje společenskou potřebnost historiků, kteří jsou profesionálně způsobilí k tomu, aby připomínali vše, co si jejich spoluobčané přejí zapomenout.“<sup>12</sup>

#### 4. Reakce Evropské unie na krizi

##### 4.1 Larosièrova zpráva

V říjnu 2008 pověřil prezident Evropské komise José Manuel Barroso skupinu odborníků pod vedením Jacquese de Larosièra vypracováním analýzy na téma budoucí evropské finanční regulace a supervize. Členy skupiny byli Leszek Balcerowicz, Otmar Issing, Rainer Masera, Callum McCarthy, Lars Nyberg, José Pérez a Onno Ruding. Jejich úkolem bylo identifikovat příčiny současné finanční a ekonomické krize a navrhnout řešení v rovině změny institucionálního rámce pro finanční sektor. Vytkli si za cíl vytvořit nový systém regulace a supervize a dosáhnout navrhovanými změnami redukce rizika a zlepšení řízení rizika, posílit transparentnost a obnovit důvěru ve finanční sektor, nahradit perverzní pobídky pobídkami správnými. Dosáhnout stavu, aby všechny členské státy měly pocit, že jejich investoři, jejich vkladatelé, jejich občané jsou v Evropské unii přiměřeně chráněni před rizikem.

Výsledkem činnosti pracovní skupiny je rozsáhlá, osmdesátistránková zpráva, v níž autoři věnují pozornost nejprve diagnóze příčin finanční krize a poté návrhům léčby.

Podle Larosièrovy zprávy je v pozadí současné krize především hojnost likvidity a nízké úrokové míry. Finanční inovace zesílily a urychlily důsledky jejich působení. Vznikla iluze, že robustní ekonomický růst trvající od poloviny 90. let nikdy neskončí. Makroekonomické podmínky byly příznivé, zahrnovaly nízkou míru inflace i nízké úrokové míry. Centrální banky – zvláště v USA – prováděly měkkou monetární politiku. Nadbytek likvidity se odrazil v rychle rostoucích cenách aktiv. Monetární politika „krmila“ rostoucí nerovnováhy na globálních finančních a zbožíových trzích.

Velmi nízké úrokové míry v USA pomohly vytvořit obrovskou bublinu na trhu bydlení. U zdroje jejího vzniku bylo v první řadě neregulované, nebo nedostatečně regulované poskytování hypoték a metody sekuritizace. Nedostatečný dohled nad vládou financovanými subjekty jako Fannie Mae a Freddie Mac a silný politický tlak vyvíjený na tyto subjekty ve směru zajištění bydlení pro nízkopříjmové domácnosti celou situaci zhoršoval. V Evropě k tomuto vývoji nedošlo. Hypotéky byly poskytovány s větší odpovědností.

Míra osobních úspor v USA poklesla ze 7 % disponibilního příjmu v roce 1990 pod nulu v letech 2005 a 2006. Prudce expandovaly spotřebitelské úvěry a hypotéky. Objem nekvalitních (subprime) hypoték vzrostl ze 180 mld. USD v roce 2001 na 625 mld. USD v roce 2005.

Vývoj byl doprovázen akumulací obrovských globálních nerovnováh. Úvěrová expanze v USA byla financována masivními přílivy kapitálu z nově se vynořujících trhů s přebytkem obchodní bilance, zejména z Číny. Navázáním svých měn na americký dolar Čína a jiné ekonomiky jako Saúdská Arábie prakticky importovaly rozvažovací monetární politiku USA a umožnily vznik globálních nerovnováh. Přebytky běžných účtů těchto zemí se recyklovaly do vládních cenných papírů USA a jiných nízkorizikových aktiv, stlačily jejich výnosy a motivovaly jiné investory, aby hledali vyšší výnosy u rizikovějších aktiv.

Riziko bylo špatně oceňováno. Subjekty nabízející investiční produkty odpověděly na růst poptávky po vyšších výnosech vývojem dalších a dalších, komplexnějších a ještě komplexnějších produktů často v kombinaci se zvýšeným pákovým efektem. Finanční instituce konvertovaly své půjčky do cenných papírů krytých hypotékami nebo jinými aktivy (asset backed securities – ABS). Ty se následně proměňovaly v kolateralizované dluhové obligace (collateralized debt obligations – CDO) a byly šířeny prostřednictvím mimobilančních specializovaných investičních společností (special purpose vehicles – SPV) a strukturovaných investičních společností (structured investment vehicles – SIV). To vedlo k růstu použití páky a ještě rizikovějších finančních produktů. Emise amerických ABS se například v letech 2000–2006 zvýšila na čtyřnásobek a emise hypotékami krytých cenných papírů, jejichž poskytovateli byly nevládní organizace USA (MBS)<sup>13</sup>, vzrostla ve stejném období dokonce sedmkrát. Sekuritizace je sice v principu žádoucí ekonomický model, byla však doprovázena neprůhledností, která zakrývala nízkou kvalitou aktiv obsažených v cenných papírech.

Došlo k fundamentálnímu selhání při hodnocení rizika, a to jak ze strany finančních firem, tak ze strany těch, kdo je regulovali a dohlíželi na jejich činnost. Výsledným efektem bylo přecenění schopnosti finančních firem řídit svá rizika a odpovídající podhodnocení objemu kapitálu, který by měly vlastnit.

Extrémní komplexita strukturovaných finančních produktů, která v sobě často zahrnovala několik vrstev kolateralizovaných dluhových obligací, nesmírně ztížila správné hodnocení rizika i pro nejzkušenější účastníky trhu. Modely hodnocení rizika byly založeny na zjednodušených nebo dokonce nesprávných předpokladech. Podcenily vystavení se celkovému riziku. Žádná banka neočekávala totální zmrazení mezibankovního trhu nebo trhu cenných papírů.

Situaci podle Larosièrovy zprávy dále zhoršil nedostatek transparentnosti v důležitých segmentech finančních trhů a vznik „stínového“ bankovního systému. Byl nedostatek znalostí o rozsahu a místě úvěrového rizika. Sekuritizované nástroje měly rovnoměrněji rozprostřít riziko po celém finančním systému, ale charakter systému neumožnil ověřit, zda došlo skutečně k rozptýlení rizika, nebo k jeho nové koncentraci v méně viditelných částech systému. To přispělo ke vzniku nejistoty o úvěrové kvalitě protistran, rozpadu důvěry a rozšíření tenzí do jiných částí finančního systému.

Model rozptýlení rizika vytvořil perverzní pobídky. Rozmazal vztah mezi vypůjčovatelem a poskytovatelem půjčky a hlavně odvedl pozornost od schopnosti vypůjčovatele splácet svůj dluh – často bez směny proti kolaterálu. Poskytovatel hypotéky, který věděl předem, že může riziko nesplacení prostřednictvím MBS nebo CDO prodat, nebyl motivován dodržovat vysoký standard půjčování.

To, co se jevílo jako atraktivní model podnikání v kontextu likvidních peněžních trhů, možnosti vypůjčování si nakrátko a půjčování nadlouho, se ukázalo být jako nebezpečná past, jakmile likvidita na úvěrových trzích vyschla.

Úvěrové ratingové agentury snižovaly vnímání rizika tím, že poskytovaly stejně vysoké hodnocení AAA strukturovaným finančním produktům (například CDO) jako standardním vládním a korporativním dluhopisům. Konflikt zájmů v úvěrových ratingových agenturách celý problém ještě zhoršoval. Protože hodnocení ratingovými agenturami platí zásadně ten, kdo emituje příslušný produkt, docházelo k vyjednávání mezi emitentem finančního produktu a úvěrovou ratingovou agenturou. Skutečnost, že regulátoři požadovali, aby investoři podléhající regulaci investovali jen do produktů hodnocených stupněm AAA, rovněž zvyšovala poptávku po dobře hodnocených finančních aktivech.

Představenstva finančních firem, jejich dozorčí rady ani vrcholoví manažeři mnohdy nerozuměli podstatě a charakteristickým rysům nových, vysoce komplexních finančních produktů, s nimiž měli co činit, nebyli si vědomi rizik, jimž jsou jejich firmy vystaveny, a měli sklon podceňovat rizika, jimž měli čelit. Dozorčí rady ani akcionáři nedohlíželi s dostatečnou mírou efektivnosti na aktivity svých firem.

Systémy odměňování ve finančních institucích přispěly k nadměrnému přijímání rizika, protože upřednostňovaly krátkodobou expanzi objemu rizikových prode-

jů před dlouhodobou ziskovostí investic. Tlak akcionářů na management ve směru zajištění vyšších cen akcií a dividend způsobil, že překonání očekávaného čtvrtletního příjmu se pro mnoho korporací stalo základem hodnocení jejich výkonnosti.

Tyto tlaky nebyly drženy na uzdě ani regulací, ani supervizí, ani běžnou praxí. Některé dlouhodobě existující politiky jako například definování kapitálové přiměřenosti kladly malý důraz na schopnost rizikového managementu v bankách samotných a na kvalitu ratingu. Mnohdy se ukázalo, že regulované finanční instituce jsou největšími zdroji problémů.

Nedostatečná pozornost byla věnována likviditě trhů. Příliš mnoho pozornosti bylo věnováno každé jednotlivé firmě a příliš málo vlivu celkového rozvoje na sektory nebo trhy jako celek.

Trhy derivátů rychle expandovaly (především trhy úvěrových derivátů). Zatímco supervizoři v USA měli být schopni identifikovat zhoršení standardů poskytování hypoték a zabránit mu, supervizoři v EU měli obtížnější situaci, protože nevěděli, do jaké míry byly evropské banky zasaženy. Vývoj v čase směřoval k stále větší neprůhlednosti a netransparentnosti.

To svědčí o vážných nedostatcích existujícího supervizního rámce v globálním měřítku. Dokazuje to, že finanční supervizoři často neměli všechny relevantní informace o globální velikosti použití finančních pák, popřípadě ani nestáli o to, aby si je opatřili, nebo si je opatřili příliš pozdě. Svědčí to i o tom, že plně nechápali nebo nehodnotili velikost rizik. V každém případě podnikatelský model investičních bank amerického typu a jeho expanze se vymkly regulaci i supervizi.

Multilaterální dohled (MMF) nefungoval efektivně. Nevedl ke korigování makroekonomických nerovnováh ani výkyvů měnových kurzů. Nepostaral se o stabilitu mezinárodního finančního systému koordinovanou akcií.

Je skutečností, že regulace globálních finančních služeb krizi nezabránila ani ji nezmírnila. Je proto na místě systém regulace zásadně změnit, říká Larosièrova zpráva. Je třeba vytvořit konsensus – v rámci Evropy i v rámci celosvětovém – o tom, jaká regulatorní opatření jsou nezbytná pro ochranu zákazníků, zachování finanční stability a udržitelnost ekonomického růstu.

### **Regulatorní opatření doporučená Larosièrovou zprávou**

1. Obezřetnostní pravidla regulace bank známá pod názvem Basel 2 (v Evropské unii vstoupila v platnost 1. 1. 2008, v USA by měla vstoupit v platnost 1. 4. 2010) by měla být doplněna ve směru postupného zvyšování minimální kapitálové přiměřenosti, redukce procykličnosti (např. stimulací použití kapitálových nárazníků), zavedení striktnějších pravidel pro položky mimo účetní bilance, vytvoření tvrdších norem řízení likvidity a posílení pravidel pro vnitřní kontrolu a řízení rizika.

2. Pokud jde o úvěrové ratingové agentury, bylo by na místě pověřit Výbor evropských regulátorů cenných papírů registrací a dohledem nad těmito agenturami. Model podnikání a způsob financování úvěrových ratingových agentur je třeba zásadně změnit.

3. Je třeba nalézt urychleně řešení umožňující účetně oceňovat komplexní produkty. Účetní standardy by neměly nepříznivě ovlivňovat modely podnikání, podporovat procyklické chování ani odrazovat od dlouhodobých investic. Mezinárodní rada pro účetní standardy by měla vytvořit obecnou transparentní metodologii pro oceňování aktiv na nelikvidních trzích, které nemohou aplikovat princip od účetní k tržní hodnotě.

4. Krize začala a rozvíjí se především v bankovním sektoru. Avšak sektor pojištění není proti krizi zdaleka imunní. Největší pojišťovnu na světě bylo nutné zachraňovat, protože byla propojena s celým finančním sektorem, mimo jiné prostřednictvím pojištění proti úpadku. Je proto důležité poučit se z vývoje v USA a vytvořit bezpečný režim pojišťovnictví v Evropě zahrnující posílení pravomocí, nové supervizní schéma, harmonizaci schémat garancí.

5. Kompetentní autority ve všech členských státech musí mít dostatečnou supervizní moc nad dodržováním pravidel finančními institucemi. Měly by být rovněž vybaveny účinnými sankčními postupy, aby mohly čelit všem typům finanční kriminality.

6. Přiměřená regulace by se měla vztahovat na všechny firmy provádějící finanční aktivity potenciálně systemického charakteru. Je nezbytné zlepšit transparentnost na všech finančních trzích. Zejména je třeba podrobit registraci a požadavkům informování hedgeové fondy. Je třeba vědět o jejich strategiích, metodách, použití páky a jejich celosvětovém působení.

7. Pokud jde o sekuritizované produkty a trhy derivátů, doporučuje se zjednodušit a standardizovat deriváty, zavést a požadovat využití alespoň jednoho dobře kapitálově vybaveného centrálního clearingového ústavu pro CDS (credit default swaps) v EU. Doporučuje se rovněž, aby emitenti sekuritizovaných produktů evidovali ve svém účetnictví po dobu životnosti nástroje příslušné riziko (nehedgeované).

8. Pro investiční fondy by v EU měla platit obecná pravidla týkající se zejména definic, kodifikace aktiv a pravidel delegace.

9. Členské státy EU a Evropský parlament by se měly v budoucnosti zdržet přijímání zákonů, které dovolují nekonzistentní transpozici a aplikaci. Komise by měla identifikovat ty národní výjimky, jejichž odstranění by zlepšilo fungování jednotného finančního trhu, redukovalo by distorce soutěže a regulatorní arbitráže, nebo zlepšilo efektivnost přeshraniční finanční aktivity v EU. Členské státy by měly být schopny přijmout tvrdší národní regulační opatření pro udržení finanční stability.

10. Systémy odměňování je třeba lépe spojit se zájmy akcionářů a dlouhodobou ziskovostí firmy. Bonusy by měly být poskytovány na základě hodnocení dlouhodobé skutečné výkonnosti, neměly by být garantovány předem.

11. Ve finančních institucích je třeba posílit vnitřní monitoring rizika a jeho řízení. Nelze se spolehnout jen na externí hodnocení úvěrovými ratingovými agenturami. Je žádoucí posílit postavení zkušených rizikových manažerů majících přímý vztah k vedení podniku a jeho vlastníkům a odstranit současný stav, kdy jsou lépe placeni ti, jejichž práce spočívá v samotných rizikových operacích.

12. Evropská unie musí být vybavena koherentním a funkčním regulatorním rámcem pro krizové řízení. Všechny relevantní instituce v EU by měly být vybaveny vhodnými nástroji krizové prevence a krizové intervence. Právní nástroje, které stojí v cestě používání těchto nástrojů v přeshraničním styku, je třeba odstranit, což vyžaduje přijmout adekvátní opatření na úrovni EU.

13. Schémata garance vkladů (DGS) v EU je třeba harmonizovat a zajistit vysokou stejnou ochranu klientů všech bank ve všech členských zemích Evropské unie. Princip vysoké a stejné ochrany všech klientů je třeba implementovat i v sektorech pojišťovnictví a investic.

14. S ohledem na skutečnost, že na úrovni EU dosud neexistují mechanismy financování mezinárodních dopadů krize, členské státy EU by se měly dohodnout na detailnějších kritériích sdílení dopadů krize a rozdělení pravomocí v oblasti supervize.

15. Je žádoucí vytvořit Evropskou radu pro systémové riziko (European Systemic Risk Board – ESRB). V čele Rady by měl stanout guvernér Evropské centrální banky. Evropská rada pro systémové riziko by měla za úkol shromažďovat a analyzovat veškeré informace důležité pro finanční stabilitu a příznivý makroekonomický vývoj ve všech finančních sektorech.

16. Pod dohledem Evropské rady pro systémové riziko a Hospodářského a finančního výboru je třeba vybudovat systém včasného varování před rizikem. Rada by měla vydávat varování v oblasti makroekonomické obezřetnosti podle předem definovaného závazného postupu. O závažných rizicích by měla informovat vedení Hospodářského a finančního výboru EU, v případě očekávaných silných dopadů mezinárodních pak Mezinárodní měnový fond a další mezinárodní organizace, aby bylo možno přijmout opatření jak na úrovni EU, tak na úrovni globální.

17. Evropská unie by měla vyvinout harmonizovanější soubor finančních regulací, supervizích pravomocí a sankčních režimů. Nejdůležitější je konzistentnější soubor pravidel, který by měl být k dispozici od roku 2013. Rozdíly v národních legislativách, které pocházejí z výjimek, derogací, dodatků a nejednoznačnosti v platných směrniciích, by měly být identifikovány a odstraněny.

18. V letech 2011–2012 by EU měla vytvořit integrovaný Evropský systém finančního dohledu (European System of Financial Supervisors – ESFS). Měly by vzniknout tři nové evropské úřady: Evropský úřad pro bankovníctví, Evropský úřad pro pojišťovnictví a Evropský úřad pro cenné papíry. V čele každého úřadu by byl prezident a generální ředitel jmenovaný na 8 let. Každý ze tří úřadů by měl mít vlastní rozpočet a byl by vybaven příslušnými pravomocemi. K pravomocem příslušných úřadů by patřila mimo jiné právně závazná mediace mezi národními supervizory, přijetí závazných standardů supervize, dohled a koordinace nad kolegií supervizorů, udělení zvláštních licencí (například úvěrovým ratingovým agenturám atd.).

19. Podpora konvergence mezinárodní finanční regulace k nejvyšší kvalitě by měla být svěřena Fóru finanční stability (které by tuto funkci plnilo ve spolupráci

s tvůrci standardů pro finanční sektor jako například s Basilejským výborem bankovních supervizorů). Je důležité, aby se členy Fóra finanční stability staly i další systémově významné země, aby Fórum získalo více zdrojů a větší odpovědnost a byly navázány těsnější vazby na Mezinárodní měnový fond.

20. Aby bylo možno se v budoucnosti vyhnout závažným selháním supervize, je třeba posílit mezinárodní spolupráci při supervizi velkých mezinárodních finančních skupin. Co nejdříve je nezbytné dosáhnout stavu, kdy hlavní světové banky se musí alespoň jednou ročně podrobit supervizi hodnocení svých rizik.

21. Existuje reálné nebezpečí, že snaha redukovat rizika ohrožující finanční stabilitu narazí na jurisdikci odmítající používat mezinárodně dohodnuté standardy. Mezinárodní společnosti se proto musí zabývat jurisdikcemi se slabými regulačními a řídicími standardy, nedostatkem transparentnosti a neochotou k výměně informací, stejně tak jako problematikou off-shore center.

22. Členské státy EU by měly podpořit posílení role Mezinárodního měnového fondu při provádění makroekonomického dohledu a pomoci při navýšení zdrojů, které má MMF k dispozici na poskytování pomoci členským zemím, které čelí akutnímu nedostatku finančních prostředků nebo problémům platební bilance.

#### **4.2 Plán evropské hospodářské obnovy**

Plán byl Evropskou unií vyhlášen v listopadu 2008. Je poměrně podrobný, jeho obsah však lze shrnout do celkem 10 základních bodů.

##### **Protikrizová opatření obsažená v Plánu evropské hospodářské obnovy**

1. **Podpora zaměstnanosti** (zjednodušení kritérií pro poskytování podpory z Evropského sociálního fondu, zvýšení výplat záloh, posílení aktivačních režimů, zaměření na nejzranitelnější subjekty, nová pravidla pro čerpání z Evropského fondu pro přizpůsobení se globalizaci).

2. **Vytvoření poptávky po práci** (doporučení pro státy snížit poplatky u nižších příjmových kategorií, poukázky a služby domácí péče a péče o dítě, dočasné dotace pro nábor pracovníků ze zranitelných osob, snížení sazby DPH ze služeb s vysokým podílem lidské práce).

3. **Lepší dostupnost finančních zdrojů pro podniky** (zvýšení prostředků na půjčky od Evropské investiční banky pro malé a střední podniky, zplnomocnění členských států ke zjednodušení přístupu k finančním zdrojům prostřednictvím dotovaných záruk a úvěrových dotací do výrobních, které přesahují úroveň norem v oblasti životního prostředí).

4. **Snížení administrativní zátěže a podpora podnikání** (možnost založit podnik v EU během 3 dnů a s nulovými náklady, zrušení povinnosti předkládat výroční zprávy pro mikropodniky, přijmout návrh statutu evropské soukromé společnosti, zkrácení lhůt splatnosti faktur vystavovaných veřejným orgánům, snížení poplatků za patentové přihlášky).



5. **Zvýšení investic do modernizace evropské infrastruktury** (transevropské energetické propojení, transevropské dopravní projekty, projekty na zvýšení energetické účinnosti, zmírnění změny klimatu – EIB, EBRD).

6. **Zlepšení energetické účinnosti v budovách** (vznikne Fond pro energii, změnu klimatu a infrastrukturu 2020).

7. **Podpora rychlého zavedení ekologických projektů** (snížené sazby DPH na ekologické výrobky a služby, tlak na členské státy, aby dodržovaly normy ochrany životního prostředí).

8. **Zvýšení investic do výzkumu a vývoje, inovací a vzdělávání.**

9. **Vývoj čistých technologií pro automobily a stavby** (Komise navrhuje 3 PPP: evropská zelená auta, evropské energeticky účinnější budovy, továrny budoucnosti).

10. **Vysokorychlostní internet pro všechny** (podpora strategie z veřejných prostředků, dosažení 100% pokrytí do roku 2010).

## 5. Závěr

Současná finanční a ekonomická krize je vnímána jako největší krize od Velké hospodářské krize 30. let minulého století, ne-li jako největší krize v historii. Jako každá nová krize se jeví jako do značné míry zvláštní a specifická. Byly identifikovány její makroekonomické i institucionální příčiny – přemíra likvidity, nízké úrokové míry, vznik iluze, že období rychlého ekonomického růstu potrvá ne-li donekonečna, tedy ještě dlouhou dobu, akumulace velkých globálních nerovnováh, pokles míry osobních úspor v USA do záporných hodnot, hledání ziskových příležitostí ze strany investorů a jejich nalezení v podobě pochybných finančních produktů (inovací), chybné hodnocení rizika finančními ústavy i regulujícími orgány, nezodpovědné chování ratingových agentur i problémy ve správě a řízení.

Krize je známkou i důkazem selhání institucionálního rámce, v němž se globální ekonomika pohybuje. Dokazuje kritickou závislost současného systému na ekonomickém růstu. Systém si neumí poradit se stagnací, natož s poklesem. Obojí znamená zánik pracovních míst, růst nezaměstnanosti, pokles spotřeby, pokles poptávky, pokles zisků korporací i malých a středních podniků, ve spirále pak zánik dalších pracovních míst, další růst nezaměstnanosti, další pokles spotřeby, další pokles poptávky atd. Strach ze ztráty růstu nutí státy k přijímání opatření, která růst prodlužují za každou cenu, resp. o kterých se domnívají, že růst prodlouží.

Krize dokazuje, že v současné době došlo k zjetí států (především amerického, v Evropě je situace podstatně lepší) nejsilnějšími, tj. finančními lobbistickými skupinami. Ty jsou schopny stát vydírat pohrůžkami proměny hluboké finanční krize v ještě hlubší krizi ekonomickou, poklesem reálné ekonomiky, růstem nezaměstnanosti, ohrožením sociálního konsensu. Neexistuje způsob, jak efektivně zlikvidovat morální hazard, jak odmítnout žádosti o pomoc těch,

kteří krizi zavinili. Zejména tehdy, jestliže oficiální doktrínou je doktrína, jejíž podstatnou součástí je minimální role státu v ekonomice. Státu, jehož úkolem je nepřekážet svobodnému podnikání a volnému trhu a přijít na pomoc ve chvíli nouze. Krize dokazuje i to, že systémové řešení už nelze hledat na úrovni národních států, protože pravidla hry globální ekonomiky nemohou být dost dobře lokální.

Summit dvaceti největších ekonomik světa, G20, které se konaly v letech 2008 a 2009, byly hledáním východisek z krize na globální úrovni. Představitelé zúčastněných států se nakonec shodli na nutnosti reformy globálního finančního systému, přísnějšího dohledu nad finančními trhy a tvrdšího postupu vůči daňovým rájům. Dohodli se i na tom, že je nutné zvýšit kapitál Mezinárodního měnového fondu potřebný na záchranné operace.

Uvažovaná opatření jsou kompromisem, cesta k jejich realizaci je obtížná a zdoluhavá. Není to však příliš překvapující. Jde o kladení základů globálního institucionálního rámce pro globální ekonomiku a o pomoc těm, kdo krizi zavinili, i těm, kdo jí byli postiženi.

## Poznámky

<sup>1</sup> Uvádí se, že počet válečných obětí byl 20 mil. lidí, počet obětí španělské chřipky 40–50 mil. lidí.

<sup>2</sup> Za povšimnutí stojí konečnou i to, že pojem krize donedávna zmizel z ekonomických učebnic a výkladových slovníků. Ty pracují s pojmy recese (pokud hrubý domácí produkt klesal po dvě po sobě následující čtvrtletí) nebo deprese (je-li recese zvláště hluboká, bývá označována jako deprese). Velká ekonomická encyklopedie uvádí například pouze, že krizí se rozumí označení sestupné fáze hospodářského cyklu v marxistické, nebo na marxistické tradici budovaných koncepcích. Krize se tedy vrací do ekonomické literatury i médií až poté, kdy se vrátila na ekonomickou scénu.

<sup>3</sup> Sachs, J.: Boom, Bust and Recovery in the World Economy. Project Syndicate, 2008, <http://www.project-syndicate.org/commentary/sachs146>

<sup>4</sup> Soros, G., Woodruff, J.: The Financial Crisis: An Interview with George Soros. The New York Review of Books, Vol. 55, No. 8, 15 May 2008, <http://www.nybooks.com/articles/21352>

<sup>5</sup> Schumpeter, J.: Capitalism, Socialism and Democracy. Harper, New York 1975, s. 82

<sup>6</sup> Tett, G.: Lost through destructive creation. Financial Times, 9 March 2009, <http://www.ft.com/cms/s/0/0d55351a-0ce4-11de-a555-0000779fd2ac.html>

<sup>7</sup> Rodrik, D.: Who Killed Wall Street? Project Syndicate, 2008, <http://www.project-syndicate.org/commentary/rodrik24>

<sup>8</sup> Sedláček, T.: Ekonomie dobra a zla. Po stopách lidského tázání od Gilgameše po finanční krizi. Nakladatelství 65. pole, Praha 2009, s. 232

<sup>9</sup> The US Current Account Deficit and its Global Ramifications. In: The Global Competitive-ness Report 2006–2007. World Economic Forum, Geneva 2006

<sup>10</sup> Keynes, J. M.: Obecná teorie zaměstnanosti, úroku a peněz. NČSAV, Praha 1963, s. 169

<sup>11</sup> Rodrik, D.: Coming Soon: Capitalism 3.0. Project Syndicate, 2009, <http://www.project-syndicate.org/commentary/rodrik28>

<sup>12</sup> Hobsbawm, E.: Věk extrémů. Krátké 20. století 1914–1991. Argo, Praha 1998, s. 111

<sup>13</sup> Pro souhrnné používání třípísmenných označení pro jednotlivé produkty vytvářené na základě podkladových aktiv a nabízených investičními společnostmi se ujal rčení, že tyto společnosti „vařily písmenkovou polévku“.

**Literatura a prameny**

1. Cassidy, J.: *He Foresaw the End of an Era*. The New York Review of Books, Vol. 55, No. 16, 23 October 2008, <http://www.nybooks.com/articles/21934>
2. Foster, J. B., Magdoff, F.: *Velká finanční krize. Příčiny a následky*. Grimmus, 2009
3. de Grauwe, P.: *Keynes' savings paradox, Fisher's debt deflation and the banking crisis*. 6 April 2009, <http://www.eurointelligence.com/article.581+M5a44f3fb3ec.0.html>
4. Heyne, P.: *Ekonomický styl myšlení*. Vysoká škola ekonomická v Praze, 1991
5. Hobsbawm, E.: *Věk extrémů. Krátké 20. století 1914–1991*. Argo, Praha 1998
6. Holman, R.: *Ekonomie*. C. H. Beck, Praha 1999
7. Holman, R. a kol.: *Dějiny ekonomického myšlení*. C. H. Beck, Praha 1999
8. Keynes, J. M.: *Obečná teorie zaměstnanosti, úroku a peněz*. NČSAV, Praha 1963
9. Klvačová, E.: *Dokáží se země EU spojit v boji proti finanční krizi?* Eurocentrum Praha, 26. února 2009, [http://www.euroskop.cz/gallery/41/12539-26\\_2\\_2009\\_financni\\_krize.pdf](http://www.euroskop.cz/gallery/41/12539-26_2_2009_financni_krize.pdf)
10. Krugman, P.: *The Return of Depression Economics*. W. W. Norton & Company, Inc., New York 2000
11. Lebeda, P.: *Velké plány, peníze a pády – hledání hodnot a odpovědí ve finanční krizi*. Pražský institut pro globální politiku – Glopolis, <http://www.glopolis.org/images/downloads/publikace/studie%20k%20finan%C4%8Dn%C3%AD%20krizi.pdf>
12. Rodrik, D.: *Coming Soon: Capitalism 3.0*. Project Syndicate, 2009, <http://www.project-syndicate.org/commentary/rodrik28>
13. Rodrik, D.: *Who Killed Wall Street?* Project Syndicate, 2008, <http://www.project-syndicate.org/commentary/rodrik24>
14. Sachs, J.: *Boom, Bust and Recovery in the World Economy*. Project Syndicate, 2008, <http://www.project-syndicate.org/commentary/sachs146>
15. Salmon, F.: *Recipe for Disaster: The Formula That Killed Wall Street*. Wired Magazine, 23 February 2009, [http://www.wired.com/print/techbiz/it/magazine/17-03/wp\\_quant](http://www.wired.com/print/techbiz/it/magazine/17-03/wp_quant)
16. Samuelson, P. A., Nordhaus, W. D.: *Ekonomie*. Nakladatelství Svoboda, Praha 1995
17. Schumpeter, J.: *Capitalism, Socialism and Democracy*. Harper, New York 1975
18. Sedláček, T.: *Ekonomie dobra a zla. Po stopách lidského tážení od Gilgameše po finanční krizi*. Nakladatelství 65. pole, Praha 2009
19. Singer, M.: *Finanční krize: příčiny a možné dopady na českou ekonomiku*. Česká národní banka, 29. října 2008, [http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/konference\\_projevy/vystoupeni\\_projevy/download/Singer\\_20081029\\_Appia.pdf](http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/Singer_20081029_Appia.pdf)
20. Soros, G.: *The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means*. PublicAffairs, New York 2008
21. Soros, G.: *The worst market crisis in 60 years*. Financial Times, 22 January 2008, <http://www.ft.com/cms/s/0/24f73610-c91e-11dc-9807-000077b07658.html>
22. Soros, G., Woodruff, J.: *The Financial Crisis: An Interview with George Soros*. The New York Review of Books, Vol. 55, No. 8, 15 May 2008, <http://www.nybooks.com/articles/21352>
23. Stiglitz, J.: *The fruit of hypocrisy*. The Guardian, 16 September 2008, <http://www.guardian.co.uk/commentisfree/2008/sep/16/economics.wallstreet>
24. Tett, G.: *Lost through destructive creation*. Financial Times, 9 March 2009, <http://www.ft.com/cms/s/0/0d55351a-0ce4-11de-a555-0000779fd2ac.html>
25. *The US Current Account Deficit and its Global Ramifications*. In: The Global Competitiveness Report 2006–2007. World Economic Forum, Geneva 2006
26. *When fortune frowned. A special report on the world economy*. The Economist, 11 October 2008
27. *Příčiny současné finanční a ekonomické krize*. Summit G20, Washington, D. C., 14.–15. listopadu 2008
28. *The Global Plan for Recovery and Reform*. 2 April 2009, <http://www.londonsummit.gov.uk/resources/en/PDF/final-communicue>
29. *Declaration on Delivering Resources through the International Financial Institutions*. London Summit, 2 April 2009, <http://www.londonsummit.gov.uk/resources/en/PDF/annex-ifi>
30. *Declaration on Strengthening the Financial System*. London Summit, 2 April 2009, <http://www.londonsummit.gov.uk/resources/en/PDF/annex-strengthening-fin-sysm>
31. *Outcomes of the London Summit*. 2 April 2009, <http://www.londonsummit.gov.uk/en/summit-aims/timeline-events/summit-outcomes>
32. The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Chaired by Jacques de Larosière: *Report*. Brussels, 25 February 2009

## PŘÍČINY, DŮSLEDKY A ŘEŠENÍ SOUČASNÉ KRIZE VE FINANČNÍM SEKTORU

*Ing. Karel Mráček, CSc. – Institut evropské integrace, NEWTON College, a. s.*

Současná finanční a ekonomická krize začala v roce 2007 nejprve jako lokální hypoteční krize na americkém trhu, která se postupně přelila do finanční krize (v létě 2008) a na podzim 2008 se stala i krizí reálné ekonomiky a ve svých důsledcích se projevila v globálním měřítku. Charakteristickým rysem této současné finanční krize se tak stala její dynamika a lokální vznik spojený s jejím rychlým celosvětovým šířením. Velmi rychle byla pak následována hospodářskou recesí. Zatím se ale příliš nehovoří o možných zpětných dopadech krize reálné ekonomiky na bankovní a finanční sektor. Není však vyloučeno, že dopady a důsledky krize reálné ekonomiky budou zpětně ohrožovat stabilitu finančního systému. Dosavadní opatření vlád a centrálních bank na podporu finančního sektoru a na podporu nabídky, resp. poptávky v reálné ekonomice mohou tedy dále akcelarovat.

Za další charakteristický rys současné finanční krize lze považovat celý komplex faktorů, které ji způsobily, a jejich vnitřní propojenost, která ji zesílila a rozšířila. Na vznik a průběh krize měly značný vliv nedostatky regulatorního prostředí, kdy v celosvětovém měřítku celkově slábne podíl finančních produktů a služeb podléhajících regulaci a dohledu v podmínkách prudce narůstajících finančních inovací (především různých finančních derivátů), které jsou často reakcí na zpřísněná regulační pravidla v některých částech finančního sektoru. Institucionální příčiny vzniku finanční krize byly umocněny souběhem řady dalších faktorů a okolností v americké ekonomice a společnosti. K nim zejména patřily:

- snahy o vyšší výnosy spojené s rizikovějšími investicemi v podmínkách nízké inflace a nízkých úrokových sazeb (dlouhodobé přehřívání americké ekonomiky);
- politické zájmy na širší dostupnosti vlastnického bydlení;
- oslabení pozornosti věnované riziku ve finančním sektoru (subprime klienti, sekuritizace, nedostatečný monitoring úvěrového procesu), selhání ratingových agentur, de-intermediation a posilování „stínového“ bankovního sektoru;
- psychologické a sociologické aspekty (rostoucí „chamtivost“ bankéřů, sílící styl žití na dluh často ve spojení se snižující se odpovědností značné části nových generací).

Na komplex faktorů, které vyvolaly současnou finanční krizi, poukazuje také zpráva skupiny vedené Jacquesem de Larosièrem (tzv. Larosièrova zpráva) o dohledu nad finančními trhy v EU (zveřejněná 25. 2. 2009), která má poměrně široký záběr, otevřela řadu otázek a také předložila řadu doporučení k regulaci finančních trhů a dohledu nad nimi. Hlavní faktory selhání na finančních trzích spočívají podle této zprávy v souběhu makroekonomických příčin a nedostatků při

řízení rizika, v činnosti ratingových agentur, v corporate governance, v regulaci a dohledu a také v globální institucionální slabosti /1/. V méně agregované podobě jsou pak jako příčiny současné globální finanční krize uváděny splasknutí nemovitostní cenové bubliny, nadměrná úvěrová expanze, nadměrná spekulace, záchrana akciových trhů na počátku nového tisíciletí, regulatorní arbitráže, rozšíření záporných externalit, neefektivní fungování trhu ratingového hodnocení, nepoctivé praktiky, celosvětová finanční panika a institucionální nedokonalost globálních finančních trhů /2/. Podívejme se nyní blíže na hlavní příčiny a faktory vzniku a průběhu současné finanční krize, které poskytují i četná poučení pro další vývoj na finančních trzích.

### 1. Makroekonomické souvislosti vzniku globální finanční krize

Makroekonomické příčiny lze hledat především v nadbytku likvidity, který se však projevoval spíše v rychle rostoucích cenách aktiv než v cenách zboží a služeb a dále v nízkých úrokových sazbách podporujících rychlou úvěrovou expanzi, přičemž vše bylo doprovázeno iluzemi o permanentním a udržitelném makroekonomickém růstu. V podmínkách rychle rostoucího objemu úvěrů a současně nízké inflace spotřebitelských cen nepociťovala zvláště americká centrální banka (Fed) zjevně potřebu zpřísnit monetární politiku, což se projevilo v rostoucí nerovnováze na finančních a komoditních trzích.

Úvěrová expanze byla provázena některými rizikovými jevy v bankovní a finanční sféře, které stály na počátku krize. Snahy o další rozšíření trhu hypotečních úvěrů v USA v tvrdé konkurenci vedly k poskytování hypoték i takovým klientům, kteří nebyli schopni poskytnout dostatečné záruky, že budou pravidelně splácet hypoteční úvěr. Šlo o tzv. subprime hypotéky poskytované poměrně rizikovému segmentu méně bonitních klientů s předpokládanou horší platební morálkou (např. klientům i s nepříliš dobrou kreditní historií, vyšším rizikem ztráty zaměstnání apod.). Navíc tento segment klientů se projevuje většinou nižší úrovní finanční gramotnosti (např. tato klientela na americkém hypotečním trhu příliš nerespektovala rozdíly mezi pohyblivými a fixními úrokovými sazbami při uzavírání smluv s důsledky pro schopnost splácení). V roce 2006 však inflační tlaky v USA vyvolaly opatření monetární politiky vedoucí ke zvýšení úrokových sazeb a stalo se zřejmým, že bublina subprime bydlení praskne právě v důsledku rostoucích úrokových sazeb.

Celkově poměrně laxní přístup hypotečních institucí k poskytování úvěrů se opíral o očekávání, že ceny na trhu amerických nemovitostí nadále porostou a hodnota záruk (domů, bytů, pozemků) bude vždy dostatečnou pojistkou při případném osobním bankrotu. Na americkém nemovitostním trhu se postupně po roce 2000 vytvářela cenová bublina, která kulminovala v letech 2006–2007. Vzhledem k téměř plně liberalizovaným národním trhům nemovitostí se pak americká nemovitostní cenová bublina přelila bez větších problémů i do řady evropských zemí

(např. Velké Británie, Španělska, ale i České republiky). Svůj vliv v tomto případě přirozeně sehrála i srovnávací metoda, z níž se při tržním oceňování především vychází. Jenomže nemovitostní cenová bublina, která je spekulativní odchylkou ceny těchto aktiv směrem vzhůru od jejich skutečných hodnot, může obdobně jako jiné spekulativní bubliny po určitou dobu pokračovat v dalším růstu a pak obvykle dojde k jejímu splasknutí (viz např. technologická bublina z konce devadesátých let spojená s investicemi do internetových firem na kapitálovém trhu). Existují historické zkušenosti, kdy splasknutí cenové nemovitostní bubliny v dané zemi (např. v Japonsku v roce 1990) vyvolalo bankovní krizi, která svými důsledky znamenala dlouhodobou ekonomickou stagnaci či dokonce pokles. Musíme vzít také na vědomí, že do uvedené situace na americkém hypotečním trhu se promítala i zjevná politická podpora přístupu nižších příjmových skupin obyvatelstva k vlastnímu bydlení.

Rychle rostoucí dostupnost hypotečních a spotřebitelských úvěrů posílila pak u obyvatelstva USA trend žít na dluh. Jestliže ještě v roce 1990 činily osobní úspory v USA celkově 7 % disponibilních příjmů, tento podíl se postupně snižoval a v letech 2005 a 2006 klesly tyto úspory pod nulu (na záporné hodnoty). Naopak roční nominální míra růstu hypotečních úvěrů poskytnutých domácnostem překračovala v letech 2001–2006 stabilně 10 %. Rizikovým segmentem tohoto neúměrného žití na dluh byly subprime hypotéky, které vzrostly ze 180 mld. USD v roce 2001 na 625 mld. USD v roce 2006 /1/. V úvahu je však nutno také vzít rozdílnou legislativu a modely financování bydlení v USA a Evropě. V USA se nepříznivě projevilo neuspokojivě regulované poskytování hypotečních úvěrů, nedostatečný přehled o činnosti hypotečních agentur Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) a Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation) jako entit podporovaných americkou vládou (U. S. government sponsored enterprises – GSEs) a současně na ně vyvíjené již zmíněné silné politické tlaky podporovat vlastnické bydlení i u nízkopříjmových skupin domácností. V zemích EU probíhalo poskytování hypotečních úvěrů celkově odpovědněji a obezřetněji. Nicméně v řadě členských zemí EU jsme byli také svědky neudržitelného růstu cen nemovitostí, v některých těchto zemích rostly však mírnějším tempem.

Úvěrová expanze přinesla s sebou dále nový prvek, kterým byla sekuritizace hypoték. Hypotéky se dokonce začaly považovat za zajímavé aktivum do portfolií investičních bank.

## 2. Problémy spojené se sekuritizací úvěrů

V prostředí hojné likvidity a nízkých výnosů z úvěrů hledali investoři aktivně příležitosti pro vyšší výnosy, přičemž ale bylo stále více podceňováno riziko. Cestou k tomu měly být inovace investičních produktů, které by nabízely vyšší zhodnocení kombinované s rostoucím pákovým efektem (leverage effect). Finanční instituce (banky) proto začaly konvertovat své úvěry a půjčky do tzv. cenných papí-

rů krytých aktivy – asset backed securities (ABS); takovým podkladovým aktivem se zejména stávaly hypoteční úvěry (mortgage backed securities – MBS). Formou jejich sekuritizace jsou např. tzv. zajištěné dluhové obligace (collateralized debt obligations – CDO), které jsou často šířeny prostřednictvím mimobilančních specializovaných investičních společností – special purpose vehicles (SPV) a strukturovaných investičních společností (SIV). Podle údajů uvedených v Larosièrově zprávě se emise amerických ABS v letech 2000–2006 zečtyřnásobila (ze 337 mld. USD na 1250 mld. USD) a konkrétně emise MBS rostla v tomto období ještě rychleji, a to ze zhruba 100 mld. USD na 773 mld. USD. Ve finančním systému jako celku se dramaticky zvyšoval pákový efekt.

Právě rozšíření sekuritizace je jedním z hlavních soudobých trendů na finančních trzích. Banky mohou touto cestou snižovat objem poskytnutých úvěrů a tím eliminovat nutnost zvýšení vlastního kapitálu s ohledem na požadavek kapitálové přiměřenosti. Úvěry podobného charakteru (např. již zmíněné hypoteční úvěry, navíc se stejnou výší úrokových sazeb, splatností apod.) jsou při sekuritizaci bankami shromažďovány do „balíků“, které jsou zpravidla rozděleny na tzv. tranše odlišující se kvalitou podkladových úvěrů (od velmi bezpečných tranš s vysokým ratingem až po tranše rizikové). Tranše se člení podle rizika na senior tranše, mezzanine tranše a junior tranše. Senior tranše (obvykle s ratingem AAA) slibují nejnížší riziko, ale také nižší výnosy. Naopak junior tranše jsou nejrizikovější a za to jsou investorům zase slibovány nejvyšší výnosy. Mezi tím se nacházejí mezzanine tranše, které jsou méně rizikové ve srovnání s junior tranšemi a ke ztrátám u nich dochází až po úplné likvidaci junior tranše. Tranše vymezují práva investorů, zejména postup při tzv. absorbování ztrát. Pokud je úvěr jako podkladové aktivum zahrnut do junior tranše a klient banky přestane úvěr splácet, tak investoru do junior tranše hrozí, že nedostane plánované úroky a ztratí i jistinu.

Jaký je konkrétní postup při této sekuritizaci úvěrů? Banka vytvoří a prodá „balík“ úvěrů jako podkladová aktiva nebankovní instituci (svěřenskému správci – trustee), na kterou se nevztahuje pravidlo o kapitálové přiměřenosti, čili je neregulovaným subjektem. Svěřenský správce vydá na budoucí cash flow plynoucí z balíku úvěrů tzv. postupované cenné papíry, pro něž zabezpečí ohodnocení některou z ratingových agentur, a zvýší jejich bonitu určitým typem záruky (pojištěním apod.). Postupované cenné papíry (např. CDO) pak převezmou investiční zprostředkovatelé, kteří se je snaží prodat investorům s určitým ziskem. Přitom pokud jde o samotné úvěry, banka je nadále v celé sekuritizační operaci odpovědná jako administrátor za obsluhu úvěrů (inkaso úroků, splácení jistiny, použití sankčních úroků apod.) až do jejich splacení. Peněžní toky vycházejí z podkladových aktiv a jsou postupovány investorům prostřednictvím administrátora a svěřenského správce, přičemž v jejich průběhu jsou odečítány příslušné provize.

Jaké byly hlavní motivy bank a investorů, které je v posledních letech vedly k zájmu využívat stále více sekuritizace aktiv (např. v konkrétním případě CDO)?



Pokud jde o banky, můžeme říci, že to byla určitá snaha vymanit se v jisté míře z bankovní regulace, která postupně zpříšňovala pravidla kapitálové přiměřenosti. Přírůstek poskytnutých úvěrů musí být doprovázen zvýšením vlastního kapitálu, který je však obvykle dražší než cizí kapitál. Banky sekuritizací úvěrů přešly vlastně na zprostředkovatelský obchod, který jim umožňuje snižovat náklady na získávání kapitálu, zvyšuje jejich přístup k finančním zdrojům, zvyšuje rentabilitu vlastního kapitálu (leverage effect) a současně redukuje i úvěrová a úroková rizika.

Přibližme si tuto motivaci bank na zjednodušeném schématu. Banka poskytuje hypoteční úvěry, tedy půjčuje obyvatelstvu peníze na stavby domů a jiné bytové účely, za které jí lidé platí úroky a splácejí jistinu. Pokud dlužníci banky dostojí svému slibu, banka do konce splatnosti úvěru shromáždí jistinu plus svůj výnos v podobě úroků a příslušných poplatků. Takto vypadá jednoduchý pohled na úvěrující banku. V současném finančním světě však banka nechce mít poskytnutý úvěr ve své bilanci po celou dobu jeho splatnosti a čekat, až bude úvěr (jako pohledávka) splacen, ale úvěry poskytnuté svým klientům „prodá“ dále prostřednictvím CDO. Pomocí CDO má banka právě možnost regulovat svoji kapitálovou strukturu (například z důvodu řízení kapitálové přiměřenosti).

Proč si CDO kupovali investoři? Nelze přehlédnout, že investor tímto nákupem získává sice výnos navázaný na cash flow z podkladových úvěrů, ale současně sdílí rizika související s úvěrovými obchody. Především šlo však v tomto případě o možnost přímého investování do přesně strukturovaných aktiv, na jejichž bonitu neměla vliv celková úroveň původního věřitele. Zajišťovací portfolia byla členěna do několika kategorií podle kvality a ratingové agentury jim dávaly vysoká hodnocení (AAA, AA, minimálně BBB), neboť vycházely z předpokladu, že podíl skutečně špatných aktiv je nízký a případné ztráty z nich budou investorům kompenzovány výnosy jak z vlastních CDO, tak z dalších transakcí na CDO založených. Pro zvýšení důvěryhodnosti těchto cenných papírů bylo právě důležitou skutečností jejich příznivé ohodnocení renomovanými ratingovými agenturami. Důvěryhodnost cenných papírů krytých aktivy lze pak zvýšit uzavřením pojistné smlouvy, nadměrným zajištěním, kdy hodnota strukturovaných aktiv je vyšší než hodnota emitovaných cenných papírů krytých aktivy, nebo i obstaráním akreditivu. Pokud jde o CDO, byly zajištěny dalším inovativním finančním nástrojem – credit default swap (CDS), tedy smluvním pojištěním rizika třetí strany, které poskytuje pojišťovací instituce investorovi do CDO. CDS nabízely prémii a rychle se tak staly obchodovatelnými. Avšak při poklesu cen amerických nemovitostí, a když mnoho Američanů přestalo hypotéky splácet, CDO měly náhle nižší hodnotu a vznikl tlak na CDS. Zajištění formou CDS se v této situaci ukázalo nedostatečným a slabým, ratingy pak nadsazenými. Bublina vytvořená sekuritizací úvěrů tak splaskla. Z hlediska globálních finančních trhů a globální ekonomiky se navíc ukázalo, že v podstatě lokální událost na americkém hypotečním trhu může přerůst ve vážný celosvětový problém.

Jak tedy pohlížet na sekuritizaci úvěrů? Především ji nelze jednoznačně odmítat jen s ohledem na to, co se v uplynulých letech stalo. Vyžaduje hlubší analýzu předpokladů a dopadů. Sekuritizace je určitý obchodní model, který vznikl na finančním trhu a jehož problémem se stala netransparentnost, za kterou byla skryta nízká kvalita mnohých podkladových aktiv a s tím spojená rizika. S tím, jak úvěrová expanze rostla, tato rizika se rozprostřela. Právě tím, že sekuritizace je v tomto případě metodou transferu kreditního rizika, kdy se ze souboru nelikvidních aktiv vytvoří nový obchodovatelný cenný papír, jehož hotovostní toky jsou závislé na peněžních tocích z těchto podkladových aktiv. A kreditní riziko se tak z původního vlastníka pohledávek přeneslo přes tzv. ABS, resp. MBS na jejich držitele. Především tzv. zajištěná dluhová obligace (CDO) se stala finančním instrumentem umožňujícím přenos kreditního rizika portfolia úvěrových aktiv do jiných finančních nástrojů a na jiné subjekty.

Celkově lze shrnout, že v posledních letech vznikl inovativní přístup k hypotečním úvěrům a vůbec k půjčkám, jehož problémovou stránkou však bylo to, že se důraz nekladl ani tak na samotnou schopnost dlužníka splácet hypotéku, ale na schopnost jejího poskytovatele prodat ji třetí straně, která ji sekuritizovala a prodala dále. Z hlediska zejména bank jako poskytovatelů úvěrů, ale i dalších účastníků sekuritizačního procesu tato finanční inovace představovala určité tržní příležitosti. Nicméně byly podceněny hrozby spojené s řetězcem přenášení rizik na někoho jiného (diverzifikace a široké sdílení rizik), zejména v podmínkách nedostatečné transparentnosti. V tomto kontextu se pak plně ukázal problém hrozeb širšího nakládání s individuálním rizikem obchodu v podmínkách globalizované ekonomiky („šifření náказы“) a tím i vytváření systémového rizika. Tato situace vyvolala tudíž nové nároky i z hlediska řízení rizik a regulačních opatření.

### 3. Podcenění systémového rizika i rizika na mikroekonomické úrovni

Významný vliv v současné finanční krizi sehrála rovněž selhání při hodnocení rizika, a to jak na straně finančních společností, tak na straně regulátorů a dohledu. V této souvislosti je nutno také rozlišovat finanční rizika na mikroekonomické úrovni a systémová rizika. Systémové riziko (systemic risk) ve financích představuje riziko kolapsu či nestability určitého finančního systému nebo určitého trhu. Systémové riziko může být též definováno jako pravděpodobnost či stupeň negativních důsledků aktivit daných finančních institucí pro větší okolí, na větší část ekonomiky, které vyvolají určité intervence státu ke zlepšení situace. Obvykle je systémové riziko identifikováno a hodnoceno ve dvou klíčových situacích. První z nich označovaná jako „too large to fail“ je situace vyjádřená v kontextu velikosti bankovní (finanční) instituce relativně k národnímu nebo mezinárodnímu trhu a s tím související koncentrace trhu (např. s využitím Herfindahl-Hirschmanova indexu) a dále bariérami vstupu na tento trh nebo možností a snadností substituce produktu. Druhá situace označovaná jako „too interconnected to fail“ zachycuje

možnou rozsáhlejší síť negativních dopadů při selhání dané finanční instituce v jejím podnikání na větší část ekonomiky (závislost a propojenost jiných byznysů s touto institucí). Systémové riziko je vlastně rizikem bezpečnosti a nemůže být tedy redukováno cestou diverzifikace. Subjekty na trhu jako např. hedgeové fondy mohou být samy zdrojem růstu systémového rizika a transfer rizik na ně může vést paradoxně ke zvýšení rozsahu systémového rizika. Právě současná finanční krize odhalila rostoucí nebezpečí, která pro finanční systémy představují systémová rizika s jejich propojeností, komplexností a mezisektorovostí působení. Termín systémové riziko se tak začal četně objevovat v diskusích o finanční krizi (včetně pádů velkých finančních společností) a navrhovaných opatřeních.

Systémové riziko nelze směřovat s tržním rizikem, které se může projevat jako úrokové, kreditní, akciové, měnové či komoditní riziko a vztahuje se svými důsledky jednoznačně k prodávanému či kupovanému produktu (položce) a příslušné společnosti (firmě) apod. Tržní riziko je tedy v podstatě riziko na mikroekonomické úrovni spjaté s konkrétní jednotlivou finanční společností, finanční skupinou, příslušným produktem či komponentou systému.

Reakcí na rostoucí nebezpečí systémového rizika je nyní např. opatření v reformě rámce evropského systému dohledu iniciované Evropskou komisí, které se týká zřízení nové instituce, jež by byla evropským orgánem dohledu nad stabilitou finančního systému jako takového (tedy na makroúrovni). Tímto orgánem má být Evropská rada pro systémové riziko (European Systemic Risk Board – ESRB), která by fungovala pod záštitou Evropské centrální banky. ESRB se bude orientovat na otázky související s makroekonomickým přístupem k regulaci a dohledu nad finančními trhy, přičemž jejím hlavním úkolem v tomto kontextu bude včas signalizovat možnost vzniku finančních krizí. V podstatě se tedy zaměří na aktivity v oblasti monitoringu a oceňování rizik ohrožujících stabilitu finančního systému jako celku, které by měly vyúsťovat ve včasné varování před nebezpečím vzniku a dopadů systémových rizik a v případná doporučení na jejich odvrácení.

Značná spleť strukturovaných finančních produktů (často zahrnujících i několik vrstev CDO) vyžadovala pak sofistikovanější podobu hodnocení rizika, ke které se však nedospělo. Závažným problémem, který tuto situaci dále zhoršil, byla nedostatečná transparentnost významných segmentů finančních trhů a dokonce jednotlivých finančních institucí. Malá znalost existovala o velikosti nebo umístění kreditních rizik. Zatímco sekuritizované instrumenty rozšiřovaly rizika napříč finančním systémem, povaha systému neumožňovala verifikovat, zda se riziko skutečně rozprostřelo, nebo se koncentrovalo v méně viditelných částech systému. Důsledkem byla pak nejistota ve vztahu ke kvalitě úvěrového portfolia kontrahentů, pokles důvěry a postupné rozšíření tenzí s jinými částmi finančního sektoru.

Tyto skutečnosti byly navíc umocněny podhodnocením rizika likvidity ze strany finančních institucí i dohledových orgánů. V podstatě šlo o riziko tržní likvidity spočívající v možné nízké likviditě trhu. To, co vyhlíželo jako atraktivní obchodní model v kontextu trhů likvidních peněz a růstového sklonu výnosových

křivek, se měnilo v nebezpečnou past, jakmile likvidita na úvěrových trzích „vysychala“ a výnosová křivka se zplošťovala.

Selhání v hodnocení a řízení rizika bylo také výrazem té skutečnosti, že selhala corporate governance se svými kontrolami a bilancemi. Představenstva a senior manažeři řady finančních firem neporozuměli mnohdy rizikům nových obchodovaných finančních produktů v kontextu velikosti jimi řízených společností a s tím souvisejícím rozsahem rizik. Nelze dále přehlédnout, že systém odměňování v bankách a jiných finančních institucích orientoval často k dosahování diskutabilních zisků a realizaci krátkodobých cílů. Platy a bonusy, zejména pak v případě manažerů, byly nastaveny tak, že vedly při jejich rozhodování k přílišnému podstupování nadměrného rizika. Odměňována byla spíše krátkodobá expanze (rizikových) obchodů než dlouhodobá profitabilita investice. Lze říci, že dlouhodobé plánování bylo zanedbáváno. Kromě toho tlak akcionářů na management, aby dosahoval vyšších cen akcií a rostoucích dividend, znamenal, že se očekávané rostoucí čtvrtletní výnosy staly benchmarkem pro výkonnost mnoha společností. Proto Evropská komise přišla i se záměrem, aby regulatorní a dohledové orgány měly možnost uložit sankce těm finančním institucím, jejichž systém odměňování bude podněcovat k vytváření a podstupování nepřijatelného rizika. Systém odměňování by měl být v první řadě zaměřen na podporu dlouhodobě udržitelných výkonů.

#### 4. Role ratingových agentur v rozpoutání krize

Ratingové hodnocení má v současné době charakter oligopolního odvětví s poměrně vysokými vstupními bariérami a je vlastně typickým příkladem nedokonalé konkurence na finančních trzích. K této situaci vedly i postupné regulatorní zásahy státu. Např. americká Komise pro cenné papíry (U. S. Securities and Exchange Commission – SEC) stanovila v polovině sedmdesátých let minulého století seznam uznatelných ratingových agentur pro hodnocení dluhopisů vydávaných v USA (s požadavkem po emitentech alespoň dvou ratingů), na němž jsou Moody's, Standard & Poor's a Fitch, které nyní v podstatě kontrolují téměř celý americký ratingový trh. Pozici ratingových agentur pak posilovaly požadavky regulátorů na banky k obstarání určitých ratingů jako např. kreditního rizika držení cenných papírů. Lze říci, že účastníci finančních trhů byli stále více nuceni opírat se o hodnocení ratingových agentur. Přitom samotná regulace a zejména efektivní dohled v případě ratingových agentur a jejich činností dosud prakticky neexistuje. Ačkoli se státní regulace ve vyspělých ekonomikách snažila od 90. let minulého století prostřednictvím stanovení informačních povinností a pravidel jednání (např. stanovením informačních povinností emitentů cenných papírů, pravidel jednání s klienty, stanovením způsobů nakládání s neveřejnými informacemi apod.) stále více předcházet některým nepoctivým praktikám (např. zneužívání neveřejných informací, použití nelegálních obchodních metod) a nelegálním transakcím na finančních trzích (nikoli však na off-shore trzích), nebyla z její strany současně

věnována adekvátní pozornost možným nepoctivým praktikám ratingových agentur.

Otázku potřeb a míry regulace ratingových agentur znovu nastolila globální finanční krize, kdy fungování a výsledky činnosti těchto agentur přispěly nezanedbatelnou měrou k jejímu vzniku. Poukazuje se na to, že úvěrové ratingové agentury (Credit Rating Agencies) dramaticky selhaly, když snížily vnímání kreditního rizika použitím AAA (popř. Aaa) investičního stupně („prime grade“, nejvyšší kreditní kvalita) pro senior tranše strukturovaných finančních produktů jako CDO, čili když byl jimi těmto tranším přisouzen stejný rating, který je dáván standardním státním nebo korporátním dluhopisům. Pokud jde o podhodnocení rizik finančních nástrojů zajištěných subprime hypotékami, lze říci, že to vyplynulo i z mezer v ratingových metodologiích. Pro americký subprime trh chyběla dostatečná historická data. Rovněž podcenění nesplacení závazků (tzv. default rizika), které může nastat ve fázi poklesu, a neschopnost vzít v úvahu některé slabiny standardního pojištění záruk u emitentů přispěly k chybným ratingům těchto strukturovaných produktů v letech 2004–2007. Dále musíme vzít v úvahu, že sekuritizované produkty nejsou obvykle obchodovanými finančními instrumenty na sekundárních trzích (burzách), což vytváří silnou závislost rozhodování investorů na hodnocení ratingových agentur. Přitom v zájmu emitentů (konstruujiících strukturované produkty s výhodou nabídky různého rizika pro investory a pro každou tranši požadujících zvláštní rating) jako klientů ratingových agentur bylo získat pro emitovaný cenný papír co nejvíce příznivé hodnocení od renomované ratingové agentury. Tento určitý konflikt zájmů situaci pak jen zhoršoval. Navíc skutečnost, že regulátoři finančního trhu vyžadovali od určitých jimi regulovaných investorů, aby investovali pouze do AAA ohodnocených produktů, vedla k rostoucí poptávce po takových finančních aktivech.

Současné záměry Evropské unie v oblasti fungování a činnosti ratingových agentur, které jsou reakcí na finanční krizi, se soustřeďují na povinnou registraci ratingových agentur, na jejich povinnost zveřejňovat používané metody a modely při hodnocení rizika a propočtu ratingů a také na zavedení speciální ratingové stupnice pro oceňování rizika tzv. strukturovaných produktů typu CDO a dalších finančních derivátů, která by zajistila jejich lepší ohodnocení z hlediska rizika. Pozitivní skutečností těchto záměrů je snaha o transparentnost postupů ratingových agentur. Nicméně v souvislosti s těmito záměry vyvstávají i některé otázky, např. jak bude účinné a pro kvalitu prováděných ratingů přínosné ve svých konečných důsledcích sjednocování ratingových metod a modelů, které lze nejspíše očekávat při jejich povinném zveřejňování. Nebo do jaké míry se s ohledem na efektivitu globálních finančních trhů podaří navrhovanou regulaci ratingových agentur v EU sladit se záměry této regulace v USA. Přitom lze očekávat, že liberální ekonomové budou v oblasti ratingů nadále preferovat a hájit vytváření většího prostoru pro konkurenci než pro regulaci /3/.

## 5. Pozice a činnost regulatorních a dohledových orgánů

### 5.1 Argumenty obhájců a odpůrců regulace a dohledu

V prvé řadě si musíme uvědomit, že bankovníctví patří v tržních ekonomikách již k odvětvím s nejvyšší mírou regulace a dohledu a stále jsou nastolovány otázky dalšího zpřísnění regulatorních pravidel. Ke snahám o posilování regulace a dohledu dochází i v ostatních částech finančního sektoru. Pokud jde o bankovníctví, argumenty pro jeho regulaci a dohled, resp. jejich posílení se zejména zaměřují na tyto skutečnosti /4/:

- specifická role bankovních institucí v ekonomice daná předmětem jejich činnosti (zabezpečení platebního styku, rozhodující podíl ve zdrojích bank mají cizí zdroje v podobě vkladů atd.), kdy úpadky bank mají pro ekonomiku mnohem horší důsledky (zvláště v případě „too large to fail“), než tomu je u úpadků jiných podnikatelských subjektů;
- značná asymetrie informací (právě u bank vzhledem k jejich specifickým může mít škodlivější účinky), vyžadující zejména ochranu spotřebitele;
- potřeby měnové politiky (regulace množství peněz v oběhu).

Požadavky na rozšiřování regulace a dohledu na dalších finančních trzích jsou pak mimo asymetrie informací a s tím související ochrany spotřebitele a investora uváděny v kontextu s pokračujícím procesem poklesu zprostředkování (de-intermediation), který se projevuje snižováním podílu bankovních institucí (bez centrální banky) na zprostředkování finančních transakcí v ekonomice. Naopak v něm roste podíl nebankovních subjektů jako pojišťoven, penzijních fondů, investičních fondů, podílových fondů apod., které přicházejí s finančními inovacemi v ziskově přitažlivém obchodování s penězi. Nebankovní subjekty v podmínkách silnější regulace a dohledu bank získávají tak dokonce určité konkurenční výhody. Proto existují i rostoucí tlaky (a to i ze strany bankovních lobby) na rozšiřování regulace a dohledu na nebankovních finančních trzích. Současně se po institucionální stránce výkon dohledu nad finančními trhy v národních ekonomikách stále více koncentruje do jednoho místa (např. v ČR od roku 2006 má ČNB ze zákona dohled nejen nad bankovním sektorem, ale i kapitálovými trhy, pojišťovnami, penzijními fondy a družstevními záložnami).

Zastánci regulace, resp. jejího posilování ve finančním sektoru zdůrazňují, že regulace jako stanovení pravidel hry není v rozporu s principy tržní ekonomiky, zejména pokud jde o předcházení možných selhání trhu souvisejících se specifickou rolí bank v tržní ekonomice a potřebou ochrany drobných vkladatelů a investorů v podmínkách určité nedokonalosti a tvrdosti finančních trhů. Za pozornost stojí v poslední době právě rostoucí důraz i na právní ochranu spotřebitele na finančních trzích v EU vycházející z principu ochrany slabší strany v tržních transakcích (viz např. nová směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2008/48/ES o smlouvách o spotřebitelském úvěru, která přináší některé změny z hlediska pozice spotřebitele v úvěrových vztazích apod.).

Na druhé straně se setkáváme stále s argumenty vznášenými proti regulaci, zejména pak proti jejímu posilování. Zvláště liberálové jako odpůrci regulace bankovních a finančních trhů poukazují na deformace přirozeného tržního prostředí a chování finančních institucí v něm. Argumenty proti posílení regulace a dohledu jsou spojovány i s jejich vysokými náklady a často nepřilíží velkou efektivitou. Proti rozšiřování regulace na finančních trzích se dosud argumentuje také tím, že přijetí jakéhokoliv regulačního pravidla v podstatě vyvolává stejně snahu příslušných regulovaných subjektů o jeho obcházení. Tato situace se lapidárně označuje jako „cat and mouse game“ („hra kočky s myší“), kdy určitá finanční inovace vyvolá svými důsledky potřebu vzniku a přijetí nového regulačního pravidla, které naopak zase podnítí ze strany regulovaných subjektů hledání jiné pro ně tržně výhodné finanční inovace atd. Takové přístupy se nyní objevují i v kontextu názorů na regulaci produktů souvisejících se sekuritizací úvěrů (např. CDO) – „přijde případně něco jiného“.

Při rozhodování o další budoucnosti problémových bank se přitom problematika regulace často přesouvá z oblasti ekonomické do oblasti politické (viz zestátnování bank v současné globální finanční krizi). Tento postup vede však k posilování morálního hazardu. Morální hazard byl často zejména zdůrazňován jako negativní doprovodný jev povinného pojištění vkladů. Zdaleka však nevzniká jen u vkladatelů, ale v soudobém světě je silně přítomen i u managementu bank a řady dalších finančních institucí. Projevuje se jako snaha o maximalizaci výnosu zvláště v situaci, kdy daný subjekt nenese plnou odpovědnost za své rozhodnutí a úhrada případných ztrát přechází na někoho jiného. Navíc banky jsou obvykle akciové společnosti a akcionáři ručí jen do výše svých prostředků vložených do akcií. V kontextu soudobé globální finanční krize nelze právě přehlédnout ani poměrně silné prvky tohoto morálního hazardu. Proti morálnímu hazardu bankéřů a finančníků může působit zejména ztráta jejich reputace, a to nejen na veřejnosti, ale i na mezibankovním trhu (projevující se uzavřením úvěrových linek od jiných bank s následnými možnými problémy v likviditě a případně i solventnosti), a také posílení trestněprávní odpovědnosti managementu finančních institucí.

V dosavadním vývoji se střetávaly snahy o silnější regulaci finančních trhů (zvláště pak v krizových obdobích) se snahami o její zmírnění, resp. deregulaci těchto trhů, přičemž tyto střety odrážely zájmy bankovních a finančních skupin a dalších stakeholderů. Příkladem střetů o míru regulace je i historie Glass-Steagall Act v USA, jehož zrušení přispělo k vytváření prostředí otevřenějšího k šíření rizik ve finančním sektoru.

Přijetí tohoto zákona americkým Kongresem v roce 1933 bylo reakcí na selhání komerčních bank (v důsledku jejich problematických a rizikových obchodů s cennými papíry z prostředků vkladatelů), které byly dokonce považovány za hlavního viníka krize v letech 1929–1933. (V těchto letech v USA zkrachovalo téměř 40 % bank z celkového počtu bank činných před vypuknutím krize.) Glass-Steagallův zákon (Glass-Steagall Act – GSA) oddělil proto v USA komerční a investiční ban-

kovnictví, vytvořil mezi nimi jakousi zeď s cílem zabránit použití depozit v rizikových obchodech s cennými papíry. V jeho článku 20 bylo komerčním bankám zakázáno provádět svěřenecké obchody s cennými papíry a investičním bankám obchodujícím s cennými papíry získávat depozita. Zákon zavedl též povinné pojištění vkladů u nově zřízené Federální korporace pojištění vkladů (Federal Deposit Insurance Corporation – FDIC) a některá další regulatorní opatření (Regulation Q). Banky měly rok na to, aby se rozhodly, zda se budou specializovat na komerční, nebo investiční bankovníctví. Jen 10 % celkových příjmů komerčních bank mohlo pak pocházet z cenných papírů (s výjimkou státních dluhopisů). K výjimkám ze zákona patřilo, že banky mohly např. nakupovat a držet akcie jiných bank (za stanovených limitů).

GSA byl označován většinou finanční komunity jako „tvrdý“ zákon a rostly snahy směřující k jeho zrušení. Lze poukázat i na jeho nedbalou aplikaci prováděnou Federal Reserve Board (regulátor amerických bank). Avšak v roce 1956 americký Kongres přišel s dalším rozhodnutím o regulaci bankovního sektoru s cílem zabránit hromadění moci finančních konglomerátů a vlastně i obcházení GSA. Založení bankovní holdingové společnosti, jejíž součástí je investiční banka, představovalo určitou možnost pro komerční banky výrazněji se angažovat v oblastech investičního bankovníctví. Nový zákon (Bank Holding Company Act) se kromě nastolení pravidel zakládání a regulace činnosti bankovních holdingových společností zaměřil také na banky zapojené do sektoru pojišťovnictví (bankopojištění a rizika spojená s pojišťovacími produkty) a v duchu GSA vytvořil určitou zeď mezi bankovním a pojišťovním. Banky sice mohly a stále mohou prodávat pojišťovací produkty (v rámci principu cross-selling), ale bylo jim zakázáno přijímat pojistné riziko (underwriting insurance).

Zacílení GSA na bankovní sektor vyvolávalo také diskuse, jak rozsáhlá omezení jsou vůbec zdravá pro toto odvětví, zda se jimi příliš neredukuje podnikatelské riziko a nesnižuje konkurenceschopnost příslušných subjektů. Zejména od druhé poloviny 80. let rostla jeho kritika a opakovaly se iniciativy směřující k jeho zrušení (v 90. letech snahy o zrušení tohoto zákona v americkém Kongresu podporoval i Fed). Kritika ze strany komerčních bank se zaměřovala na jejich konkurenční znevýhodnění v důsledku aplikace GSA, konkrétně na rostoucí přechody movitých klientů k investicím do levných a vysoce výnosných cenných papírů, dále na zákaz investovat do cenných papírů placíci na území USA pouze pro americké obchodní banky a spořitelny (nikoli pro zahraniční banky), na zábrany pro americké banky plně se zapojit do světového obchodu s penězi a na nemožnost amerických bank nabízet komplexní finanční služby jako banky evropské. Později na tzv. post-enronovském trhu se kromě toho začalo poukazovat na to, že velké banky jsou pravděpodobně více transparentní a snižují se u nich možnosti koncentrace příliš velkých rizik nebo „maskovaných“ pochybných investičních rozhodnutí. Právě reputace velkých bank byla v této souvislosti vyzdvihována jako motivující faktor k jejich seberegulaci.



Výsledkem tlaku zájmových bankovních a finančních skupin bylo v listopadu 1999 zrušení GSA (jeho omezení proti sdružování komerčního a investičního bankovníctví) americkým Kongresem, a to přijetím Gramm-Leach-Bliley Act (GLBA), známého také pod názvem Financial Services Modernization Act of 1999. Tento nový zákon, který byl výrazem trendů deregulace, dovoluje bankovním institucím provozovat a poskytovat širší okruh služeb a obchodních aktivit. V podstatě se uznalo, že sice bariéry mezi komerčním a investičním bankovníctvím mohou zabránit možné ztrátě depozit v důsledku investičních chyb, ale důvody pro zrušení GSA a přijetí GLBA byly spatřovány především v tom, že pouhý regulační důraz na bezpečnost může mít i nepříznivé efekty v rozvoji odvětví a růstu konkurenceschopnosti.

V podmínkách soudobé finanční krize se však otázky rizika a bezpečnosti v podnikání bank začaly znovu intenzivně nastolovat a GLBA je často kritizován jako „příspěvek“ ke vzniku finanční krize jak ze strany ekonomů, např. držitelů Nobelovy ceny za ekonomii Paulem Krugmanem a Josephem Stiglitzem, tak i ze strany vysokých politiků, např. Barackem Obamou (15/, 16/, 17/).

### 5.2 Selhání regulace a dohledu před vypuknutím a v průběhu finanční krize

Často je ze strany obhájců i odpůrců regulace zdůrazňováno, že od počátku devadesátých let začala být realizována přísnější regulace finančního sektoru. V tomto období však lze uvést skutečnosti potvrzující i trendy deregulace. Případná přísnější regulační opatření byla pak přijímána především pro komerční bankovníctví a finanční centra. Podstatně mírnější pravidla finanční regulace a dohledu byla realizována ve vztahu k investičním společnostem, pojišťovnám a off-shore finančním centrům. Přirozeně zpřísnění finanční regulace přináší s sebou také již zmíněný nárůst regulačních nákladů. Snaha obcházet plnění regulačních pravidel je pak u finančních institucí tím vyšší, čím vyšší jsou pro ně regulační náklady.

V této situaci hledání vhodného tržního řešení ze strany regulovaných a dohlížených subjektů se současná globální finanční krize stala vlastně i výrazem selhání aktivního přístupu a potřeb v regulaci a dohledu ze strany amerických i evropských regulátorů a supervizorů finančního trhu. Projevy hypoteční krize a následně finanční krize a možné jejich důsledky byly vcelku zřejmě již v roce 2007. Přesto regulátoři finančních trhů nedokázali včas identifikovat a separovat účastníky finančních trhů s tzv. toxickými aktivy. Spíše sledovali nárůst nedůvěry na těchto trzích v roce 2008, který vedl ke globální finanční krizi. Lze tak říci, že finanční regulace nedokázala zabránit rozšíření záporných externalit, které se projevilo šířením „nákazy“ z problémových finančních institucí na ekonomicky zdravé finanční instituce (2/). Až následně byly přijímány záchranné programy (rekapitalizace bank, záruky a další formy podpory). Navíc je zajímavou skutečností, že právě regulované finanční instituce (banky) se staly největším zdrojem problémů. Svůj významný vliv zde mělo jistě to, že v praxi u nich často zcela selhala dohledová politika.

Např. kapitálové požadavky byly zvláště pohledem na majetkové obchodní transakce, ale rizika obsažená v těchto transakcích byla mnohem větší, než se očekávalo. Svou negativní roli sehrálo i dosti tolerované obcházení regulačních pravidel a podcenění některých nepoctivých obchodních praktik.

Jak již bylo výše naznačeno, nedostatečná pozornost byla věnována likviditě trhů a posouzení rizika na makroúrovni. Srovnatelně mnohem více pozornosti bylo věnováno jednotlivým společnostem než dopadům celkového vývoje na odvětví nebo trhy jako celek. Převládalo sledování obezřetnosti na mikroúrovni (tedy jednotlivých finančních institucí) a nebylo dostatečně vyhodnocováno systémové riziko na makroúrovni v podobě šíření nákazy z horizontálně propojených tržních odvětví. Silná mezinárodní konkurence mezi jednotlivými finančními centry přispívala také k tomu, že národní regulace a dohled byly ochotné vykonávat jen jednostranné akce. Přestože byl růst nerovnováh a rizik široce uznáván a diskutován, mezi politiky nebo regulátory na nejvyšší úrovni existovala malá shoda, pokud jde o závažnost problému nebo přijatá opatření. Včasná varování měla malý dopad a většinou byla slabá.

Dohledové problémy se projevíly v národním i přeshraničním kontextu. Orgány finančního dohledu často neměly k dispozici veškeré relevantní informace globálního významu týkající se přemíry pákového efektu nebo v některých případech naléhaly příliš pozdě na jejich obdržení nebo je pozdě přijaly. Tyto orgány si také ne vždy plně uvědomovaly a hodnotily velikost rizika a nesdílely pak tyto potřebné informace náležitě s jinými partnery v členských zemích EU nebo v USA. Nedostatečný dohled a regulace v kombinaci s jistým neadekvátním mixem dovedností a rovněž i různými národními systémy dohledu situaci jen zhoršovaly.

Současná globální finanční krize ukázala také na určité zaostání institucionálního a regulačního rámce globálního finančního trhu a zejména na nedostatky v koordinaci mezi regulátory různých úrovní. Dosud se nepříznivě projevuje roztržštěné institucionální uspořádání v oblasti regulace a dohledu s rozhodující rolí národně orientovaných regulátorů a národního dohledu. V tomto kontextu se začíná proto uvažovat i o globálním regulačním a dohlížecím systému a o existenci celosvětového věřitele poslední instance. Zjednodušeně by bylo možno konstatovat, že globální krize vyžaduje globální obranu.

V kontextu dynamiky současné globální finanční krize jako jejího charakteristického rysu se začíná ze strany politiků i regulátorů často poukazovat také na to, že dosud chyběla adekvátní regulace derivátových trhů, zejména s ohledem na jejich rychlý nárůst, který v posledních letech zaznamenaly (zvláště pak kreditní derivátové trhy), a na významnou úlohu, kterou sehrály při spuštění krize. Od července 2007 hromadící se ztráty z amerických subprime hypoték odstartovaly rychle se šířící rozvrat úvěrových trhů spojený s nejistotou o konečné velikosti a lokaci úvěrových ztrát, což podlamovalo důvěru investorů. Ztráty se rychle šířily mezi finančními institucemi po celém světě včetně Evropy mimo jiné právě prostřednictvím kreditních derivátových trhů. Současná globální finanční krize

pozvedla tak opět diskusi i o přísnější regulaci a dohledu v oblasti derivátových obchodů.

### 5.3 Nové požadavky na regulaci při obchodování s finančními deriváty

Jak již bylo výše řečeno, výjimečně nízké úrokové sazby ve spojení se silící konkurencí tlačily většinu účastníků finančního trhu (banky a investory) hledat možnosti vyšších výnosů zvýšením pákového efektu (na základě využití cizích zdrojů), často pak v kombinaci s investováním do rizikovějších finančních produktů. Tzv. pákový efekt (leverage effect) finančních derivátů spočívá v tom, že s relativně malým kapitálem lze provádět objemově rozsáhlé spekulativní obchody. Právě rozvoj derivátových obchodů měl značný vliv na hospodářské výsledky bank, ale také na míru rizikovosti bank.

Obchodování s finančními deriváty (finančními nástroji, jejichž hodnota je odvozena z hodnoty tzv. podkladového aktiva, proto tzv. odvozené finanční instrumenty), které se rozvíjelo zhruba před třiceti lety jako pozitivní inovace umožňující zajistit se proti zvýšenému riziku investování vyvolanému rostoucí volatilitou kurzů finančních aktiv (měnových kurzů, úrokových sazeb, hodnot cenných papírů), nabylo zejména v tomto desetiletí značného rozmachu. Podle údajů Banky pro mezinárodní platby se sídlem v Basileji (Bank for International Settlements – BIS) se objem OTC (over the counter) derivátových kontraktů zvýšil ze 100 bilionů USD na konci roku 2001 na téměř 600 bilionů USD na konci roku 2008, což představuje několiknásobek světového HDP nebo tržní kapitalizace firem po celém světě /8/. K tomu je nutno poznamenat, že tento údaj zahrnuje veškeré OTC derivátové obchody, přičemž dochází k vzájemnému „vynulování“ některých derivátů a po tomto očištění by tak skutečná hodnota derivátových obchodů klesla až na 34 bilionů USD, což je podstatný řádový rozdíl proti výše uvedenému údaji. Bankéři sice preferují používání očištěného údaje derivátových obchodů jako více vypovídajícího, nicméně nelze opomenout, že banky vybírají obvykle poplatky za každý kontrakt, a tak údaj o veškerých OTC derivátových kontraktech dává lepší signál o skutečných bankovních výnosech z těchto obchodů. Právě OTC derivátové obchody jsou pro banky velkým zdrojem zisku. Zhruba 25 % těchto obchodů probíhá v USA. Přitom je nutno vzít v úvahu, že celý proces obchodování vytváří síť provázaných rizik. OTC derivátové obchody, které jsou vlastně obchodováním s deriváty na volném trhu, tvoří pak zhruba čtvrtinu veškerých derivátových obchodů. Zbylou pětinu představují obchody s deriváty na regulovaných burzách.

Právě proto jednou z reakcí na současnou finanční krizi jsou snahy americké vlády zpřísnit pravidla pro obchodování s finančními deriváty a dostat tyto finanční nástroje více pod kontrolu. V rámci reformy finanční regulace (připravované pod ministrem financí T. Geithnerem) a ze strany představitelů Komise pro cenné papíry USA (SEC) se objevují i takovéto požadavky: pro derivátové obchody by měly být používány jen regulované burzy, každý obchod s deriváty by měl být všemi zúčastněnými institucemi zaznamenán, všechny standardizované deriváty by měly

být centrálně zúčtovány a všichni hráči na trhu s deriváty by měli disponovat určitou zásobou kapitálu pro krytí případných ztrát. Navíc vláda USA by pak chtěla chování obchodníků s deriváty regulovat tak, aby burzovní obchody s deriváty byly levnější ve srovnání s mimoburzovními obchody (obchody na volném trhu). Přirozeně, že za představou této silnější regulace obchodování s finančními deriváty stojí i řada politiků, kteří využívají některé negativní nálady veřejnosti vůči finančnímu sektoru v podmínkách současné finanční a ekonomické krize. Proti těmto trendům regulatorního tlaku stojí ale zájmy bank jako velkých mimoburzovních obchodníků s deriváty (OTC obchody), pro něž jsou právě tyto obchody již výše zmíněným významným zdrojem zisku. Banky jsou sice ochotny přesunout některé aktivity na zúčtovací platformy, ale celkově považují vládní záměry za narušení soutěže na volném trhu a za jistá omezení z hlediska rozmanitosti nabízených produktů, rozvoje i likvidity, a lze tedy očekávat, že v blízkém období zřejmě zesílí aktivity finanční lobby. Výsledkem těchto zájmových konfrontací, jak je většinou obvyklé, bude tak spíše určitý kompromis. S největší pravděpodobností je ho možno očekávat již proto, že zatím neexistuje globální podpora záměrů v regulaci derivátových trhů, a pokud by zesílila regulace při obchodování s finančními deriváty na americkém trhu, popř. na evropském trhu, tak lze nyní bez problémů přesunout tyto obchody ještě do jiných teritorií či států, což je ostatně jedním z faktorů neoblíbenosti těchto nástrojů u řady politiků.

## 6. Závěr

Současná globální finanční krize přinesla řadu poznatků a poučení v oblasti regulace finančních trhů a dohledu nad nimi a také nastolila řadu otázek pro diskusi a hlubší poznání, které se týkají zejména možných cest k předcházení finančním krizím tohoto globálního typu, s tím souvisejících směrů a efektivity posílení regulace a dohledu, vytváření nových orgánů dohledu a vůbec účinné míry regulace (se zřetelem k zachování adekvátního konkurenčního prostředí a možnému stupňování regulatorních nákladů).

V praktické rovině se již rozběhla řada iniciativ (summity skupiny G20 v letech 2008 a 2009, návrhy na regulaci finančních trhů ze strany OECD, summitu a aktivity na úrovni EU). V návaznosti na výše zmíněnou zprávu skupiny vedené Jacquesem de Larosièrem o dohledu nad finančními trhy v EU (tzv. Larosièrovu zprávu), která obsahuje mimo jiné řadu námětů a návrhů, týkajících se politických a regulačních opatření, zlepšení stavu v EU v oblasti dohledu nad finančními trhy i náprav globální povahy, přišla Evropská komise s ambiciózním programem, jehož realizace má posílit dohled nad finančními trhy (9/, 10/). Kromě Larosièrovy zprávy navazuje EK v tomto programu reformem i na dlouhodobější záměry a cíle stanovené na léta 2005–2010 v Bílé knize o finančních službách. Na podzim 2009 by pak měly být záměry nové architektury v oblasti dohledu nad finančními trhy promítnuty do legislativy EU.

Evropská komise v programu reformy finančních trhů vytyčuje zejména tyto cíle:

- Vytvořit takový evropský systém dohledu, který bude schopen zjistit a odkrýt možná rizika již na samém počátku jejich vzniku, dříve než dojde k jejich dopadu do ekonomiky. Tento požadavek vychází z významného krizového poučení zdůrazněného v Larosièrově zprávě, jímž je selhání přeshraniční spolupráce dohledu. Nový evropský systém dohledu má přispět k vytvoření komplexního a integrovaného mezinárodního finančního trhu. Má také vést k posílení unijního systému krizového řízení a intervenčních mechanismů.

- Zaplnit v souladu s regulačním přístupem typu „bezpečnost především“ takové mezery, v nichž je evropská nebo národní regulace nedostatečná a neúplná. Půjde např. o posílení kapitálových požadavků z hlediska tržního rizika, zmírnění procyklického vlivu kapitálových požadavků (možné přizpůsobení míry kapitálových požadavků cyklickému vývoji), větší pozornost věnovanou vysoce sofistikovaným finančním produktům s potenciálem nebezpečí vzniku systémového rizika, snahu o odstranění různých národních výjimek a odchylek v regulačních pravidlech apod.

- Zvýšit ochranu spotřebitelů, malých a středních podniků a investorů se záměrem růstu důvěry v uložené vklady, v přístup k úvěrům a ve svá práva při investicích do finančních produktů. K realizaci tohoto cíle by vedle řady legislativních opatření měla přispět i opatření směřující ke zkvalitnění finanční gramotnosti v celoevropském rámci.

- Zkvalitnit řízení rizika ve finančních společnostech. Součástí tohoto úsilí by měl být tlak na orientaci systému odměňování na podporu dlouhodobě udržitelných výkonů a výsledků.

- Vytvořit systém účinných sankcí proti zneužití trhu.

Největší pozornost poutá připravovaný balík opatření k realizaci nové architektury evropského systému dohledu nad finančními trhy, který zahrnuje tyto institucionální změny:

- Vytvoření evropského orgánu dohledu nad stabilitou finančního systému jako celku, kterým bude Evropská rada pro systémové riziko (European Systemic Risk Board – ESRB) fungující pod záštitou ECB a jejímiž členy by byli také guverněři centrálních bank všech členských zemí EU. Její předpokládaná činnost již byla popsána v předcházejícím textu.

- Svěření dohledových kompetencí na mikroekonomické úrovni, tedy dohledu nad jednotlivými finančními institucemi Evropskému systému finančního dohledu (European System of Financial Supervisors – ESFS), který bude tvořen sítí národních orgánů finančního dohledu spolu s novými orgány evropského dohledu (European Supervisory Authorities). Tyto nové orgány (European Banking Authority, European Insurance and Occupational Pensions Authority, European Securities Authority) budou vytvořeny transformací z existujících dohledových výborů finančních služeb ve třetí úrovni tzv. Lamfalussyho struktury, jimiž jsou Výbor

evropských bankovních dohledů (CEBS), Výbor evropských dohledových orgánů v pojišťovnictví a zaměstnaneckém penzijním připojištění (CEIOPS), Výbor evropských regulátorů cenných papírů (CESR) a Společný výbor pro finanční konglomeráty (JCFC). Má jít o nezávislé orgány Společenství, ale neměly by to být instituce EU (vznik nových evropských institucí by si totiž vyžádal změnu Smlouvy o fungování Evropské unie). Činnost tří nových orgánů bude koordinovat řídicí komise, která nahradí Společný výbor pro finanční konglomeráty. ESFS by měl být založen na sdílených a vzájemně zesílených odpovědnostech, kombinujících národní dohled nad finančními společnostmi se specifickými úkoly na evropské úrovni. Celá síť by měla fungovat na principech partnerství, flexibility a subsidiarity.

Z hlediska budoucího vývoje, pokud jde o architekturu nového systému regulace a dohledu nad finančním trhem v rámci EU, si zaslouží pozornost zejména zvýšený důraz na makroekonomický obezřetnostní přístup, který nemá být omezen jen na banky, ale má zahrnout celý finanční sektor včetně širšího makroekonomického kontextu a globálních problémů. Vychází se z toho, že při současném stupni globalizace a internacionalizace trhů mohou problémy jedné dostatečně velké a s jinými zahraničními institucemi propojené finanční společnosti či vystavení řady finančních institucí jednomu společnému riziku vyvolat značná rizika ve fungování celého finančního systému. Makroekonomický dohled nad obezřetným chováním finančních institucí (opírající se o makroekonomickou obezřetnostní analýzu) se má soustředit na dva okruhy aktivit. Za prvé, je to identifikace systémově významných prvků finančního trhu (zprostředkovatelé, cenné papíry, deriváty apod.) a zdrojů systémového rizika v jejich chování. Zvláště půjde o společná nebo navzájem propojená rizika a šoky z těchto rizik v určitých částech finančních trhů, které mohou spustit finanční nárazu pronikající i do jiných částí těchto trhů. Za druhé, makroekonomický obezřetnostní přístup by měl přinášet určitá doporučení, resp. rozhodnutí o vhodných formách regulace a dohledu pro výše zmíněné prvky finančního systému. Zvýšený důraz na makroekonomický obezřetnostní přístup neznámá však – jak vyplývá i z dalších uvedených záměrů EK – opomíjení důležitosti mikroekonomického přístupu k uskutečňování dohledu.

Nicméně v kontextu vytváření nové architektury evropského systému dohledu nad finančními trhy by bylo vhodné znovu nastolit také otázky, které se týkají přetrvávající fragmentace dohledových orgánů (v Evropě v současné době je jich asi osmdesát) a poměrně složité Lamfalussyho struktury (čtyři úrovně) z hlediska spolupráce a koordinace činností v jejím rámci. Fragmentace orgánů dohledu (nadměrný počet národních orgánů dohledu) bude v podmínkách rostoucího objemu přeshraničních finančních transakcí a operací a provázanosti finančních systémů členských států EU ztěžovat spolupráci v oblasti dohledu nad evropskými finančními společnostmi s mezinárodní aktivitou a činit ji málo pružnou a účinnou. Při přetrvávající fragmentaci orgánů dohledu bude také obtížněji probíhat harmonizace regulačních pravidel, postupů krizového řízení, výkaznictví apod. Vytvá-

ření nové architektury evropského systému dohledu nad finančními trhy by mohlo být tedy i příležitostí pro určité zjednodušení a zefektivnění sítě různých orgánů, výborů a dalších institucí s působností v této oblasti a rovněž pravidel a dohod o jejich fungování.

#### Literatura a prameny

- /1/ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Chaired by Jacques de Larosière: *Report*. Brussels, 25 February 2009, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf)
- /2/ Musílek, P.: *Příčiny globální finanční krize a selhání regulace*. Český finanční a účetní časopis, 2008, roč. 3, č. 4, s. 6–20
- /3/ Holman, R.: *Jak (ne)regulovat ratingové agentury*. Hospodářské noviny, 18. 8. 2009
- /4/ Revenda, Z.: *Centrální bankovníctví*. Management Press, Praha 1999
- /5/ Krugman, P.: *The Gramm connection*. <http://krugman.blogs.nytimes.com>, March 29, 2008
- /6/ McCain, J.: *Crisis Enabler*. The Nation, September 21, 2008
- /7/ *Ten Questions for Those Fixing the Financial Mess*. The Wall Street Journal, March 10, 2009
- /8/ <http://www.bis.org>
- /9/ EC: *Communication for the Spring European Council*. Brussels, 4 March 2009, COM (2009) 114 final
- /10/ *Financial services: Commission proposes stronger financial supervision in Europe*. Brussels, 27 May 2009, IP/09/836

## EURO: KATALYZÁTOR, NEBO INHIBITOR PROJEVŮ FINANČNÍ A EKONOMICKÉ KRIZE?

PhDr. Jiří Malý, Ph.D. – Institut evropské integrace, NEWTON College, a. s.

### 1. Euro v době krize: názory v České republice

Světová ekonomika se od roku 2008, kdy naplno propukla globální finanční a ekonomická krize, nachází ve výrazné sestupné fázi hospodářského cyklu. Míra zpomalení tempa ekonomického růstu, respektive míra poklesu reálného HDP je odlišná v různých zemích. Rozdíly v intenzitě projevů globální finanční a ekonomické krize v různých ekonomikách a s tím související odlišnosti v míře zpomalení růstu, respektive v míře poklesu reálného HDP v těchto zemích jsou způsobeny celou řadou faktorů. V evropském kontextu je jako jeden z významných faktorů diskutováno a analyzováno členství daných zemí v eurozóně, zavedení jednotné evropské měny euro a uplatňování jednotné monetární politiky, nebo naopak setrvávání ekonomik mimo eurozónu, zachování jejich národních měn a realizace autonomních monetárních politik.

Diskuse a analýzy na toto téma se týkají rovněž České republiky, protože i v české ekonomice se projevuje globální finanční a ekonomická krize, protože i česká ekonomika se v důsledku globální krize nachází ve výrazné sestupné fázi hospodářského cyklu a protože i Česká republika se bude muset jakožto členský stát EU nakonec rozhodnout, v jakém termínu přijme jako svou měnu euro. Podle smlouvy o přistoupení k EU pro Českou republiku není zavedení eura možností, ale povinností, jakmile splní všechna konvergenční kritéria daná zakládajícími smlouvami EU. Ze zavedení eura má totiž Česká republika pouze dočasnou výjimku (derogaci), dokud všechna konvergenční kritéria nesplní, nikoli výjimku trvalou (opt-out) jako Dánsko a Velká Británie.

Česká vláda schválila Národní plán zavedení eura v České republice, každoročně je vyhodnocováno plnění konvergenčních kritérií, jejichž splnění je nutnou podmínkou pro vstup ČR do eurozóny, a také je sledován vývoj dalších doplňkových ukazatelů, jejichž plnění sice nevyžadují zakládající smlouvy EU a které tedy nemohou být formální překážkou zavedení eura v ČR, avšak mohou napovědět mnohé o reálné připravenosti české ekonomiky na vstup do eurozóny. Přesto prozatím nebyl stanoven závazný termín, v němž by Česká republika o zavedení eura usilovala.

V minulosti – při vstupu ČR do EU – bylo sice vyhlášeno cílové období zavedení eura v ČR na léta 2009–2010, avšak v roce 2006 byl tento termín vzhledem k obavám vlády z nesplnění některých konvergenčních kritérií, zejména kritéria deficitu veřejných financí, opuštěn. Následně bylo rozhodování vlády o termínu zavedení eura v ČR několikrát odloženo s tím, že podle názoru tehdejší vládní koa-



lice ODS, KDU-ČSL a Strany zelených je nejprve nutné provést potřebné reformy, které zajistí dlouhodobou stabilitu a udržitelnost českých veřejných financí a flexibilitu české ekonomiky, zejména trhu práce, a teprve poté je možné zavést euro v ČR. Bez těchto reforem by podle názoru tehdejší vládní koalice nevýhody vstupu ČR do eurozóny převážily nad výhodami. Podobný názor zastávala a zastává i část ekonomů a řada představitelů České národní banky, kteří tyto argumenty doplňují tvrzením, že oddalování zavedení eura může být pro Českou republiku výhodné, protože kurz české koruny má tendenci dlouhodobě posilovat (nebo alespoň tuto tendenci měl do propuknutí globální finanční a ekonomické krize) a samostatná měna prostřednictvím apreciacie svého kurzu k euru umožňuje České republice dohánět cenovou hladinu eurozóny bez zvyšování inflace. Zastánci vzdálenější perspektivy zavedení eura rovněž varují před ztrátou samostatné monetární politiky České národní banky a neblahými důsledky, které by to mohlo mít pro českou ekonomiku při eventuálním krizovém vývoji (jako je například současná globální krize).

Naopak jiná část ekonomů a řada představitelů reálné ekonomiky, kteří jsou zastánci rychlejšího zavedení eura v ČR, argumentuje, že česká ekonomika je již na přijetí jednotné evropské měny dostatečně připravena a i bližší perspektiva zavedení eura umožní České republice realizovat z tohoto kroku více přínosů než nákladů. Podle jejich názoru na zahraniční obchod silně orientovaná česká ekonomika nutně potřebuje eliminovat kurzové riziko a chránit se tak před turbulencemi na nestabilních globálních měnových a finančních trzích, které vytvářejí hůře předvídatelné prostředí pro fungování firem, jejich obchodní vztahy a investice. Mezi zastánci vstupu České republiky do eurozóny bez zbytečných odkladů patří například Svaz průmyslu a dopravy ČR.

Globální finanční a ekonomická krize, která naplno propukla v roce 2008, situaci se zaváděním eura v ČR výrazně zkomplikovala. Česká republika sice nepatří mezi krizí nejvíce zasažené země, přesto v 1. a 2. čtvrtletí 2009 čelila výraznému meziročnímu poklesu reálného HDP v rozsahu 4,5 % a 5,5 %. Podle makroekonomické predikce Ministerstva financí ČR z července 2009 by pak za celý rok 2009 měl pokles reálného HDP České republiky dosáhnout 4,3 %. V důsledku toho se v roce 2009 prudce zhoršuje vývoj salda veřejných rozpočtů ČR. Úroveň deficitu veřejných financí České republiky je tak v současné době největší překážkou zavedení eura v ČR. Schodek by se měl totiž v roce 2009 podle makroekonomické predikce Ministerstva financí ČR z července 2009 vyšplhat až na 5,5 % HDP. To je hodnota téměř dvojnásobně vyšší než maximální povolená hranice deficitu veřejných rozpočtů ve výši 3 % HDP, kterou jako jednu z podmínek vstupu do eurozóny stanovují konvergenční kritéria. I v dalších třech letech by měl schodek veřejných financí ČR zůstat nad úrovní 3 % HDP. Podle fiskálního výhledu Ministerstva financí ČR z května 2009 by měl deficit veřejných rozpočtů České republiky v roce 2010 dosáhnout 5,1 % HDP, v roce 2011 by se měl mírně snížit na 4,8 % HDP a v roce 2012 dále poklesnout na 4,2 % HDP.

Až do vypuknutí světové finanční a ekonomické krize přitom tehdejší česká vládní koalice určení termínu zavedení eura v ČR oddalovala a tendence k oddalování tohoto rozhodnutí je ze strany některých politických představitelů a členů bankovní rady České národní banky patrná i v současnosti, kdy finanční a ekonomické krize probíhá a dotýká se ČR. Na druhé straně globální krize zdynamizovala i úsilí zastánců rychlejšího vstupu České republiky do eurozóny.

Například prezident České republiky Václav Klaus ve svém rozhovoru pro server Aktuálně.cz (*Klaus exkluzivně: Reakce na krizi byla populistická*, 25. 10. 2008) prohlásil, že hlavní příčinou toho, že finanční krize se českým bankám vyhnula, „je existence české koruny, která do jisté míry imunizuje náš bankovní a finanční systém od zbytku světa“. Podobně viceguvernér České národní banky Mojmir Hampl ve svém článku *Vzkaz euromilcům: Probudte se!*, uveřejněném v Lidových novinách 29. 10. 2008, uvedl, že „samostatná domácí měna se v čase krize ukázala jako dodatečný „airbag“ bránící okamžitému přelévání finančních potíží k nám“.

O tři čtvrtě roku později, 28. 7. 2009 se viceguvernér České národní banky Mojmir Hampl v rozhovoru pro agenturu Bloomberg ke vstupu České republiky do eurozóny vyjádřil opět odmítavě:<sup>1</sup> „S přijetím eura bychom neměli spěchat. Načasování vstupu nyní není otázkou života a smrti.“ V témže rozhovoru však v obecnější rovině k zavedení eura v nových členských zemích EU zaujal diferencovanější, méně odmítavý postoj: „Jsem přesvědčen, že rozvíjející se ekonomika by měla přijmout společnou měnu poté, co má za sebou naprostou většinu konvergenčního procesu. To je můj dlouhodobý pohled... Na druhou stranu, když je země v pozici ztráty autonomní domácí měnové politiky, například z důvodu vysokého objemu úvěrů a obecně zadlužení v cizích měnách, pak rozumím snaze vstoupit do měnové unie co nejdříve.“

Proti rychlému zavedení eura v ČR se postavil rovněž viceguvernér ČNB Miroslav Singer ve svém komentáři *Blahodárné euro? Sledujme Slovensko*, napsaném pro Hospodářské noviny z 15. 4. 2009: „Mnozí představitelé průmyslu, vývozců a výrobců aut v poslední době velmi hlasitě přesvědčují českou veřejnost, že by jim s eurem bylo lépe... Příliš silný kurz, se kterým slovenská ekonomika do eurozóny vstoupila, začíná tuto ekonomiku stále viditelněji zatěžovat. Považoval bych za přínosné, kdyby si představitelé exportérů a průmyslu začali ve svých doporučeních ohledně eura tuto skutečnost uvědomovat.“ Možný scénář výrazného oddálení zavedení eura v ČR nastínil také premiér Mirek Topolánek svým prohlášením z 29. 3. 2009:<sup>2</sup> „Hrozbou pro vstup do eurozóny by mohlo být další zadlužování státu a pád do takzvané dluhové pasti, kvůli které by Česko nemuselo splňovat podmínky pro přijetí eura stanovené Evropskou unií. Vysněné euro by tak nebylo ani za 15 let.“

K přijetí eura se smířlivěji vyjádřil guvernér České národní banky Zdeněk Tůma na mezinárodním kulatém stole k finanční a ekonomické krizi, který se konal 1. 4. 2009.<sup>3</sup> Podle jeho názoru jsou nejpravděpodobnějším termínem přijetí jednotné evropské

měny v Česku roky 2013 až 2015. Na konferenci Hospodářská recese v Česku, která proběhla 2. 4. 2009, však dodal, že nezávislá měna a politika se v době krize osvědčují více než jindy a že nyní je pro Česko lepší nezávislá měnová politika a koruna, než kdyby země vstoupila od roku 2009 do eurozóny.<sup>4</sup>

Zájem o urychlené přijetí eura ochladl i u představitelů ČSSD, kteří přitom až do roku 2008 byli zastánci brzkého vstupu ČR do eurozóny. Na fóru Hospodářských novin v dubnu 2009 předseda ČSSD Jiří Paroubek uvedl:<sup>5</sup> „*Před tři čtvrtě rokem byla pro nás ta věc jasná. Přijmout euro co nejdříve, jak to bude možné... Nyní to není prioritou všech priorit, jako to bylo před rokem, prostě to není realistické v tuto chvíli.*“

Proti zbytečným odkladům zavedení eura se naopak postavil ministr financí Miroslav Kalousek, když 15. 4. 2009 prohlásil:<sup>6</sup> „*Hovoříme-li o letech 2013 a 2014, což jsou podle mého názoru reálné termíny přijetí eura, pak je to věcí politických rozhodnutí, a padne-li takové rozhodnutí, je v silách ČR ta kritéria dodržet.*“

K zavedení eura v ČR bez zbytečného oddalování už delší dobu vyzývá také řada představitelů reálné ekonomiky, například Svaz průmyslu a dopravy ČR, a to zejména ústy svého viceprezidenta Martina Jahna. Ten ve svém článku *Finanční krize, Česko a euro*, uveřejněném v Hospodářských novinách 29. 10. 2008, uvedl následující: „*Bylo by mylné se domnívat, že dopady krize budou mírnější pouze proto, že naše země nezavedla euro. Najdeme řadu zemí, které si rovněž uchovávají národní měnu, ale přesto problémy pociťují výrazně. Příkladem může být Maďarsko, Ukrajina nebo Island... Aktuálně nevidím žádnou konkrétní úlevu, kterou by koruna proti krizi přinášela. Zůstáváme malou otevřenou ekonomikou s exportem především do zemí EU. I nadále se dá očekávat rozkolísaný kurz s tendencí k nepřiměřenému posilování, útoky finančních spekulantů a nejistota pro přímé zahraniční investory. To vše přinese další problémy českému průmyslu, který by proto výrazně přivítal termín brzkého zavedení eura.*“ Svůj příznivý postoj k zavedení eura v ČR vyjádřil Martin Jahn i o půl roku později, 2. 4. 2009 na konferenci Hospodářská recese v Česku.<sup>7</sup> Podle jeho názoru je přijetí eura pro český průmysl nezbytné, protože tuzemská ekonomika je závislá na exportu, kterému v cestě stojí nestabilní koruna. Martin Jahn uvedl, že koruna je výhodná pro vývozce jen tehdy, když je stabilní a vůči euru oslabená, a že minimálně první podmínka splněna není. Dalším důvodem pro zavedení eura podle něj je, že v tuzemsku působí velké množství zahraničních společností, které již v euru účtují.

Stále však musíme mít na zřeteli, že zavedení eura v České republice je i bez záměrných či zbytečných odkladů otázkou několikaleté perspektivy, zejména s ohledem na již výše zmiňované problémy s plněním kritéria deficitu veřejných financí v letech 2009–2012, jak ho indikují makroekonomická predikce a fiskální výhled Ministerstva financí ČR.

## 2. Euro v době krize: názory v dalších zemích mimo eurozónu

Po propuknutí finanční a ekonomické krize se debata na téma rychlosti přijetí eura nezdynamizovala pouze v České republice, ale i v dalších zemích EU, které dosud nejsou členy eurozóny. Z těchto diskusí je přitom patrný určitý rozdíl mezi přístupem ke vstupu do eurozóny, který převažuje u politických představitelů v ČR a v zahraničí. Zatímco v České republice se v souvislosti se světovou finanční a ekonomickou krizí silněji prezentuje pozice vyčkávat s přijetím eura, v zahraničí jsou většinou silnější hlasy volající po zavedení eura bez zbytečných odkladů, tj. ihned po splnění předepsaných konvergenčních kritérií, pokud se to podaří i v podmínkách současné finanční a ekonomické krize.

Dánský premiér Anders Fogh Rasmussen 15. 10. 2008 před summitem Evropské unie prohlásil, že Dánsko musí zaplatit politickou a ekonomickou daň za to, že není v době globální finanční a ekonomické krize členem eurozóny:<sup>8</sup> „*V období turbulencí se stává viditelnou cena za to, že jsme nepřijali euro. Už jsem mluvil o politické dani, kterou je nedostatek vlivu... Navíc můžeme hovořit i o ekonomické dani – dnes jsou úrokové sazby v Dánsku asi o 1 % vyšší než v eurozóně v důsledku turbulencí na finančních trzích.*“

Silný zájem na přijetí eura má současná polská vláda. Bez ohledu na probíhající finanční a ekonomickou krizi vyhlásila na podzim 2008 termín vstupu Polska do eurozóny v roce 2012. Nakonec však tento termín musela na konci července 2009 odvolat<sup>9</sup> kvůli zvyšování schodku polských veřejných financí, jehož úroveň přesáhla maximální povolenou hranici danou konvergenčními kritérii, a dále kvůli přetrvávajícím výkyvům kurzu polské měny, které znesnadňují vstup Polska do mechanismu směnných kurzů ERM II, což je také jedna z podmínek zavedení eura. Přesto má současná polská vláda snahu vstup do eurozóny zbytečně neoddalovat a uskutečnit ho, jakmile Polsko splní všechna konvergenční kritéria. Proto také oznámila, že v průběhu třetího čtvrtletí 2009 zveřejní nový harmonogram cesty Polska do eurozóny. Nejčastěji se v této souvislosti hovoří o možném zavedení eura v Polsku v letech 2014 nebo 2015.<sup>10</sup>

Přijetí eura jsou rovněž příznivě nakloněny vlády Litvy, Lotyšska a Estonska. Tyto země v současné době kvůli silným dopadům finanční a ekonomické krize neplní některá konvergenční kritéria, především kritérium deficitu veřejných financí, avšak všechny tři země mají zpracovány detailní plány přechodu na euro a jejich vlády jsou odhodlány přijmout jednotnou měnu, jakmile všem konvergenčním kritériím vyhoví. Zavedení eura není blokováno či oddalováno domácím politickým rozhodnutím, ale pouze aktuální nepříznivou ekonomickou situací těchto zemí.

Přes značné ekonomické problémy v důsledku globální krize zůstává cílem zavedení eura po splnění všech konvergenčních kritérií rovněž v Maďarsku, Rumunsku a Bulharsku, i když vzhledem k nepříznivému vývoji těchto ekonomik to bude i bez zbytečných odkladů zřejmě otázkou vzdálenější perspektivy.

Příznivější pohled na zavedení eura se začal prosazovat i v zemi, která dosud stojí mimo EU – na Islandu. Island byl první zemí, která se kvůli globální finanční a ekonomické krizi ocitla na prahu státního bankrotu. V důsledku toho začali jeho představitelé v říjnu 2008 uvažovat o změně svého dosavadního odmítavého postoje ke vstupu do EU, respektive eurozóny. To na podzim 2008 opakovaně potvrdil i eurokomisař pro rozšíření Olli Rehn.<sup>11</sup> V červenci 2009 pak Island přihlášku do EU skutečně podal. Důvodem je zejména snaha islandské vlády podpořit zapojením do EU obnovu islandské ekonomiky, která byla výrazně zasažena krizí, a získat silnou měnu – euro.<sup>12</sup>

### 3. Euro v době krize: názory vlivných ekonomických subjektů a institucí

Jak je z výše uvedených skutečností patrné, otázka přijetí eura, respektive jeho načasování je v ekonomikách, jichž se tento problém týká, předmětem rozsáhlých odborných i politických diskusí. Tyto diskuse se ještě zvýraznily v období současné finanční a ekonomické krize. Různé názorové proudy předkládají rozličné typy argumentací, analýz a vývojových scénářů. Na jedné straně je jednotná měna euro zobrazována jako stabilizační prvek, jako faktor, který může pomoci snáze překonat sestupnou fázi hospodářského cyklu, jako pojistka či ochrana proti turbulencím na měnových, finančních a kapitálových trzích, k nimž dochází v globalizované ekonomice a které se výrazně projevují v současné světové finanční a ekonomické krizi. Národní měny jsou pak charakterizovány jako snadné cíle útoků spekulantů na měnových a finančních trzích, kteří mohou velmi snadno a ve velkém rozsahu ovlivňovat jejich kurzy, a tak jejich prostřednictvím vnášet další nestabilitu do národních ekonomik, umocňovat dopady finanční a ekonomické krize v těchto zemích a prohlubovat či prodlužovat sestupnou fázi hospodářského cyklu.

Na druhé straně je jednotná měna euro vyobrazována jako destabilizační prvek, který zpomaluje či znemožňuje návrat národních ekonomik do rovnováhy v případě nepříznivého ekonomického vývoje, jako faktor, který může prohlubovat či prodlužovat sestupnou fázi hospodářského cyklu, zvláště pak za současné světové finanční a ekonomické krize. Národní měny a autonomní měnové politiky jednotlivých zemí jsou pak charakterizovány jako vhodné a účinné nástroje k překonání důsledků finanční a ekonomické krize v národních ekonomikách, jako nástroje umožňující a usnadňující návrat národních ekonomik do rovnováhy a na dráhu ekonomického růstu.

Silnou podporu zavedení eura v zemích EU ze střední a východní Evropy vyslovil Mezinárodní měnový fond. Učinil tak ve své zprávě, o níž 6. 4. 2009 informoval list Financial Times v článku *IMF says EU states in eastern Europe should adopt euro now*. Podle MMF by eurozóna měla umožnit rychlý přechod na euro i těm členům EU ze střední a východní Evropy, kteří nesplňují konvergenční kritéria. Tyto země by pak nebyly plnohodnotnými členy eurozóny, například by do doby splnění všech konvergenčních kritérií nedisponovaly křeslem v Evropské

centrální bance. Přijetí eura by podle názoru MMF pomohlo problémovým zemím EU ze střední a východní Evropy vyřešit potíže s vysokou zadlužeností v zahraničních měnách, zmírnit nejistoty a obnovit důvěru v ekonomiku.

K ilustraci problému účinnosti národních měn a autonomních měnových politik jako nástrojů ke stabilizaci národních ekonomik můžeme uvést ještě několik spolu souvisejících výroků. Viceguvernér České národní banky Mojmír Hampl napsal 26. 2. 2009 deníku Financial Times dopis, v němž kritizoval postup některých komentátorů západních médií, kteří nerozlišují státy ve střední a východní Evropě při hodnocení jejich ekonomické situace v současné globální finanční a ekonomické krizi:<sup>13</sup> „*Ano, současná krize má a bude mít viditelný dopad na český domácí produkt a zaměstnanost. Ano, deficit veřejných financí se zhoršuje. Ano, trh s nemovitostmi a hypotékami poněkud ochladl. Ano, oslabení koruny z posledních měsíců není všelékem, protože mnoho exportérů se zajistilo proti jejímu dalšímu posílení a nyní ztrácejí. Ale velikost těchto jevů bledne ve srovnání se zbytkem regionu. Česká ekonomika prostě není v situaci velké nerovnováhy a makroekonomické nestability a české domácnosti nejsou vůbec zadluženy v zahraničních měnách... Je nejvyšší čas, aby si média uvědomila, že označení „střední a východní Evropa“ může být použitelné jen v případě geografickém, ale co se týče ekonomiky, robustnosti finančního sektoru a makroekonomické stability, přestalo toto označení dávat smysl už před dlouhou dobou.*“

Komentátor deníku Financial Times Wolfgang Munchau pak 16. 3. 2009 k problematice rozlišování mezi ekonomickou situací různých zemí střední a východní Evropy napsal:<sup>14</sup> „*Je jaksi politicky správné říkat, že země střední a východní Evropy jsou každá jiná. Takže na mikrofon říkám, že to tak opravdu je. Jediný problém je, že to vůbec není důležité. Pokud se koná spekulativní útok na celý region, vůbec nezáleží na tom, jestli jste Maďarsko nebo Česká republika.*“

Na konci ledna 2009 americká banka Goldman Sachs ve své prognóze očekávala, že česká koruna k euru do šesti měsíců oslabí na 32 CZK/EUR a do dvanácti měsíců svůj propad zmírní na 30 CZK/EUR. Do 17. 2. 2009 přitom česká koruna oslabila vůči euru na 29,66 CZK/EUR. Banka Goldman Sachs pak 19. 2. 2009 oznámila, že uzavřela svou obchodní pozici, která sázela na to, že středoevropské měny včetně české koruny čeká další oslabení. Vysvětlila to tím, že se podle jejího názoru oslabování středoevropských měn přesunulo od makroekonomického trendu ke spekulativnímu přestřelování. Svou nechuť pokračovat v těchto spekulativních obchodech zdůvodnila také tím, že již dosáhla svého 6% cíle, když uzamkla zisk dosahující přibližně 7,9 %.<sup>15</sup>

### 4. Euro v době krize pohledem makroekonomických indikátorů

Jak je z výše uvedených příkladů patrné, problematika schopnosti členských ekonomik EU vyrovnávat se s vnitřními i vnějšími nerovnováhami, s nabídkovými a poptávkovými šoky a se sestupnými fázemi hospodářských cyklů v závislosti na

tom, jestli tyto ekonomiky jsou, nebo nejsou členy eurozóny, je v období současné globální finanční a ekonomické krize zevrubně diskutována a dotýká se výrazně i České republiky. Protože diskuse a rozborů na toto téma přináší různé závěry, provedeme v následující části další analýzu tohoto problému. Budeme se přitom snažit odpovědět na následující otázky: Existuje obecný vztah mezi skutečností, nakolik intenzivně jsou různé země zasaženy finanční a ekonomickou krizí, a tím, jestli tyto země leží uvnitř, nebo vně eurozóny? Jsou dopady krize, odrážející se ve vývoji různých makroekonomických indikátorů, odlišné u zemí používajících národní měny a u těch, které zavedly euro? Mají větší manévrovací prostor při realizaci hospodářskopolitických opatření k řešení krize země s národní měnou, nebo státy eurozóny?

Při hledání odpovědí na výše uvedené otázky se budeme opírat o vyhodnocování vývoje několika makroekonomických indikátorů. Intenzitu průběhu krize budeme posuzovat na základě široce definovaného indikátoru ekonomického růstu – vývoje reálného hrubého domácího produktu. Dopady krize na vnitřní rovnováhu ekonomiky budeme analyzovat prostřednictvím vývoje míry inflace. K identifikaci manévrovacího prostoru hospodářské politiky při řešení krize nám poslouží další indikátory – míru uvolněnosti fiskální politiky v průběhu krize budeme posuzovat prostřednictvím vývoje salda veřejných rozpočtů a veřejného dluhu, míru uvolněnosti měnové politiky pak prostřednictvím vývoje klíčových úrokových sazeb centrálních bank příslušných zemí a vývoje kurzů jejich měn k americkému dolaru.

**Tabulka 1 Růst reálného HDP v letech 2005–2010**  
(meziroční změny v %)

Země	2005	2006	2007	2008	1. čtvrtl. 2009	2. čtvrtl. 2009	2009*)	2010*)
Belgie	1,8	2,8	2,9	1,0	-3,1	-3,7	-2,9	0,6
Finsko	2,8	4,9	4,2	1,0	-6,5	-8,9	-6,9	0,9
Francie	1,9	2,2	2,3	0,4	-3,5	-2,8	-2,2	1,2
Irsko	6,2	5,4	6,0	-3,0	-9,3	-7,3	-7,5	-1,4
Itálie	0,7	2,0	1,6	-1,0	-6,0	-6,0	-4,7	0,7
Kypr	3,9	4,1	4,4	3,7	0,8	-0,7	-0,7	0,1
Lucembursko	5,4	5,6	6,5	0,0	-5,9	-5,3	-3,6	1,1
Malta	4,1	3,8	3,7	2,1	-1,7	-3,0	-2,2	0,7
Německo	0,8	3,2	2,5	1,3	-6,7	-5,9	-5,0	1,2
Nizozemsko	2,0	3,4	3,6	2,0	-4,2	-5,2	-4,5	0,3
Portugalsko	0,9	1,4	1,9	-0,0	-4,0	-3,7	-2,9	0,3

Země (pokračování)	2005	2006	2007	2008	1. čtvrtl. 2009	2. čtvrtl. 2009	2009*)	2010*)
Rakousko	2,5	3,5	3,5	2,0	-3,8	-4,5	-3,7	1,1
Řecko	2,2	4,5	4,5	2,0	0,3	-0,3	-1,1	-0,3
Slovensko	6,5	8,5	10,4	6,4	-5,7	-5,4	-5,8	1,9
Slovinsko	4,5	5,8	6,8	3,5	-8,9	-9,0	-7,4	1,3
Španělsko	3,6	4,0	3,6	0,9	-3,2	-4,2	-3,7	-0,8
Eurozóna (EA-16)	1,7	3,0	2,8	0,7	-4,9	-4,8	-4,0	0,7
Bulharsko	6,2	6,3	6,2	6,0	-3,5	-4,9	-5,9	-1,1
Česko	6,3	6,8	6,1	2,5	-4,5	-5,5	-4,8	0,8
Dánsko	2,4	3,3	1,6	-1,2	-3,6	-7,0	-4,5	1,5
Estonsko	9,4	10,0	7,2	-3,6	-14,2	-15,8	-13,7	-0,1
Litva	7,8	7,8	9,8	2,8	-12,5	-21,1	-18,1	-3,9
Lotyšsko	10,6	12,2	10,0	-4,6	-18,6	-17,4	-18,0	-4,0
Maďarsko	3,5	4,0	1,0	0,6	-5,6	-7,3	-6,5	-0,5
Polsko	3,6	6,2	6,8	5,0	1,3	1,1	1,2	1,8
Rumunsko	4,2	7,9	6,3	6,2	-5,7	-8,3	-8,0	0,5
Spoj. království	2,2	2,9	2,6	0,6	-5,0	-5,5	-4,6	0,9
Švédsko	3,3	4,2	2,6	-0,2	-6,5	-6,1	-4,6	1,4
EU-27	2,0	3,2	2,9	0,8	-4,8	-4,9	-4,1	0,7
Island	7,5	4,3	5,6	1,3	-7,1	-3,1	-9,8	1,9
Norsko	2,7	2,3	3,1	2,1	-0,7	-2,5	-2,2	0,6
Švýcarsko	2,6	3,6	3,6	1,8	-1,6	-2,1	-2,4	-0,1
Chorvatsko	4,2	4,7	5,5	2,4	-6,7	-6,3	-5,8	0,2
Makedonie	4,1	4,0	5,9	4,9	:	:	-2,0	1,5
Turecko	8,4	6,9	4,5	0,9	:	:	-5,8	2,8
Rusko	6,4	7,7	8,1	5,6	:	:	-7,2	2,3
Čína	10,4	11,7	13,0	9,7	:	:	8,7	9,6
Japonsko	1,9	2,0	2,3	-0,7	-8,4	-7,2	-5,9	1,1
USA	3,1	2,7	2,1	0,4	-3,3	-3,8	-2,5	2,2

\*) předpověď Evropské komise z října 2009

Pramen: European Economic Forecast, Autumn 2009, European Economy 10/2009, European Commission, October 2009 (předpovědi – 2009–2010, Rusko a Čína – 2006–2008); Economic Forecast, Spring 2009, European Economy 3/2009, European Commission, April 2009 (Rusko a Čína – 2005); Eurostat, Statistics by theme, Economy and finance, National accounts (ostatní údaje)



Vývoj výše uvedených makroekonomických indikátorů budeme analyzovat na vzorku 37 zemí. Bude mezi nimi všech 27 členských států Evropské unie, dále tři vyspělé členské státy Evropského sdružení volného obchodu – Norsko, Island a Švýcarsko, tři země kandidující na členství v EU – Chorvatsko, Makedonie a Turecko – a pro porovnání také čtyři velké ekonomiky světa mimo Evropskou unii – USA, Japonsko, Čína a Rusko.

#### 4.1 Vývoj reálného HDP

Nakolik intenzivně byly jednotlivé země zasaženy finanční a ekonomickou krizí, budeme porovnávat prostřednictvím vývoje meziročního tempa růstu reálného hrubého domácího produktu v těchto zemích. Jak jsme již uvedli v předcházejícím textu, tento ukazatel použijeme, protože se jedná o široce definovaný indikátor ekonomického růstu. Jeho skutečný vývoj v letech 2005–2008 a v prvních dvou čtvrtletích 2009 a předpovědi Evropské komise na období 2009–2010 zaznamenává tabulka 1.

Z údajů pro období 2008–2010 je patrné, že i když Spojené státy byly zemí, kde globální finanční a ekonomická krize vypukla, patří USA mezi ekonomiky, které v důsledku krize čelí méně výraznému zpomalení tempa růstu, respektive méně výraznému poklesu reálného HDP než jiné státy. Eurozóna jako celek dosáhla v roce 2008 a v prvních dvou čtvrtletích 2009 horších výsledků vývoje reálného HDP než USA a méně příznivá než v případě Spojených států je pro eurozónu i předpověď vývoje reálného HDP na období 2009–2010. Z těchto dat by se mohlo zdát, že jednotná měna euro může zintenzivňovat projevy krize v zemích, které jsou členy eurozóny.

Proti této interpretaci však stojí skutečnost, že řada dalších ekonomik mimo eurozónu, tj. země se svou národní měnou, v období 2008–2010 čelí a podle předpovědí bude čelit horšímu vývoji reálného HDP než Spojené státy i eurozóna. Jedná se například o Estonsko, Litvu, Lotyšsko, Maďarsko, Rumunsko, Švédsko, Spojené království, Island nebo Japonsko. Estonsko, Litva a Lotyšsko sice mají své měny navázané na euro, což by mohlo být v tomto kontextu interpretováno jako další důkaz větší intenzity krize v zemích, které používají jako svou měnu euro nebo měny na něj navázané. Avšak Maďarsko, Rumunsko, Švédsko, Spojené království, Island a Japonsko mají plovoucí kurzy svých měn k euru a Japonsko je navíc velká ekonomika, která není na eurozóně příliš závislá. Přesto tyto státy čelí výraznějšímu poklesu reálného HDP než eurozóna.

Z toho plyne, že samotná existence eura nemusí být v období krize hlavní ani podstatnou příčinou většího propadu reálného HDP v zemích eurozóny oproti USA. Rozdílná tempa ekonomického růstu mohou být způsobena jinými faktory, například rozdíly v nastavení, respektive v míře uvolněnosti měnových a fiskálních politik.

#### 4.2 Vývoj salda veřejných rozpočtů a veřejného dluhu

Překonání negativní vývoj reálného HDP v období současné globální krize se jednotlivé země snaží například prostřednictvím mohutných fiskálních stimulů. Dochází tak ke značnému uvolnění jejich fiskálních politik. Míru této uvolněnos-

ti budeme porovnávat na základě vývoje salda veřejných rozpočtů a veřejného dluhu v poměru k HDP ve sledovaných zemích. Skutečné hodnoty těchto indikátorů v letech 2005–2008 a předpovědi Evropské komise na období 2009–2010 jsou uvedeny v tabulkách 2 a 3.

Na základě dat z období 2008–2010 můžeme konstatovat, že nejvíce uvolněnou fiskální politikou v době krize mají USA, Spojené království, Litva, Lotyšsko a Island, mezi země s vysokými fiskálními stimuly na podporu ekonomiky se řadí rovněž Japonsko. Schodek veřejných financí Japonska se z úrovně 3,8 % HDP v roce 2008 zvýší na 8,0–8,9 % HDP v letech 2009–2010. Rozpočtové deficity Litvy, Lotyšska, Spojeného království a USA jsou ještě rozsáhlejší – v roce 2008 se pohybovaly mezi 3 a 6 % HDP, prognózy na období 2009–2010 pak u těchto zemí předpokládají schodky od 9 do 13 % HDP. Největší deficity veřejných financí můžeme zaznamenat u Islandu – 14 % HDP v roce 2008 a 17–21 % HDP prognózovaných na období 2009–2010.

Ze šestnácti členských zemí eurozóny srovnatelně vysoké deficity veřejných rozpočtů vykazují pouze tři státy – Irsko, Španělsko a Řecko. Jejich veřejné finance by se v letech 2009 a 2010 měly propadnout do schodku 10–15 % HDP.

Eurozóna jako celek však v uvedeném období vykazuje mnohem méně uvolněnou fiskální politiku. V roce 2008 činil deficit veřejných rozpočtů členských států eurozóny v průměru 2 % HDP, na období 2009–2010 je pak pro eurozónu předpovídan průměrný rozpočtový schodek ve výši 6,4–6,9 % HDP. Fiskální stimuly, které používají členské země eurozóny k podpoře svých ekonomik v době krize, jsou tedy v průměru zhruba poloviční v porovnání se Spojenými státy, Spojeným královstvím nebo Lotyšskem a ještě mnohem méně razantní než v případě Islandu.

S výše uvedeným vývojem salda veřejných rozpočtů korespondují změny úrovně veřejného dluhu. Nejrychlejšímu nárůstu veřejného dluhu v období krize čelí ty země, které k jejímu řešení používají nejrozsáhlejší fiskální stimuly, tj. mají největší rozpočtové deficity. To lze zjistit z porovnání velikosti veřejného dluhu podle předpovědi Evropské komise na rok 2010 a podle údajů z posledního roku před vypuknutím globální finanční a ekonomické krize, tj. z roku 2007. Fiskální stimuly v období krize způsobí zvýšení veřejného dluhu Spojených států ze 62,2 % HDP v roce 2007 na 93,9 % HDP v roce 2010, tj. o 32 procentních bodů. Veřejný dluh Spojeného království by měl vzrůst v tomto období o 36 procentních bodů (ze 44,2 % HDP v roce 2007 na 80,3 % HDP v roce 2010), veřejný dluh Islandu o 37 procentních bodů (z 28,7 % HDP v roce 2007 na 65,4 % HDP v roce 2010), veřejné zadlužení Lotyšska o 40 procentních bodů (z 9,0 na 48,6 % HDP v letech 2007–2010), veřejné zadlužení Litvy o 24 procentních bodů (ze 16,9 na 40,7 % HDP v období 2007–2010) a veřejný dluh Japonska o 10 procentních bodů (ze 187,7 % HDP v roce 2007 na 197,6 % HDP v roce 2010).

Ze šestnácti členských zemí eurozóny budou extrémně rozsáhlému nárůstu veřejného dluhu v období krize čelit pouze tři státy – Irsko o 58 procentních bodů (z 25,1 % HDP v roce 2007 na 82,9 % HDP v roce 2010), Španělsko o 30 procentních bodů (ze 36,1 na 66,3 % HDP v letech 2007–2010) a Řecko o 29 procentních bodů (z 95,6 % HDP v roce 2007 na 124,9 % HDP v roce 2010).

Veřejný dluh eurozóny jako celku se však zvýší mnohem volnějším tempem – z 66 % HDP v roce 2007 na 84 % HDP v roce 2010, tj. o 18 procentních bodů. Fiskální stimuly v době krize tedy zvýší veřejný dluh eurozóny méně výrazně, než tomu bude v případě Islandu, Litvy, Lotyšska, Spojeného království i USA. Zvláště porovnání eurozóny a USA vyznívá pikantně – i když Spojené státy měly v roce 2007 mírně nižší veřejný dluh než eurozóna, v roce 2010 by již úroveň veřejného dluhu v USA měla převyšovat velikost tohoto ukazatele v eurozóně o 10 procentních bodů.

I když tedy eurozóna v období finanční a ekonomické krize čelí horšímu vývoji reálného HDP než USA, musíme zároveň konstatovat, že členské země eurozóny v průměru používají menší fiskální stimuly k překonání krize a oživení svých ekonomik, než jaké realizují Spojené státy. Protože vysoký nárůst veřejného zadlužení v době krize se do budoucna může ukázat jako problém, který má potenciál vyústit v nové kolo finanční a ekonomické krize, má z tohoto hlediska eurozóna zachováno o něco zdravější a méně rizikové ekonomické prostředí než Spojené státy.

Tabulka 2 Saldo veřejných rozpočtů v letech 2005–2010 (v % HDP)

Země	2005	2006	2007	2008	2009*)	2010*)
Belgie	-2,7	0,3	-0,2	-1,2	-5,9	-5,8
Finsko	2,8	4,0	5,2	4,5	-2,8	-4,5
Francie	-2,9	-2,3	-2,7	-3,4	-8,3	-8,2
Irsko	1,7	3,0	0,3	-7,2	-12,5	-14,7
Itálie	-4,3	-3,3	-1,5	-2,7	-5,3	-5,3
Kypr	-2,4	-1,2	3,4	0,9	-3,5	-5,7
Lucembursko	0,0	1,3	3,7	2,5	-2,2	-4,2
Malta	-2,9	-2,6	-2,2	-4,7	-4,5	-4,4
Německo	-3,3	-1,6	0,2	0,0	-3,4	-5,0
Nizozemsko	-0,3	0,5	0,2	0,7	-4,7	-6,1
Portugalsko	-6,1	-3,9	-2,6	-2,7	-8,0	-8,0
Rakousko	-1,6	-1,6	-0,6	-0,4	-4,3	-5,5
Řecko	-5,2	-2,9	-3,7	-7,7	-12,7	-12,2
Slovensko	-2,8	-3,5	-1,9	-2,3	-6,3	-6,0
Slovinsko	-1,4	-1,3	0,0	-1,8	-6,3	-7,0
Španělsko	1,0	2,0	1,9	-4,1	-11,2	-10,1
Eurozóna (EA-16)	-2,5	-1,3	-0,6	-2,0	-6,4	-6,9

Země (pokračování)	2005	2006	2007	2008	2009*)	2010*)
Bulharsko	1,9	3,0	0,1	1,8	-0,8	-1,2
Česko	-3,6	-2,6	-0,7	-2,1	-6,6	-5,5
Dánsko	5,2	5,2	4,5	3,4	-2,0	-4,8
Estonsko	1,6	2,3	2,6	-2,7	-3,0	-3,2
Litva	-0,5	-0,4	-1,0	-3,2	-9,8	-9,2
Lotyšsko	-0,4	-0,5	-0,3	-4,1	-9,0	-12,3
Maďarsko	-7,9	-9,3	-5,0	-3,8	-4,1	-4,2
Polsko	-4,1	-3,6	-1,9	-3,6	-6,4	-7,5
Rumunsko	-1,2	-2,2	-2,5	-5,5	-7,8	-6,8
Spojené království	-3,4	-2,7	-2,7	-5,0	-12,1	-12,9
Švédsko	2,3	2,5	3,8	2,5	-2,1	-3,3
Evropská unie (EU-27)	-2,4	-1,4	-0,8	-2,3	-6,9	-7,5
Island	4,9	6,3	5,4	-14,3	-21,2	-16,9
Norsko	15,1	18,5	17,7	18,8	7,9	10,4
Švýcarsko	0,1	1,7	2,2	1,9	-2,9	-3,6
Chorvatsko	-3,5	-3,0	-2,5	-1,4	-3,7	-3,0
Makedonie	:	-0,5	0,6	-1,0	-4,0	-3,5
Turecko	-0,6	0,8	-1,0	-2,2	-7,9	-6,8
Rusko	:	:	:	4,1	-6,5	-2,6
Čína	-1,2	-0,8	0,6	0,5	-2,9	-2,9
Japonsko	-6,7	-1,6	-2,5	-3,8	-8,0	-8,9
USA	-3,2	-2,0	-2,7	-6,4	-11,3	-13,0

\*) předpověď Evropské komise z října 2009 (v případě Číny předpověď Evropské komise z dubna 2009)  
 Pramen: European Economic Forecast, Autumn 2009, European Economy 10/2009, European Commission, October 2009 (předpovědi s výjimkou Číny – 2009–2010, Čína – 2006–2007, Makedonie – 2006–2008, Japonsko a USA – 2005–2008); Economic Forecast, Spring 2009, European Economy 3/2009, European Commission, April 2009 (předpovědi pro Čínu – 2009–2010, Čína – 2005 a 2008, Švýcarsko a Rusko – 2008); International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2009 (Švýcarsko – 2005–2007); Eurostat, Statistics by theme, Economy and finance, Government finance statistics (ostatní údaje)

Podstatně hůře vyznívá konfrontace temp ekonomického růstu a rozsahu fiskálních stimulů v době krize u Islandu, Litvy, Lotyšska, Spojeného království a Japonska v porovnání s eurozónou. Island, Litva, Lotyšsko, Spojené království a Japonsko vykazují v období krize horší vývoj reálného HDP než eurozóna, i když své fiskální politiky uvolnily mnohem více, než jak v průměru učinily členské země eurozóny.

Tabulka 3 Veřejný dluh v letech 2005–2010 (v % HDP)

Země	2005	2006	2007	2008	2009*)	2010*)
Belgie	92,1	88,1	84,2	89,8	97,2	101,2
Finsko	41,8	39,3	35,2	34,1	41,3	47,4
Francie	66,4	63,7	63,8	67,4	76,1	82,5
Irsko	27,6	25,0	25,1	44,1	65,8	82,9
Itálie	105,8	106,5	103,5	105,8	114,6	116,7
Kypr	69,1	64,6	58,3	48,4	53,2	58,6
Lucembursko	6,1	6,6	6,6	13,5	15,0	16,4
Malta	70,2	63,6	62,0	63,8	68,5	70,9
Německo	68,0	67,6	65,0	65,9	73,1	76,7
Nizozemsko	51,8	47,4	45,5	58,2	59,8	65,6
Portugalsko	63,6	64,7	63,6	66,3	77,4	84,6
Rakousko	63,9	62,2	59,5	62,6	69,1	73,9
Řecko	100,0	97,1	95,6	99,2	112,6	124,9
Slovensko	34,2	30,5	29,3	27,7	34,6	39,2
Slovinsko	27,0	26,7	23,3	22,5	35,1	42,8
Španělsko	43,0	39,6	36,1	39,7	54,3	66,3
Eurozóna (EA-16)	70,1	68,3	66,0	69,3	78,2	84,0
Bulharsko	29,2	22,7	18,2	14,1	15,1	16,2
Česko	29,7	29,4	29,0	30,0	36,5	40,6
Dánsko	37,1	31,3	26,8	33,5	33,7	35,3
Estonsko	4,6	4,5	3,8	4,6	7,4	10,9
Litva	18,4	18,0	16,9	15,6	29,9	40,7
Lotyšsko	12,4	10,7	9,0	19,5	33,2	48,6
Maďarsko	61,8	65,6	65,9	72,9	79,1	79,8
Polsko	47,1	47,7	45,0	47,2	51,7	57,0
Rumunsko	15,8	12,4	12,6	13,6	21,8	27,4
Spojené království	42,2	43,2	44,2	52,0	68,6	80,3
Švédsko	51,0	45,9	40,5	38,0	42,1	43,6
Evropská unie (EU-27)	62,7	61,3	58,7	61,5	73,0	79,3
Island	25,3	30,1	28,7	70,6	53,3	65,4

Země (pokračování)	2005	2006	2007	2008	2009*)	2010*)
Norsko	44,5	55,3	52,3	50,0	54,3	50,6
Švýcarsko	:	:	:	36,5	42,8	44,9
Chorvatsko	38,3	35,7	33,1	33,5	37,8	39,2
Makedonie	39,6	36,5	27,6	20,8	25,5	28,3
Turecko	52,3	46,1	39,4	39,5	47,3	49,8
Rusko	:	:	:	5,1	7,7	10,4
Japonsko	177,3	191,3	187,7	173,1	189,8	197,6
USA	62,7	61,2	62,2	70,7	82,7	93,9

\*) předpověď Evropské komise z října 2009

Pramen: European Economic Forecast, Autumn 2009, European Economy 10/2009, European Commission, October 2009 (předpovědi – 2009–2010, Makedonie, Japonsko a USA – 2006–2008); Economic Forecast, Spring 2009, European Economy 3/2009, European Commission, April 2009 (Makedonie, Japonsko a USA – 2005, Švýcarsko a Rusko – 2008); Eurostat, Statistics by theme, Economy and finance, Government finance statistics (ostatní údaje)

#### 4.3 Vývoj klíčových úrokových sazeb a měnových kurzů

K překonání negativního vývoje reálného HDP v období současné finanční a ekonomické krize se snaží jednotlivé země rovněž uvolňovat své měnové politiky. Používají k tomu různé standardní i nestandardní nástroje. My budeme sledovat standardní nástroj – nastavení klíčových úrokových sazeb centrálních bank. Jako doplňkový ukazatel přísnosti či uvolněnosti měnových podmínek budeme sledovat také vývoj měnových kurzů k USD, i když tuto veličinu mnohdy (zejména v případě plovoucích kurzů) nemohou centrální banky přímo a dlouhodobě ovlivňovat. Skutečný vývoj klíčových úrokových sazeb centrálních bank a měnových kurzů k USD od října 2007, kdy začal medvědí trend na akciovém trhu USA v souvislosti s krizí na americkém trhu hypoték, do poloviny roku 2009 zachycují tabulky 4 a 5.

Z údajů v tabulce 4 je patrné, že v období krize (do poloviny roku 2009) svou měnovou politiku prostřednictvím úrokových měr nejvíce uvolnily Spojené státy, když svou klíčovou úrokovou sazbu snížily téměř na nulu (pohybuje se v intervalu 0–0,25 %). Velmi uvolněnou měnovou politiku realizuje rovněž Japonsko, jehož centrální banka snížila svou klíčovou úrokovou míru na 0,3 %, a dále Spojené království, Švédsko a Švýcarsko, jejichž základní úrokové sazby poklesly na 0,5 %.

Monetární politika eurozóny je již o něco přísnější – Evropská centrální banka snížila v době krize svou klíčovou úrokovou sazbu na rovné 1 %. O něco výše, na úrovni 1,2–1,25 % se v polovině roku 2009 nacházely základní úrokové míry Dán-

**Tabulka 4 Vývoj klíčových úrokových sazeb centrálních bank od 1. října 2007 do 1. července 2009 (v %)**

Země	Klíčová úroková sazba centrální banky platná ke dni								
	1. 10. 2007	1. 1. 2008	1. 4. 2008	1. 7. 2008	1. 10. 2008	1. 11. 2008	1. 1. 2009	1. 4. 2009	1. 7. 2009
Eurozóna	4,00	4,00	4,00	4,00	4,25	3,75	2,50	1,50	1,00
Bulharsko	4,24	4,68	4,85	5,06	5,38	5,72	5,17	3,53	2,24
Česko	3,25	3,50	3,75	3,75	3,50	3,50	2,25	1,75	1,50
Dánsko	4,00	4,00	4,00	4,00	4,25	4,50	3,50	2,00	1,20
Litva	5,00	5,00	5,00	5,00	5,25	4,25	3,00	2,50	1,75
Lotyšsko	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	5,00	4,00
Maďarsko	7,50	7,50	8,00	8,50	8,50	11,50	10,00	9,50	9,50
Polsko	4,75	5,00	5,75	6,00	6,00	6,00	5,00	3,75	3,50
Rumunsko	7,00	7,50	9,50	10,00	10,25	10,25	10,25	10,00	9,00
Spoj. král.	5,75	5,50	5,25	5,00	5,00	4,50	2,00	0,50	0,50
Švédsko	3,75	4,00	4,25	4,25	4,75	3,75	2,00	1,00	0,50
Island	13,30	13,75	15,00	15,50	15,50	18,00	18,00	17,00	12,00
Norsko	5,00	5,25	5,25	5,75	5,75	4,75	3,00	2,00	1,25
Švýcarsko	4,20	3,84	3,87	3,85	3,64	2,52	2,02	0,53	0,52
Chorvatsko	4,50	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00
Makedonie	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50
Turecko	17,25	15,75	15,25	16,25	16,75	16,75	15,00	10,50	8,75
Rusko	10,00	10,00	10,25	10,75	11,00	11,00	13,00	13,00	11,50
Japonsko	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,50	0,30	0,30	0,30
USA	4,75	4,25	2,25	2,00	2,00	1,00	0,00-0,25	0,00-0,25	0,00-0,25

Pramen: European Central Bank; Bulgarian National Bank; Česká národní banka; Danmarks Nationalbank; Lietuvos Bankas; Latvijas Banka; Magyar Nemzeti Bank; Narodowy Bank Polski; Banca Nationala a Romaniei; Bank of England; Sveriges Riksbank; Central Bank of Iceland; Norges Bank; Swiss National Bank; Hrvatska narodna banka; National Bank of the Republic of Macedonia; Central Bank of the Republic of Turkey; Bank of Russia; Bank of Japan; Board of Governors of the Federal Reserve System

ska a Norska, ještě mírně vyšší pak byly klíčové úrokové míry v Česku (1,5 %) a Litvě (1,75 %).

Centrální banky dalších sledovaných zemí pak uplatňovaly v polovině roku 2009 mnohem přísnější měnovou politiku. Od 2,2 % do 4 % se pohybovaly klíčové úrokové sazby v Bulharsku, Polsku a Lotyšsku, od 6,5 % do 9,5 % v Makedonii, Turecku, Chorvatsku, Rumunsku a Maďarsku a základní úrokové míry vyšší než 10 % byly charakteristické pro Rusko a Island.

Z výše uvedených údajů je zřejmé, že mezi vyspělými ekonomikami patří eurozóna k těm, které své klíčové úrokové sazby v období krize snížily méně radikálně. Agresivnější poklesy základních úrokových měr než v eurozóně můžeme mezi vyspělými zeměmi pozorovat v USA, Japonsku, Spojeném království, Švédsku a Švýcarsku. O něco vyšší než v eurozóně jsou pak v rámci vyspělých států klíčové úrokové míry v Dánsku a Norsku a mnohonásobně vyšší na Islandu, což je však výjimečný případ daný extrémním dopadem krize na tuto zemi a následným hlubokým znehodnocením islandské měny a rychlým nárůstem inflace v islandské ekonomice.

Mezi novými členskými zeměmi EU, které stojí mimo eurozónu, a dalšími mladými tržními ekonomikami, které v tomto textu sledujeme, se v polovině roku 2009 nenacházela ani jediná, která by měla své klíčové úrokové sazby nastaveny níže než eurozóna. Většina z těchto zemí měla své základní úrokové sazby dokonce na několiknásobně vyšší úrovni, než tomu bylo v případě eurozóny.

Obraz o uvolněnosti, respektive přísnosti měnových podmínek v jednotlivých ekonomikách ještě doplníme pohledem na vývoj kurzů jejich měn vůči USD v období krize (od října 2007 do června 2009). Z údajů uvedených v tabulce 5 je zřejmé, že mezi analyzovanými ekonomikami a v rámci sledovaného období došlo ke zhodnocení měnových kurzů k USD pouze u čtyř zemí – Japonska (o téměř 17 %), Číny a Švýcarska (o 8–9 %) a ve velmi malém rozsahu rovněž u Česka (o 1,5 %).

Všechny ostatní sledované ekonomiky vykázaly znehodnocení kurzů svých měn vůči USD. Pouze nepatrně se od října 2007 do června 2009 znehodnotil kurz eura vůči USD (o 1,6 %) a v podobně malém rozsahu došlo k depreciaci měnových kurzů k USD rovněž u zemí, které mají své měny navázány na euro (Bulharsko, Estonsko, Litva, Lotyšsko a Dánsko – rozsah znehodnocení o 1,3–1,5 %) nebo jejichž centrální banky se snaží udržovat relativně stabilní kurzy domácích měn k euru (Chorvatsko a Makedonie – depreciace kurzů o 1,1–1,7 %).

Ostatní analyzované ekonomiky čelily ve sledovaném období významnému znehodnocení kurzů svých měn vůči americkému dolaru. Depreciace v rozsahu 13,6–18,3 % postihla měny Maďarska a Norska, znehodnocení o 20–29 % čelily kurzy měn Spojeného království, Švédska, Polska, Rumunska, Turecka a Ruska. Razantní, více než dvojnásobné znehodnocení kurzu k USD postihlo měnu Islandu v důsledku extrémního zasažení této země finanční a ekonomickou krizí.



Tabulka 5 Vývoj měnových kurzů k USD od října 2007 do června 2009

Země	Kurz domácí měny k USD, měsíční průměr			Změna kurzu domácí měny k USD, v %*)		
	říjen 2007	říjen 2008	červen 2009	říjen 2008/ říjen 2007	červen 2009/ říjen 2008	červen 2009/ říjen 2007
Eurozóna	0,7026	0,7538	0,7136	-7,3	5,3	-1,6
Bulharsko	1,3748	1,4700	1,3955	-6,9	5,1	-1,5
Česko	19,2180	18,5780	18,9380	3,3	-1,9	1,5
Dánsko	5,2363	5,6253	5,3123	-7,4	5,6	-1,5
Estonsko	10,9977	11,7658	11,1596	-7,0	5,2	-1,5
Litva	2,4286	2,5826	2,4630	-6,3	4,6	-1,4
Lotyšsko	0,4944	0,5252	0,5009	-6,2	4,6	-1,3
Maďarsko	176,2900	193,2300	200,2700	-9,6	-3,6	-13,6
Polsko	2,6042	2,6980	3,2146	-3,6	-19,1	-23,4
Rumunsko	2,3568	2,8131	3,0035	-19,4	-6,8	-27,4
Spojené království	0,4890	0,5930	0,6109	-21,3	-3,0	-24,9
Švédsko	6,4439	7,4435	7,7670	-15,5	-4,3	-20,5
Island	60,6852	114,0948	126,6575	-88,0	-11,0	-108,7
Norsko	5,4023	6,4973	6,3915	-20,3	1,6	-18,3
Švýcarsko	1,1741	1,1429	1,0809	2,7	5,4	7,9
Chorvatsko	5,1494	5,3554	5,2080	-4,0	2,8	-1,1
Makedonie	43,0360	45,6797	43,7461	-6,1	4,2	-1,7
Turecko	1,2024	1,4804	1,5472	-23,1	-4,5	-28,7
Rusko	24,8900	26,3500	31,0300	-5,9	-17,8	-24,7
Čína	7,5019	6,8358	6,8334	8,9	0,0	8,9
Japonsko	115,8661	99,9659	96,6145	13,7	3,4	16,6

\*) kladná hodnota – zhodnocení měnového kurzu, záporná hodnota – znehodnocení měnového kurzu

Pramen: Board of Governors of the Federal Reserve System; Bulgarian National Bank; Česká národní banka; Eesti Pank; Lietuvos Bankas; Latvijas Banka; Magyar Nemzeti Bank; Narodowy Bank Polski; Banca Nationala a Romaniei; Central Bank of Iceland; Hrvatska narodna banka; National Bank of the Republic of Macedonia; Central Bank of the Republic of Turkey; Bank of Russia

Jestliže propojíme informace o vývoji klíčových úrokových sazeb centrálních bank a kurzů měn příslušných ekonomik, můžeme konstatovat, že v období krize mají z námi sledovaných zemí nejvíce uvolněné měnové podmínky Spojené státy (klíčová úroková sazba blízká nule) a dále Spojené království a Švédsko (klíčové úrokové míry nižší než 1 % a výrazné znehodnocení měnových kurzů k USD).

Eurozóna má z tohoto hlediska měnové podmínky přísnější (klíčová úroková sazba 1 % a relativně stabilní kurz eura k americkému dolaru). Přesto je skutečný i předpokládaný vývoj reálného HDP eurozóny v letech 2008–2009 méně negativní než v případě Spojeného království a Švédska, tedy dvou zemí, které mají plovoucí kurzy svých měn k euru a uvolněnější měnové podmínky než eurozóna. Samotná existence eura tedy pravděpodobně není podstatnou příčinou horšího vývoje reálného HDP eurozóny oproti Spojeným státům v období krize, protože horší ukazatele ekonomického růstu než USA vykazují i země mimo eurozónu se značně uvolněnými měnovými podmínkami.

Objevují se však názory, že například v případě Estonska, Litvy a Lotyšska je prudký pokles jejich reálného HDP v době krize, který je mnohem rozsáhlejší než u eurozóny, způsoben navázáním jejich měn na euro. Relativní stabilita kurzu eura vůči USD totiž zpřísnila měnové podmínky i pro státy s měnami napojenými na euro a navíc pobaltské státy mají své klíčové úrokové sazby nastaveny výše než eurozóna.

Tento argument však ztrácí na síle, jestliže situaci pobaltských zemí porovnáme s jinými ekonomikami, které stojí mimo eurozónu a mají plovoucí kurzy svých měn k euru. Například kurzy měn Islandu, Maďarska a Rumunska vůči USD se v období krize výrazně znehodnotily, takže plovoucí měnové kurzy zajistily těmto zemím volnější měnové podmínky, než jaké jsou v Estonsku, Litvě a Lotyšsku. Zároveň však centrální banky Islandu, Maďarska a Rumunska musí ke zmírnění kurzových výkyvů svých měn udržovat vyšší základní úrokové míry než pobaltské státy, což naopak měnové podmínky zpřísnuje. Vývoj reálného HDP Islandu, Maďarska a Rumunska v období krize je pak horší než v případě eurozóny. Pokles reálného HDP Islandu je dokonce svou prudkostí srovnatelný s pobaltskými státy. Z tohoto hlediska se plovoucí měnové kurzy a autonomní měnové politiky nejeví jako příliš pevná hráz vůči negativním projevům globální krize v domácí ekonomice.

#### 4.4 Vývoj míry inflace

Účinky krize na vnitřní rovnováhu námi sledovaných ekonomik budeme analyzovat prostřednictvím vývoje míry inflace. Skutečnou roční míru inflace v letech 2005–2008 a v září 2009 a předpovědi Evropské komise (v jednom případě prognózu MMF) na období 2009–2010 zachycuje tabulka 6.

Tabulka 6 Roční míra inflace v letech 2005–2010 (v %)

Země	2005	2006	2007	2008	září 2009	2009 <sup>*</sup>	2010 <sup>*</sup>
Belgie	2,5	2,3	1,8	4,5	0,9	0,0	1,3
Finsko	0,8	1,3	1,6	3,9	2,3	1,8	1,6
Francie	1,9	1,9	1,6	3,2	0,5	0,1	1,1
Irsko	2,2	2,7	2,9	3,1	-0,5	-1,5	-0,6
Itálie	2,2	2,2	2,0	3,5	1,3	0,8	1,8
Kypr	2,0	2,2	2,2	4,4	0,9	0,8	3,1
Lucembursko	3,8	3,0	2,7	4,1	0,2	0,0	1,8
Malta	2,5	2,6	0,7	4,7	3,2	2,0	2,0
Německo	1,9	1,8	2,3	2,8	0,6	0,3	0,8
Nizozemsko	1,5	1,7	1,6	2,2	1,3	1,1	0,9
Portugalsko	2,1	3,0	2,4	2,7	-0,3	-1,0	1,3
Rakousko	2,1	1,7	2,2	3,2	0,8	0,5	1,3
Řecko	3,5	3,3	3,0	4,2	1,6	1,2	1,4
Slovensko	2,8	4,3	1,9	3,9	1,9	1,1	1,9
Slovinsko	2,5	2,5	3,8	5,5	1,3	0,9	1,7
Španělsko	3,4	3,6	2,8	4,1	0,3	-0,4	0,8
Eurozóna (EA-16)	2,2	2,2	2,1	3,3	0,8	0,3	1,1
Bulharsko	6,0	7,4	7,6	12,0	4,4	2,4	2,3
Česko	1,6	2,1	3,0	6,3	1,6	0,6	1,5
Dánsko	1,7	1,9	1,7	3,6	1,6	1,1	1,5
Estonsko	4,1	4,4	6,7	10,6	2,8	0,2	0,5
Litva	2,7	3,8	5,8	11,1	6,2	3,9	-0,7
Lotyšsko	6,9	6,6	10,1	15,3	6,5	3,5	-3,7
Maďarsko	3,5	4,0	7,9	6,0	3,8	4,3	4,0
Polsko	2,2	1,3	2,6	4,2	3,9	3,9	1,9
Rumunsko	9,1	6,6	4,9	7,9	6,2	5,7	3,5
Spojené království	2,1	2,3	2,3	3,6	2,6	2,0	1,4
Švédsko	0,8	1,5	1,7	3,3	2,0	1,9	1,7
Evropská unie (EU-27)	2,3	2,3	2,4	3,7	1,4	1,0	1,3
Island	1,4	4,6	3,6	12,8	18,1	12,0	7,0

Země (pokračování)	2005	2006	2007	2008	září 2009	2009 <sup>*</sup>	2010 <sup>*</sup>
Norsko	1,5	2,5	0,7	3,4	2,8	1,7	1,1
Švýcarsko	1,2	1,0	0,8	2,3	-0,3	0,1	0,4
Chorvatsko	3,3	3,2	2,9	6,1	:	2,6	3,0
Makedonie	0,5	3,2	2,2	8,3	:	-0,6	1,1
Turecko	8,1	9,3	8,8	10,4	7,5	6,1	5,6
Rusko	12,7	9,7	9,0	14,1	:	10,5	9,0
Čína	1,8	1,5	4,8	5,9	:	-0,1	0,6
Japonsko	-0,3	0,3	0,0	1,4	:	-1,2	-0,4
USA	3,4	3,2	2,8	3,8	:	-0,5	0,8

<sup>\*</sup>) předpověď Evropské komise z října 2009 (v případě Číny předpověď Mezinárodního měnového fondu z října 2009)

Pramen: European Economic Forecast, Autumn 2009, European Economy 10/2009, European Commission, October 2009 (předpovědi s výjimkou Číny – 2009–2010, Chorvatsko, Makedonie, Rusko a Čína – 2006–2008); Economic Forecast, Spring 2009, European Economy 3/2009, European Commission, April 2009 (Chorvatsko, Makedonie, Rusko a Čína – 2005); International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2009 (předpovědi pro Čínu – 2009–2010, Švýcarsko – 2005); Eurostat, Statistics by theme, Economy and finance, Harmonized Indices of Consumer Prices (ostatní údaje)

Z údajů pro období 2009–2010 je zřejmé, že průběh finanční a ekonomické krize je v naprosté většině sledovaných států spojen se snížením míry inflace. Mezi jednotlivými zeměmi však existují rozdíly v rozsahu tohoto snížení. Zatímco ve všech členských státech eurozóny roční míra inflace v letech 2009–2010 poklesne podle předpovědi na úroveň 2 % a méně, v některých zemích mimo eurozónu se roční míra inflace i přes klesající tendenci udrží výrazněji nad 2% hranicí. To platí zejména pro Maďarsko (míra inflace kolem 4 %), Rumunsko (míra inflace 3,5–5,7 %) a Turecko (míra inflace kolem 6 %). Ve dvou analyzovaných zemích pak míra inflace v období krize nepoklesne. V Rusku se udrží na úrovni přes 9 % jako před krizí, na Islandu dokonce míra inflace v období krize roste – v roce 2009 výrazně převyšuje 10 %.

Z těchto skutečností vyplývá, že vyšší míry inflace v období krize jsou charakteristické především pro některé ekonomiky mimo eurozónu s plovoucími měnovými kurzy, které v době krize čelily výraznějšímu znehodnocení svých měn k USD (Maďarsko, Rumunsko, Turecko, Rusko a Island). Naopak všechny země eurozóny zaznamenávají v době krize nízké míry inflace. Existence národních měn tedy není zárukou mírnějších projevů globální krize v domácí ekonomice, národní měny mohou naopak přispívat k přenosu turbulencí z globalizovaných trhů do domácí ekonomiky. To má své náklady – centrální banky výše uvedených pěti zemí

(Maďarska, Rumunska, Turecka, Ruska a Islandu) musí udržovat své klíčové úrokové sazby na vysoké úrovni (8,75–12,00 % v polovině roku 2009), aby omezily výkyvy kurzů svých měn a zmírily inflační tlaky ve svých ekonomikách.

## 5. Závěr

Na základě provedených analýz můžeme shrnout odpovědi na otázky, které jsme si položili v předcházející části textu.

Za prvé, nelze nalézt obecný vztah mezi skutečností, nakolik intenzivně jsou různé země zasaženy finanční a ekonomickou krizí, a tím, jestli tyto země leží uvnitř, nebo vně eurozóny. Eurozóna jako celek dosahuje v období krize horších výsledků vývoje reálného HDP než USA, na druhé straně řada dalších ekonomik mimo eurozónu, tj. zemí se svou národní měnou, v době krize čelí a podle předpovědí bude čelit horšímu vývoji reálného HDP než Spojené státy i eurozóna. Proto nelze samotnou existenci eura považovat za hlavní či podstatnou příčinu většího propadu reálného HDP v zemích eurozóny oproti USA v období krize. Rozdílná tempa ekonomického růstu mohou být způsobena jinými faktory.

Za druhé, mezi zeměmi používajícími národní měny a těmi, které zavedly euro, lze pozorovat některé odlišnosti v dopadech krize na vnitřní rovnováhu jejich ekonomik. Všechny země eurozóny zaznamenávají v době krize nízké míry inflace. Naopak pro některé ekonomiky mimo eurozónu s plovoucími měnovými kurzy, které v době krize čelily výraznějšímu znehodnocení svých měn k USD (Maďarsko, Rumunsko, Turecko, Rusko a Island), jsou v období krize charakteristické vyšší míry inflace. Existence národních měn, zejména u menších nebo mladých tržních ekonomik, tedy není zárukou mírnějších projevů globální krize v domácí ekonomice. Národní měny naopak mohou přispívat k přenosu turbulencí z globalizovaných trhů do domácí ekonomiky, což má své náklady – centrální banky takových zemí pak musí udržovat své klíčové úrokové sazby na vyšší úrovni, aby zmírily výkyvy kurzů svých měn a omezily inflační tlaky ve svých ekonomikách.

Za třetí, je možné vysledovat rozdíly v nastavení hospodářských politik určených k řešení krize mezi zeměmi eurozóny, velkými vyspělými ekonomikami mimo eurozónu a ostatními státy. Členské země eurozóny v průměru používají menší fiskální stimuly k překonání krize a oživení svých ekonomik, než jaké realizují Spojené státy a Spojené království. Eurozónu rovněž charakterizují přísnější měnové podmínky v porovnání s USA a Spojeným královstvím. V období krize tedy eurozóna svou fiskální a měnovou politiku uvolnila méně razantně než Spojené království a Spojené státy. To může být jedna z příčin příznivějšího vývoje reálného HDP v USA oproti eurozóně v době krize, na druhé straně vývoj reálného HDP ve Spojeném království je v období krize horší, než je tomu v případě eurozóny.

Za pozornost dále stojí, že také Island, Litva, Lotyšsko a Japonsko v době krize uvolnily své fiskální politiky mnohem více, než jak v průměru učinily členské

země eurozóny, přesto Island, Litva, Lotyšsko a Japonsko vykazují v období krize horší vývoj reálného HDP než eurozóna. Protože vysoký nárůst veřejného zadlužení v době krize se do budoucna může ukázat jako problém, který má potenciál vyústit v nové kolo finanční a ekonomické krize, má z tohoto hlediska eurozóna zachováno o něco zdravější a méně rizikové ekonomické prostředí než Spojené státy, Spojené království a další země, které k řešení krize používají větší fiskální stimuly, než je tomu v průměru eurozóny.

Vrátíme-li se k uvolněnosti či přísnosti měnových podmínek, zopakujme, že eurozóna v období krize realizuje přísnější měnovou politiku než USA či Spojené království. Složitější situaci v monetární oblasti pak můžeme pozorovat u menších nebo mladých tržních ekonomik, které stojí mimo eurozónu a mají plovoucí kurzy svých měn k euru. Například Islandu, Maďarsku a Rumunsku zajistilo výrazné znehodnocení jejich měnových kurzů volnější měnové podmínky, než jaké jsou v eurozóně. Zároveň však centrální banky Islandu, Maďarska a Rumunska musí ke zmírnění výkyvů kurzů svých měn udržovat podstatně vyšší základní úrokové sazby než eurozóna, což naopak měnové podmínky zpřísňuje. Vývoj reálného HDP Islandu, Maďarska a Rumunska v období krize je pak horší než v případě eurozóny. Z tohoto hlediska se plovoucí měnové kurzy a autonomní měnové politiky nejeví jako spolehlivá hráz, která může zabránit negativním projevům globální krize v domácí ekonomice.

Konečný účet za současnou globální finanční a ekonomickou krizi bude teprve vystaven, proto s vnesením definitivního úsudku nad průběhem a náklady krize v zemích uvnitř a vně eurozóny budeme muset ještě počkat. Z dosavadního průběhu krize se však zdá, že přinejmenším pro menší nebo mladé tržní ekonomiky v Evropě může členství v eurozóně představovat stabilizující prvek v době krize. Touto cestou se koneckonců ubírají i úvahy vlád většiny zemí EU mimo eurozónu, které chtějí přijmout euro bez zbytečných odkladů, jakmile překonají finanční a ekonomickou krizi a budou schopny splnit konvergenční kritéria, která jsou podmínkou zavedení eura. Přístup českých vlád v letech 2008–2009, pro které je krize spíše zámkou k dalšímu a dalšímu oddalování vstupu České republiky do eurozóny, je mezi evropskými zeměmi spíše výjimkou.

## Poznámky

<sup>1</sup> Hampl (ČNB): Výhled ekonomiky o něco jasnější. Záleží ale, zda položíme důraz na vpřed hledící green shoots, nebo tvrdá data. Euro není otázkou „života a smrti“. <http://www.patria.cz>, 28. července 2009

<sup>2</sup> Tůma: Euro bychom mohli mít už v roce 2013 až 2015. Hospodářské noviny, 2. dubna 2009

<sup>3</sup> Tůma: Euro bychom mohli mít už v roce 2013 až 2015. Hospodářské noviny, 2. dubna 2009

<sup>4</sup> Jahn proti Tůmovi: Český průmysl potřebuje euro. <http://ekonomika.ihned.cz>, 2. dubna 2009

<sup>5</sup> Kalousek: Termín přijetí eura v Česku 1. listopadu nezazní. <http://ekonomika.ihned.cz>, 15. dubna 2009

<sup>6</sup> Kalousek: Termín přijetí eura v Česku 1. listopadu nezazní. <http://ekonomika.ihned.cz>, 15. dubna 2009

- <sup>7</sup> Jahn proti Tůmovi: Český průmysl potřebuje euro. <http://ekonomika.ihned.cz>, 2. dubna 2009
- <sup>8</sup> Dánsko vraj platí daň za to, že nepřijalo euro. <http://ekonomika.sme.sk>, 15. října 2008
- <sup>9</sup> Euro nie w 2012 roku. <http://www.tvp.info>, 29. července 2009
- <sup>10</sup> Złoty v Polsku ještě zůstane. Přijetí eura přijde nejdříve v roce 2014. <http://finweb.ihned.cz>, 4. srpna 2009
- <sup>11</sup> Dožene finanční krize Island do náručí Evropské unie? <http://aktualne.centrum.cz>, 21. října 2008
- <sup>12</sup> Islandský parlament se vyslovil pro členství v EU, <http://www.ceskenoviny.cz>, 16. července 2009; Island podal přihlášku na členství v EU, <http://www.ceskenoviny.cz>, 17. července 2009
- <sup>13</sup> Komunismus padl před 20 lety a Česko není východní Evropa, vzkázal Hampl západu. <http://ekonomika.ihned.cz>, 26. února 2009
- <sup>14</sup> Macháček, J.: Jak dlouho a hluboko, válka s FT a jak USA platily evropské banky. <http://blog.ihned.cz>, 16. března 2009
- <sup>15</sup> Goldman Sachs ruší sázky na oslabení koruny a zlatého. <http://www.patria.cz>, 19. února 2009

### Literatura a prameny

- Baldwin, R., Wyplosz, Ch.: *Ekonomie evropské integrace*. Grada Publishing, Praha 2008
- Dánsko vraj platí daň za to, že nepřijalo euro. <http://ekonomika.sme.sk>, 15. října 2008
- Dožene finanční krize Island do náručí Evropské unie? <http://aktualne.centrum.cz>, 21. října 2008
- Euro nie w 2012 roku. <http://www.tvp.info>, 29. července 2009
- Goldman Sachs ruší sázky na oslabení koruny a zlatého. <http://www.patria.cz>, 19. února 2009
- Hampl (ČNB): Výhled ekonomiky o něco jasnější. Záleží ale, zda položíme důraz na vpřed hledící green shoots, nebo tvrdá data. Euro není otázkou „života a smrti“. <http://www.patria.cz>, 28. července 2009
- Hampl, M.: Vzkaz euromilcům: Probudte se! Lidové noviny, 29. října 2008
- IMF says EU states in eastern Europe should adopt euro now. Financial Times, 6. dubna 2009
- Island podal přihlášku na členství v EU. <http://www.ceskenoviny.cz>, 17. července 2009
- Islandský parlament se vyslovil pro členství v EU. <http://www.ceskenoviny.cz>, 16. července 2009
- Jahn, M.: Finanční krize, Česko a euro. Hospodářské noviny, 29. října 2008
- Jahn proti Tůmovi: Český průmysl potřebuje euro. <http://ekonomika.ihned.cz>, 2. dubna 2009
- Kalousek: Termín přijetí eura v Česku 1. listopadu nezazní. <http://ekonomika.ihned.cz>, 15. dubna 2009
- Klaus exkluzivně: Reakce na krizi byla populistická. <http://aktualne.centrum.cz>, 25. října 2008
- Komunismus padl před 20 lety a Česko není východní Evropa, vzkázal Hampl západu. <http://ekonomika.ihned.cz>, 26. února 2009
- Macháček, J.: Jak dlouho a hluboko, válka s FT a jak USA platily evropské banky. <http://blog.ihned.cz>, 16. března 2009
- Singer, M.: Blahodárné euro? Sledujme Slovensko. Hospodářské noviny, 15. dubna 2009
- Tůma: Euro bychom mohli mít už v roce 2013 až 2015. Hospodářské noviny, 2. dubna 2009
- Złoty v Polsku ještě zůstane. Přijetí eura přijde nejdříve v roce 2014. <http://finweb.ihned.cz>, 4. srpna 2009
- Fiskální výhled České republiky. Ministerstvo financí ČR (<http://www.mfcr.cz>), květen 2009
- Makroekonomická predikce České republiky. Ministerstvo financí ČR (<http://www.mfcr.cz>), červenec 2009
- Economic Forecast, Spring 2009. European Economy 3/2009, European Commission, April 2009
- European Economic Forecast, Autumn 2009. European Economy 10/2009, European Commission, October 2009
- Eurostat, Statistics by theme – Economy and finance, Government finance statistics (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu>)
- Eurostat, Statistics by theme – Economy and finance, Harmonized Indices of Consumer Prices (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu>)
- Eurostat, Statistics by theme – Economy and finance, National accounts (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu>)
- International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2009 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/weodata/index.aspx>)
- Banca Nationala a Romaniei (<http://www.bnrb.ro>)
- Bank of England (<http://www.bankofengland.co.uk>)
- Bank of Japan (<http://www.boj.or.jp>)
- Bank of Russia (<http://www.cbr.ru>)
- Board of Governors of the Federal Reserve System (<http://www.federalreserve.gov>)
- Bulgarian National Bank (<http://www.bnb.bg>)
- Central Bank of Iceland (<http://www.sedlabanki.is>)
- Central Bank of the Republic of Turkey (<http://www.tcmb.gov.tr>)
- Česká národní banka (<http://www.cnb.cz>)
- Danmarks Nationalbank (<http://www.nationalbanken.dk>)
- Eesti Pank (<http://www.eestipank.info>)
- European Central Bank (<http://www.ecb.eu>)
- Hrvatska narodna banka (<http://www.hnb.hr>)
- Latvijas Banka (<http://www.bank.lv>)
- Lietuvos bankas (<http://www.lb.lt>)
- Magyar Nemzeti Bank (<http://www.mnb.hu>)
- Narodowy Bank Polski (<http://www.nbp.pl>)
- National Bank of the Republic of Macedonia (<http://www.nbrm.gov.mk>)
- Norges Bank (<http://www.norges-bank.no>)
- Sveriges Riksbank (<http://www.riksbank.com>)
- Swiss National Bank (<http://www.snb.ch>)



**Zvládání finančních krizí:  
evropský a americký model**

Záznam přednášek  
a diskuse  
z vědeckopopularizačního semináře

## **Dopolední blok**

Dlouhodobé a krátkodobé příčiny krizí,  
možnost či nemožnost předpovídání jejich vzniku,  
projevy a možnosti řešení krizí  
ve finančním sektoru

Moderátor  
**Jiří Malý**  
Institut evropské integrace,  
NEWTON College, a. s.

## PROGRAM SEMINÁŘE

### DOPOLEDNÍ BLOK

<b>ZAHÁJENÍ SEMINÁŘE</b> .....	86
<i>Dr. Jan Mojžíš, člen představenstva NEWTON College, a. s.</i>	
<i>PhDr. Jiří Malý, Ph.D., Institut evropské integrace, NEWTON College, a. s.</i>	
<b>Finanční a ekonomická krize – dlouhodobé příčiny a krátkodobé spouštěče</b> .....	87
<i>doc. Ing. Eva Klvačová, CSc., prorektorka NEWTON College, a. s. pro vědu a výzkum</i>	
<b>Příčiny, průběh a možnosti řešení krize ve finančním sektoru</b> .....	98
<i>Ing. Karel Mráček, CSc., Institut evropské integrace, NEWTON College, a. s.</i>	
<b>(Ne)úspěšnost předpovědí vzniku finanční a ekonomické krize pohledem žebříčků konkurenceschopnosti</b> .....	111
<i>PhDr. Jiří Malý, Ph.D., Institut evropské integrace, NEWTON College, a. s.</i>	
<b>DISKUSE</b> .....	123

## ZAHÁJENÍ SEMINÁŘE

### Jan Mojžíš

Vážení přítomní, dovoluji vám, abych vás přivítal na dnešním semináři, který má téma *Zvládnutí finančních krizí – evropský a americký model*. Moje jméno je Jan Mojžíš, jsem členem představenstva NEWTON College a prorektorem pro vnější vztahy. Rád bych pozdravil všechny studenty, všechny milé hosty a také tým, který tento seminář připravil. Chci vás přivítat také jménem nepřítomné paní docentky Klvačové, prorektorky NEWTON College, která je vedoucí postavou tohoto projektu a osobou, která se dlouhodobě těmito tématy zabývá; ale bohužel je právě nemocná. Ještě jednou vás vítám jejím jménem a jí přeji brzké uzdravení. Tento seminář je součástí projektu *Podpora šíření poznatků výzkumu evropské integrace*. Jmenovaný projekt získala NEWTON College v letošním roce a je financován z Operačního programu *Vzdělávání pro konkurenceschopnost*. Jsem rád, že je vás tady tolik, a doufám, že čas, který semináři věnujete, bude strávený smysluplně a že si odnesete mnoho pro vás zajímavého. Už samo téma, které dnešní seminář má – tj. finanční krize –, je v současné době skloňováno všude ve všech pádech, ve všech druzích médií i mimo ně a autoři tohoto semináře, kteří ho pro vás připravovali, se pokusí předestřít vám pohled na toto téma z různých úhlů a možná i z takových úhlů, které nejsou úplně obvyklé, s nimiž jste se ještě nesetkali. Tak vám přeji, abyste tento den strávili příjemně a předávám slovo předsedajcímu, panu doktoru Jiřímu Malému z Institutu evropské integrace NEWTON College.

### Jiří Malý

Děkuji za slovo. Dámy a pánové, vítám vás na tomto vědeckopopularizačním semináři. Tento seminář je vlastně první ze série šesti seminářů, které se budou konat v následujících třech letech, jeden seminář proběhne vždy na podzim a jeden na jaře daného roku. Všechny semináře se budou nějakým způsobem týkat problematiky evropské integrace, nějakých aktuálních problémů, které s touto integrací souvisí. Ještě bych doplnil, abychom všem formalitám učinili zadost, že tento projekt je spolufinancován z Evropského sociálního fondu a ze státního rozpočtu České republiky. Pro vás, pro účastníky, mám milou informaci, že každý za účast na tomto semináři obdrží certifikát o absolvování tohoto vědeckopopularizačního semináře. Dále studentům NEWTON College, kteří jsou přítomni, bude účast započítána jako praxe. Podmínkou je samozřejmě účast po celou dobu trvání tohoto semináře, která je sedm hodin. To by bylo vše k základním informacím o projektu a já bych nyní začal s přednesem prvního příspěvku.

## FINANČNÍ A EKONOMICKÁ KRIZE – DLOUHODOBÉ PŘÍČINY A KRÁTKODOBÉ SPOUŠTĚČE

### Eva Klvačová

Začali bychom tématem *Finanční a ekonomická krize – dlouhodobé příčiny a krátkodobé spouštěče*. Tento příspěvek připravila paní docentka Klvačová. Už jste slyšeli, že je nemocná, ale svůj příspěvek připravila a já jej nyní v jejím zastoupení přednesu.

První příspěvek tedy bude na téma příčiny finanční a ekonomické krize, a to příčiny jak dlouhodobě působící, tak krátkodobé. Paní docentka na začátku, když se zabývala touto problematikou příčin finanční krize, hledala, co by nejlépe vystihovalo v kostce, zkráceně, zhuštěně to, co finanční krizi způsobilo, a našla tento výrok amerického ekonoma Josepha Stiglitze, který je nositelem Nobelovy ceny za ekonomii a který také byl dříve viceprezidentem a hlavním ekonomem Světové banky: „Finanční krize je plodem nepoctivosti na straně finančních institucí a nekompetentnosti na straně politiků. Americký finanční systém selhal ve svých dvou klíčových druzích odpovědnosti: řízení rizika a alokaci kapitálu. Je smutné, že mnohé z nejhorších prvků finančního systému Spojených států – totiž toxické hypotéky a praktiky, které k nim vedly – byly exportovány do zbytku světa.“ Zde bych jen doplnil, že do zbytku světa byla exportována zhruba polovina objemu těchto toxických aktiv. „To vše se dělo ve jménu inovace a jakákoliv regulatorní iniciativa byla zavržována s odůvodněním, že by inovaci ohrozila. Tak se inovovalo, ale nikoliv způsobem, který by ekonomiku posílil. Nejlepší mozky ve Spojených státech věnovaly svůj talent na obcházení standardů a regulací zajišťujících efektivní chod a bezpečnost bankovního systému. Bohužel úspěšně – a my všichni za to zaplatíme. A zaplatíme za to bez ohledu na to, v jaké pozici se ve společnosti nebo v ekonomice nacházíme.“

Vidíme, že Joseph Stiglitz vidí skutečně problém finanční krize jako určitý průnik nebo průsečík několika různých příčin. To znamená, že se lze zřejmě dohadovat, že kdybychom tyto příčiny odstranili, nebo alespoň poněkud umenšili jejich působení, tak by bylo možné následky finanční krize alespoň poněkud zmírnit. Proti tomu paní docentka postavila několik měsíců starý výrok prezidenta České republiky Václava Klause, který říká: „Liberál ve mně ví, že tak jako chřipka trvá týden, tak i ekonomická krize přestane sama od sebe. Má svou vnitřní dynamiku, která se nedá přeseknout a nezmizí ani po padasáti summitech.“ Takže je tady jeden pohled, totiž že určitá opatření by mohla zmírnit, nebo předejít krizi, a další pohled, totiž že nejlepší je nedělat nic a krize nějak sama odezní. Otázkou potom samozřejmě je, za jakých nákladů by tato krize odezněla sama a jestli by nebylo ještě nákladnější při tomto způsobu neřešení situace ekonomiku stavět zpátky na nohy.



Když se podíváme podrobněji na příčiny finanční a ekonomické krize, tak můžeme vidět, že v hospodářské politice se uplatňují různé státní zásahy. Politické strany se snaží prostřednictvím monetární a fiskální politiky zabránit hospodářským recesím, poklesům hospodářského výkonu, a to tedy jak expanzivní monetární, tak expanzivní rozpočtovou politikou. Samozřejmě je vcelku obvyklé, že každá politická strana, která je u moci, se snaží tato opatření provádět, protože se snaží zajistit si v budoucnu nějaké hlasy ve volbách, a tudíž si nepřejí snížení ekonomického výkonu. Na druhé straně tyto expanzivní politiky mají politické strany tendenci provádět i v obdobích, kdy to není potřeba, v obdobích, kdy ekonomika víceméně sama od sebe roste. V tomto případě by se tato opatření už nemusela ukazovat jako léčebná, pozitivní pro ekonomiku, ale naopak jako opatření, která ji mohou uvádět do nové krize, nebo která mohou způsobovat riziko nějaké nové krize.

Tím se dostáváme k první důležité příčině finanční krize: je to monetární expanze uskutečňovaná v dobách ekonomického růstu. Tuto monetární expanzi uskutečňovala především americká centrální banka a tuto velmi uvolněnou měnovou politiku, kdy byly nastaveny velmi nízké úrokové sazby, provozovala téměř po období dvaceti let. Jeffrey Sachs ve svém článku *Boom, Bust and Recovery in the World Economy* charakterizoval současnou globální finanční krizi jako „Greenspanovu pitomost“. Jeho výrok praví: „Je to krize, kterou způsobila především bankovní rada Federálního rezervního systému USA během období levných peněz a finanční deregulace od poloviny 90. let až dosud.“ Charakterizoval ji tak právě proto, že Alan Greenspan, který stál v čele americké centrální banky od roku 1987, už na konci 80. let první propad na amerických akciových trzích řešil velmi razantním uvolněním měnové politiky. Stejně samozřejmě řešil potom recesi americké ekonomiky v roce 1992, stejně řešil propad na amerických akciových trzích na přelomu století, kdy praskla tzv. technologická bublina, a úplně stejným způsobem je samozřejmě řešena i současná finanční krize, a to už za nového šéfa americké centrální banky. Alan Greenspan má docela zajímavou přezdívku, říká se mu někdy „Bublifuk“, protože tím, jak každou novou krizi léčil snižováním úrokových sazeb a nastavováním velmi expanzivní měnové politiky, přispíval k vytvoření nové bubliny na akciových trzích. Pád na amerických akciových trzích na konci 80. let řešil snížením úrokových sazeb, velké množství peněz v oběhu způsobilo, že se nakonec pomohla vyfouknout nová technologická bublina na konci 90. let. Ta praskla. Opět uvolněná měnová politika, nízké úrokové sazby pomohly k tomu, že se vyfoukla hypoteční bublina na americkém hypotečním trhu, ta praskla a přerostla ve finanční krizi. Vidíme dále, že ceny na trzích bydlení i ceny akcií se vymkly svým historickým hodnotám – to je právě ona cenová bublina. Stejný autor, tj. Jeffrey Sachs, odhaduje, že v průběhu hypoteční bubliny – tedy v době boomu cen bydlení –, která se v tomto desetiletí na americkém trhu vytvořila, a v průběhu boomu na trhu akcií – tedy v letech 1996–2006 – se zvýšilo čisté bohatství amerických domácností zhruba o 18 bilionů amerických dolarů. Růst spotřeby, který byl na tom založený, který vlastně byl spojen s růstem tohoto bohatství, dále tuto bublinu

přifukoval. Poté bublina praskla a americké domácnosti přišly zhruba o polovinu až dvě třetiny takto nabytého bohatství, takže je to opravdu velmi silný dopad. Podobně jako Spojené státy byly potom zasaženy především anglosaské země a Španělsko. Tyto země, mimo Španělska, prováděly podobnou hospodářskou politiku jako USA, to znamená, že uznávaly velmi silně filozofii volného trhu a málo regulovaného finančního systému. Tím se dostáváme k druhé příčině krize.

Druhou příčinou krize je deregulace, která byla uskutečněna na amerických akciových trzích a finančních trzích koncem 90. let. Po tzv. Velké krizi v 30. letech minulého století byla přijata zákonná opatření, která oddělovala na finančním trhu komerční a investiční bankovníctví. Na konci 90. let byly tyto zákony zrušeny, takže se opět propojovaly jednotlivé funkce v rámci bankovního sektoru, a další deregulační opatření, např. na hypoteční trhu, umožňovala dávat hypotéky osobám, které zjevně neměly na splacení těchto dluhů, těchto hypoték. Vlastně i jednotlivé banky byly nuceny pomocí určitých stimulačních opatření ze strany vlády, aby nabízely maximum těchto hypoték jakýmkoliv osobám a neprověřovaly jejich příjmy. Tato určitá kombinace deregulace (špatné regulace, špatných opatření) a zároveň i snah o větší samoregulaci finančního sektoru byla druhou důležitou příčinou ekonomické krize. Podobně jako uvolněná monetární politika v obdobích ekonomického růstu, tak i deregulační opatření byla vlastně těmi dlouhodobými příčinami krize, protože se to odehrávalo v období zhruba deseti a více let před samotným vznikem nynější krizové situace. George Soros – významný hráč na globálních finančních trzích, který i za této finanční krize vydělal značné peníze a zároveň je si vědom, jak ten trh funguje – pravil v *New Paradigm for Financial Markets*: „Krizi bylo možno se vyhnout, kdybychom byli ochotni opustit ideologii tržního fundamentalismu, která vychází z falešného předpokladu, že trhy mají schopnost samoregulace. Tento předpoklad je v rozporu s realitou, protože jsou to znovu a znovu zásahy států a jiných orgánů, které trhy zachraňují vždy, když se dostanou do potíží. Existuje dostatek precedentů na to, aby si regulátoři byli této skutečnosti vědomi. Ale idea, že trhy směřují k rovnováze a odchylky od ní jsou jen nahodilé, je přesto všeobecně přijímána.“ Takže vidíme, že i hráč, který na tom současném systému vydělává, je si vědom rizik tohoto systému, protože samozřejmě nemůže si být nikdy jist, že by někdy v budoucnu třeba neprodělal, takže určitě i pro tohoto hráče na finančním trhu je opodstatněná určitá míra regulace. Teď je ovšem otázka, jaká má být míra regulace, ale i pro tohoto hráče na trhu je určitá míra regulace prospěšná a schůdná.

Poslední, třetí důležitou příčinou krize byly finanční inovace, nové produkty, které se objevily na finančních trzích. Tuto příčinu lze už považovat za krátkodobější, protože ony inovativní produkty se objevily v období několika let před spuštěním krize a bez prvních dvou příčin by nemohly napáchat až tak velkou škodu, jakou napáchaly. Finanční inovace se objevily na trhu právě proto, že tam byla spousta volných a levných peněz díky již zmiňované uvolněné měnové politice. A proto, že trh byl deregulován, se finanční inovace mohly uskutečňovat, proto se

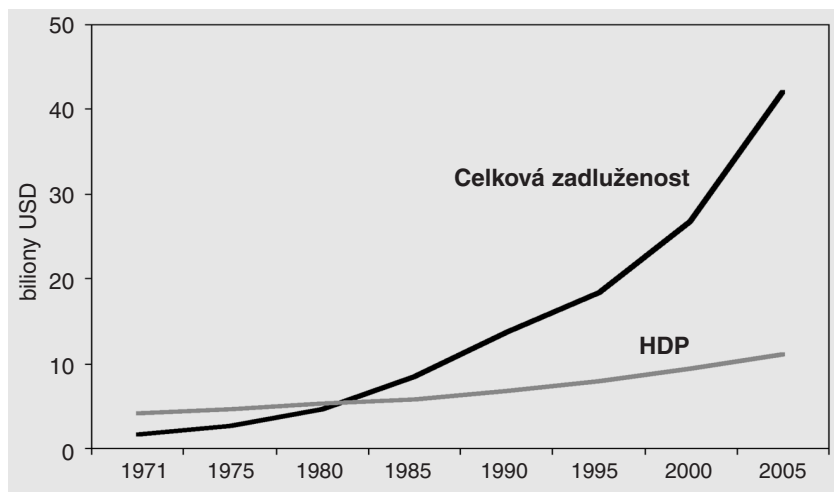
mohly prosadit a proto regulátoři na ně nereagovali a nezakazovali bankám takové produkty vytvářet a prodávat. A díky oběma těmto důvodům, tj. množství volných a levných peněz a zároveň deregulaci trhu, mohly finanční inovované produkty dosáhnout tak velkého rozměru, tak výrazného působení. Finanční inovace tudíž neplnily úlohu nějaké žádoucí změny, která by přinesla novou kvalitu pro jednotlivé hráče na finančním trhu nebo klienty jednotlivých finančních institucí, bank a podobně. To znamená, že neplnily úlohu té tzv. kreativní destrukce – tj. něco starého se zničí a něco nového, lepšího se vytvoří –, ale naopak měly spíše charakter destruktivní kreace. Co se vlastně s tím finančním systémem stalo? Gillian Tett v článku *Lost through destructive creation* například píše: „Během posledních dvou desetiletí přišla vlna inovací, která změnila způsob fungování finančních trhů, a zdálo se, že přinese prospěch všem zúčastněným. Přesáhla však schopnost chápání obyčejných bankéřů, o regulátorech ani nemluvě.“ Tato vlna se rozšířila natolik, že bankéři, finanční pracovníci a regulátoři nedokázali rozlišit, co se v těchto finančních instrumentech schovává. Když vám například na přepážce někdo tento instrument nabízel, tak při podrobnějším dotazu ani tento pracovník nebyl schopen říci, co se za nabízeným finančním instrumentem skrývá. Tyto finanční inovace byly konstruovány tak složitě, že důsledkem byl konečný stav, kdy nikdo nevěděl, jakým přesně způsobem jsou jednotlivé produkty propojeny, protože byly propojovány do různých komplexů, do různých balíčků, takže to vedlo k finančním ztrátám obrovského rozsahu a k obrovskému propadu důvěry v nový finanční kapitalismus. Gillian Tett dále pokračuje: „Krizi způsobily změny ve světě financí, které se připravovaly od 70. let. Banky prodávaly svá úvěrová rizika třetím osobám, to znamená investorům na kapitálových trzích, a začaly používat numerické metody k hodnocení rizika. Vznikly složité ekonometrické modely, kterými se ta rizika hodnotila. Všichni se původně domnívali, jak je tento systém prospěšný, že dokážeme tímto způsobem riziko odhadnout, že dokážeme riziko eliminovat, že ho dokážeme spočítat, a že se tudíž nemůže nic stát; až nakonec došlo k tomu, že tento systém zkolaboval.“ Bankéři ale předtím, než systém zkolaboval, byli nadšeni tím, jak se půjčky mohou různě přelévát, „přebalovat“, jak se mohou promíchávat, jak se mohou přeměňovat na cenné papíry (sekuritizovat) a prodávat dále. Tím se vytvářely pro ně zisky z poplatků, ale především se vytvářelo zdání, že rizika se rozptylují někam až do nekonečna, už jsme na ně neviděli, měla to nějaká desátá osoba v řadě. Ale právě to byla základní příčina mohutnosti krachu; když se objevila velká ztráta u zdroje toho dluhu, tak se přenesl až k té desáté osobě v řadě, která ten dluh potom v nějaké formě cenných papírů držela.

Ekonom Dani Rodrik ve svém článku *Who Killed Wall Street?* napsal, že vlastně tento systém finančních inovací byl na první pohled neobyčejně lákavý, a proto se tak rozvinul. On byl velice politicky líbivý, protože všechny politické strany ve Spojených státech – dělali to jak republikáni, tak demokraté – chtěly zajistit obyvatelům Spojených států, i těm chudším, vlastní bydlení. Tato příčina finanční inovace – že se otevřel trh hypotečních úvěrů i nebankovním subjektům, které mohly

nabízet hypoteční úvěry i klientům, kteří neměli úplnou perspektivu splacení – měla určité politické krytí. Konzervativně se chovající banky by takové klienty odmítly. Potom se umožnilo vkládání poskytnutých půjček do společných fondů (poolů), smíchaly se lepší hypotéky s horšími hypotékami, zabalily se, jak už jsme říkali předtím, do nějakého společného cenného papíru, a ten se prodával investořům. Tyto cenné papíry banky dále rozdělily na tranše podle různé míry rizika s tím, že větší riziko bude odměněno vyššími úrokovými sazbami. Potom zavola-me úvěrovým ratingovým agenturám, aby nám potvrdily, že méně rizikové cenné papíry vytvořené z hypoték jsou dost bezpečné na to, aby do nich mohly investovat penzijní fondy a pojišťovny. Úvěrové ratingové agentury potvrdily vysoký rating těchto cenných papírů, které byly vytvořeny z hypoték, tyto cenné papíry si potom mohli kupovat i různí portfolioví investoři, kteří museli bezpečně ukládat peníze. Pokud jsou investoři stále ještě poněkud nervózní, vytvoříme deriváty, které umožní investorům koupit si pojištění proti riziku neschopnosti splácet, aby se skutečně žádný investor nebál je koupit. Tím se stalo, že určitý segment trhu, tj. chudší klienti, kteří hypotéky nemohli splácet, se zcela propojil s jiným segmentem, tj. s klienty, kteří svoje hypotéky splácet mohli. A to se rozpustilo v celém finančním sektoru. Takže i když celá situace vypadala jako sen proměněný ve skutečnost, nakonec se celý systém rozsypl. V každém případě exploze množství kolateralizovaných dluhových obligací (CDOs, cenné papíry složené z hypoték) a podobných cenných papírů byla nesrovnatelně větší, než bylo zapotřebí k udržení hypotečního úvěrování. Jejich objem rostl na trhu opravdu exponenciálně. Navíc proti nesplacení úvěru byly vydávány swapy, které dosáhly astronomického rozměru. Swapy se staly místo produktem pojištění nástrojem spekulace a dosáhly během několika let rozměru 62 bilionů amerických dolarů. Když si vezmeme v úvahu, že hrubý domácí produkt Spojených států má hodnotu 12 bilionů amerických dolarů, tak vidíme, že jenom tyto swapy nesplacení úvěrů na finančním trhu byly asi pětinašobně větší než celý výkon ekonomiky Spojených států. Protože objem špatných cenných papírů na trhu byl větší než velikost největších světových ekonomik, byl rozsah krize tak velký. Dani Rodrik se na závěr svého článku ironicky ptá: „Jaký je tedy výsledek pitvy na Wall Streetu? Byla to sebevražda? Vražda? Nehoda? Nebo vzácný případ celkového selhání organismu?“ (Zde tedy autor naráží na to, zda v tom nebyl i určitý záměr.) A všetecky si odpovídá: „To se nikdy nedozvíme. A můžeme se být jisti, že někdy v budoucnosti, až se na tuto finanční krizi zapomene, přijde jiná. Klidně si na to můžete vsadit všechny své úspory.“ Pan Rodrik si tedy nemyslí, že bychom mohli nějakými regulatorními opatřeními do budoucna další krizi zabránit, protože inovátoři na finančních trzích jsou tak zruční, že zřejmě obejdou i nějakou novou regulaci, nějaká nová regulační opatření.

Nyní se podívejme, jakým způsobem se tyto tři příčiny finanční krize, které jsme uvedli v předchozím textu, promítly do celkového vývoje zadluženosti ekonomiky Spojených států. Dlouhodobá politika levných peněz a dostupných půjček pro oby-

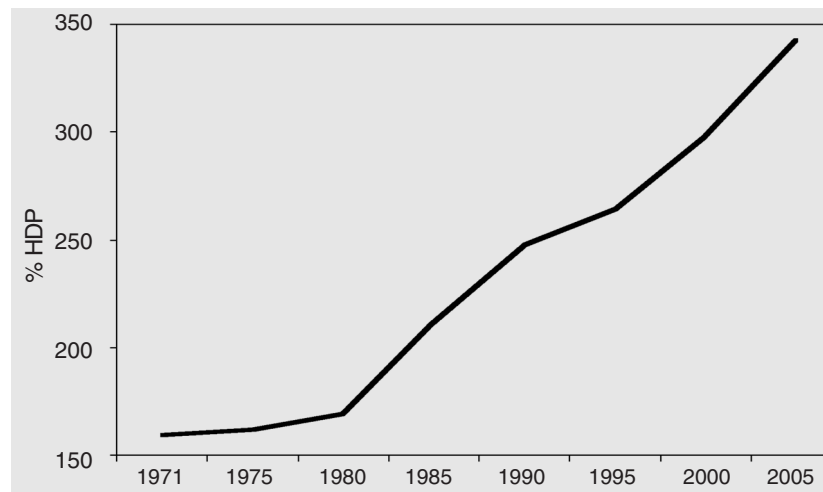
Graf 1 Vývoj HDP a zadluženosti USA v letech 1971–2005 (v bilionech USD)



Pramen: Foster, J. B., Magdoff, F.: Velká finanční krize. Příčiny a následky. Grimmus, 2009, s. 46

vatelstvo způsobovala, že celkové dluhy ať už domácností, firem, ale i státu v USA rostly mnohem rychlejším tempem než celkový hrubý domácí produkt. Po roce 1980 začíná křivka dluhu výrazně stoupat a po roce 2000 už nám roste téměř exponenciálně, kdežto hrubý domácí produkt nám roste uměřeně a pořád lineárně; křivky růstu dluhu a HDP se tedy čím dál tím více rozbíhají (graf 1). Když potom zadluženost ekonomiky Spojených států vyjádříme jako podíl na hrubém domácím produktu, tak vidíme, že důsledkem toho rozbíhání tempa mezi nárůstem dluhu a nárůstem HDP je silný růst podílu celkové zadluženosti ekonomiky Spojených států na HDP (graf 2). Ten celkový dluh je zase součet dluhů jak amerického státu, tak dluhů domácností a dluhů finančních i nefinančních firem. Takže zatímco někdy na začátku 70. let byl celkový dluh všech subjektů ve Spojených státech zhruba na úrovni 150 % HDP – už tenkrát téměř před čtyřiceti let byla míra zadlužení zhruba o polovinu vyšší než celkový výkon americké ekonomiky –, tak v roce 2005 už se celkový dluh americké ekonomiky vyšplhal na 350 % HDP; to znamená, že dluhy dosáhly objemu tři a půl násobku výkonu americké ekonomiky. Zde bych možná dodal, pokud jde o zadluženost amerického státu, že v současné době je její úroveň kolem 80 % HDP a v příštím roce by se měla zvýšit na více než 90 % hrubého domácího produktu. Vidíme tedy, že soukromý sektor má mnohem větší podíl na zadlužení než sektor státu, ale i ten už má dluh téměř rovnající se HDP americké ekonomiky.

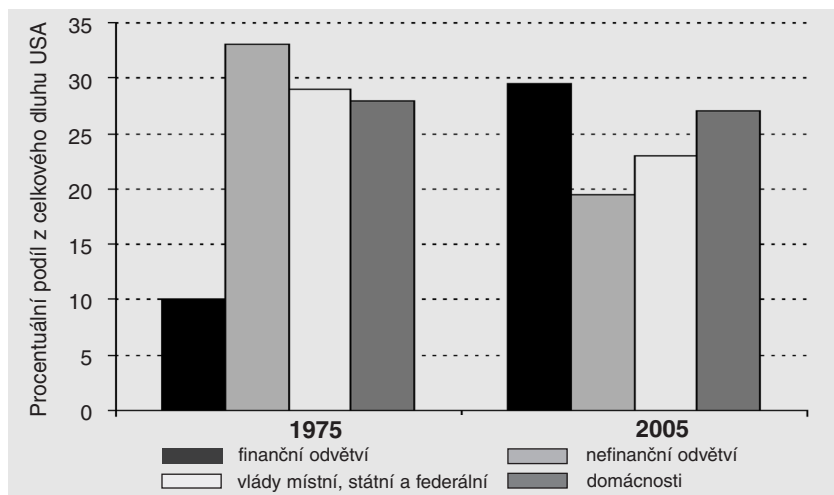
Graf 2 Vývoj míry zadluženosti USA v letech 1971–2005 (v % HDP)



Pramen: Foster, J. B., Magdoff, F.: Velká finanční krize. Příčiny a následky. Grimmus, 2009, s. 47

Zde bych, když už jsme u té zadluženosti, uvedl některé podrobnosti, zajímavé údaje o tom, jací jsou věřitelé Spojených států amerických, hlavně pokud jde o americký stát. Největším zahraničním věřitelem Spojených států je Čína – to už je všeobecně známá věc. Zhruba 800 miliard amerických dolarů Čína postupně půjčila americké vládě. V současné době drží asi 10 % amerického vládního dluhu. Dalším významným věřitelem Spojených států je Japonsko a Velká Británie – a kupodivu například 50 miliard dolarů půjčilo Spojeným státům americkým i Rusko. Dalšími velmi významnými věřiteli USA jsou státy Perského zálivu vyvážející ropu a také některé daňové ráje. Závazky Spojených států v současné době jsou opravdu vysoké a například americký ministr financí v posledním roce musel už dvakrát navštívit Čínu, aby přesvědčoval tamní vládu, že vláda americká je spolehlivým dlužníkem a že zajistí všechny své dluhy splatit. Musel to udělat, protože už ani Číňané nechtějí příliš Spojeným státům půjčovat, ale nakonec se vždy dali přesvědčit. Situace je tedy taková, že pro Čínu by nebylo výhodné, kdyby se nakonec dostaly Spojené státy do nějakých potíží, protože Čína drží největší dolarové pohledávky na světě, takže prudký pád dolaru by pro ni nebyl v tuto chvíli asi výhodný. Tyto dva státy se de facto nějakým způsobem drží ekonomicky v šachu, protože přes toto zadlužení jsou čínská a americká ekonomika navzájem propojeny.

Na následujícím grafu vidíte potom strukturu zadluženosti ekonomiky Spojených států podle jednotlivých sektorů (graf 3). To je velice zajímavé. Vidíme, že

Graf 3 **Struktura zadluženosti v USA v letech 1975 a 2005**

Pramen: Foster, J. B., Magdoff, F.: Velká finanční krize. Příčiny a následky. Grimmus, 2009, s. 48

v roce 1975 největší podíl na zadluženosti mělo nefinanční odvětví. To jsou firmy, které něco vyrábějí, nebo poskytují nějaké služby, takže je to celkem přirozené. Firma na svůj provoz potřebuje nějaký úvěr, potřebuje na rozjezd nějaké investice, potřebuje úvěr na inovace atd. Na dalších místech zadluženosti byla vláda, následují domácnosti a nejméně zadlužen byl finanční sektor. Finanční sektor měl podíl pouze 10 % na celkovém dluhu Spojených států, protože finanční sektor byl tím, kdo půjčoval, a finanční instituce mezi sebou příliš zadluženy nebyly. Když se ale podíváme na situaci o třicet let později, v roce 2005, tak je všechno naopak. Zcela paradoxně nejzadluženějším odvětvím Spojených států se stalo odvětví finanční, to odvětví, které má firmám půjčovat na provoz, na investice apod. Toto odvětví bylo zadluženo mezi svými vlastními subjekty, takže finanční sektor se vlastně dostal do pozice, kdy už obsluhoval sám sebe a neobsluhoval reálnou ekonomiku do takové míry, jak by správně měl. Je vidět, že k tomu zase přispěla uvolněná měnová politika, jak už jsme říkali předtím, kdy bylo v oběhu obrovské množství peněz, ty nebylo kam smysluplně umístit, tak se prostě vytvářely nové finanční produkty a jednotlivé banky a finanční instituce si ty produkty mezi sebou navzájem prodávaly, nebo si je vzájemně půjčovaly, a proto se jejich podíl na celkové zadluženosti v USA vyšplhal až na téměř 30 %. Na druhém místě v roce 2005 byly v zadluženosti domácnosti. Podíl dluhu domácností na celkovém dluhu poněkud poklesl, ale absolutní objem dluhu velmi výrazně vzrostl a vzrostl i objem přepočítaný na jednu domácnost. V tom se výrazně projevila politika levných půjček a povzbuzo-

vání spotřeby za každou cenu. Například bývalý guvernér americké centrální banky Paul Volcker, který byl ještě před Greenspanem, nedávno prohlásil, že vlastně americká ekonomika před krizí byla živena ze 70 % ze spotřeby domácností a to že není správné, protože takhle vysoký podíl spotřeby na ekonomice může být vyvolán pouze tím, že jsou spotřebitelé jakoby „uměle dotováni“. Dotace může mít formu nízkých úrokových sazeb, příliš snadného přístupu k úvěru atd.; nakonec si opravdu může půjčit kdekoliv na kdekdo bez toho, abychom hlídali, jestli je to schop splácet. Důsledkem toho bylo, že domácnosti byly na druhém místě, pokud jde o podíl na americkém dluhu. Na třetím místě potom byla v roce 2005 americká vláda a až na posledním místě, tj. nejmenším dlužníkem, paradoxně byly nefinanční firmy.

Také se můžeme podívat na takovou krásnou věc, totiž jakým způsobem se ve Spojených státech řeší finanční krize, která je spojena také s předlužeností ekonomiky. Americká ekonomika je předlužená a krize se samozřejmě řeší dalším dluhem. Je těžké na jednu stranu něco namítat, protože je zřejmé, že kdyby nebyly finanční instituce podpořeny nějakou finanční injekcí, tak by tyto finanční instituce padly, a to by mělo nedozírné následky pro světovou ekonomiku. Kdyby se tento scénář naplnil, tak bychom tady dnes zřejmě neseděli, protože bychom měli, když to trochu vyhrotím, úplně jiné starosti, například sehnat základní životní potřeby apod. Situace musela být zřejmě nějakým způsobem vyřešena záchrannou rukou státu, ale ta bohužel prozatím neodstranila příčiny krize, pouze se nějakým způsobem díry ve finančním systému zalátaly a nasypaly se tam peníze. Už před rokem, na přelomu září a října 2008, ještě tehdejší prezident George Bush schválil první záchranný balíček pro finanční sektor v objemu 700 miliard dolarů a nový prezident Obama potom v únoru letošního roku prosadil nový záchranný balíček, který měl objem větší, 787 miliard dolarů. To znamená, že celkově na záchranu americké ekonomiky šlo přes státní rozpočet Spojených států 1,5 bilionu amerických dolarů. To je tedy nový dluh. Jen tak pro představu: Všichni víme, že to známé maastrichtské kritérium, které je jedním z hlavních kritérií při vstupu zemí do eurozóny, povoluje roční zadlužení, roční deficit rozpočtu pouze ve výši maximálně 3 % hrubého domácího produktu. V důsledku záchranných balíčků má americká ekonomika v letošním roce deficit 11 % hrubého domácího produktu, v příštím roce bude mít rozpočtový deficit 13 % hrubého domácího produktu. To jenom na ukázkou, abychom věděli, v jakých proporcích se pohybujeme. Čili je to opravdu velmi vysoké číslo. V situaci, kdy ekonomika Spojených států byla předlužená, tak bohužel jí nezbyvalo nic jiného, než finanční krach řešit krátkodobě novým zvýšením dluhu, čímž se ovšem do budoucna zvyšují rizika dalšího vývoje, takže nemůžeme zcela vyloučit, že nás v důsledku toho čeká ještě nějaké další, nové kolo krize.

Už na začátku jsme hovořili o určitých podobnostech, nebo určitých srovnáních s Velkou krizí (depresí) 30. let. Tady se tomu budeme věnovat trochu podrobněji. Podle historika Erica Hobsbawma příčiny krize ve 30. letech dvacátého století



a krize současné jsou si v mnohém podobné. V obou případech když krize začala, „byla samozřejmě nejdrastičtější v USA, protože loudající se expanze poptávky byla popoháněna prostřednictvím enormní expanze konzumentského kreditu.“ Vidíme, že expanze spotřebitelských úvěrů, politika levných půjček se objevuje v příčinách krize jak před 80 lety, tak dnes. „Banky podloměné boomem spekulací s nemovitostmi, který s pomocí sebeklamajících optimistů a množičného se finančního darebáctví dosáhl svého vrcholu pár let před velkým krachem, a zatížené špatnými půjčkami odmítly poskytovat nové stavební půjčky, nebo refinancovat ty staré.“ To znamená, že tehdy i nyní došlo v důsledku krachu na finančních trzích vlastně ke zmrazení, nebo alespoň k silnému omezení na úvěrovém trhu. Takže do značné míry příčiny obou krizí jsou podobné. Zajímavý z tohoto hlediska je také výrok Johna Maynarda Keynesa z roku 1936, který říká: „Spekulanti nezpůsobí škodu, zůstanou-li mýdlovými bublinami na povrchu pravidelného proudu podnikání. Situace se ale stane vážnou, jakmile se podnikání stane mýdlovou bublinou ve víru spekulace.“ A něco takového jsme mohli vidět v nedávné době na struktuře dluhu americké ekonomiky. Prostě jakmile se většina zadlužení koncentruje do finančního sektoru, to znamená, jakmile finanční sektor začne obsluhovat sám sebe, tak je to chyba. Pak totiž finanční sektor už neobsluhuje reálnou ekonomiku a hlavním hybatelem ekonomiky se stane spekulace. A když spekulace nevyjde a nabude v ekonomice obrovského rozměru, tak samozřejmě následuje velká ztráta a velký pád oné ekonomiky.

Už jsem na začátku hovořil o tom, jakým způsobem zareagovala hospodářská politika ve 30. letech na krizi. Bylo to přijetí Glass-Steagallova zákona americkým Kongresem v roce 1933, který reagoval na skutečnost, že komerční banky se v rozsáhlé míře angažovaly v rizikových obchodech. Tento zákon oddělil komerční a investiční bankovníctví; byla mezi nimi vytvořena určitá zeď, protože nezodpovědné chování komerčních bank bylo považováno za hlavní příčinu Velké krize 30. let, a teď se zákonem mělo zabránit použití depozit v rizikových obchodech s cennými papíry. Tehdy vlastně téměř každá druhá banka zkrachovala a tenkrát ještě neexistovalo pojištění vkladů, takže střadatelé bohužel hromadně přicházeli o své úspory. Tento nový zákon zavedl i některá další regulační opatření a zavedl také povinné pojištění vkladů u nově zřízené Federální korporace pojištění vkladů. Finanční sektor shledával tato opatření jako příliš tvrdá a usiloval o zrušení Glass-Steagallova zákona. Od počátku platnosti tohoto zákona existoval obrovský tlak komerčních bank na jeho zrušení. Poprvé si banky myslely, že se jim podaří tento zákon zrušit už po druhé světové válce, ale to se jim nepodařilo, naopak, tenkrát byl ten zákon ještě poněkud zpřísněn. Komerční banky uváděly, že jsou znevýhodňovány oproti jiným subjektům na finančním trhu, že zákon omezuje jejich možnosti dosahovat vysoké konkurenceschopnosti, že jim utíkají klienti ke konkurenci, protože jim nemohou nabídnout stejné produkty jako konkurence apod., a zdůrazňovaly vlastní schopnost seberegulace. Jak to dopadlo, víme. Nakonec, jak už jsme řekli, byl po šestašedesáti letech zákon zrušen, tj. v roce 1999, a podmínky ve

finančním sektoru Spojených států byly liberalizovány. Finanční sektor se však sám regulovat nedokázal a musel být nakonec mohutně podpořen státem. Takže se vyjevilo, že zrušení tohoto zákona se na vzniku soudobé finanční krize výrazně podepsalo.

Na závěr paní docentka cituje opět Erica Hobsbawma, a to z jeho knihy *Věk extrémů. Krátké 20. století 1914–1991*; tato kniha vyšla i v češtině. Historik Hobsbawm s Velkou depresí 30. let porovnával krizi, která probíhala na přelomu 80. a 90. let téhož století a o níž jsme si řekli, že i ji tenkrát Alan Greenspan řešil velkým uvolněním měnové politiky. Cituji: „Ti z nás, kteří žili v době Velké krize 30. let, stále ještě nemohou pochopit, jak mohly ortodoxie čistě svobodného trhu, tehdy tak zjevně zdiskreditované, opět velet celosvětové depresi přelomu 80. a 90. let, již zase nebyly schopny ani porozumět, ani se ní vypořádat. Tento podivný fenomén by nám měl připomenout hlavní charakteristický rys historie, který tak příkladně ukazuje neuvěřitelně krátkou paměť jak teoretických, tak praktických ekonomů. Zároveň živě ilustruje společenskou potřebnost historiků, kteří jsou profesionálně způsobilí k tomu, aby připomínali vše, co si jejich spoluobčané přejí zapomenout.“

Když se podíváme, jak ty velké krize přicházejí, tak vidíme, že řada historiků, teoretiků i praktiků finančního trhu si všimla, že perioda příchodu a odchodu těchto velkých finančních krizí je zhruba šedesát až osmdesát let. A to je období, kdy se už ztrácí určitá zkušenost generace, protože generace, která tuto zkušenost přímo měla, už buď není naživu, nebo je v takovém věku, že nedokáže aktivně formulovat názor hlavního ekonomického proudu. Regulační opatření, vyplývající z předchozí zkušenosti, se zruší a nová krize může po několika letech vypuknout. Dovolte, abych touto „nadějnou“ vizí zakončil toto vystoupení.

### Jiří Malý

Tak jsem vám přednesl příspěvek paní docentky Evy Klvačové a nyní prosím pana Ing. Karla Mráčka, CSc. z Institutu evropské integrace NEWTON College, aby se ujal slova a přednesl nám příspěvek na téma *Příčiny, průběh a možnosti řešení krize ve finančním sektoru*.

## PŘÍČINY, PRŮBĚH A MOŽNOSTI ŘEŠENÍ KRIZE VE FINANČNÍM SEKTORU

### Karel Mráček

Navázal bych na předchozí přednášku a podíval bych se podrobněji na některé záležitosti kolem příčin a průběhu krize tak, jak vyžaduje moje téma. Jenom připomenou některé charakteristické rysy, kterými se definuje, vymezuje současná finanční krize. Je to především její celková dynamika, která ji provází. Tato krize vznikla jako krize lokální a poměrně rychle se rozšířila po celém světě. V podmínkách globalizované ekonomiky se výrazně projevila v globálním měřítku. Začala v roce 2007 v podstatě jako lokální hypoteční krize, v roce 2008 přerostla ve finanční krizi a na podzim téhož roku už v krizi hospodářskou, v krizi reálné ekonomiky. Můžeme hovořit i o nějakých zpětných dopadech, kterým se zatím moc pozornosti nevěnuje; tím mám na mysli jevy pocházející z reálné ekonomiky a ovlivňující zpětně sektor finanční. Dále je charakteristickým rysem soudobé krize také to, že faktorů, které ji způsobily, je celý komplex a že tyto faktory jsou vnitřně propojené. Právě tato propojenost krizi posiluje a prohlubuje; zejména jde o makroekonomické příčiny (nadbytek likvidity, nadměrná úvěrová expanze atd.). Sem patří dále problémy sekuritizace (finanční inovace – ABS, MBS, CDOs atd.), nedostatky v řízení rizika, selhání řady institucí, selhání ratingových agentur, selhání v oblasti regulace a dohledu, ale také některé politické zájmy (třeba právě rozšíření dostupnosti vlastního bydlení, ke kterému docházelo ve Spojených státech amerických), psychologické aspekty (o nichž se někdy hovoří, někdy ne, to je ta „chamtivost“ bankéřů, to, že chtějí vydělávat stále více a více) a sociologické aspekty (ono žít na dluh, což je jaksi posilovaný trend moderní doby: „Proč bych na něco spořil, když jsou tady tak snadno dostupné úvěry“). Nakonec bych uvedl důležitý faktor, totiž určitou globální institucionální slabost. Ukazuje se, že zde nejsou instituce, které by byly schopny nějaké globální obrany v podmínkách globalizované ekonomiky, v níž je možnost, že se vytvoří a vynoří krize globálního charakteru.

Teď se podíváme blíže na některé z uvedených faktorů. Jeden z nich, makroekonomické příčiny, lze hledat v nadbytku likvidity. Hojnost likvidity se projevovale především v rychle rostoucích cenách aktiv, zvláště v rychle rostoucích cenách nemovitostí, zatímco růst spotřebitelských cen byl mnohem nižší. Dále je možné hledat makroekonomické příčiny také v nízkých úrokových sazbách, což je podpora rychlé úvěrové expanze. Sami dobře víte, že když jsou nízké úrokové sazby, je úvěr dostupnější a poptávka po něm roste, zvyšuje se. Přitom tato rychlá úvěrová expanze byla doprovázena iluzemi o permanentním a udržitelném economic-

kém růstu. Tak docházelo ke dlouhodobému přehřívání americké ekonomiky. Je zde tedy rychle rostoucí objem úvěru plus nízká inflace spotřebitelských cen, ale ani za této situace Fed, což je americká centrální banka, nedospěl k závěrům, že by bylo potřeba nějak zpřísnit monetární politiku. Úvěrová expanze, která se rychle rozvíjela, měla své průvodní rizikové jevy, které vlastně stály na počátku krize. Byla zde v podmínkách tvrdé konkurence stálá snaha o další rozšíření hypotečních úvěrů. Uvědomme si, že anglosaský trh má tradici 150 až 200 let, kdy se poskytuje hypoteční úvěry, a že ten trh už je poměrně nasycený; je tedy nutné hledat nějaké další možnosti, další produkty. Dále si uvědomme, že na tomto trhu se pohybuje spousta subjektů, které mají svoji samostatnou pozici, ale také jsou vzájemně propojené. Nakonec to vedlo k takovým neopatrnostem, že se poskytovaly subprime hypotéky. Kdo jsou subprime klienti? Jde o určitou skupinu, či o určitý segment klientů jakési „nižší“ kategorie. Je to poměrně rizikový segment méně bonitních klientů, u kterých se předpokládá, že mají horší platební morálku (například klienti s nepříliš dobrou kreditní historií, s vyšším rizikem ztráty zaměstnání apod.). Tito klienti nejsou schopni poskytnout dostatečné záruky, že budou pravidelně splácet hypoteční úvěr, a většina z nich má nižší úroveň finanční gramotnosti. Ve Spojených státech amerických jsou registry, kde je podchyceno, zda určitý klient skutečně dobře splácí atd., a když chce někdo nějakou kreditní kartu nebo nějakou půjčku, tak se v takovém registru ověří, jakou má platební historii, a klientovi se vyhoví, má-li ji dobrou. Ale najednou se k tomu přestalo přihlížet a vyhovělo se klientům značně rizikovým. V celém procesu poskytování úvěrů sehráli svou neblahou, ale značně rozsáhlou roli různí zprostředkovatelé, makléři, dealéři, kteří nabízeli všechno možné a přitom často neinformovali o nabízených produktech zcela korektně, někdy dokonce falšovali určité podklady a využívali to, že se klienti dostatečně neorientovali ve finančních operacích. Těmto subprime klientům bylo jedno, zda se nabízí pevná či pohyblivá úroková sazba. Tohle příliš nerozlišovali a to také bylo svým způsobem z jejich strany podcenění rizika. Nesmíme také přehlédnout politickou podporu nižších příjmových skupin obyvatelstva směřovanou k dostupnosti vlastního bydlení. Ve Spojených státech amerických má taková podpora svou tradici. Šlo většinou o podporu různých válečných veteránů, lidí, kteří se zúčastnili války ve Vietnamu apod., aby měli své bydlení. Bylo to chápáno jako jakási odměna státu či společnosti za jejich služby Americe ve světě. Pochopitelně tohle nemohlo vydržet dlouho. V roce 2006 přišly inflační tlaky, zvýšily se úrokové sazby a bylo zřejmé, že bublina subprime bydlení splaskne.

Každá bublina jednou splaskne, protože je to spekulativní odchylka od skutečných hodnot směrem vzhůru. Přitom zde byly zkušenosti z podobné bubliny na technologických trzích, a to z konce 90. let, kdy se mladá generace většinou zaměřila na to, aby internet byl úplně běžný. V roce 1995 se začalo na internetu prosazovat, aby si každý obstarával stále dokonalejší technologická zařízení, začala narůstat obliba internetových firem, každý je chtěl mít ve svém portfoliu, poptávka po nich šla nahoru nad únosnou míru. Starší generace si jistě dobře vzpomene

na boom informačních společností; tehdy bylo běžně skloňováno, že celá moderní společnost, její funkce, produktivita a vůbec existence závisí jen na nových informacích. Skončilo to, internetové firmy klesly – a všichni čekali, že to zase půjde nahoru. Najednou se zjistilo, že to nahoru nejde, že zisky nejsou tak vysoké, jak se čekalo, čili lidé se začali akcií internetových firem zbavovat a bublina praskla. To je jen jeden příklad z nedávné doby, jak ty bubliny na trhu splaskávají. Stejně tak to bylo i na trhu nemovitostí. Očekávalo se, že trhy dále porostou, že ceny nemovitostí také nadále porostou a že tedy hodnota záruk, tj. hodnota stavěných nemovitostí bude vždy dostatečnou pojistkou při osobním bankrotu. Cenová bublina se po roce 2000 rozrůstala a kulminovala v letech 2006 až 2007. V oblasti nemovitostí jsou poměrně liberalizované národní trhy, ale je tady jedna ošidnost. Vždycky, když se oceňují nemovitosti, tak se vychází ze srovnávací metody a ceny se tím porovnáváním často tlačí nahoru. V rámci tohoto hypotečního problému se projevoval ještě jeden významný fenomén, který už jsem tady zmiňoval, totiž ono „žití na dluh“, což bylo umožněno lehkou dostupností hypotečních a spotřebitelských úvěrů. Když se podíváme na podíl osobních úspor na disponibilních příjmech ve Spojených státech, tak vidíme, že od roku 1990, kdy dosahoval asi 7 %, neustále klesá, trend vývoje směřuje k nule. Naopak roční nominální míra růstu hypotečních úvěrů poskytnutých domácnostem v letech 2001 až 2006 se stabilizovala na 10 procentech. A nejhorší bylo, že subprime hypotéky, které v roce 2001 dělaly 180 mld. USD, v roce 2006 už dosáhly objemu 625 mld. USD. To je pěkná částka. To vyvolává otázky, jak to vlastně bylo s regulací v poskytování hypotečních úvěrů. Regulace nebyla dostatečná a takové agentury, které jsou podporovány americkou vládou (jako například hypoteční agentury Fannie Mae a Freddie Mac), nepracovaly zodpovědně, informace pro americkou vládu nebyly dostatečné. V této souvislosti je možné říci, že v zemích Evropské unie se postupovalo celkem odpovědně, i když i tam byly, zvláště ve Velké Británii a ve Španělsku, některé problémy; ale nebylo to nic takového, co jsme viděli na americkém hypotečním trhu.

Z hlediska krize je podstatné, že problémy lokálního amerického trhu se spolu s úvěrovou expanzí rozšířily, že nastal nový prvek, a to sekuritizace hypoték. Hypotéky jako zajímavé aktivum se dostaly do portfolií investičních bank. Na finančních trzích se začaly považovat hypotéky u cenných papírů jako určitá hodnota, tedy jako nějaké aktivum. Sekuritizace se stala jedním z hlavních soudobých trendů na finančních trzích. Bylo to dáno prostředím hojné likvidity a zároveň nízkých výnosů z úvěrů. Nezískám příliš na úvěrech z hlediska úroků (cena peněz je nízká), tedy hledám příležitosti vyšších výnosů i za cenu podceňování rizika. Vyšší výnosy se objevovaly v toku cenných papírů, tj. v sekuritizaci. Dochází k inovaci investičních produktů. To byl významný trend, který hodně ovlivnil celosvětový finanční trh. Sem patří: a) cenné papíry kryté aktivy (asset backed securities – ABS), to znamená, že určitými aktivy mám kryté cenné papíry; b) hypoteční úvěry jako podkladové aktivum (mortgage backed securities – MBS), jestliže jsem si vzal hypoteční úvěry jako krytá aktiva, tak mohu určitý typ cenného papíru krytý hypo-

tékami; c) tzv. zajištěné dluhové obligace (collateralized debt obligations – CDOs). Formou sekuritizace se z hypotečních úvěrů staly tzv. zajištěné dluhové obligace. CDOs se staly cenným papírem krytým podkladovými aktivy.

Podíváme se nyní na emisi takovýchto cenných papírů krytých podkladovými aktivy, abychom si udělali nějakou konkrétní představu jejího růstu. Podle údajů Larosièrovy zprávy v letech 2000 až 2006 vzrostla emise amerických ABS z 337 mld. USD na 1250 mld. USD. Dokonce ještě rychleji rostla emise MBS, a to ze zhruba 100 mld. USD na 773 mld. USD. Vidíte, že růst těchto inovovaných investičních produktů byl během let 2000 až 2006 poměrně velmi vysoký. Jaký je konkrétní postup při sekuritizaci úvěrů? Kuchyně té výroby nám může zlomit vaz, pokud do toho vložíme velké prostředky. V první řadě banka vytvoří jakési „balíky“ úvěrů, zpravidla rozdělené na tzv. tranše. Tranše (skupiny „balíků“) se vytvářejí podle rizika, tj. kvality podkladových úvěrů, a podle předpokládaných výnosů. Čím je „balík“ rizikovější, tím je výnosnější. Zpravidla se vytvoří senior tranše, to znamená balík úvěrů s poměrně nízkým rizikem, ale také s nízkými výnosy; junior tranše, balík s vysokým rizikem, ale také s možným vysokým výnosem; a konečně mezzanine tranše, sem patří balík se středním rizikem a středním výnosem. Když si to banka takhle pěkně rozdělila, tak se toho pochopitelně teď potřebuje nějakým způsobem zbavit. Prodá tedy „balík“ úvěrů jako podkladová aktiva nebankovní instituci, prodá je tedy tzv. svěrenskému správci nebo, jak se tomu také říká, trustee. Tím už se dostává z regulované sféry do neregulované. Trustee jako neregulovaný subjekt vydá na budoucí cash flow (což znamená reálné peníze, které by měly plynout z těch malých úvěrů) postupovaně cenné papíry (CDOs). Aby to mělo co největší důvěru, aby to někdo kupoval, je nutné zabezpečit tuto obligaci některou ratingovou agenturou. Když má někdo dobrý rating od renomované agentury, tak je to výborné, důvěra se zvyšuje. Dále se zvýší bonita a důvěra určitým typem záruk, tj. pojištěním apod. Teď už si říkáte: „Je to důvěryhodné, je to dobré, to už by mohli kupovat.“ CDOs převezmou investiční zprostředkovatelé a snaží se je prodat s určitým ziskem investorům. V celé sekuritizační operaci banka nadále odpovídá jako administrátor, jako správce, za obsluhu úvěru (tj. za splácení jistiny a za inkasování úroků) až do jeho úplného splacení, vypořádání. Protože smlouva je přirozeně s tím, kdo od banky úvěr převzal, a s tím, kdo je dlužníkem, tak peněžní toky z podkladových aktiv plynou od administrátora, tj. banky, přes trustee až k investorovi. V průběhu se odečítají nějaké příslušné provize za zprostředkování. Investor by nakonec měl dostat reálné peníze. Je to pro něj zajímavé, něco na způsob pohledávek.

Nyní se zamysleme nad tím, co bylo motivem bank při sekuritizaci, proč to investor dělá. Když jdu do nějakého byznysu, tak mám pro své jednání nějaké motivy. Vždycky na tom musím vydělat, musí to mít pro mě nějakou výhodu. Kroky bank byly vedeny snahou vymanit se v jisté míře z bankovní regulace. Čím je větší úvěrová expanze, tím víc se banky dostávají pod tlak přísnějších pravidel

kapitálové přiměřenosti, tj. zásady, že přírůstek objemu poskytnutých úvěrů musí být doprovázen zvýšením vlastního kapitálu. Banky musí mít krytí vlastním kapitálem, musí mít krytí proto, že by mohlo dojít k poskytnutí špatných úvěrů. Přitom vlastní kapitál je obvykle dražší než kapitál cizí, to je známá záležitost z podnikové ekonomiky. Takže co s tím? Sekuritizace úvěru vlastně bankám umožňuje snižovat náklady na získávání kapitálu a regulovat kapitálovou strukturu. Získáváním cizího kapitálu se zvyšuje také rentabilita kapitálu vlastního; tomu se říká tzv. pákový efekt (leverage effect). A co je ještě důležité: banka na tom vydělá, vydělá okamžitě, nemusí dlouho čekat na to, až nabude peněz, a zároveň redukuje i své úvěrové a úrokové rizika. Ona provádí vlastně transfer těchto svých rizik na jiný subjekt.

Postupme o krok dále a podívejme se, proč si CDOs investoři kupují. Investor získává sice výnos navázaný na cash flow z podkladových úvěrů, ale současně také sdílí rizika úvěrových produktů a obchodů. Ale rizika jsou jakoby potlačována do pozadí díky tomu, že důvěryhodnost CDOs zvyšovala příznivá ohodnocení renomovanými ratingovými agenturami. Výborná ohodnocení AAA nebo AA vycházela z předpokladu, že podíl skutečně špatných aktiv je nízký. Důvěryhodnost byla ještě navíc posílena pojištěním (viz credit default swap, CDS, smluvní pojištění rizika třetí strany). Takové pojištění je tedy dalším nástrojem, jak posílit důvěryhodnost CDOs. Investor je tak přesvědčen, že jde o solidní, slušné cenné papíry, a bez rozpaků je koupí; třeba si to koupí nějaká obec v Norsku.

A jak to nakonec dopadlo? Mnoho Američanů přestalo hypotéky splácet a ceny nemovitostí začaly klesat. Původně se říkalo, že když někdo přestane hypotéku splácet, nic to pro věřitele neznamená; taková osoba vyhlásí osobní bankrot a banka pokryje své výdaje nemovitostí, kterou při bankrotu získá. Jenomže nemovitosti mají náhle nižší hodnotu, tím je náhle nižší hodnota i CDOs; přitom se CDS ukázalo jako nedostatečné a slabé a ratingy jako nadsazené. V bankovníctví platí zásada, která se až do konce minulého tisíciletí dodržovala, že půjčka nebo úvěr na dlouhou dobu a hodnota záruky mají být v určitém poměru; u půjčky na výstavbu nové nemovitosti se doporučuje, aby půjčka byla kolem 70 % předpokládané hodnoty nové nemovitosti, aby byl vytvořen určitý „polštář“, kdyby cena nemovitosti klesla. Tato zásada byla přijata dokonce i u nás v roce 1995, kdy byly v zákonu o nemovitostech poprvé upraveny hypoteční úvěry. Pak se tato zásada prolomila. První, kdo začal půjčovat na 100 %, byla někdy v roce 2000 GE, pak se přidaly další finanční ústavy. I u nás se to začalo nějakým způsobem obcházet. Ale teď se už zase obezřetně všichni vracejí k dodržování této zásady. Vraťme se však do situace, kdy bublina, která vznikla sekuritizací úvěrů, za velkého třesku splaskla.

Jak máme tedy pohlížet na sekuritizaci úvěrů? V prvním hnutí myslí bychom asi řekli, že je to hrůza, ale měli bychom si uvědomit, že je to v podstatě určitý obchodní model, který byl svým způsobem zdiskreditován netransparentností, nepřehledností toho, co se v jeho produktech skrývá. V tomto modelu jde vlastně o hledání určitých tržních příležitostí, ale byly přitom podceněny hrozby spojené

s řetězcem přenášení rizik na někoho jiného. Diverzifikace rizik a širší jejich sdílení byly nadměrné. Tento obchodní model, jakým je sekuritizace úvěrů, probíhal v podmínkách globalizované ekonomiky, a tak v sobě nesl problém širšího nakládání s individuálním rizikem obchodu, „šíření nákazy toxickými aktivy“. Ukázalo se, že v podstatě lokální událost může přerůst ve vážný celosvětový problém. Tato otázka byla rozebrána i v předchozím vystoupení mého kolegy, nebudu se jí tedy podrobněji zabývat.

Jak tedy vůbec pohlížet na finanční inovace? My víme, že finanční deriváty začaly plnit své funkce asi před třiceti lety, byly produktem inovace, která měla logický charakter a vycházela z dobrých důvodů. Jejím smyslem bylo zajistit firmy, podniky a další subjekty před nadměrnou volatilitou kurzů, před výkyvy hodnoty cenných papírů, eventuálně úrokových sazeb. Tato snaha o zajištění do určité míry setrvalého stavu, protože za rok už to může být všechno jinak, měla svou kladnou stránku a vedla k řadě doporučujících opatření. Na druhé straně, když se finanční inovace nějakým způsobem vyvine neregulárně, tak může nabírat negativní efekty. Každý produkt inovace může přinést něco dobrého a něco špatného, záleží na tom, k čemu jej využijeme. Přenesme se třeba do paleolitu. Pračlověk si rád opatřil nějaký pazourek, což byl významný produkt inovace, protože mu mohl sloužit jako vynikající nástroj k lovu zvířat. Tím tento produkt prainovace přispíval k lepší výživě člověka a mohl také přispívat k snadnější dostupnosti jeho ošacení, protože usnadňoval zpracování kůže zabitého zvířete. Ale stejný pazourek, stejný produkt právě inovace, mohl být použit jako válečný nástroj, a tím zefektivnit vyražování konkurenční tlupy jiných pralidů. V historii se vždy projevuje jak pozitivní, tak negativní stránka inovace. Ve Spojených státech amerických vznikl dokonce vědecký obor, který se zabývá odhadem negativních důsledků inovací nejen v ekonomické a sociální oblasti, ale i v oblasti technologií. Takže i v oblasti finanční nemůžeme označit inovaci jen za špatnou, či jen za dobrou věc. Může vést k dobrým i špatným důsledkům a záleží jen na nás, abychom věnovali patřičnou pozornost rizikům, která s sebou nese, a regulačním opatřením, která vyžaduje. Finanční inovace a její produkty před nás tedy stavějí nové nároky z hlediska regulačních opatření a řízení rizik.

Nedostatky v řízení rizik jsou jak na straně regulátorů a dohledu, tak i na straně finančních společností. Současná finanční krize odhalila zejména rostoucí nebezpečí pro finanční systémy v systémovém riziku. Zatím jsem nehovořil o systémovém riziku (systemic risk) ve financích. Systémové riziko zde představuje riziko kolapsu nebo nestability určitého finančního systému či určitého trhu. Jinak řečeno, jde o negativní důsledky aktivit dravých finančních institucí pro větší okolí, pro větší část ekonomiky, a jsou tak rozsáhlé a neblahé, že vyvolají určité intervence státu. Obvykle je systémové riziko identifikováno a hodnoceno ve dvou klíčových situacích: a) „too large to fail“, b) „too interconnected to fail“. Při situacích, kdy se systémové riziko ukáže jako značné, může vést k pádu banky, který má dále velice nepříznivý dopad na ekonomiku. My jsme to u nás zažili v případě IPB. Bylo



jasné, že se to nemůže nechat přerůst do bankrotu této banky, nebo do něčeho podobného. Ve Spojených státech amerických se také potvrdilo staré pravidlo, že také bankroty se podílejí na finanční krizi. To jsou ta nebezpečí, kdy se příliš velká instituce vzhledem ke svému rizikovému jednání dostane do problémů a mohla by tak ohrozit i podstatnou část ekonomiky. Nakonec stát musí zasahovat.

Systémové riziko, které se do jisté míry podcenilo, se nemá směřovat s tržním rizikem, protože tržní riziko je záležitost mikroekonomické úrovně. Sem patří rizika kreditní, úvěrová, měnová, akciová, komoditní atd., tedy různé druhy rizik, které vnímáme jako záležitosti mikroekonomické úrovně. Tržní riziko se vztahuje svými důsledky jednoznačně k prodávanému či kupovanému produktu, třeba i substitučnímu produktu či položce, a spojuje se s příslušnou finanční společností či skupinou. Ukazuje se, že strukturovanější finanční produkty vyžadují mnohem sofistikovanější podobu hodnocení rizika. Už nevystačíme se stávajícími způsoby. K rizikové situaci přispěly v bankách a dalších finančních institucích určité systémy odměňování a hodnocení; tyto způsoby odměn vedly k podstupování nadměrného rizika a k tomu, že se riziko v této oblasti delší dobu podceňovalo. O tom se zde již hovořilo. Jen bych chtěl ještě zdůraznit, že Evropská komise se snaží najít nějaké cesty, jak reagovat především na systémové riziko. Zatím se uvažuje o cestách, které jsou spíše institucionální povahy.

Přejdeme k institucionálním selháním ratingových agentur a potom k selháním regulatorním a dohledovým. Nejprve tedy několik slov o ratingových agenturách. Jak vlastně vypadá současné odvětví ratingového hodnocení? Má charakter oligopolního (výlučného) odvětví, tedy odvětví několika velkých a významných světových hráčů, kteří se prosadili nejen na americkém trhu, je to odvětví plně vysokých vstupních bariér, takže proniknout a uplatnit se v něm je neobyčejně obtížné, ba téměř nemožné. Ke struktuře tohoto odvětví přispěly také regulatorní postupy a zásahy státu. Byly preferovány určité ratingové agentury s tím, že právě ony mají hodnotit finanční produkty i instituce, že ony mají určovat ratingy dluhopisů atd. Několik ratingových agentur mělo stálé preference a je logické, že jejich pozice na trhu se tím stále posilovala. A uvědomme si, že přitom na druhé straně neexistoval žádný efektivní dohled nad činností ratingových agentur a nebyla prováděna žádná jejich regulace. Ony mají prakticky ve všem volnost, nemusejí zveřejňovat žádné postupy své metodologie, nepodléhají kontrole ani jako instituce, ani jejich činnost, ani metody a pravidla určující tuto činnost. Můžeme říci, že ratingové agentury dramaticky selhaly při hodnocení rizik CDOs, a proto mají nezanedbatelný podíl na současné finanční krizi. Investoři jsou závislí na hodnocení ratingových agentur, podle jejich hodnocení se orientují na tržní scéně, a jsou-li hodnocení neseriózní, jsou i obchody, prodeje i nákupy investorů na vodě. Ratingové agentury jsou samozřejmě pod tlakem emitentů sekuritizovaných produktů, tedy těch, kdo vydávají CDOs. Tito lidé mají zájem, a to značně velký a prosazovaný nejrůznějšími metodami, na získání co nejpříznivějšího hodnocení pro své emitované cenné papíry od renomované ratingové agentury. To je přirozené, ale

ratingové agentury by tomuto tlaku neměly podlehnout. Teď je ovšem otázka, jak je přimět k objektivitě, protože jsme viděli, že samy objektivní hodnocení nezajistily. A zde jsme zase u toho základního souboje dvou skupin ekonomů: Má být zaváděna větší regulace, nebo má být dán větší prostor pro konkurenci? Liberální ekonomové se vyslovují pro větší konkurenci a argumentují tím, že čím více pravomocí dostane stát jako regulátor, tím více vytvoří institucí, tím více to bude stát peněz a tím horší bude situace. Jiní ekonomové poukazují na to, že samoregulace evidentně v historii opakovaně selhává. Tyto spory jsem jen chtěl zmínit, řešit je zde nemůžeme.

Nyní bych přikročil k regulatorním a dohledovým selháním. Chtěl bych tady zdůraznit, že bankovníctví samo o sobě patří v tržních ekonomikách již nyní k odvětvím s největší mírou regulace a dohledu. Ovšem existují některé části finančního sektoru, které přímo regulované nejsou, a v poslední době vidíme snahy o posilování regulace ve všech částech finančního sektoru. Jsou jak obhájci, tak odpůrci regulace a dohledu a všichni se snaží svá stanoviska odůvodnit. U bankovníctví se stále hovoří o tom, zda regulovat více, či méně, či zda deregulovat. Současná finanční krize tyto otázky vyhrotila. Obhájci regulace a dohledu argumentují asi takto. Bankovní instituce mají v tržní ekonomice vzhledem k předmětu své činnosti specifickou roli. Úpadky bank mají pro ekonomiku mnohem horší důsledky než úpadky ostatních podnikatelských subjektů, zvláště pokud je to úpadek příliš velkého finančního objemu, či pokud špatné bankovní produkty postihují příliš rozsáhlý okruh lidí („too large to fail“). Dále značná asymetrie informací vyžaduje ochranu spotřebitele. Teď se k tomu vyjádřila i Evropská komise, která konstatovala, že spotřebitel je slabší stranou. Nezanedbatelné jsou také potřeby měnové politiky, například je nutná regulace množství peněz v oběhu. A konečně je zde ještě jeden jev, a to tzv. pokles zprostředkování (neboli de-intermediation), snižování podílu bankovních institucí na zprostředkování finančních transakcí v ekonomice, růst podílu nebankovních subjektů. Například řada nebankovních institucí začne půjčovat jako banky, začne poskytovat úvěry. Třeba i u nás, znáte to asi sami, mnohé nebankovní instituce začaly dělat různé transakční operace atd., takže samy banky dokonce začaly argumentovat pro to, aby byly tyto činnosti také regulovány, aby byl nad nimi také dohled, protože tento jev znamená pro banky zvýšenou konkurenci v jistém oboru. Nebankovní subjekty v podmínkách silnější regulace a dohledu bank získávají určité konkurenční výhody, a proto jsou zde tlaky bankovních lobby na rozšiřování regulace a dohledu na nebankovních trzích.

Po institucionální a organizační stránce by se měl koncentrovat výkon dohledu do jednoho místa. U nás to tak již máme zařízené, tímto místem je Česká národní banka, ale to zdaleka neplatí o všech zemích EU, ty to s největší pravděpodobností ještě čeká. Pak teprve mohou být vytvořeny funkční nadnárodní instituce či orgány regulace a dohledu EU. Regulace je vlastně stanovení určitých pravidel, pravidel hry, a dohled je jakási kontrola jejich dodržování. Obhájci regulace a dohledu říkají, že regulace není v rozporu s principy tržní ekonomiky, naopak

předchází selhání celého trhu, chrání drobné vkladatele a investory v podmínkách určité nedokonalosti a tvrdosti finančních trhů. Na druhé straně stojí odpůrci a ti uvádějí svoje argumenty proti regulaci a dohledu. Říkají, že tržní prostředí se regulací a dohledem deformuje a deformuje se i chování finančních institucí v něm. Tyto instituce se nechovají, resp. nemohou chovat přirozeně. Navíc regulace a dohled si vyžadují vysoké náklady a jejich efektivita je často nepřilíš velká. Navíc všechny regulované subjekty se koneckonců vždycky snaží určená pravidla nějak obejít, uplatňuje se model „hry kočky s myší“. V této souvislosti odpůrci argumentují zavedením právě CDOs. Nebudu teď hovořit o otázkách morálního hazardu, který byl dříve často spojován s vkladateli, protože si ukládají peníze do bank, kde jsou třeba nadměrná rizika. Chtěl bych jen uvést, že dochází k přesunům regulace z oblasti ekonomické do oblasti politické (zestátnění bank v současné globální finanční krizi). A konečně, že se dosud střetává snaha o silnější regulaci finančních trhů se snahami o jejich deregulaci. Můžeme to vidět na hodnocení historie Glass-Steagallova zákona ve Spojených státech amerických (zákon se ve Spojených státech obvykle jmenují podle toho, kdo zákon navrhl), jeho zrušení bývá někdy označováno i za „příspěvek ke vzniku finanční krize“. Nechtěl bych vidět, jak by to bylo v našem parlamentu. Regulační zákony přišly kdysi po Velké hospodářské depresi 30. let minulého století. Důsledkem bylo oddělení komerčního a investičního bankovníctví a dlouhá léta se pak vedly boje o to, aby se Glass-Steagallův zákon zrušil, což se podařilo na konci 90. let, jak už jsme se zmínili. A právě toto zrušení značně přispělo ke vzniku finanční krize; k tomu se vyjadřoval třeba už Paul Krugman, Joseph Stiglitz, nebo Barack Obama a jeho poradci.

Diskuse o regulaci a deregulaci tedy probíhala a probíhá stále. My můžeme ale za vzácné shody všech konstatovat, že došlo k selhání aktivního přístupu v regulaci a dohledu. To se projevilo tím, že nebyli včas identifikováni a separováni účastníci finančních trhů s tzv. toxickými aktivy, přičemž projevy byly zřejmé už v roce 2007. U regulovaných finančních institucí, bank, selhala často dohledová politika. V roce 2008 pokračoval nezdravý trend selhávání regulace a dohledu, který se projevilo nárůstem nedůvěry na finančních trzích. Až následně se vypracovaly a uplatňovaly záchranné programy, ať už pracovaly s rekapitalizací bank, či se zárukami a dalšími formami podpory. Přitom víme, že náklady na opatření ex post jsou pro stát, pro společnost vždy větší než náklady na opatření přijatá před propuknutím nežádoucí situace. Dalším selháním bylo, že se tolerovalo obcházení platných regulatorních pravidel a že byla nedostatečná pozornost věnována posouzení rizik na makroúrovni. Dohledové problémy z hlediska globálního rámce se projevíly i v národním a přeshraničním kontextu. To znamená, že národní orgány neměly k dispozici veškeré relevantní informace globálního významu a nesdílely informace s jinými partnery například v zemích EU. Koordinace byla na příliš nízké úrovni a mnohdy ani dohledové orgány samy nebyly v rámci EU koordinovány. Každý si hrál trochu na národním písečku. Stále více se poukazuje na chybějící adekvát-

ní regulaci trhu s deriváty. Zdůraznil bych to, že právě rozvoj obchodů s finančními deriváty měl velký význam pro vznik současné finanční krize a že z těchto obchodů nejvíce výnosů a nejlepší hospodářské výsledky získávaly de facto banky. Rozvoj derivátových obchodů měl ovšem značný vliv nejen na aktivní hospodářské výsledky bank, ale i na míru jejich rizikovosti. Obchody s deriváty se ve velké míře odehrávaly na neregulovaných trzích, značná část jich probíhala mimo burzy atd. Pětadvacet procent těchto obchodů s deriváty ve světě se odehrávalo ve Spojených státech amerických.

Když jsme si pohovořili o různých selháních, přistoupíme nyní k dopadům finanční krize v Evropské unii a podíváme se, jak se zde řešily a řeší. Pochopitelně Evropská komise se snaží moc nepodporovat jednotlivé členské státy EU, ale snaží se podporovat opatření k udržení finanční stability, k navrácení důvěry ve finanční sektor a snaží se předcházet rizikům včetně jejich přiměřeného podstupování. Zároveň ale akcentuje zachování soudržnosti jednotného trhu a vyvíjí snahu předcházet narušování hospodářské soutěže a neupadnout do pasti protekcionismu. Návrhy v EU jsou vždy určitým způsobem vyhodnocovány Evropskou komisí a vzájemně koordinovány. Abychom si názorně ukázali, jaký je rozsah podpory zachování finanční stability, tak uvedeme konkrétní opatření členských států EU. Dvanáct členských států EU přijalo záruční režimy v souhrnné výši 2300 mld. eur, přičemž skutečný rozpočtový výdaj nastává pouze při čerpání státní záruky, takže ta částka, která se zdá obrovská, zdaleka nebude čerpána celá, ba ani její podstatnější část. Rekapitalizační režimy přijalo pět členských států EU v celkové výši okolo 300 mld. eur. Záchranná a restrukturalizační opatření ad hoc určená jednotlivým bankám a dalším finančním institucím přijalo deset členských států EU v celkové výši okolo 400 mld. eur. Pět zemí EU sáhlo ke kombinaci několika opatření.

Evropská unie se pochopitelně orientuje na posílení regulace finančního sektoru a usiluje o přísnější dohled nad finančními institucemi. K tomu koneckonců vyzývá i Larosièrova zpráva, která zde bude podrobněji rozebrána později. Záměry EU v oblasti regulace finančních trhů jsou ambiciózní a je zde i záměr vybudovat novou architekturu dohledu nad finančními trhy. Cíle, které si tyto záměry kladou, jsou: a) existence evropského systému dohledu, který by měl schopnost zjistit a odkrýt možná rizika již na počátku jejich vzniku, tj. poučit se z krize především v oblasti selhání přeshraniční spolupráce dohledu; b) zaplnit mezery nedostatečné nebo neúplné evropské a národní regulace, a to v souladu s regulatorním přístupem typu „bezpečnost především“; c) zvýšit ochranu spotřebitelů, malých a středních podniků a investorů se záměrem růstu důvěry v uložené vklady, v přístup k úvěrům a ve svá práva při investicích do finančních produktů; d) zkvalitnit řízení rizika ve finančních společnostech; součástí tohoto cíle má být tlak na orientaci systému odměňování na podporu dlouhodobě udržitelných výkonů a výsledků; e) vytvoření systému účinných sankcí proti zneužití trhu. S těmito cíli jsou spojeny návrhy institucionálních změn. Měly by být vybudovány nové instituce EU. Za prvé by měl být vytvořen evropský orgán dohledu nad stabilitou finančního systému jako

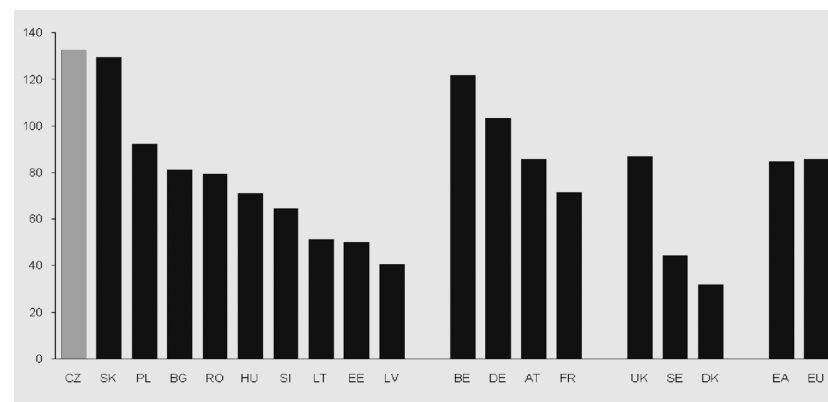
celku (European Systemic Risk Board); je to reakce na rostoucí nebezpečí systémového rizika – tj. rizika kolapsu či nestability určitého finančního systému nebo trhu s negativními důsledky pro větší okolí, na větší část ekonomiky – a je to snaha o zabezpečení makroekonomického obezřetnostního přístupu. Za druhé byl Evropské komisi představen návrh na vytvoření nového dohledu nad finančními institucemi na mikroekonomické úrovni. Jde o svěření dohledových kompetencí na mikroekonomické úrovni tzv. European System of Financial Supervisors; je to vlastně kombinace národních orgánů a evropského dohledu. Tento nový systém dohledu by měl být tvořen sítí národních orgánů finančního dohledu spolu s novými orgány evropského dohledu: European Banking Authority, European Insurance and Occupational Pensions Authority, European Securities Authority. Tyto orgány evropského dohledu by byly vytvořeny transformací stávajících dohledových výborů finančních služeb (třeba výbor pro bankovní sektor, pojišťovnictví, cenné papíry atd.). Podrobnosti se zde nebudeme zatěžovat také proto, že se o nich jistě bude ještě dlouho diskutovat. Zůstává tady problém přetrvávající fragmentace dohledových orgánů v Evropě, tj. nadměrný počet národních orgánů dohledu; v současné době je v 27 zemích EU okolo 80 institucí. Pak není divu, že nastávají obtíže s růstem přeshraničních finančních transakcí a operací, eventuálně při harmonizaci regulačních opatření. Problémem je v řadě evropských zemí také poměrně složitá Lamfalussyho struktura (čtyři úrovně) z hlediska spolupráce a koordinace činností. Je třeba to nějak harmonizovat. Teď nastala v důsledku dopadů finanční krize příležitost ke zjednodušení a zefektivnění sítě různých orgánů, výborů a dalších institucí.

Teď přejdeme k České republice. Můžeme říci, že na český bankovní sektor byl dopad nepříznivých faktorů globální finanční krize jen omezený. Česká republika je jedna z mála zemí ve světě, která nebyla nucena přijmout žádná opatření na podporu solventnosti bankovního sektoru. Náš bankovní sektor byl dobře kapitalizovaný, měl silnou likviditu v rozvahách a udržuje si stále poměrně vysokou ziskovost, i když v některých případech došlo k poklesu zisku z důvodu odepsání některých rizikových aktiv; například u Československé obchodní banky to bylo asi 9 miliard Kč, ale už zase vykazuje i tato banka zisk. Celkový podíl toxických aktiv byl u nás zanedbatelný, méně než 1 % všech aktiv. Propad akciového trhu měl v ČR omezený význam. Bankovní sektor v České republice byl nezávislý na externím financování. Dalo by se říci, že u nás se od 90. let drží dosti tvrdá strategie důrazu na primární vklady, máme vysoký poměr vkladů k úvěrům. Je tomu tak také díky chování českých domácností. Česká republika má ze zemí EU největší podíl vkladů k úvěrům. Z nových členských zemí má převis vkladů kromě ČR ještě Slovensko, ze starých zemí jen Belgie a mírně Německo, ostatní země mají poměr obrácený. To znamená, že u nás je úvěrová expanze financována především z primárních vkladů. Navíc je možno říci, že externí výpůjčky ve srovnání s ostatními zeměmi Evropské unie jsou u nás poměrně malé a naše banky nečerpají ze zdrojů svých zahraničních matek. Tady je zatím konzervativní strategie zadlužování domácností –

tj. nulový podíl úvěrů v zahraniční měně – i podniků. Na uvedeném grafu je znázorněn poměr vkladů k úvěrům ve vybraných zemích Evropské unie (graf 1).

Pokud jde o dopady hospodářské recese na finanční sektor, odkázal bych na snímek, který vám zde promítnu a který vám zpřístupní materiál z tohoto semináře (obr. 1).

**Graf 1 Poměr vkladů k úvěrům ve vybraných zemích EU**  
(v %, 2008, rezidentské úvěry a vklady, nebankovní subjekty,  
Zpráva o finanční stabilitě 2008/2009, ČNB)



Poznámka: EA = eurozóna; EU = průměr všech zemí EU  
Pramen: ECB

### Obr. 1 Dopady hospodářské recese na finanční sektor

#### Negativní dopady poklesu reálné ekonomiky:

- platební styk (snížení počtu a objemu transakcí, poplatky jako zdroj výnosů bank)
- riziko schopnosti podniků a domácností splácet dříve přijaté závazky (rizika úvěrových ztrát bank)
- pokles úvěrové dynamiky (nově poskytované úvěry)

Výhled Moody's pro české banky (očekávání – kvalita úvěrového portfolia i profi-  
tabilita bank se výrazně zhorší kvůli oslabení české ekonomiky)

#### Reakce bank:

- zpřísnění úvěrových podmínek (úrokové sazby, požadované zajištění úvěrů, podíl vlastního financování, vyšší požadované příjmy na daný objem úvěru)
- zvýšená pozornost rizikovému managementu – poptávka v oblasti HR

Na samotný závěr bych chtěl říci, že současná globální krize přinesla řadu poznatků a poučení v oblasti regulace a dohledu finančních trhů a nastolila také řadu otázek pro diskusi a hlubší poznání. Poučení jsou celkem zřejmá a otázky se týkají zejména možných cest k předcházení finančních krizí tohoto globálního typu. Diskutuje se o tom, jakým směrem a jak efektivně rozvíjet regulaci a dohled, zda vytvářet nové orgány dohledu, jaká je účinná míra regulace se zřetelem k zachování konkurenčního prostředí a možnému stupňování regulačních nákladů. Současná globální krize by měla být jakousi inspirací k dalším úvahám, abychom, pokud možno, předešli finanční krizi v budoucnosti. Tím bych skončil. Děkuji za pozornost.

### Jiří Malý

Děkuji panu Mráčkovi za opravdu vyčerpávající a velmi detailní výklad finanční problematiky v souvislosti s krizí. Nyní následuje čtvrt hodinová přestávka na kávu a drobné občerstvení. Poté bude následovat příspěvek o tom, zda jsme uměli krizi předpovědět, zda umíme předpovědět její průběh a jestli také budeme umět předpovědět konec krize.

## (NE)ÚSPĚŠNOST PŘEDPOVĚDÍ VZNIKU FINANČNÍ A EKONOMICKÉ KRIZE POHLEDEM ŽEBŘÍČKŮ KONKURENCESCHOPNOSTI

### Jiří Malý

Téma mého příspěvku je *(Ne)úspěšnost předpovědí vzniku finanční a ekonomické krize pohledem žebříčků konkurenceschopnosti*. Začínám tedy se slibovaným příspěvkem o úspěších a neúspěších při předvídání vzniku finanční krize; ale nebudu se držet pouze minulosti, pokusím se podívat se také trochu do budoucnosti na to, zda na základě zkušeností z minulosti můžeme počítat s úspěchem při předpovídání konce finanční a ekonomické krize.

Na to, jestli a nakolik ekonomové dokázali úspěšně, či neúspěšně finanční krizi předpovědět, je možné odpovědět velice jednoduše: pouze velmi malý počet, velmi omezený počet ekonomů v roce 2006 a 2007 varoval před pádem finančních trhů; byli to jen jednotlivci. Většina ekonomů a většina institucí příliš varovných signálů nedávala. Takže musím připustit, že náš ekonomický obor jako celek bohužel utrpěl neúspěch v předvídání krize.

Předpovídání krize můžeme hodnotit na základě různých kritérií, na základě různých dílčích hodnocení. Vybral jsem možnost hodnocení krize prostřednictvím žebříčků konkurenceschopnosti. Žebříčky konkurenceschopnosti jsou velice rozsáhlá, komplexní hodnocení ekonomik, která se provádějí od 90. let minulého století, takže mají nějakou deseti- až patnáctiletou historii. Nejznámější žebříčky, které se každoročně vydávají – to říkám jen tak na úvod, abychom viděli do problematiky – vydává například Světové ekonomické fórum a toto hodnocení se nazývá The Global Competitiveness Report. Mezinárodní ústav pro rozvoj managementu vydává jiné hodnocení, které se nazývá IMD World Competitiveness Yearbook. My budeme pracovat s hodnocením prvním, protože zahrnuje větší počet zemí, více než sto států světa, a údaje zpracovává na základě několika desítek kritérií. Prostřednictvím těchto hodnocení konkurenceschopnosti je analyzována schopnost jednotlivých národních ekonomik prosadit se v konkurenci na globálním trhu; to také znamená posoudit, jakou mají hodnocené ekonomiky schopnost přitáhnout zahraniční investice, především přímé zahraniční investice, dále jak umí vytvářet podmínky pro příchod zahraničních či nadnárodních firem na domácí trh, jak si tyto firmy dovedou udržet vhodnými podmínkami, nebo jak to nedovedou a nadnárodní firmy pro špatně vytvořené podmínky utíkají do jiné země. Vlastně jednotlivé státy mezi sebou soutěží, kdo dá a zajistí firmám lepší podmínky pro uplatnění v té které zemi. Žebříčky konkurenceschopnosti potom do značné míry podmínky, které poskytují jednotlivé země, srovnávají. Vidíme tedy, že jednotlivé země jsou v žebříčcích konkurenceschopnosti vyhodnocovány na základě velmi



širokého spektra kritérií. Říkal jsem, že v hodnocení, které provádí Světové ekonomické fórum, je těchto indikátorů několik desítek a každé ekonomice je pak v každém kritériu přiděleno nějaké pořadí. Na základě jednotlivých kritérií se pak udělá celkové hodnocení a celkové pořadí ekonomik.

Kritéria mají různou vypovídací hodnotu; jsou jednak tvrdá, to jsou statistická data, to jsou přímo čísla, a jednak jsou také měkká kritéria, ta obsahují tzv. měkká data, což jsou posudky nebo hodnocení zemí na základě výpovědí respondentů. Respondenti, hodnotitelé se pro tato měkká kritéria vybírají většinou z oblasti top managementu v jednotlivých státech. Měkká data, měkká kritéria mají bohužel tu nevýhodu, že samozřejmě výsledek hodnocení je z principu subjektivní, že závisí na postojích a hodnocení jednotlivých hodnotitelů. Hodnocení konkurenceschopnosti mají jednu další poněkud neblahou vlastnost, totiž že v tom celkovém počtu kritérií klesá zastoupení statistických dat a v čase roste zastoupení dat měkkých, takže vypovídací schopnost žebříčků je potom poněkud zhoršená. Jak už jsem říkal, na základě jednotlivých kritérií je sestavováno celkové hodnocení a celkový žebříček konkurenceschopnosti. Zde se nám prostě seřadí země od té první, která je nejvíce konkurenceschopná, která je nejpřítažlivější pro investory na globálních trzích, až po tu poslední stodvacátou, stotřicátou zemi, která je konkurenceschopná nejméně. Tyto žebříčky konkurenceschopnosti pak slouží předně vládám jako podkladový materiál pro realizaci opatření hospodářské politiky. Je to tak proto, že instituce, které hodnocení provádějí, vždycky nabádají ty země, které jsou hodnoceny hůře, aby napodobovaly ty ekonomiky, které jsou hodnoceny lépe. Druhým důležitým příjemcem těchto žebříčků konkurenceschopnosti jsou samozřejmě investoři. Těm mohou sloužit jako určitý podklad pro alokaci jejich investic.

Když se podíváme do historie hodnocení konkurenceschopnosti zemí, tedy na několik hodnocení před vypuknutím finanční krize, tak uvidíme, že většinou na prvním, tj. nejlepším místě žebříčků byly uváděny Spojené státy americké. Člověka mimoděk napadá po dnešních zkušenostech, zda první místo v konkurenceschopnosti také neznamená, že vás jako prvního zasáhne krize. Je poněkud neobvyklé, že u vás vypukne globální finanční krize, když jste po několik let hodnoceni jako nejvýkonnější, nejkonkurenceschopnější a nejpřítažlivější ekonomika na světě. To je samozřejmě velmi nestandardní výsledek takového hodnocení. Podíváme se v následující části přednášky, jestli toto faux pas v případě tohoto hodnocení bylo pouze u Spojených států, anebo jestli se podobný nedostatek v hodnocení ekonomiky projevil i u jiných zemí. Porovnáme si reálný vývoj, reálné zasažení krizí jednotlivých zemí. Tady vidíme, jak se vyvíjel hrubý domácí produkt neboli ekonomický růst vybraných ekonomik v letech 2006 až 2008 ve skutečnosti a jaké jsou poslední prognózy na období 2009 a 2010 (tabulka 1). Je to podzimní prognóza z letošního roku buď Evropské komise, nebo Mezinárodního měnového fondu podle toho, jaká data jsou pro tu kterou zemi dostupná. Vidíme, že sice ve Spojených státech amerických krize vypukla, ale přesto nepatří v tomto výběru zemí

Tabulka 1 Růst reálného HDP (meziroční změny v %)

	2006	2007	2008	2009 (prognóza)	2010 (prognóza)
Španělsko	4,0	3,6	0,9	-3,7	-0,8
Irsko	5,4	6,0	-3,0	-7,5	-1,4
Velká Británie	2,9	2,6	0,6	-4,6	0,9
Česká republika	6,8	6,1	2,5	-4,8	0,8
Maďarsko	4,0	1,0	0,6	-6,5	-0,5
Rumunsko	7,9	6,3	6,2	-8,0	0,5
Estonsko	10,0	7,2	-3,6	-13,7	-0,1
Litva	7,8	9,8	2,8	-18,1	-3,9
Lotyšsko	12,2	10,0	-4,6	-18,0	-4,0
Island	4,3	5,6	1,3	-9,8	1,9
Rusko	7,7	8,1	5,6	-7,2	2,3
Taiwan	4,8	5,7	0,1	-4,1	3,7
Čína	11,7	13,0	9,7	8,7	9,6
Japonsko	2,0	2,3	-0,7	-5,9	1,1
USA	2,7	2,1	0,4	-2,5	2,2

mezi ty nejpostiženější co do růstu. Z hlediska vývoje HDP by americká ekonomika v letošním roce měla zaznamenat pokles o 2,5 %, ale na příští rok už je prognózována expanze hrubého domácího produktu o zhruba 2 %. Kdyby se prognóza vyplnila, tak můžeme konstatovat, že růst americké ekonomiky nebyl krizí radikálně oslaben, i když ve Spojených státech krize vypukla a odtud se rozšířila po světě. Pokud jde ovšem o jiné státy, například o pobaltské země Estonsko, Litvu, Lotyšsko, tak u nich vidíme vcelku ohromující propady hrubého domácího produktu o 14 až téměř o 20 %. To jsou opravdu velmi neobvyklá čísla a vidíme, že v některých zemích, např. v Lotyšsku, ten obrovský propad trvá dokonce tři roky za sebou, od roku 2008 až do roku 2010. Poměrně silný propad hrubého domácího produktu je dlouhodobý také v Irsku a je dost hluboký; na letošní rok je pro Irsko propad HDP prognózován o 7,5 % a údaje za první pololetí letošního roku napovídají, že to tak bohužel skutečně bude. V podobné míře by se měla propadnout rovněž ruská ekonomika, o 7 %. Ekonomika Islandu, který se vlastně jako první země v důsledku krize ocitl na pokraji státního bankrotu, by měla propadnout o zhruba 10 % v letošním roce, ovšem pro rok 2010 je už prognózován růst skoro o 2 %. Silný zásah krize se projevil například i v Maďarsku či Rumunsku, ale také v Japonsku. Naopak když se podíváme na ekonomiku Číny, tak vidíme, že krize nekriže čínská ekonomika vcelku uspokojivě roste. Sice tempo růstu se snížilo z hodnoty 12 až 13 % před krizí na nějakých 8 až 10 % v období celosvětové krize. To nám z jiné stránky potvrzuje to, co jsme už říkali předtím, že totiž Čína je nej-

Tabulka 2 Saldo veřejných rozpočtů (v % HDP)

	2006	2007	2008	2009 (prognóza)	2010 (prognóza)
Španělsko	2,0	1,9	-4,1	-11,2	-10,1
Irsko	3,0	0,3	-7,2	-12,5	-14,7
Velká Británie	-2,7	-2,7	-5,0	-12,1	-12,9
Česká republika	-2,6	-0,7	-2,1	-6,6	-5,5
Maďarsko	-9,3	-5,0	-3,8	-4,1	-4,2
Rumunsko	-2,2	-2,5	-5,5	-7,8	-6,8
Estonsko	2,3	2,6	-2,7	-3,0	-3,2
Litva	-0,4	-1,0	-3,2	-9,8	-9,2
Lotyšsko	-0,5	-0,3	-4,1	-9,0	-12,3
Island	6,3	5,4	-14,3	-21,2	-16,9
Rusko	.	.	4,1	-6,5	-2,6
Taiwan	-0,6	-0,2	-0,8	-4,3	-3,3
Čína	-0,8	0,6	0,5	-2,9	-2,9
Japonsko	-1,6	-2,5	-3,8	-8,0	-8,9
USA	-2,0	-2,7	-6,4	-11,3	-13,0

větším věřitelem Spojených států a že v současné době má ještě na to, aby půjčovala peníze.

Ovšem zásah krizí nemůžeme hodnotit pouze na základě jednoho jediného kritéria. Předchozí tabulka ukazovala, jaký byl a jaký se očekává ekonomický růst. Další důležité kritérium, které vypovídá o tom, jak byla ta která země zasažena krizí, je to, nakolik krize ovlivnila veřejné rozpočty (tabulka 2). A tady už vidíme, že Spojené státy patří mezi země nejzasaženější. To už jsem také krátce zmínil v předchozím vystoupení, že sice ekonomický růst Spojených států není příliš oslaben, ale je to za cenu obrovských intervencí státu, které způsobí, že v roce 2009 budou mít USA deficit veřejných rozpočtů přes 11 % hrubého domácího produktu a v roce 2010 dosáhne deficit dokonce 13 % HDP. Ještě hůře než Spojené státy je na tom Irsko, jehož ekonomika se v době krize projevila jako jedna z nejhorších evropských ekonomik, kdy vlastně prakticky všechny velké banky se ocitly před bankrotem, takže je stát musel zachraňovat. Proto vidíme u řady evropských zemí pro rok 2010 obrovské rozpočtové deficity, které někde dosahují 12,5 nebo až skoro 15 % HDP – to je téměř pětinašobek povoleného limitu maximálně 3 % HDP pro země eurozóny. Velká Británie bude mít v letech 2009 až 2010 schodek veřejných rozpočtů 12 až 13 %, Španělsko kolem 10 až 11 %, Litva, Lotyšsko rovněž hodnoty deficitu kolem 10 % HDP a samozřejmě Island vévodí. Ten se opravdu ocitl jako první země na pokraji státního bankrotu, ono jich pak bylo více, ale on drží v tomto prvenství; jeho deficit už v loňském roce přesahoval 14 % HDP, letos by měl dosa-

Tabulka 3 Pořadí zemí v celkové konkurenceschopnosti

	2004-2005	2005-2006	2006-2007	2007-2008	2008-2009	Průměr 2004-2009
USA	1	1	6	1	1	2,0
Japonsko	10	10	7	8	9	8,8
Velká Británie	9	9	10	9	12	9,8
Taiwan	11	8	13	14	17	12,6
Island	13	16	14	23	20	17,2
Irsko	27	21	21	22	22	22,6
Estonsko	24	26	25	27	32	26,8
Španělsko	34	28	28	29	29	29,6
Česká rep.	38	29	29	33	33	32,4
Litva	39	34	40	38	44	39,0
Čína	32	48	54	34	30	39,6
Lotyšsko	44	39	36	45	54	43,6
Maďarsko	46	35	41	47	62	46,2
Rusko	64	53	62	58	51	57,6
Rumunsko	57	67	68	74	68	66,8

hovat 21 % a příští rok 17 %, takže veřejný dluh Islandu v důsledku krize opravdu velmi utěšeně roste. Když si tedy údaje seřadíme, tak poznáme, že výběr zemí nebyl udělán úplně náhodně. Země, které patří k nejpostiženějším, tvoří takovou směsici; jednak jsou to pobaltské ekonomiky (Estonsko, Litva, Lotyšsko), potom je to Island, Irsko, Velká Británie – to jsou země západní Evropy –, z jižní Evropy je to Španělsko, z východoevropských zemí Rumunsko, Maďarsko a Rusko a z mimoevropských ekonomik je to Japonsko a Spojené státy. To, které ekonomiky jsou krizí nejzasaženější, nám vyjde, když budeme pracovat s více kritérii. Ale nám by mohl postačit trochu zjednodušený pohled, totiž když si zkombinujeme výsledky těch dvou kritérií, dvou ukazatelů, které jsme si zde předvedli. Čína je na tom dobře, ta si v období krize uchovala 10% růst reálného HDP, tedy její ekonomika stále utěšeně roste, a ani rozpočtový schodek není rozsáhlý, měl by být nižší než 3 % HDP, což v mezinárodním srovnání je vcelku dobré číslo. Takže Čínu bychom mohli označit za zemi, která relativně úspěšně krizi čelí.

Tady vidíme, jak se nám jednotlivé země umísťovaly v celkové konkurenceschopnosti v sestaveném žebříčku (tabulka 3). Jak už jsem říkal, Spojené státy byly většinou v jednotlivých letech na prvním místě, ono se to hodnocení vždycky dělá na dvouleté období. V první desítku se rovněž umísťovalo Japonsko, které také patří mezi krizí silně zasažené státy, podobně jako Velká Británie. Někde kolem 20. místa se velice často umísťoval Island, který se, jak víme, nakonec ocitnul před státním bankrotem, nebo Irsko, které bylo rovněž silně zasaženo. Hodnocených

zemí bylo 120 až 130 – v různých letech se to měnilo – a my vidíme, že ty země, které byly krizí silně zasaženy, se stále umísťovaly velmi vysoko v čele celkového žebříčku. Estonsko, které také utrpělo velice silně ekonomickou krizí, bylo vždy hodnoceno jako nejlepší nová členská země Evropské unie. Všichni ostatní noví členové EU byli vždycky hodnoceni hůře než Estonsko. Samozřejmě vidíme, že některé silně zasažené země jako Maďarsko, Rusko nebo Rumunsko už jsou v žebříčku na horších pozicích, takže tam by to bylo zhruba v souladu. Ale můžeme udělat závěr, že některé státy byly hodnoceny příliš příznivě. Naopak Čína má velký rozptyl hodnocení – od 30. do 54. místa. V současné době si docela rapidně polepšila; tento vývoj jejího postavení v žebříčku je zajisté v souladu s tím, že Čína celkem odolává neblahým důsledkům krize. Ale můžeme oprávněně soudit, že její předchozí velice negativní hodnocení zřejmě nebyla vůči této zemi úplně férová.

Kromě celkového hodnocení konkurenceschopnosti se hodnotí i různá dílčí kritéria schopnosti konkurence. Tomu se říká pilíře konkurenceschopnosti. Tak například se hodnotí instituce z hlediska efektivity, tj. jak dobře v zemi fungují různé orgány například finančního trhu, jak dobře funguje vláda apod., jak dobré jsou v té zemi zákony, jak napomáhají dobrému prostředí pro rozvoj ekonomiky atd. (tabulka 4). Vidíme například, že Island, který se ocitl jako první země na pokraji státního bankrotu, byl velice příznivě hodnocen z hlediska institucí. V této zemi jsou regulatorní a zákonná opatření podle této tabulky nastavena velice dobře. Ve skutečnosti asi tak dobře nastavená nebyla, když Island tak špatně skončil.

Tabulka 4 Pořadí zemí v pilíři konkurenceschopnosti Instituce

	2004-2005	2005-2006	2006-2007	2007-2008	2008-2009	Průměr 2004-2009
Island	3	4	3	5	6	4,2
Velká Británie	4	10	15	15	25	13,8
Irsko	18	14	17	18	17	16,8
USA	8	16	27	33	29	22,6
Japonsko	20	26	22	24	26	23,6
Taiwan	22	22	32	37	40	30,6
Estonsko	30	32	30	34	33	31,8
Španělsko	39	37	39	43	43	40,2
Maďarsko	54	43	46	54	64	52,2
Litva	49	54	59	58	55	55,0
Lotyšsko	65	48	50	59	60	56,4
Čína	47	60	80	77	56	64,0
Česká rep.	72	52	60	69	72	65,0
Rumunsko	80	83	87	94	89	86,6
Rusko	94	104	114	116	110	107,4

V minulosti byla dobře hodnocena i Velká Británie, její hodnocení se však zhoršovalo, ale stále ještě byla hodnocena docela vysoko. Podobně bylo poměrně vysoko hodnoceno Irsko a relativně i Spojené státy americké a Japonsko. Jednou z nejhůře hodnocených zemí, co se týče institucí a zákonných opatření, bylo Rusko, to se umístilo mezi posledními zeměmi, a také Rumunsko; tam je to celkem v souladu s tím, jak na ně krize dopadla. Pokud jde tedy o hodnocení zemí podle kritéria institucí, tak můžeme říci, že toto hodnocení v období před krizí nebylo v řadě případů adekvátní. V některých ano, v některých ne.

Další takové dílčí hodnocení konkurenceschopnosti bere jako kritérium v úvahu makroekonomickou stabilitu. Tento pilíř konkurenceschopnosti zahrnuje pouze statistické údaje, tedy ta tvrdá data, jak se jednotlivé ekonomiky vyvíjely (tabulka 5). Vidíme, že v žebříčku podle tohoto kritéria obsadila Čína první místo, byla tedy z posuzovaných vybraných zemí nejlepší. Tento dílčí pilíř konkurenceschopnosti byl vcelku úspěšný, podle něho byla Čína ohodnocena relativně správně, relativně pravdivě, protože ona opravdu krizi odolává. A země nejpostiženější krizí – Velká Británie, Island, Spojené státy, Rumunsko, Japonsko nebo Maďarsko – se v žebříčku tohoto pilíře umístily podstatně níže, zhruba od nějaké 50. příčky níže. Můžeme tedy uzavřít, že dílčí pilíř konkurenceschopnosti, který pracuje s tvrdými daty, tedy pilíř makroekonomická stabilita byl velmi úspěšný, možná relativně nejúspěšnější, poskytoval pravdivý obraz. Ale jeho význam byl rozředěn dalšími pilíři konkurenceschopnosti, dalšími hodnoceními, která pracovala s daty měkkými i tvrdými, nebo jenom s měkkými, takže v celkovém souhrnu, v součtu těch dílčích

Tabulka 5 Pořadí zemí v pilíři konkurenceschopnosti Makroekonomická stabilita

	2004-2005	2005-2006	2006-2007	2007-2008	2008-2009	Průměr 2004-2009
Čína	3	13	6	7	11	8,0
Estonsko	7	18	16	14	23	15,6
Irsko	18	15	20	21	47	24,2
Taiwan	29	23	27	26	18	24,6
Španělsko	27	29	24	32	30	28,4
Rusko	11	36	33	37	29	29,2
Lotyšsko	14	32	34	44	71	39,0
Litva	38	37	41	38	52	41,2
Česká rep.	51	49	42	43	42	45,4
Velká Británie	54	42	48	46	58	49,6
Island	47	43	58	102	56	61,2
USA	83	62	69	75	66	71,0
Rumunsko	50	95	97	84	76	80,4
Japonsko	90	93	91	97	98	93,8
Maďarsko	68	105	98	107	115	98,6

hodnocení podle různých (i měkkých) indikátorů, byl obraz reality rozostřen. Tak se stalo, že celkové hodnocení, jak jsme si ukázali předtím, dopadlo ne úplně přesvědčivě, nedopadlo úplně tak, jak by jednotlivým zemím z hlediska jejich zasažení krizí mělo zřejmě odpovídat. Ve shrnutí, v celkovém žebříčku konkurenceschopnosti se nakonec Spojené státy, země původu krize, většinou dostaly na první pozici, Japonsko, Velká Británie pak byly mezi prvními deseti zeměmi, Island a Irsko obsadily pořadí kolem 20. místa. Ostatní státy se umístily níže. V institucích dosáhl Island velmi příznivého hodnocení, i když byl jako první země před státním bankrotem, Velká Británie a Irsko se pohybovaly většinou mezi první dvacítkou, Japonsko mezi dvacítkou až třicítkou, ostatní země níže. V makroekonomické stabilitě byla Čína nejlepší, a naopak velké množství těch krizí nejhůře postižených zemí obsadilo spodní příčky.

Můžeme říci, že celkový žebříček konkurenceschopnosti vykazoval nejhorší výsledky. Bylo tomu tak proto, že když jsme všechna kritéria shromáždili a zohlednili, když jsme je složili dohromady, tak bohužel došlo k překryvu těch, která vysílala správné signály; data, která poukazovala na špatný stav ekonomiky nejohroženějších zemí, byla bohužel překryta daty, která nám vysílala dobré signály o stavu týchž zemí, takže celkový žebříček konkurenceschopnosti byl notně zkreslený, podával o těch zemích informace, které byly nejvíce vzdáleny realitě; naopak nejlépe v souladu s realitou ty země hodnotil dílčí pilíř konkurenceschopnosti makroekonomická stabilita. Jestliže si porovnáme postavení jednotlivých zemí v celkovém žebříčku konkurenceschopnosti s následnou realitou, vidíme, že je to de facto téměř výsměch tvůrcům žebříčků konkurenceschopnosti, protože ti umístili na nejlepší pozice celkového hodnocení země, kde buď krize začala, nebo kde její projev byl nejsilnější, nebo kde se nejvíce propadl HDP a propadá se v průběhu krize třeba několik let v řadě.

Vrátil bych se k Číně. Vidíme, že v celkovém žebříčku konkurenceschopnosti Čína měla horší hodnocení než Litva nebo Lotyšsko, které, jak jsme viděli v předchozích tabulkách, vykazovalo pokles hrubého domácího produktu tři roky za sebou. V institucích měla Čína rovněž horší umístění než Litva s Lotyšskem. Je zde tedy jeden z důkazů, že hodnocení podle takto nastavených kritérií nebyla adekvátní; ale nejhorší je, že ta hodnocení se dělají stále stejně. Letos vyjde nové hodnocení konkurenceschopnosti od Světového ekonomického fóra a jsem opravdu velice zvědav, jak se nakonec umístění ekonomik změní, jestli tam bude nějaká reakce na krizi a především jestli dojde i k nějaké změně metodiky vytváření celkového hodnocení. Vlády i investoři by přece měli dostávat nějaké lepší informace, než jaké jim ta hodnocení poskytovala doposud.

Viděli jsme tedy, že úspěchy v předpovídání krize příliš velké nebyly, a zůstává otázkou, jestli budeme umět předpovědět, kdy ekonomická krize skončí. Na těch předchozích tabulkách jsme si mohli všimnout, že pro rok 2010 je většinou už předpovídáno určité zlepšení ekonomického růstu proti letošku. Buď nemá být tak silný propad, nebo se ty země vrátí alespoň k určitému slabému ekonomickému

růstu. Zároveň je ale patrné, jak dokládají údaje uvedené na druhé tabulce, že všechno je to většinou za cenu dalšího prohlubování rozpočtových deficitů, takže musíme červeně podtrhnout větu: Ekonomický růst, zaznamenaný v poslední době ve Spojených státech, Německu, Francii a dalších zemích ve třetím čtvrtletí letošního roku, se do značné míry opírá o dočasné faktory; svou roli sehrály vládní ekonomické stimuly. Když se podíváme na skutečná data po jednotlivých čtvrtletích v letošním roce, tak vidíme, že v prvním a druhém čtvrtletí je ještě ve většině zemí silný ekonomický propad, ve třetím už je určité ekonomické oživení – ale to jenom díky tomu, že vlády ekonomiku své země nějakým způsobem stimulují. Že by fungoval nějaký vnitřní motor těch ekonomik, nemůžeme říci, ten se bohužel snad ani nezažehl.

Minulý týden jednala americká centrální banka, Fed, o změnách, nebo naopak udržení stávající měnové politiky. O tom jsme už částečně mluvili v předchozím příspěvku, že Fed udržuje v současné době na velice nízké úrovni úrokové sazby. Je to na úrovni nula až čtvrt procenta; to uvádím, aby byla konkrétní představa, jaká je jejich hlavní úroková sazba: je to téměř nula. Minulý týden 4. listopadu Fed oznámil, že bude držet úrokové sazby po dlouhou dobu blízko této nuly, že nehodlá prozatím měnit svou měnovou politiku. On když řekne „po dlouhou dobu“, tak tím myslí řadu měsíců, minimálně půl roku. Po tu dobu nebo ještě déle zůstane jeho měnová politika nezměněna a bude tomu tak, dokud budou inflační očekávání stabilní a nedojde k poklesu nezaměstnanosti. Jak víme podle posledních dat, inflace ve Spojených státech je stále nízká a naopak nezaměstnanost stále roste, již lehce překročila 10 %. Pro srovnání: před krizí měly Spojené státy míru nezaměstnanosti kolem 4,5 %, takže v době krize se tam vyšplhala na více než dvojnásobek. Ale to není jen problém Spojených států, tak tomu je i v dalších zemích. Ve svém prohlášení z minulého týdne Fed přímo uvádí, že podniky stále snižují investice a počty zaměstnanců, i když menším tempem než doposud. Zdá se, že výdaje domácností sice rostou, jsou však stále omezeny dalšími ztrátami počtu pracovních míst, protože když jsou lidé nezaměstnaní, tak samozřejmě mají menší příjmy. Růst příjmů je pomalý, nemovitosti mají nižší hodnotu a je horší přístup k úvěrům, protože banky jsou přece jen stále v situaci, kdy se bojí řadě klientů půjčovat peníze. Takže Fed sice říká, že určité signály oživení v americké ekonomice jsou, ale jsou natolik slabé, že jim ještě nepřikládá příliš velkou váhu, a proto bude americkou ekonomiku stimulovat dále nízkými úrokovými sazbami. Americkou ekonomiku stimuluje také vláda, ale ta to dělá deficitními rozpočty. Hlavní ekonom FTN Financial Chris Low potom k těmto prohlášením Fedu poznamenal, že vlastně Fed tímto prohlášením říká, že ekonomická situace se zlepšuje, ještě však stále plně závisí na stimulech. Takže kdyby stimuly nebyly, tak propad americké ekonomiky byl mnohem, mnohem horší.

Podobně se vyjadřuje i Mezinárodní měnový fond. MMF zase vydal minulý týden 6. listopadu prohlášení, nebo, můžeme říci, takovou menší studii o tom, kdy by měly jednotlivé země opouštět stimulační politiku na podporu růstu ekonomi-



ky. V tomto materiálu Mezinárodní měnový fond říkal, že tempo oživení ekonomik je nerovnoměrné zejména v rozvinutých zemích a produkci v současné době zpomaluje mizení dočasných stimulačních rozpočtových opatření, jako je například šrotovné ve Spojených státech a podobné programy v jiných zemích. Podle názoru MMF jedním z klíčových ponaučení ze zkušenosti s podobnými krizemi rovněž je, že příliš brzké zastavení takových stimulačních programů může být velmi nákladné, protože finanční systém prozatím zůstává zranitelný a náchylný nepřiznivým šokům. A vlastně podobného názoru je i Alistair Darling, britský ministr financí, který téhož dne tyto myšlenky potvrdil a zopakoval. Řekl, že se domnívá, že by neměla být zatím odstraňována vládní podpora ekonomik, že je na to příliš brzy, protože oživení není stabilní a není ho v žádném případě dosaženo všude.

Mnohem pesimističtější, pokud jde o odhady budoucího vývoje, je Nouriel Roubini, profesor ekonomie na Stern School of Business, New York University. Ten 1. listopadu letošního roku na serveru *Financial Times* měl článek, kde se vyjadřuje k budoucnosti finančních trhů. Tento pán je jedním z mála těch, kteří krizi úspěšně předpověděli. Říká se mu také „doktor Zkáza“, protože předpověděl zkázu na finančních trzích. Podle svého článku si myslí, že v současné době to, co se děje na finančních trzích – to, jak velice rychle od března letošního roku rostou ceny akcií, ropy, cen energií a komodit –, není udržitelné, že toto oživení rizikových aktiv nebo cen rizikových aktiv se pouze zčásti zakládá na lepším ekonomickém základu, na lepších výsledcích ekonomik, ale z velké části je to důsledek působení masivních monetárních a fiskálních stimulů. Je to díky vládnímu stimulu a pomoci bankám, díky tomu se podařilo vyhnout hluboké ekonomické depresi a krachu finančního sektoru. Pokládá si otázku, co vlastně stojí za masivním růstem cen akcií, ropy apod. v posledním půl roce, a vychází mu, že tomu napomohla vlna likvidity, to znamená vlna obrovského množství peněz na trzích, která plyne z téměř nulových úrokových sazeb a kvantitativního uvolňování, kdy vlastně americká centrální banka přímo pumpuje peníze do ekonomiky. Avšak nejdůležitější podle jeho názoru je slabost amerického dolaru, který velice výrazně oslabil vůči světovým měnám. Za touto slabostí podle jeho názoru stojí obchod, při němž si investor půjčuje v nízkou úročenou měnu a následně investuje do měny poskytující úročení vysoké. Tento druh obchodu je prý v současnosti historicky nejrozsáhlejší. Podle názoru profesora Roubiniho slabý dolar tyto transakce na finančních trzích podporuje a živí tak nějakou novou cenovou bublinu na trzích aktiv jak globálně, tak přímo ve Spojených státech. Takže to, co se v současné době děje na finančních a kapitálových trzích – např. ve Spojených státech ceny akcií od března vzrostly o zhruba 60 %, respektive akciové indexy vzrostly o zhruba 60 % –, vidí pan profesor jako novou bublinu na akciových trzích, která zase jednoho krásného dne praskne a povede k dalšímu krachu. Myslí si, že to současné oživení není udržitelné a že čím déle se tato nová bublina bude nafukovat, tím větší bude následný krach. Něco podobného už říkal letos v létě, takže to není žádný jeho nový názor. Letos v červenci opět říkal, že mix fiskálních defici-

tů, rostoucích výnosů ze státních dluhopisů, slabých firemních výsledků a stagnujícího trhu práce může stáhnout světovou ekonomiku do recese, na její druhé dno na přelomu let 2010 a 2011. Vidíte, že nejsou pouze takové předpovědi, že už jsme z toho nejhoršího venku, ale naopak, jsou zde významní lidé, kteří předvídají, že do toho nejhoršího můžeme znovu ještě jednou spadnout. Profesor Roubini si myslí, že jsme v tuto chvíli sice blíže konci finanční krize, ale, jak doplňuje, cesta z ní bude ještě velmi klikatá a s mnoha vlnami, přičemž vlna může zasahovat i směrem dolů. Podobně Martin Feldstein, profesor ekonomie na Harvard University, v červenci předpovídal recesi s dvojitým dnem a toto další dno umístil na dřívější dobu než Roubini, už na přelom letošního a příštího roku. Důvody, proč by mohlo dojít ke zvlnění průběhu krize, vidí podobně, jako uváděl jeho kolega z New York University.

Tady se zase trošičku podíváme do historie. Tato krize vypukla ve Spojených státech zhroutením hypotečního trhu v roce 2007, takže současná krize trvá dva roky. Velká deprese 30. let začala v říjnu 1929, ale její projevy nastupovaly postupně a také lidé si je uvědomovali postupně. Tady jsem si vypomohl článkem z *Mladé fronty Dnes*, v němž Milan Vodička velice dobře shrnul z našeho hlediska významná historická data; využil jsme jeho faktografického článku. V říjnu 1929 tedy vypukla krize, zhroutil se akciový trh ve Spojených státech, ale to neznamená, že všude hned byly řady nezaměstnaných a propukla bída, chudoba apod., jak to známe ze starých fotografií. Na konci roku 1929 se všichni ještě tvářili, že se vlastně nic tak hrozného neděje, a dokonce například americké ministerstvo práce předpokládalo, že rok 1930 bude z hlediska zaměstnanosti skvělý. Realita byla úplně jiná, následovala značná ztráta pracovních míst a vzrůst nezaměstnanosti. Investoři původně vůbec nepředpokládali, že by k nějakému velkému ekonomickému poklesu mohlo dojít. Naopak domnívali se už vlastně pár měsíců po krachu na burze, že ekonomika se odrazila ode dna, že se vztyčuje, že bude ještě mohutnější a pevnější, než byla kdykoliv předtím. Prezident Hoover v té době předpovídal, že do dvou měsíců bude mít Amerika to nejhorší za sebou. Šedesát dní uplynulo, prezident oznámil, že Amerika už má to nejhorší za sebou. Bohužel situace se nezlepšovala; zhruba v polovině roku 1930 musel prezident dodat, že ekonomika bude v pořádku na podzim. Takhle se pořád ty termíny očekávaného zlepšení posouvaly. Tímto způsobem se nevyjadřovaly pouze státní instituce, ale podobný názor měli i šéfové různých amerických firem. Vidíme například, že když už bylo dva roky po začátku tehdejší velké krize, tak Charles Schwab, majitel obrovských oceláren Bethlehem Steel, předpokládal, že brzy začne nová prosperita, jakou americký lid dosud nepoznal. Prohlásil to na nějakém průmyslnickém kongresu a byli tam i další průmyslníci, kteří jeho optimismus sdíleli. James Farrell, prezident U. S. Steel, si opět zavěštil, že do 60 dnů se vrátí prosperita. Podobně John Raskob, šéf automobilky General Motors, prorokoval, že bylo dosaženo dna a oživení můžeme čekat již počátkem ledna, to znamená do nějakých dvou tří měsíců. Bohu-



žel ani tyto předpovědi se nenaplnily a to nejhorší vlastně přišlo až v období let 1932–1933.

Každá historická paralela je samozřejmě poněkud zavádějící, protože dnes se pohybujeme v jiných podmínkách, dnes vlády zareagovaly jinak než v době Velké krize 30. let a rovněž centrální banky zareagovaly na novou krizi jinak, ale přesto bychom měli mít na paměti, že tehdy to nejhorší přišlo tři až čtyři roky po začátku Velké krize. Kdybychom chtěli paralelu uplatnit důsledně, znamenalo by to v našem případě, že nejhorší bude období 2010 až 2011. S předpověďmi, kdy krize skončí, je třeba být opatrný, protože i samotné signály z reálné ekonomiky nejsou dosud příliš přesvědčivé. Tímto nepřilíš optimistickým závěrem svůj příspěvek končím.

## DISKUSE

### Jiří Malý

Nyní jsme se posunuli do části, kdy by měla následovat diskuse účastníků. My, kdož jsme měli příspěvky, jsme připraveni zodpovědět vaše případné dotazy na témata, kterým jsme se tady věnovali v dopolední části. Pokud bude mít někdo dotaz, tak bych poprosil, aby se představil, protože celá diskuse bude zaznamenána.

### Rostislav Tesař

Dobrý den, jsem inženýr Tesař z firmy Toray Textiles Central Europe z Prostějova, což je japonská firma, která do České republiky přišla v roce 1997, a zastávám v ní postavení jakoby českého ředitele, protože máme vedení japonské. My samozřejmě krizi nebo depresi pocítujeme velice bolestně; máme nyní 340 zaměstnanců a ty jsme vybírali z množiny tří tisíc osob, čili přišli jsme do regionu s vysokou nezaměstnaností. Potom se to tam stabilizovalo, a když už jsme měli radost, že můžeme i expandovat, tak přišla krize. O expanzi jsme uvažovali, protože naše firma stavěla na zelené louce, takže máme ještě spoustu prostorů na další expanzi, a protože Japonci – a teď i Číňané – mají Českou republiku rádi. Víte, že sem přijelo asi čtyři sta podnikatelů, jak ohlásil CzechInvest, kteří zde chtějí podnikat? Jen toho kapitálu, co sem přivezou, a také možná know-how, my máme lidi a taky infrastrukturu. Teď samozřejmě je recese, takže i my redukuje počet pracovníků a hledáme rezervy všude, kde by mohly být. My a stejně tak i všechny jiné firmy pracujeme v určitém okolí, prostředí, které je pro nás podstatné a kam patří samozřejmě státní instituce, politika atd., ale také naši odběratelé a dodavatelé. Teď máme vládu, která má prý obrovský mandát, jak všichni slyšíme, ale já nevím, čím si ho zaslouhuje, protože nic moc nedělá, protože asi dělat nemůže. Stejně tak ostatní státní instituce a politikové. Mě by zajímala budoucnost, protože podnikatelé se ptají po budoucnosti. To, co zde zaznělo, to byla perfektní analýza minulosti. Já se ale ptám, jak to bude dál. Sdělte mi, jestli máte nějaké reálné vize, relevantní informace, jak to bude dál v určitém horizontu, třeba, řekněme, po volbách, protože všechny strany slibují svým voličům blahobyť. Politikové a strany nás potřebují, my je jdeme volit, ale pak se už o nás nestarají, my se také nestaráme o věci veřejné a jenom sledujeme, kde se co děje, a eventuálně trpíme. A bohužel tady je situace, že jsme v kapitalismu, takže vláda nemůže moc zasahovat do věcí podniků, takže jestli chci exportovat do Číny, nebo někam jinam, tak je to jedno. Chtěl bych se zeptat, jestli jsou nějaké světlé zítřky, které pomůže zabezpečit ta vláda, která

vyhraje ve volbách. Kdo vyhraje, to je jaksi ve hvězdách, protože stále vznikají nové subjekty, jak to čtu v novinách, a všichni mluví o tom, jak pomůžou, jaké mají nástroje atd. Mě by to zajímalo na lokální úrovni, protože, i když máme globalizaci a myslím globálně, já žiji v určité lokalitě, v ní a v lokálních podmínkách pracuji. To platí pořád. Mě zajímá to, co se děje v mém okolí, v mé lokalitě. Děkuji.

### Jiří Malý

Kdopak se ujme odpovědi? Klidně začnu. Když se podíváme na lokální situaci, když hovořím například s českými středními nebo menšími podnikateli, tak ti mají kupodivu většinou pocit, že krize k nám přichází teprve teď. Oni ji nepociťovali tak výrazně v průběhu minulého roku a v první polovině letošního roku ještě taky ne. V tuto chvíli ale mají pocit, že teprve teď na ně začínají doléhat všechny důsledky krize, protože třeba vysokou nezaměstnanost pociťují nyní zprostředkovaně na tržbách apod. Tam teď vidí dost velké propady. Takže pokud jde o lokální situaci, my jsme bohužel spíše příjemcem toho, co se děje v zahraničí. My jsme byli intenzivně zasaženi krizí až ve třetí vlně. Začalo to ve Spojených státech, druhá vlna byla západní Evropa plus některé země, které byly silně zaangažovány v nákupu toxicých aktiv, to bylo třeba Pobaltí, a my jsme byli až ta třetí vlna. Obávám se, že v této zemi vygenerovat růst nějakou hospodářskou politikou není úplně možné řešení, není to příliš očekávatelný vývoj nebo očekávatelné řešení, protože naše ekonomika je silně závislá na zahraničním obchodu, a tedy na celkovém světovém vývoji. Všichni se teď dívají do Číny, jestli si udrží dynamiku a jestli bude oním křídleným novým motorem růstu; ten růst by se potom eventuálně přelil například do Spojených států, do západní Evropy a konečně potom k nám zase v nějaké třetí vlně. Takže pokud jde o lokální věci, tak se obávám, že v naší zemi můžeme hospodářskou politikou ovlivňovat tak asi pět procent ekonomické skutečnosti, nebo někdy snad i deset procent skutečnosti, ale to zásadní opravdu je, jak se bude vyvíjet situace mimo českou ekonomiku u těch hlavních světových hráčů. Bohužel jsme viděli, že předpovědi zatím jsou značně nejisté, takže já bych nečekal bezprostředně po volbách v květnu nebo červnu roku 2010 nějaké opravdu podstatné oživení, které by mohlo být trvalejší a razantnější. Žádné světlé zítřky v brzkém období nevidím, možná tak v letech 2013 až 2015, a to jsem asi ještě optimista.

### Jan Mládek

Moje jméno je Jan Mládek a chci říct dvě věci. Jednak k tomu, co říkal pan Malý o tom, jak ekonomové byli špatní v předpovídání. Myslím, že vy jako studenti byste měli vědět jednu věc, a tak ji řeknu naprosto natvrdo, totiž že ekonomové zde nejsou proto, aby předpovídali, co se stane, ale aby manipulovali budoucnost, protože většina tzv. nezávislých ekonomů jsou lidé závislí na výplatě, která zpravidla přichází od nějaké finanční instituce, a ta finanční instituce přece nemůže prodávat své produkty, když její příslušníci budou říkat, že se blížíme do velkého maléru

a že bude propad. Ta instituce má tendenci lakovat budoucnost na růžovo, tj. bude říkat, že se čeká růst, a když jsme v průšvih, tak bude v jejím zájmu říkat, že teď sice klesáme, ale brzy porosteme. A to právě zažíváme v těchto chvílích. Za této situace se stane ne náhodou, že je to jen jediný jakýsi podivínský profesor – který v Americe není závislý na nějaké finanční instituci, ale na univerzitě, jež je přece jen nezávislejší než ekonomické pracoviště nějaké firmy –, jenž si dovolí udělat skutečně objektivní předpověď. Co potom udělají velké finanční instituce? Samozřejmě takovou předpověď marginalizují, což znamená, že se nedostane do hlavních médií. To jsem chtěl podotknout jen tak na okraj, aby bylo zřejmé, jak ten svět funguje.

A co se týče té zářné budoucnosti a toho, co může udělat nová vláda po volbách s plným politickým mandátem, já v zásadě souhlasím s panem Malým v tom, co řekl, protože skutečně vláda malé země nemůže zlomit světový vývoj v popláve, a to zejména, když jsme exportní ekonomika. Ale dodal bych ještě jednu důležitou věc. Ta vláda bude strašně důležitá, bude mít nezastupitelnou roli, totiž aby v té, jak se bohužel obávám, nadále pokračující krizi udržela co největší sociální soudržnost. To znamená, že vláda by měla intenzivně usilovat o udržení maximální zaměstnanosti, neměla by dopustit rozvrat společnosti. Důležitost této role vyplývá z jednoduchého důvodu, totiž až nastane oživení, tak vítězi budou ty země, které budou stabilizované, sociálně soudržné, a ne země, které budou mít lidi v ulicích, kde bude rozvrat nejenom ekonomiky, ale i politiky a sociální struktury. Děkuji.

### Jiří Malý

Děkuji. Chtěl bych se zeptat, zda je nějaký další dotaz, či připomínka.

### Jan Fajmon

Dobrý den. Jmenuji se Jan Fajmon, jsem studentem NEWTON College a měl bych několik otázek. Chtěl bych vědět, jestli je známo, kolik má Amerika u nás dluh, jestli je zde nějaká půjčka. Potom bych chtěl odpověď na otázku, není-li právě krize projevem samoregulace trhu, protože když je něco špatně, tak se to musí zhroutit. Další otázka: co se stane, pokud bude zadlužování států pokračovat nastoupeným tempem? Přijdou nějaké krachy států a co se může stát v takovém případě s ekonomikou? Nevznikla krize z toho důvodu, že se příliš hledělo na rychlý zisk některých institucí a nechtělo se hledět spíš na dlouhodobý růst? Tj. neměl by se podporovat dlouhodobý růst více než rychlé zisky? Děkuji.

### Jiří Malý

Odpovím alespoň na část dotazů a pak předám slovo kolegům. Nejprve se budu zabývat dotazem, jestli projevem samoregulace jsou právě krize a jestli to je, či není užitečné řešení, když se ekonomika zhroutí a odstraní se to špatné v ní. Musíme se vždycky podívat na náklady takového řešení. Je sice pěkné, když se nám to,

co je v ekonomice špatné, zhroutí. Jde však o to, že takové zhroutění zasáhne i sektory a účastníky ekonomiky, kteří se nechovali tak, aby ke krizi přispěli. Když mi třeba zbankrotuje celý bankovní sektor, tak to bohužel odnesou i lidé, kteří si nikdy nevzali žádnou půjčku, kteří se nikdy nezapojili do obchodování s nějakými pochybnými finančními deriváty apod. Musíme brát ohled na takto vzniklé náklady sociální, takže říkat, že necháme všechno proběhnout jenom přes trh a nebudeme nějak zasahovat, je z tohoto hlediska protispolečenské. To se vyzkoušelo ve 30. letech minulého století a nebylo to úplně nejlepší řešení, když to řekneme takhle kulantně. Samozřejmě jsou na to různé názory. Můj názor je takový, že bylo nutno zvolit řešení, k němuž se státy odhodlaly, i za cenu toho, že bohužel zadlužení ekonomik dále narůstá. Ale já bych řekl, že to, že se zvolilo řešení, při němž se pumpují další peníze do ekonomiky, je vlastně jen řešení krátkodobé. Tím se jenom překlene nějaká doba. Podstatná jsou opatření s dlouhodobou působností, jako třeba postavit fungování trhů na nový institucionální základ. To už jsou potom ty nové regulace vedené snahou, aby se krize neopakovala, i když zase víme, jak už jsme říkali, že každá regulace může být znovu obehita a krize se může opakovat zase v nějaké jiné podobě. I přes toto vědomí bych ale neřekl, že dát tržním silám volný průchod a vůbec ho neusměřňovat a nezasahovat do něj by bylo to nejlepší řešení.

Nyní několik slov k otázce, co se stane při dalším zadlužení ekonomik, tedy poroste-li ona zranitelnost ekonomik. K tomu musím říci, že je tak trochu „výhodou“, že, řečeno lidově, v tom jedou všichni. Když se dnes zadlužují všechny ekonomiky, tak je riziko plynoucí ze zadlužování o trochu menší, než když se zadlužuje jenom jedna ekonomika. Když se zadlužuje jedna, tak snadno zbankrotuje, ale aby zbankrotovaly všechny vyspělé ekonomiky, to není příliš pravděpodobné, takže z tohoto hlediska je obava z dalšího zadlužování u zadlužujících se zemí nižší. Otázka je, kde je ta hranice, protože opravdu už mnoho zemí bude překračovat limit 100 % HDP celkové zadluženosti.

Jestli mají Spojené státy nějakou půjčku z České republiky, to netuším, to jsem nezjišťoval.

### **Karel Mráček**

Ještě tady byl jeden názor a dotaz, a to na přílišnou orientaci na rychlý zisk. To je známý problém každého podnikatele: lákavost rychlých zisků a vědomí, že mohou vydržet pouze krátkou dobu. Správné by bylo orientovat se na nějaký dlouhodobý výkon a z něj čerpat dlouhodobý zisk. Faktem je, že bankéři šli na rychlé zisky také pod tlakem různých bonusů, které měli obdržet. To je trochu krátkozraká politika, která se pochopitelně v delším horizontu vymstí. A nemusí to být jenom v bankovníctví nebo jenom ve finanční sféře, taková orientace, takové úsilí k dosažení rychlých zisků může být ve strategii i firem a podniků jiného odvětví. Mohou na tom být rok dobře, ale potom jim najednou vzniknou problémy. Rychlý zisk nelze dlouhodobě preferovat beztréstně.

Možná ještě poznámku k tomu předchozímu. Jako nástroj k zmírnění důsledků krize státy většinou vytvořily stimulační balíčky a je nutno říci, že zejména u zemí OECD byly tvořeny z krátkodobého i dlouhodobého hlediska. Tyto balíčky opatření měly především za cíl vytvořit poptávku třeba i na kratší dobu – viz např. šrotovné – a dlouhodobě zachovat v té které zemi únosnou úroveň zaměstnanosti, zachovat soudržnost společnosti a zachovat také důvěru obyvatelstva v různé sektory ekonomiky – například půjčky a záruky pro finanční sektor. Proto šly nějaké investice do ekonomiky z veřejné sféry. Šly do infrastruktury, podpory výzkumu, vzdělání, do technologií, snahou bylo vytvořit něco, co mi zajistí i v budoucnosti zajímavé produkty na straně nabídky. Česká republika se v tomto směru pohybovala spíš v rovině krátkodobých cílů; to se zobrazilo i v rámci materiálu, který vyšel z Národní ekonomické rady vlády ČR. Šlo o snahu teď udržet alespoň něco. Ale řada zemí pracuje ve svých stimulačních balíčcích také s dlouhodobým hlediskem.

### **Ivana Dostálová**

Chtěla bych se jen krátce vyjádřit k tématu krátkodobý zisk a dlouhodobá prosperita. Jedním z momentů byla i špatně nastavená schémata pro odměňování manažerů a obchodníků ve finančním sektoru, která je hnala do toho, aby přijímali nadměrné riziko. Krátkodobě banka měla zisk, oni dostali ještě bonusy, pak po delším období banka zkrachovala, jim se nestalo nic a ještě se chtěli podílet na státní záchraně a vyplácet si zlaté padáky a podobné věci. O tom bude jedna přednáška odpovědně.

Dále bych chtěla uplatnit poznámku k tomu, co zde pan Mládek říkal o prognózách a jejich tvůrcích. Myslím, že všichni prognostici nejsou ovlivněni zájmy své organizace. Možná, že to platí v komerčním sektoru, ale chci se v této souvislosti zastat Ministerstva financí ČR. Jak pan Mládek ví, tak já tam pracuji, a kdybych zůstala netečná k takové invektivě, tak by mi to třeba mohli vyčítat. Víím, že vychází dvakrát ročně fiskální výhled, který je možné si stáhnout z veřejných internetových stránek, a tam ta prognóza nic nelakuje, je špatná – tedy je dobrá v tom smyslu, že předpokládá špatný, horší vývoj. U veřejných rozpočtů vláda nemá růžové brýle, ale naopak projektuje všechno spíše konzervativně, takže tam jsou rozpočtové deficitory kolem 6 % HDP na další tři roky, což je dost špatné.

### **Jiří Malý**

Je ještě nějaký další dotaz? Prosím.

### **Jan Neumeister**

Dobrý den, moje jméno je Jan Neumeister a jsem studentem NEWTON College. Chtěl bych se vrátit k tomu faktu, že Čína je vlastně věřitelem Ameriky a že je to taková ekonomika, s níž se dá počítat do budoucnosti. Chtěl bych se zeptat, jest-

li vidíte v dlouhodobé perspektivě pod čínským vlivem nějaký trend odklonu od současné západní filozofie volného trhu k jakési centralizaci v rámci dlouhodobé stability, a to ať už v oblasti ekonomické, nebo sociální. Stručně vyjádřeno, že by se přešlo od modelu volného trhu typu Ameriky k modelu nějaké centralizace typu Číny a jestli se to dá očekávat ve zbytku světa, dejme tomu, v horizontu desítek let?

### Jiří Malý

Děkuji. To je složitý problém, protože v Číně je zvláštní ekonomický mix. Na jednu stranu máme poměrně liberální Spojené státy a více sociálně orientovanou Evropskou unii a na druhé straně Čínu, což je de facto alespoň z určité části velmi málo regulovaná tržní ekonomika doplněná autoritativní vládou. Není to tak, že by v Číně byla nějaká vysoká úroveň sociální ochrany apod., to bohužel ne. Po této stránce je to tam mnohem horší než ve Spojených státech. Vytvořit celosvětový ekonomický model by vůbec bylo velmi obtížné, ba bylo by složité i to, aby byl jeden model výrazně převažující, i kdyby to byl v současné době třeba model americký, a kdyby se měl v budoucnosti nahradit modelem čínským, tak to by možná bylo ještě zhoršení z hlediska sociálního postavení lidí. Tam jde o to, jakým způsobem se bude čínský model dále v budoucnosti vyvíjet. I když v současné době je podle běžného měnového kurzu čínská ekonomika už třetí největší ekonomikou na světě, už předběhla Německo, a podle parity kupní síly je dokonce už druhou největší, už má asi poloviční velikost než americká, tak ono to ještě nějaké desetiletí zajisté potrvá, než se ty ekonomiky vyrovnají. Vůdčí ekonomická pozice se neztrácí tak rychle. Jak jsem říkal, Čína má spoustu amerických dluhopisů a spoustu dolarových rezerv, dva biliony dolarů rezerv, a tím na jedné straně má samozřejmě páku na Spojené státy americké, ale na druhou stranu, kdyby Amerika vyhlásila státní bankrot, uvažujeme teoreticky, tak Číně zbudou v ruce bezcenné papíry. Vidíme tedy, že vzájemný vztah není tak jednoduchý. Musím říci, že já bych šťestím příliš neoplýval, kdyby se čínský ekonomický model celosvětově rozšířil, protože by to určitě neznamenalo zlepšení sociálního postavení jednotlivých obyvatel. Evropské unii by rozhodně prospělo, kdyby dokázala svůj model importovat do světa. Tohle by znamenalo zlepšení sociálního zabezpečení obecně, protože v současné době je sociální model v Evropě pod tlakem nižší sociální ochrany v jejím světovém okolí, takže spíš by se měla Evropská unie snažit svůj model exportovat směrem ven.

Ještě má někdo nějaký dotaz?

### Dana Nesvačilová

Dobrý den, jmenuji se Dana Nesvačilová, jsem bývalá studentka NEWTON College a nyní studuji na VÚT. Jak již víme, na základě finanční krize, která působí i u nás, Národní ekonomická rada vlády ČR přijala jisté materiály a doporučuje některá opatření. Chtěla jsem se zeptat, jestli z vašeho pohledu byla NERV nějak

přínosná, jestli navrhla nějaký balíček, o němž si myslíte, že by byl v blízké době efektivní. Děkuji.

### Jiří Malý

Částečně již na to odpověděl pan Mráček, který říkal, že tato rada spíše navrhovala opatření krátkodobého charakteru než charakteru dlouhodobého. Z mého pohledu Česká republika obecně – a to bohužel i s přispěním těch podkladů, které dodávala Národní ekonomická rada vlády – spíše patřila v rámci EU k zemím, které brzdily přijímání dlouhodobějších regulatorních opatření. V době našeho předsednictví Evropské unie jsme byli tlačeni Německem a Francií do toho, abychom nějaké summity na toto téma svolávali. My jsme tuto tematiku na jednání EU a jejích orgánů příliš nechtěli dávat, takže já bych činnost Národní ekonomické rady vlády osobně – každý může mít jiný názor – nehodnotil zcela pozitivně a bohužel i ty návrhy, které připravovala v oblasti veřejných financí ke krátkodobému zvládnutí krize, bych také ne vždy hodnotil jako úplně nejlepší. Vidíme, že například NERV ve svých návrzích navrhovala další redukci, další snižování rozpočtových příjmů třeba v oblasti pojištění nebo v oblasti přímých daní, a to v době, kdy se rozpočet propadá do obrovských deficitů, prostě není vhodné. Země jako Irsko nebo Velká Británie nebo i pobaltské země, které vždycky patřily k leaderům ve snižování daní, v současné době daně zvyšují, protože rozpočty se nějak naplnit musí, když jimi sanujete finanční sektor. Tudíž si myslím, že v tomto ohledu návrhy naší Národní ekonomické rady vlády byly poněkud zpozdilé.

Ještě nějaký dotaz? Protože tomu tak není, čeká nás nyní přestávka na oběd.

## **Odpolední blok**

Důsledky světové finanční a ekonomické krize  
v zemích eurozóny, v dalších zemích Evropské unie  
a ve Spojených státech,  
navrhované a realizované způsoby řešení krize  
v EU a USA

Moderátor  
**Jiří Malý**  
Institut evropské integrace,  
NEWTON College, a. s.



## PROGRAM SEMINÁŘE

### ODPOLEDNÍ BLOK

<b>Regulace finančních trhů v EU jako odpověď na krizi – důsledky pro evropskou a světovou ekonomiku</b> .....	135
<i>Ing. Jan Mládek, CSc., předseda družstva FONTES RERUM</i>	
<b>DISKUSE</b> .....	146
<b>Názorové střety nad novou regulací finančních trhů</b> .....	150
<i>Mgr. Ing. Petr Wawrosz, Institut evropské integrace, NEWTON College, a. s.</i>	
<b>Snahy o omezení morálního hazardu a podstupování nadměrného rizika ve finančním sektoru</b> .....	156
<i>Ing. Ivana Dostálová, Institut evropské integrace, NEWTON College, a. s.</i>	
<b>Projevy a řešení krize v sektoru nefinančních podniků</b> .....	165
<i>Ing. Karel Mráček, CSc., Institut evropské integrace, NEWTON College, a. s.</i>	
<b>Odlišnosti v průběhu a některých způsobech řešení krize v zemích uvnitř a vně eurozóny</b> .....	174
<i>PhDr. Jiří Malý, Ph.D., Institut evropské integrace, NEWTON College, a. s.</i>	

## REGULACE FINANČNÍCH TRHŮ V EU JAKO ODPOVĚĎ NA KRIZI – DŮSLEDKY PRO EVROPSKOU A SVĚTOVOU EKONOMIKU

### Jiří Malý

Vítám vás na odpolední části našeho vědeckopopularizačního semináře. V této části se budeme hlavně věnovat důsledkům krize a přijímaným opatřením k jejímu řešení a budeme se zabývat i opatřeními k zabránění vzniku podobných krizí v budoucnosti. Jako první v této odpolední části vystoupí pan Ing. Jan Mládek, CSc., předseda družstva FONTES RERUM, se svým příspěvkem na téma *Regulace finančních trhů v EU jako odpověď na krizi – důsledky pro evropskou a světovou ekonomiku*.

### Jan Mládek

Dobré odpoledne, dámy a pánové. Je mi velkou ctí, že tady mohu vystoupit a pokusím se vnést do diskuse jasnější slovo, protože jsem měl dopoledne z některých vystoupení pocit, jako by z nich trošku čísel jakýsi fatalismus, totiž že čas od času přijde krize a my to musíme přetrpět, protože s tím stejně nic nenaděláme. Myslím si, že úplně tak to není. Myslím si, že naopak je třeba konat. Na druhé straně se nedivím kolegům, že k tomu takhle přistupují, protože „doba je zlá“. Doba je zlá v tom smyslu, že v tuto chvíli se otřásá jedna doktrína, která tady vládla nejméně dvacet let a která se jmenuje neoliberalismus. Ta svým způsobem přivedla svět do této světové finanční a hospodářské krize, neboť podporovala alespoň teoreticky neschopnost regulace chamtivosti. Zároveň ovšem také platí, že nejsem právě optimista. Doktrína neoliberalismu funguje samospádem, jak to v těchto případech bývá, protože v této chvíli nemáme nic lepšího. Je sice otřesená a zároveň se neví, čím ji nahradit. Taková je přesně nynější situace. Rusové takovému stavu říkají „smuta“, starý car už není a nevíme, kdo bude novým. Takže bohužel z tohoto hlediska je situace taková zvláštní.

Je také docela těžké o té věci mluvit, protože je docela obtížné propojit český a světový vývoj, protože řada těch věcí proběhla především v anglosaském světě, to je ve Spojených státech, Velké Británii a některých těch menších zemích, o kterých tady bylo hovořeno, a zároveň v Čechách jako by se nic nedělo. Také na českého občana dopad krize není nijak zvláštní, protože pokud není právě nezaměstnaný, tak jak se ho vlastně krize týká? Nijak zvlášť. A proč tomu tak je? Protože je tady velký rozdíl oproti občanovi Spojených států, který je jaksi frustrován z toho, že byl systémem naveden, aby nemalou část svých úspor uložil do akcií, které se mu jaksi propadly, a tím se mu vypařila nemalá část úspor. Dále v Americe je systém, že na penzi spoří občané v kapitálových penzijních fondech, a i ty docela konzervativně vedené ztratily 17 %, čili američtí občané přišli o 17 % výše své penze a někteří ztratili dokonce i víc. Americký občan tedy nervózně sleduje hlášení ze svého penzijního fondu a třese se, jakou penzi bude nakonec pobírat. Tohle se českého občana netýká díky Dušanu Trískovi, Václavu Klausovi a dalším, kteří zdiskreditovali koncept lidového kapitalismu v kupónové privatizaci. Lidé u nás poznali, že malý akcionář je docela pěkně okraden, a to je vlastně z dnešního pohledu docela prima, protože lidi už vědí, že nemají dělat tu pitomost, aby drželi akcie, ale že mají odnést své peníze do spořitelny nebo do nějaké jiné banky a uložit je na dlouhodobý účet. Čeští občané nemají problém, že by se jim

propadly úspory kvůli tomu, že se znehodnotily akcie, a většina českých občanů kouká na vývoj indexu pražské burzy s hlubokou lhostejností, zatímco nemalá část Američanů burzovní indexy sleduje se zaujetím a propady akcií jim osobně vadí. A samozřejmě vzhledem k tomu, že tady nemáme kapitálové penzijní fondy, kromě těch nepovinných, tak se nikdo v České republice netřese o svůj důchod. A mimochodem i ten třetí pilíř, nepovinné fondy, jsou také trošku ošetřeny díky státu, vlastně poslancům, protože stát těm fondům zakázal investovat do něčeho jiného, než jsou obligace zemí OECD. Ony mohly do akcií vrazit maximálně 10 % svého kapitálu, takže když jeden nejmenovaný fond prodělal půlku svých akciových investic, stále mu zůstalo 95 % celkového jmění, a tak to pro něj není katastrofa. A vlastně díky bankovnímu socialismu, který tady také vznikl za vlády Václava Klause a který zbankrotoval na konci 90. let, jsme byli jakoby naočkováni proti této krizi, protože my jsme si krizi prožili v letech 1999 až 2000. To bylo zrovna v té době, kdy začaly v zahraničí vynálezy finančních derivátů. Měl jsem to potěšení být v té době na Ministerstvu financí ČR a být docela blízko u toho, kdy začali chodit investiční bankéři a nabízet přesně ta schémata, která potom přivedla svět k velkému krachu. Nabízeli, že cosi vyvedou z bilance, že to sekuritizují někde na Kajmanských ostrovech, ale bylo to na samém začátku a naše banky na to neslyšely. Nešla do toho vůbec Česká spořitelna, ale šla do toho částečně IPB, a také proto tam ztráty byly největší. Díky tomu, že naše banky stačily zbankrotovat tak brzo, tak jsme nestačili podchytit tento „skvělý“ proud inovací, protože kdyby banky vydržely ještě pět let, tak by nepochybně také u nás byly použity všechny ty triky a cena, kterou bychom zaplatili, by byla daleko větší. Jak tomu je tedy u nás? My jsme do této chvíle neměli žádný bezprostřední dopad globální krize kromě toho zásadního do reálné ekonomiky, kdy najednou se propadly exportní trhy a není kam exportovat.

Hlavní příčina světové hospodářské krize je skutečně ve finanční oblasti. Hlavním problémem jakékoliv ekonomiky je regulace chamtivosti. Aby ekonomika mohla dobře fungovat, je třeba úměrně a úspěšně regulovat chamtivost, protože lidé přirozeně chtějí bohatnout a jsou pro to ochotni často udělat mnohé sobecké, někdy až protispolečenské věci. A aby soukromá iniciativa zaměřená na zbohatnutí individua či malé skupiny nebyla perverzní, musí mít stát vůli a schopnost ji regulovat. To je přece zásadní věc. Soukromá iniciativa je výborná věc, hodnotná vlastnost, ale zároveň musí probíhat v určitém rámci. To, co zde teď říkám, je tak trochu variace na téma, které zde již bylo rozebráno, totiž co jsou bezprostřední příčiny krize. Chtěl bych se propracovat k příčinám ještě hlubším, které stojí jakoby za těmi zde již uváděnými. Nejhlubší příčinou vidím v tom, že jak se globální kapitalismus vyvíjel, tak z vyprodukované přidané hodnoty stále větší část dostávali vlastníci kapitálu a stále méně příjemci mezd. To má jeden nepřijemný efekt. Vlastníci kapitálu jsou zpravidla bohatší lidé, tudíž mají menší sklon ke spotřebě. Naopak příjemci mezd nemají tolik úspor, ti své výděly většinou spotřebují, mají větší sklon ke spotřebě. Takže čím více se na přidané hod-

notě podílí kapitál, tím menší je globální poptávka. A jak klesá celková poptávka, tak klesají i zisky k dělení. Teď je otázka, co s tím dělat. Čím jsme úspěšnější, čím méně dáme pracujícím, tím sice více vyděláváme, ale zároveň si tím podřezáváme větev zisku, na níž chceme sedět. Jednou z metod, jak tento problém obejít, je vzbudit co největší optimismus a přimět většinu, aby žila stále na větší a větší dluh; když teď už nemám peníze, tak si půjčím s nadějí, že je budu mít v budoucnosti. Tak se vytvořila poptávka po perverzních inovacích, vytvořila se poptávka po těch finančních inovacích, které sice nejsou, jak říkám, tou hlubinnou příčinou současné krize, ale způsobují značnou volatilitu, těkavost, dělají otřesy hlubšími a bubliny následně většími a celkově ohrožují světový finanční, hospodářský, sociální a politický pořádek. Ještě na okraj bych chtěl zmínit jednu takovou myšlenku, která je trochu legrační a o níž vyšel článek v tisku *New York Times*. Autor tam říká, že záplavu finančních inovací umožnilo také to, že do investičního bankovníctví a vůbec do bankovníctví se dostali chytří kluci z nejlepších amerických univerzit. V Americe původně chodili nejlepší absolventi do státní správy, obsazovali soudcovská místa a taková místa, která byla prestižní. Sice nebyli skvěle placeni, ale měli společenskou prestiž. Další absolventi se stali učiteli na oněch nejlepších univerzitách Ameriky, ti mírně horší šli učit na méně prestižní školy a ti ještě horší šli do finančnictví, protože to bylo považováno za nedůstojnou činnost. A samozřejmě ta poslední skupina, spodní třetina, matematické modely a tvorbu derivátů moc neuměla, takže se do toho moc necpala. Ale situace se postupně změnila, do finančnictví se dostali ti nejlepší a ti přišli s inovacemi. Ale ve vedení bank seděli lidé o dvacet let starší, kteří se ve statistických a jiných matematických modelech příliš nevyznali, a tak nechali mladíky dělat všechny ty nové instrumenty v podstatě bez kontroly. A protože, jak už jsme si řekli, lidé málo konzumovali, bylo třeba poptávku nějakým způsobem zvětšit, tak se vymyslelo, jak učinit finanční deriváty přitažlivými, jak lidi stimulovat k jejich poptávce. O konkrétních postupech, jak se to dělalo, se zde již také hovořilo. Dotknou se tedy lehce jen těch bodů, o nichž si myslím, že zde nebyly zmíněny tolik, jak by si zaluhovaly.

Dlouhodobý život na dluh. Je pravda, že Spojené státy to v tomto směru dotáhly téměř k dokonalosti. Dva roky před krizí již americké domácnosti netvořily žádné úspory, nýbrž měly záporné úspory, už se jen zvyšoval dluh. Takový stav byl naposledy ve 20. letech před Velkou krizí 30. let, což není až tak překvapivé. Je to jeden z indikátorů, který by měl vést ekonomy, finančníky i politiky k obezřetnosti. Hypotéku dotáhly domácnosti na úroveň spotřebitelského úvěru, což znamená to, že tam není žádné jištění dalším majetkem. Vyplývá to z velmi jednoduché úvahy a také procedura je jednoduchá: když dojde k malé finanční krizi domácností, když se vám úroveň propadne, tak se vrátí klíčky, odejde se z baráku – a banko, starej se. Bohužel také tento skvělý princip byl v americkém modelu kapitalismu dotažen do konce. Hypotéka nebyla stavěna konzervativně jako u nás, kde vám sice možná výjimečně dají 100 % úvěru, ale to se u nás opravdu dělalo výji-

mečně, většinou to bylo v průměru nějakých 60 %. V Americe, když jste měl třeba za milion nemovitost a hypotéku na 900 tisíc a když stoupla cena vaší nemovitosti na milion dvě stě tisíc, tak z banky za vámi přišli a říkali: „Podívejte se, pane Smithi, vy si můžete půjčit ještě víc, klidně vám ještě 250 tisíc půjčíme.“ A takhle to šponovali až na doraz. Není divu, že se to zhroutilo. O finančních inovacích a popotáve po nich jsem zde hovořil a měnová politika Fedu zde byla rozebrána dostatečně.

Další příčinou krize byl naprostý zásadní nedostatek regulace, nebo ještě spíše můžeme říci, že to byla nerovnoměrná regulace. Můžeme přesněji hovořit o nerovnoměrné regulaci, protože není pravda, že klasické banky, klasické komerční banky byly až tak špatně regulovány. Problém byl v něčem jiném, byl v tom, že vznikly nové části finančního sektoru, které konkurovaly komerčním bankám a které byly komerčními bankami používány k tomu, aby obcházely regulaci, která je svým způsobem svazovala. Ono upřímně řečeno, kdyby si komerční banky nechaly hypotéky ve své bilanci, tak by nikdy nemohla vzniknout takhle hluboká krize. Takováto krize s hypotékami byla ve Švýcarsku před deseti lety, a pokud si banky nechají hypotéky ve své bilanci, tak mohou v kritické situaci dlužníkům nemovitosti zabrat, podržet si je několik let v bilanci, a když se trh s nemovitostmi trochu zlepšší, tak je mohou prodat. Tímto způsobem to ve Švýcarsku také proběhlo a žádná katastrofa se nekonala. Ale právě snaha amerických klasických bank obcházet regulaci, ono vyvádění aktiv mimo bilanci komerčních bank bylo jednou z hlavních příčin finanční krize. Vidíme, že striktnější dodržování regulačních opatření je tím, co potřebujeme, a to, co navrhuji někteří šílenci, totiž že nebudeme regulovat nic a necháme všechno rozvrátit, je cesta do zkázy. Ovšem je zapotřebí postarat se o to, aby v regulaci nebyly mezery, a o to, aby byly regulovány i další segmenty.

A pak je tady ještě další moment, který tady nebyl zmiňován, ale který považuji taky za velmi důležitý. Je to průmyslová politika Komunistické strany Číny. Její ústřední výbor se rozhodl, že udělá industrializaci Čínské lidové republiky na základě poptávky, která je tažena Spojenými státy, exportem právě do Spojených států a že ještě bude financovat tento export do Spojených států, protože strategickým cílem komunistického vedení země je hospodářský, politický, vojenský vzestup lidové Číny. Zatím se jim to daří, ale zároveň nebýt toho, že tlačí do Spojených států své levné produkty, tak už dávno by Spojené státy nemohly dělat tu politiku, že tisknou peníze – a nic se neděje. Svou ekonomickou politikou přispívá tedy ÚV KSC k určité finanční stabilitě Spojených států, protože obecně platí, že když se nadměrně tisknou peníze, tak to zpravidla rychle skončí inflací, ale k tomu v USA nedochází. Zatím.

Co teď s tou krizí? Regulovat finanční trhy je výrazně lepší nápad než demonstrovat kapitalismus, což mu hrozí, pokud se regulace neprovede. Náklady finanční krize by měly zaplatit finanční trhy, jejich aktéři a ne průměrný daňový poplatník. To je věc, která zatím v Čechách není moc probírána, protože tady tak ostře

nevystala, ale v řadě jiných zemí se o ní simultánně diskutuje; klasickým příkladem je Irsko, ale platí to i pro Velkou Británii a Francii. V době, kdy stát sype desítky, někdy i stovky miliard do bankovního sektoru, si bankéři platí vysoké bonusy a v téže chvíli se ořezávají veřejné výdaje, případně zvyšují daně. Prostý daňový poplatník má tedy zaplatit selhání finančních trhů. Myslím si, že toto jednání je politicky neobhajitelné. Strany, které se hlásily k liberalismu, mají tendenci o tomto nemluvit, úplně to zamlčovat, nebo toto téma alespoň marginalizovat, protože tohle je opravdu neohájitelná pozice. Ještě jednou zdůrazním podstatnou myšlenku, že základním hnacím motorem ekonomiky je jak chamtivost, tak strach, a že k tomu, aby ekonomika fungovala dobře, je nezbytné udržovat mezi chamtivostí a strachem rovnováhu. Všichni chtějí vydělávat co nejvíce, ale to, co je drží na uzdě před nezákonným jednáním, je strach, že přijdou o uložené peníze, že přijde policajt, regulátor a půjdou do basy, či přijdou o majetek, či se jim stane jiná nepřijemnost. Ekonomiky to musí balancovat tak, aby nebyla živočišná síla, tj. ta chamtivost, ztracena, ale aby byla uplatněna jen v takové míře, která by vedla k pozitivnímu vývoji celé ekonomiky. Do situace, v níž se dnes ocitáme, jsme se nedostali náhodou. Už dvacet let, nebo vlastně ještě déle nám bylo vtoukáno různými teoretiky neoliberalismu do hlavy, že každá regulace je zločin, že policisty, nebo vůbec regulátory nechceme vidět, nemáme je rádi, namísto regulace že je třeba dát prostor autoregulaci, že sami hráči si budou regulovat jednotlivé segmenty trhu a celkově že to bude regulovat Wall Street. Hlavním apoštolem těchto teorémů byl Alan Greenspan, šéf Fedu, který vystupoval aktivně a agresivně, kdykoliv se objevila v americkém Kongresu nějaká iniciativa regulovat některé segmenty finančního trhu. On v takovém případě velmi aktivně rozvracel jakékoliv úsilí něco regulovat. Alan Greenspan přiznal své selhání a omluvil se za to.

Tady už to bylo částečně řečeno, ale nebylo to řečeno naprosto natvrdo, co znamená ono hazardní pojištění toxických produktů. Největším zločinem finančníků bylo to, že nejenom vytvořili perverzní finanční produkty, ale oni tyto produkty ještě pojistili. Proč je to největší zločin? Musím se poněkud vrátit k nám do ČR a říct, že když jsme kolem roku 2000 řešili problém krachujících bank, tak jsme velmi přemýšleli také nad problémem, jestli může zbankrotovat pojišťovna. Dospěli jsme tehdy k názoru, že pojišťovna nemůže jen tak snadno zbankrotovat z toho prostého důvodu, že pojišťovny drží ve svém „portfoliu“ většinou z poloviny životní pojištění a z druhé poloviny jiná pojištění. V životním pojištění nemůže dojít k prudkému pádu; tam jsou vázané smlouvy, rozdílné výpovědní lhůty, nedá se podstatně urychlit jeho nárůst, nenaběhnou vám tam rychle lidi. Ani velká živelná katastrofa pojišťovnu neohrožuje, protože ona je ještě pojištěná nebo zajištěná u zajišťovny, a když přijde opravdu velká katastrofa, tak stejně platí stát. V Americe předvedli, že je možné, aby zbankrotovala i největší pojišťovna světa. Přivedli ji k bankrotu následujícím způsobem: Asi před deseti lety byla tato pojišťovna ještě také nebankrotovatelná, také měla asi 50 % životního pojištění

a 50 % jiných pojištění a tyto segmenty fungovaly správně, výborně a nezpůsobily bankrotu AIG – a technicky k bankrotu AIG došlo, i když ne de iure; anglicky se to nazývá „bail out“. To, co způsobilo bankrot AIG, byla nová divize, která pojistila toxické finanční instrumenty a která v nejlepších letech znamenala 20 % z celkových příjmů AIG, ale v kritickém momentu to byla právě ona, kvůli níž banka zbankrotovala. Díry v bilanci AIG zalepil americký stát, takže banka nebankrotovala de iure. Nevím, jaké je přesně finální číslo, které stát zaplatil, pohybuje se to někde kolem 170 miliard dolarů. Ty americký stát nasypal do chřtánu spekulantů, kteří si u této pojišťovny pojistili své nesmyslné produkty. Proč to označuji za největší lumpárnu? Protože tímto způsobem došlo ke zespolednění ztráty. Problém není v tom, že někdo hraje hazard. Když si hraje hazard a pak si zaplatí své dluhy, je to v pohodě. Problém je, když si někdo hraje hazard a když prohraje, tak přijde za státem, aby za něj zaplatil, respektive vydírá stát a ty peníze z něj vyrazí. A to se bohužel stalo v tomto případě. Mluvím o vydírání, protože jako rukojmí fungovaly miliony poctivých Američanů. Americká vláda zaplatila, protože kdyby to neudělala, tak mnoho Američanů přišlo o svoje životní pojištění a přišlo by o své pojistky, protože AIG pořád byla z 80 % standardně fungující pojišťovnou se seriózním byznysem a její klienti by se potom, co by AIG zbankrotovala de facto i de iure, mohli akorát tak přihlásit jako věřitelé. Problém důsledků pádu instituce s tak velkým okruhem působnosti, pádu, který by s sebou strhl velkou část občanů, byl pro vládu velmi tíživý a nemá jednoduché řešení. Na druhé straně je třeba ke cti státu říci, že nechal skutečně zbankrotovat investiční banku Lehman Brothers, která byla rovněž obrovská. Pevně doufám, že to nebylo jen proto, jak se povídá, že dělala obchody s Chávezem, a tak ji stát za trest nechal zbankrotovat.

V posledních letech došlo k obrovskému, můžeme říci, exponenciálnímu nárůstu finančních trhů. Nové produkty naskočily do neuvěřitelných objemů; zatímco v roce 1989 dosáhly celosvětově objemu 40 bilionů USD, v roce 2009 už jejich objem dosáhl úrovně 500 bilionů USD. Finanční trhy se odtrhly od reálné ekonomiky, začaly si žít svým vlastním životem a pracují s mnohonásobně vyšším objemem peněz, než je potřebný k obsluze reálné ekonomiky. Ve Spojených státech, jak už tady ukázal pan Malý, krize byla prozatím překonána v tom smyslu, že nedošlo k velkému propadu reálné ekonomiky. Ovšem bylo to za cenu tisíců miliard dolarů, jež byly napumpovány do ekonomiky nejruznějšími kanály. Mluví se tady o tom, že do amerických finančních institucí Bush ze státní kasy nasypal asi 700 miliard USD, že Obamův stimulační balíček měl 787 miliard USD. O čem se ale téměř nemluví, je to, že když Obama zjistil, že potřebuje na stimulaci americké ekonomiky dalších tisíc miliard a demokraticky zvolení zástupci amerického lidu silně váhali a nakonec se rozhodli poslat ho do háje a těch tisíc miliard nedat, tak byl Kongres obejit. Peníze byly nacpány do ekonomiky Fedem a FDICem naprosto netransparentním způsobem. Mimochodem Fed je velmi zajímavá instituce. Čí je Fed, je soukromého sektoru, nebo státu? To není vůbec

nepřípadná otázka, naopak je základní, protože, jak nakonec přiznali, Fed je sice americká centrální banka, ale vlastněná soukromými bankami. Věřitelé Fedu ze svých vkladů pobírají svých jistých 6 % ročně. Je sice možné tvrdit, že radu ředitelů, která ovládá Fed, jmenuje americký prezident se souhlasem amerického Kongresu, ale když disponujete takovými miliardami, tak máte i peníze na ovlivnění politického procesu; tato instituce má jistě dostatek vlivu a prostředků, aby si zajistila, že v jejím vrcholném orgánu budou zasedat z jejího hlediska ti správní lidé. Co Fed udělal s tím dalším tisícem miliard dolarů? Nakupuje obligace velkých amerických firem a dodneška ani světová, ani americká veřejnost neví, komu co dal. Sice jakýsi americký soud nařídil, aby se tyto operace zveřejnily, ale vedoucí činitelé Fedu na to zatím nereagovali. Mimochodem Mezinárodní měnový fond nás vždycky školil, že pokrývat státní dluh emisí nových peněz, tzv. monetizace státního dluhu centrální bankou je ten největší hřích, který je možno na světě spáchat, a právě to teď Fed dělá: tiskne peníze a nakupuje za ně jednak státní obligace, jednak firemní obligace, a to podle svého vlastního uvážení.

To, co v USA teď probíhá, není jenom problém finančního hospodářství, je to i problém fungování americké demokracie a vůbec demokracie jako takové, protože je vidět, že úloha volených zástupců je poměrně malá a že klíčová rozhodnutí jsou dělána mimo americký Kongres. To, co probíhá teď, je markantem jevu, že finanční trhy se z krize poněkud otrpaly a teď mají snahu dělat byznys obvyklými způsoby, „business as usual“. Tady na semináři byly připomenuty vzpomínky na historii na základě článku pana Vodičky v *Mladé frontě Dnes*. Současné dění jak v Americe, tak na světových finančních trzích má paralelu ve 30. letech minulého století. Tehdy to bylo velmi podobné. To poslední, co chtějí představitelé finančních trhů, je nějaká další regulace, naopak jejich představitelé se tváří, že se vlastně tolik nestalo a že je naprosto obvyklé, že se jim dostane od státu pomoci. Té „pomoci“ je nutno rozumět tak, že stát nasype do jejich vinou krizí postižené ekonomiky stovky miliard dolarů, nebo rovnou tisíce miliard dolarů a že to „zacaká“ daňový poplatník, případně se vyvolá inflace. Americká politická, finanční a ekonomická elita má dvě možnosti, jak dluhy zaplatit: buď se znehodnotí dolar, nebo to přímo zaplatí američtí daňoví poplatníci. Samozřejmě správná odpověď je, že se udělá obojí, a teď záleží na tom, v jakém poměru. Znovu říkám, že je nezbytné regulovat finanční trhy, že je nutné zajistit, aby si finanční trhy vydělávaly alespoň na vlastní selhání. V opačném případě, tj. pokud to tak nebude, je nutné zvýšit daňovou kvótu a vybírat preventivně na selhání finančních trhů. Koneckonců my tady máme významnou zkušenost z konce 90. let, protože my jsme si to už prožili také. Minimálně třetinu stávajícího veřejného dluhu, který je tak často propírán, způsobil náš bankovní sektor. Často se u nás úmyslně zapomíná, že náš veřejný dluh měl významný zdroj vzniku v sanaci bankovního sektoru. Nikdy jsem si ovšem nemyslel, že totéž proběhne ve Spojených státech.



Teď se také hovoří o Tobinově dani. Netvrdím, že Tobinova daň bude rychle zavedena, ale vrátila se do hry, hovoří se o ní, zvažuje se její efektivita a její případné nedostatky. Jedná se o daň z finančních transakcí. Profesor James Tobin měl původně myšlenku, že se by se mohly zdaňovat mezistátní měnové transakce, které byly v jeho době ty nejdůležitější. Uvažoval o jejich zdanění nějakou částkou do 1 %, dnes se mluví spíše o dani ze všech finančních transakcí. Existují odhady, že tímto způsobem je možné ročně získat půl až dvě procenta HDP. Ve světě není tato daň nic tak neobvyklého především na místních finančních trzích. Svoji 0,2% daň má finanční trh v Singapuru, v Hongkongu dosahuje tato daň 0,4 %, v USA 0,0034 %, ve Francii 0,3–0,6 %. Nejvýznamnější příklad toho, že taková daň je možná a účelná, poskytuje Stock Exchange v Londýně, londýnská burza, která vybírá elektronicky půl procenta z každé transakce. Britská státní kasa na tom vydělá 7 miliard dolarů ročně. Zároveň je zjevné, že to nepůsobí žádnou tragédii pro Londýn. Je to druhé největší finanční centrum světa a jednu chvíli bylo dokonce snad i vůbec největší, záleží na kurzu dolaru. Samozřejmě zatím jsou poplatky z finančních transakcí zavedeny jen v malé míře, ale uvažuje se o tom, že by Tobinova daň, či vlastně daň z finančních transakcí byla zavedena a vybírána celosvětově. Mohla by soužit k vytváření rezerv na případné další „bail out“ ve finančním sektoru. Původně profesor Tobin uvažoval o tom, že by výtěžek jeho daně měl soužit k odstranění chudoby ve světě, k rozvoji třetího světa, nebo k zajištění ekologických projektů. Použití daně na financování problému, který vytvoří sám finanční trh, je vlastně nová myšlenka. Znovu opakují, že je samozřejmě toto daleko lepší řešení, než zatížit splácením dluhů finančního sektoru obyčejné daňové poplatníky; kromě vyšších daní pro obyčejné daňové poplatníky je také možné upřít jim důchody, sociální dávky atd. To je zřejmé.

Debata o Tobinově dani nabyla na síle, protože se k ní přihlásil v létě lord Adair Turner, což je šéf britského finančního dohledu. Chtěl bych říct, jaká má ten nápad pozitiva. Finanční sektor by si mohl vydělávat nejenom na regulaci a dohled, což v některých případech již dělá, ale mohl by si vydělávat také na vlastní selhání, na ty špatné dny. Dneska je situace výhodná v tom, že daň z finančních transakcí lze vybírat velmi efektivně, protože tyto transakce probíhají elektronicky. Dále by daň z finančních transakcí mohla přispět ke stabilizaci finančních trhů, protože samozřejmě by působila prohibitivně na takové obchody, které probíhají několikrát denně a které často probíhají počítačem. U těchto obchodů by daň měla charakter progresivního zdanění a byl by to významný signál pro dohledové orgány ať už bank, či vyšších institucí, že probíhají ve zvýšené míře krátkodobé spekulativní obchody. Na druhé straně pro ty dlouhodobější transakce to nepředstavuje žádnou potíž. U této daně je také malé riziko daňových úniků, protože dneska je většina obchodů ve vyspělých zemích elektronicky evidována. Při nízkých sazbách to má minimální vliv na trh. Efekt progresivního zdanění by nastal také proto, že třeba v USA 25 % finančních aktiv

vlastní 1 % obyvatel. Větší objem poplatků za daň z finančních transakcí by zaplatili ti, kdo dělají mnoho transakcí denně, případně to za ně dělá počítač. Podle některých údajů dneska až 40 % obchodů dělají stroje na základě nějakých algoritmů. Samozřejmě na cestě k celosvětovému uplatnění daně z finančních transakcí stojí v cestě významné balvany, a ty se jmenují Wall Street a City, protože ty chtějí dělat „business as usual“ a nechtějí žádnou regulaci. Kromě toho je tady samozřejmě řada technických problémů, protože daň z finančních transakcí by potřebovala koordinaci hlavních světových hráčů, minimálně Evropské unie, Spojených států a Japonska, v optimálním případě by byl potřeba i světový berňák a došlápnutí si na daňové a regulační ráje. Podtrhuji, že v minulosti se mluvilo o daňových rájích, ale teď za krize se ukázalo, že i ten druhý přívlástek, ono „regulační“, je strašně důležité, tedy: daňové a regulační ráje. Řada lumpáren byla provedena tak, že emitent se přestěhoval na nějaký teplý karibský ostrov, kde si koupil půlku místní vlády a regulátora – a v podstatě žádná regulace neprobíhala. Ale samozřejmě ony daňové a regulační ráje nejsou jen v Karibiku, ony jsou i v Evropě – nám nejbližší je Lichtenštejnsko, což někteří naši spoluobčané dobře vědí.

Další prioritní věcí je zregulovat finanční instituce tak, aby nebyly ničiteli bohatství. Evropská unie, respektive Evropská komise se o takovou regulaci snaží. Na popud EK byla zpracována tzv. Larosièrova zpráva, kde se nejenom doporučuje posílit bankovní regulaci, ale navrhuje se k tomu i vhodné instituce. Sám patřím ke skupině lidí, kteří si myslí, že regulace klasických komerčních bank není až tak zásadním problémem, ale že jde i o regulaci private equity, hedgeových fondů, obchodování s deriváty, pojišťování derivátů atd. Když komise Evropského parlamentu jednala se zástupci finančního odvětví, vyjevil se důležitý problém tohoto odvětví, totiž že zástupci finančních institucí se usilovně snaží ponechat v regulaci co nejvíce mezer, aby vše bylo jako před krizí. Zástupci tohoto odvětví říkali: „Vy to nemůžete regulovat, vy tomu nerozumíte, rozumíme tomu pouze my. Vy už se tím dál nezabývejte, nemá to cenu.“ Ti pánové si ani neuvědomují, natož pak přiznávají, že způsobili světu poměrně významnou bolest. V zemích, kde byl rozvinutý bankovní sektor, deficity veřejných financí byly přes 10 % HDP, ta čísla už zde byla uváděna, nebudu to rozpívat. A naprosto nejsou ochotni připustit, že prostě svět není připraven platit za jejich selhání a že to ani není jeho povinnost. Jednání v orgánech Evropské unie probíhá takto: Evropská komise přišla s návrhem na regulaci hedgeových fondů, pánové z finanční sféry zalobbovali a vyrobili v návrhu regulačních opatření neuvěřitelné množství mezer; snaží se to rozdělit tak, že by se regulace 70 % fondů netýkala, protože do návrhu zapracovali podmínku, že by regulaci podléhaly jen fondy určité velikosti, menší ne. Ty zbylé velké fondy by se mohly formálně rozdělit, a tudíž by regulaci rovněž nepodléhaly. I kdyby podmínky v EU pro hedgeové fondy byly přísné, je zde problém, co si počít s těmi, které mají své sídlo v Karibiku, ale vesele obchodují a prodávají své produkty občanům Evropské unie.

Neuděláme-li nyní podstatnou regulaci finančních trhů a působnosti finančních institucí, ocitneme se na cestě do pekel. Hovořím o cestě, protože podle mého názoru problémem není to, že když stav fatalisticky necháme tak, jak byl dosud, že si za šedesát let užije svět další krizi. Upřímně řečeno, kdyby tomu mělo tak být, tak to opravdu můžeme nechat, jak to je, protože to by si nějaký ten malér užili naši vnuci a nás by se to netýkalo, našich dětí také ne a vnukům by nakonec někdo řekl, že je zase čeká krize, že budou mít potíže. Já se obávám, že problém je vážnější. Problém je v tom, že může přijít další vlna krize, druhá vlna, a to v horizontu již několika let. Jen si vzpomeňte, že po velké krizi v minulém století trvalo čtyři roky, než se podařilo došlápnout si na Wall Street. Čtyři roky sabotovali pánové finančníci snahy o regulaci, trvalo to od roku 1929 do roku 1933. Domnívat se, že ta doba bude dnes kratší, by bylo naivní. Je tedy třeba, aby finanční sektor na sebe vybral peníze z vlastní činnosti a neházel to na průměrného daňového poplatníka. Je třeba sektor regulovat v jeho vlastním zájmu. Chci důrazně upozornit, že tady mnohým obhájčům neregulace nedochází, že paradoxně těch několik tisíc lidí, kteří seděli na Wall Streetu, způsobilo neuvěřitelnou bolest miliardám lidí na celém světě. Jestliže se tady mluvilo o asymetrii informací mezi finančně pologramotným taxikářem a agentem prodávajícím toxické finanční produkty, tak přátelsky upozorňuji, že asymetrická informace je mezi těmi chytroši v drahých oblecích na Wall Streetu a zbytkem světa, protože oni obsluhují deriváty, oni obsluhují instrumenty, kterým kromě nich nikdo nerozumí, a oni přivedli Spojené státy konkrétně k 11% deficitu veřejných financí jenom v tomto roce.

To, co teď řeknu, je neoficiální údaj. Víme, že během 90. let minulého století byl zrušen regulativní Glass-Steagallův zákon, ale nevíme, že aby k tomu zrušení došlo, pracovala usilovně finanční lobby a že jí to přišlo na neuvěřitelné peníze. Mluví se až o 5 miliardách amerických dolarů, kterými byly upláceny obě hlavní americké politické strany. Nakonec ten zákon zrušil Bill Clinton, to nebylo za Bushe. Finanční magnáti udělali mnoho jiných dalších kroků, stále zvyšovali páku, takže ke konci už investiční banky pracovaly jen se třemi procenty vlastního kapitálu. Oni mohli pracovat s třiatřicetkrát větší sumou, než byla jejich vlastní. V bankovníctví, upřímně řečeno, je jedním z hlavních problémů to, že bankéři pracují s penězi jiných lidí, což samozřejmě dává možnosti ke zneužití jejich postavení. Musím se přiznat, že si nemyslím, že tento problém má nějaké jednoduché řešení, třeba v zestátnění bank, jak si někteří představují. Myslím si, že ve veřejném sektoru tento problém automaticky nezmizí, koneckonců v této krizi zbankrotovaly i některé banky v režimu veřejného vlastnictví. Například ve Spolkové republice Německo to byly asi tři zemské banky; jedna zbankrotovala a další dvě na tom byly velmi špatně, i když byly vlastněny veřejným sektorem. Jejich bankéři se oddali stejným finančním hrám jako bankéři institucí soukromých. Inu, je to všechno složité! Děkuji za pozornost.

### Jiří Malý

Děkuji panu Janu Mládkovi za velmi vyčerpávající příspěvek na téma regulace finančních trhů, a protože nás bude muset opustit o něco dříve, tak přikročíme k diskusi k jeho tematice. Pokud tedy máte nějaké dotazy nebo připomínky k jeho vystoupení, tak bych vás požádal o jejich přednesení už teď. Máte někdo nějaký dotaz?

## DISKUSE

### Tomáš Maryška

Dobrý den. Jmenuji se Tomáš Maryška a studuji na NEWTON College; chtěl bych se zeptat, jestli Amerika, která prošla hypoteční krizí, nestojí před dalším problémem, a to před krizí kreditních karet. Mohl by k tomu někdo něco povědět? Děkuji.

### Jan Mládek

Kreditní karty jsou samozřejmě potíží, ale je to potíží zhruba desetkrát menší, než byly hypotéky, takže mohou v souvislosti s kartami nastat nějaké problémy, ale nemyslím si, že by to samo o sobě vyvolalo některými očekávanou druhou vlnu krize.

### Jan Fajmon

Mluvil jste o tom, že v Americe ztratily penzijní fondy desítky procent. Chtěl bych se zeptat, jestli moje generace bude mít ještě nějaké státní penze. Děkuji.

### Jan Mládek

Ano, tím se zabýváme delší dobu. Mám občas problémy s upřímností v této otázce, ale povím vám to jednoduše. Pokud tady zůstane systém průběžného financování, tak máte jistotu, že budete mít penzi, ale pravděpodobně penzi o něco nižší, než mají dnešní důchodci. Pokud se dají peníze na hromadu do kapitálového penzijního fondu, tak vyvstává jeden problém: ta hromada peněz je velké pokušení pro kdekoho, aby si na ni sáhnul. Je to velké pokušení pro správce penzijních fondů, kteří by nejraději brali až tříprocentní odměny za správu, přičemž zdaleka tolik pro fond nevydělají; další pokušení může ta hromada peněz vzbuzovat ve vládě, která peníze nemá, a tak by si je chtěla „vypůjčit“. Síla systému průběžného financování spočívá v tom, že není moc co rozkrást. Takže já bych raději v této zemi průběžné financování zachoval, a to i vzhledem k našim smutným zkušenostem s fondy. Kapitálové penzijní fondy byly poprvé zkonfiskovány Hitlerem, podruhé po roce 1948 komunisty. Jinak v této souvislosti doporučuji shlédnout film, myslím, že se jmenuje *Andělské oči*; ten krásně popisuje, jak nebohý živnostník v roce 1947 cpe peníze na penzi podvodníkům, ti mu je kradou, a když živnostník říká podvodníkovi, že je to nemorální, tak ten odpoví: „Je lepší, když je ukradnu já, než aby je ukradli komunisti.“ Neříká ovšem, pro koho je to lepší.

### Jiří Praus

Dobrý den, Jiří Praus, student NEWTON College. Chci se zeptat, zda nebyla finanční krize vyvolána uměle kvůli přesycení trhu a třeba s ohledem na přechod k jinému systému.

### Jan Mládek

Snažil jsem se popsat jednu z příčin krize, kdy nedostatečná agregátní poptávka byla nafukována určitými instrumenty, především půjčkami, až to prasklo. K tomu opravdu došlo, ale že by v tom byla konspirace s cílem zařídit přechod k jinému systému, to nevím. To jste měl na mysli?

### Jiří Malý

Ještě nějaký dotaz?

### Jan Neumeister

Dobrý den, Jan Neumeister, NEWTON College. Vy jste tam navrhol jako jedno z řešení, co se týče progresivního zdanění transakcí, zřízení světového finančního úřadu a mě by zajímalo, jestli byste mohl tu myšlenku rozvést, tj. jak by byla tato instituce zajištěna, jakým způsobem by se volili její vedoucí pracovníci a kdo by zajišťoval kontrolu takového orgánu?

### Jan Mládek

Byl jsem ve svých slovech opatrnější, protože vím, jak složitý je toto problém. Říkal jsem, že k progresivnímu zdanění finančních transakcí je třeba vůle a koordinace minimálně hlavních hráčů na finančních trzích, v optimálním případě že by mohl fungovat jakýsi světový bernák. Ale je nutno přiznat, že v jeho ustavení a případném fungování je samozřejmě celá řada technických problémů. Proto v této chvíli se diskutuje představa takového zařízení, ale v první fázi by, upřímně řečeno, stačilo, kdyby ke zdaňování přistupovali hlavní hráči nějakým způsobem harmonizovaně a peníze získané zdaněním finančních transakcí nějakým způsobem rozdělovali v rámci větších celků. I zde ale pochopitelně vzniká řada problémů. Už byly udělány studie pro Evropskou unii a jedna z prvních potíží spočívá v tom, že většina peněz by byla vybrána v Londýně a ve Frankfurtu, protože tam probíhá většina mezinárodních obchodů. A teď je otázka, zda by měla být celková částka rozdělována mezi jednotlivé unijní země a podle jakých kritérií, nebo zda by měla být ponechána celá v nějakém fondu a čemu by měl ten fond sloužit, jak by se na něm měly podílet jednotlivé země, kolik by dostaly ty země, kde operace probíhají, a kolik by dostaly země, které tam obchodují. Protože ale zároveň kapitál tak svižně cirkuluje, tak by to pravděpodobně nešlo rozškaltkovat, k tomu by se musel udělat v jednom okamžiku jakýsi řez obchodováním. Jak vidíte, je těch potíží nepochybně hodně. Na druhé straně ta varian-

ta, o které jsem také mluvil, že to bude platit jeden každý z nás, tak ta se, myslím, nelíbí nikomu.

### Jiří Malý

Ještě nějaká otázka, připomínka?

### Pavel Binar

Dobry den, Pavel Binar, student NEWTON College. Tady bylo řečeno, že problémy, které vedly ke krizi, byly vyvolány vesměs finančním trhem, jenž je kontrolován malou hrstkou velmi mocných lidí, kteří disponují velkými finančními objemy. Viníka tedy známe. Dá se vůbec nějak potrestat a dá se zaručit, že to v budoucnu už neudělá? Protože tady vlastně bojují dvě strany: státní orgány a instituce, které se snaží regulovat, a finanční trhy, a ty se snaží spekulovat. Dají se vůbec nějakým způsobem omezit, aby to nenastalo znovu?

### Jan Mládek

Neskrývám, že toto je velká potíž. Samozřejmě chtělo by to, aby i v naší zemi, tak jako je tomu v Americe, byli zavřeni alespoň ti explicitní zločinci, jako byl Madoff, jako byl sir Allen a další, kteří ovšem kradli a loupili a porušovali platné zákony. Potíž je ovšem – a je to poměrně nepřijemná potíž –, že ti absolventi nejlepších amerických univerzit, příslušníci té břechtanové ligy jsou velmi chytří a řada těch věcí je udělána za využití mezer v zákonodárství. Využití mezery v zákonodárství pro průměrného občana vypadá jako pěkná lumpárna, ale když dojde na lámání chleba, tak se ukáže, že jednání, které využívá mezer v zákonodárství, není trestné nebo stíhatelné. A potíž je v tom, že, jak se obávám, většina nebo nemalá část finančních operací-lumpáren patří právě do této kategorie. To ovšem vůbec nepřispívá k nějaké sociální soudržnosti, ale naopak vede to k neuvěřitelné nenávisti vůči bankéřům. Tuto nenávist vůči Wall Streetu nepociťují jen pracující či odboráři, ale i malí a střední američtí podnikatelé.

### Jiří Malý

Další dotaz?

### Jan Fajmon

Tady se pořád krize probírá, jak jsou viníci nemorální, jak zavinili krizi svými výmysly, ale není taky trochu pravda, že ekonomický růst stojí také na těch věcech, které se tady teď haní? Děkuji.

### Jan Mládek

Jak to myslíte?

### Jan Fajmon

Myslím tím, že právě ony různé kritizované operace a jejich produkty, deriváty, zajišťovaly v posledních letech ekonomický růst.

### Jan Mládek

Ale ano, samozřejmě, to jsou klasické věci, že pro dobře fungující ekonomiku potřebujete koncentraci kapitálu a jeho přelévání do oblastí co nejefektivnějšího použití, což zajišťují buď banky, nebo finanční trhy. Ale jde o míru. Na uvedených číslech bylo zcela jasně vidět, že objemy finančních operací byly v době před vypuknutím krize desetinasobně, dvacetinasobně větší, než jsou objemy potřebné pro dobrou obsluhu reálné ekonomiky. Takže ano, samozřejmě že finanční trhy také přispívají k ekonomickému růstu, nikdy jsem netvrdil, že jenom škodí, ale je zjevné, že je tam mnoho hluchých oběhů. V této souvislosti je dobré se také podívat, jak jsme zde o tom rovněž mluvili, proč příčiny krize v České republice jsou poněkud odlišné od Ameriky, proč nebyly prvotní ve finančním sektoru, ale jsou dány především vývozně orientovanou ekonomikou. V ČR jsme neměli krizi ve finančnictví z několika důvodů a jedním z nich byl ten, že naše banky, i když spadly do vlastnictví cizích bank, nebyly jimi zapojovány do obchodování s deriváty. To nebylo způsobeno naší neschopností, nebo ohleduplností cizích „matek“, které by nás snad chtěly uchránit rizik. Bylo tomu tak proto, že než nastal malér v americkém finančním sektoru, tak obchodování s deriváty bylo velmi lukrativní zaměstnání a banky si ho ponechaly v centrále. Tam pak ovšem také zrealizovaly své ztráty. A druhým důvodem bylo, že české banky měly dostatek klasického bankovního byznysu, nemusely do těchto operací jít a nedělaly to, co se dělalo ve „vyspělém“ světě. Takové počínání, že když už nemám investiční příležitosti, tak jdu hrát ruletu, to opravdu nevypadá, že by to byla dlouhodobě udržitelná cesta. Ano, finanční trhy musí zprostředkovávat, jejich úkolem je zprostředkovávat toky kapitálu od spořitelů k místu jeho nejefektivnějšího použití, musí vyhledávat taková místa, ale nevytváret je uměle uvnitř sebe, chtělo by to nějakým způsobem eliminovat ty hluché oběhy, které zjevně existují.

### Jiří Malý

Ještě má někdo dotaz? Žádný už není. Děkuji tedy panu Mládkovi za jeho vyčerpávající vystoupení i výstižné odpovědi a přeji mu příjemný zbytek dne. Jako další v řadě vystoupí pan Mgr. Ing. Petr Wawrosz z Institutu evropské integrace NEWTON College, který podrobněji porovná různé názory na nově navrhovanou regulaci finančních trhů a nejvíce se asi bude zabývat evropským návrhem, onou Larosièrovou zprávou. Téma jeho vystoupení zní *Názorové střety nad novou regulací finančních trhů*.



## NÁZOROVÉ STŘETY NAD NOVOU REGULACÍ FINANČNÍCH TRHŮ

### Petr Wawrosz

Dobré odpoledne. Učím tady na NEWTON College externě předmět „Ekonomika veřejného a neziskového sektoru“ a pokusím se stručně pohovořit o návrzích evropské regulace. Evropská komise se už loni na podzim rozhodla utvořit speciální komisi nezávislých osob, která by vypracovala jednak zprávu, čím krize byla způsobena, a jednak návrh opatření, která by sloužila k řešení krizové situace. Komise měla osm osob, odborníků; uvedu zde jedno jméno, které by mohlo být známé, což je Leszek Balcerowicz, bývalý polský ministr financí, guvernér Národní banky atd. Zpráva pochopitelně musela začít tím, že popsala, čím byla krize způsobena, proč vznikla. O tom se zde již podrobně hovořilo. Měnovou politiku, uvolňování pravidel u finančních instrumentů, které nabízejí komerční finanční instituce, tedy přeskočím, ale z hlediska regulací platí to, co už říkal i pan Mládek, že řada finančních institucí logicky potřebovala levné peníze někde udát, a tedy investovala do různých rizikových produktů, nebo v podstatě takové produkty i nějakým způsobem vymýšlela. Došlo k pákovému efektu, tj. že zisky, ale také ztráty se násobí. Typický příklad toxických kreditů je třeba takový obchod, že pokud zkrachuje nějaká firma, tak je někdo povinen zaplatit mnohem větší částku, než je ta hodnota firmy. Takhle prostě mohou být ztráty znásobeny. Nemáme čas popisovat operace mnohem složitější, ale platí v obecné rovině, že došlo k odtržení reálné ekonomiky a jejích potřeb od finančních trhů. Správně by mělo korespondovat to, co je vyprodukováno, s tím, co se děje na finančních trzích. Tohle všechno je nutné nějakým způsobem dozorovat, ale finanční produkty a postupy byly nové a orgány dozoru to dozorovat neuměly, nevěděly o tom, nezabývaly se tím, šlo to mimo jejich pozornost. Největší problémy způsobila řada firem podléhajících dozoru, ale dozor byl nastaven na málo rizikové prostředí, přičemž skutečnost byla právě opačná. Orientace orgánů dozoru byla zaměřena spíše na firmy, nikoli na prostředí. O roli ratingových agentur a způsobu hodnocení nových finančních produktů se zde také již hovořilo, nebudu to tedy opakovat.

Ve světě a v Evropě rovněž došlo k postupu integrace, a tím se urychlil pohyb kapitálu, tím je svět propojenější a my hovoříme o globalizaci. Finanční operace probíhají na mezinárodní úrovni, ale orgány dozoru stále zůstávají na úrovni národní. Pravidla musí být nutně stejná; došlo samozřejmě k příslušné harmonizaci evropských předpisů, ale problém je v tom, že často orgány dozoru přesně ty firmy neznají. Typická situace je třeba taková, že když nějaká investiční německá firma přímo investuje v Česku, tak ta firma, pokud má sídlo v Německu, podléhá němec-

kému dohledu, i když provádí v Česku operace, které mohou významným způsobem poškodit českou ekonomiku. Pro německý orgán dohledu tyto operace nejsou tak podstatné, jde přece jen o cizí ekonomiku. Pro český orgán dohledu jsou samozřejmě podstatné, ale i pokud má nějaké podezření, že něco není v pořádku, tak může jen upozornit německý dohled, že se mu něco nelíbí. To všechno trvá, je to transakčně nákladné atd. Dozor se někdy bojí zasáhnout, aby se vyhnul možným mezinárodněprávním komplikacím. Propadá až panice vůči subjektům, které mu podléhají, ale činnost subjektů, které mu nepodléhají, ho nechává klidným. Obecně také platí, že dozor, dohled bude vždycky trošku pozadu za činností toho, koho dozoruje, a některé mechanismy říkají, že bývá pozadu až příliš. Nebudu tady nějak zdůvodňovat, proč dohled existuje. Platí tady to, že ve snaze vydělat si mohou nejrůznější finanční instituce vědomě investovat do rizikových produktů nebo používat velmi rizikové nástroje, ale pracují s cizími penězi a morální hazard je velký. Když se peníze nerozmnoží, když investice nedopadne dobře, tak ztratím cizí peníze, ne svoje, a přitom samozřejmě ten, kdo dá peníze do banky, nemá čas, sílu a energii – ekonomicky transakční náklady jsou vysoké –, aby dokázal kontrolovat, jestli je to všechno v pořádku. Tuto kontrolu má dělat dohled, ale v globální situaci dochází k problémům mezi jednotlivými národními orgány dohledu, k dohadům o to, kdo má co dozorovat.

Už se dostáváme ke konkrétním návrhům Larosièrovy zprávy. Zase budu stručný. Navrhuje, aby byla větší pozornost věnována likviditě a kapitálové přiměřenosti, aby na ně byly vztaženy i makroukazatele. Daná pravidla by měla být proticyklická. Je to klasický problém, předvedu to na nejjednodušším případě útoku, tzv. runu, na banku. Banka může být i teoreticky velmi zdravá, ale pokud se o ní rozšíří nějaká nepravdivá informace, tak nemá samozřejmě dostatek likvidních prostředků, aby vkladatele mohla vyplatit a zkrachuje. Stejný princip potom platí i u mnohem sofistikovanějších operacích, kdy finanční instituce nemusí mít dostatek likvidity, aby byly schopny dostát všem svým závazkům. Dále je ve zprávě návrh na zátěžové testy finančních institucí. Finanční sektor a jeho dozor byl často nastaven na sledování jednotlivých firem; říkalo se, že mohou krachnout jedna dvě firmy, ale že by krachly všechny firmy, že by ekonomika najednou klesla o pět deset procent, tak s tím se nepočítalo. Zátěžové testy mají preventivně prověřit chování finančních institucí v prostředí, kdyby k tomu došlo. Jsou to tedy makro testy. Není nic neobvyklého, že se připravujeme na velké hromadné havárie, že jednotlivé společenské instituce mají plány své činnosti pro takový případ. Samozřejmě nikdo nechce, aby k velkým hromadným haváriím došlo, aby docházelo k povodním, ale nemáte-li plány, které s nimi počítají, tak v okamžiku, kdy k nim dojde, máme veliké problémy. I když pravděpodobnost havarijní situace je relativně nízká, je dobré vědět, co budete v takovém případě dělat, máte pak čas správně reagovat. V Larosièrově zprávě se doporučuje rozšířit zodpovědnost vedoucích pracovníků finančních institucí, posílit pravomoci a nezávislost interního auditu. Pan Mládek zdůraznil, že vůdčí lidé finančního sektoru způsobili spoustu zla a bolesti, a pokud nejsou za



svoje jednání jasně postižitelní včetně finančních ztrát atd., tak je to špatné. Musím ale říci, že ono je to na jednu stranu hezké, když jsou odsouzeni konkrétní viníci – v této souvislosti už tady padla různá jména –, ale na druhou stranu samotné odsouzení nic moc neřeší. Pořád je v bance, v pojišťovně nějaká ztráta, díra v rozpočtech. Nejde jen o hrozbu odsouzení, ale i o ztrátu majetku atd. Odměny vedoucích pracovníků finančních institucí by měly odpovídat orientaci na dlouhodobé zisky. Finanční trhy jsou často zaměřeny na krátkodobý zisk, což je při zachování únosné míry rizika v pořádku, ale je-li míra rizika překročena, máme zde velký problém. Snaha dosáhnout zisku za každou cenu vedla ke všem problémům na hypotečním trhu atd. Jenomže když mezičtvrtletně nějaká finanční instituce zvýšila zisk o pět, deset, patnáct procent, tak je to informace, která nic moc neříká.

Další návrh je zaměřen na regulaci ratingových agentur, na zvýšení jejich zodpovědnosti. O tom se zde také už mluvilo. Ratingové agentury z různých důvodů dávaly rating – jakési razítko „všechno je v pořádku“ – na věci, které v pořádku nebyly. Problém ratingových agentur je samozřejmě v běžném principu tohoto odvětví, že ten, kdo si ratingovou agenturu objedná a za rating jí zaplatí, je zároveň tím, kdo cenný papír vlastní a chce prodat. Už v tom je zakódována nespolehlivost ratingu. Když vím, že mám něco špatného, ale chci, aby si to kupovalo co nejvíce lidí, tak se snažím nějakým způsobem (odměnami, nátlakem atd.) ratingovou agenturu přesvědčit, aby řekla, že můj produkt je spíš v pořádku, než že je špatný. A zase samozřejmě platí nějaká pravidla pravděpodobnosti. Když deset firem má něco ne úplně v pořádku, tak není úplně standardní, že by všech těch deset firem najednou krachlo nebo se dostalo do potíží. Jednoduchá situace: deset firem, které nejsou úplně v pořádku, vydají obligace, ratingová agentura řekne, že všechny firmy v pořádku jsou, a když se dostane do potíží jedna z nich, tak to ratingová agentura v podstatě ustojí. To se v reálné ekonomice děje. Nikdo nemůže ty jevy předvídat. V okamžiku, kdy se dostane všech deset firem do problému, což se stát může – i když to není extrémně pravděpodobné, ale právě pokud je porušena řada pravidel obezřetného rizika, tak se to stane –, je to velký problém. To podporuje myšlenku regulace ratingových agentur včetně nějaké odpovědnosti za rating.

Další část návrhů Larosièrovy zprávy se týká vlastních dohledových či dozorových orgánů. Ukazuje se, že harmonizace příslušných norem proběhla na evropské úrovni, čili nejrůznější směrnice existují, ale je třeba aplikovat je na národní úrovni. Národní dozorové orgány mají odlišné definice základních pojmů směrnic a to je nezbytné sjednotit, aby byly tyto základní pojmy ve všech 27 zemích EU chápány stejně a aby byly stejně aplikovány. Také postupy národních orgánů a jejich opatření se lišily. Typické bylo to, co se dělo loni na podzim a, řekněme, ještě na začátku zimy, kdy se zvyšovaly limity pojištění vkladů. K čemu to vedlo? Pochopitelně se naprosto logicky začaly přelévat z těch zemí, které pojištění vkladů nezvýšily, do zemí, které je zvýšily. Pokud vám někdo řekne: „já vám pojistím vklady v jakékoli částce stoprocentně“, a vy máte peníze uloženy v zemi, kde tak vysoké pojištění neplatí, tak jste-li racionální investor, převedete svoje vklady tam,

kde pojištění je vysoké. Tohle je třeba nějakým způsobem řešit, fondy pojištění je nutno vytvářet předem. Dále je třeba řešit u zahraničních vkladů role orgánů dozoru zahraničního státu, právo vyjádřit se, pokud je domácí pojištění nedostatečné. Tady by se jako konkrétní příklad mohl uvést Island. Možná jste zaregistrovali, že Island se loni na podzim dostal z řady důvodů do velikých ekonomických problémů. Tam došlo před krizí k tomu, že islandské banky a další finanční instituce si začaly půjčovat nebo přijímat vklady od zemí Evropské unie a slibovaly velké zhodnocení těch vkladů. Pokud by české subjekty začaly hodně ukládat do islandských bank – v praxi se to naštěstí nedělo, ale co kdyby –, tak by český orgán dozoru měl mít právo se k tomu vyjádřit třeba takto: „My už máme pocit, že vkladů u islandských bank je příliš mnoho, že to třeba převyšuje možnosti islandských bank je reálně splatit.“ Národní orgány dozoru by i takto mohly hájit národní zájmy. Aby národní orgány dozoru mohly hájit národní zájmy co nejúčinněji, musí k tomu být provedena organizační opatření na mezinárodní úrovni, proto Larosièrova zpráva navrhuje zřídit dva evropské dozorové orgány: European Systemic Risk Board (ESRB) a European System of Financial Supervisors (ESFS). ESRB se má zabývat makroekonomickými problémy a analýzami. Má vypracovat systém včasného varování. Jeho názory mají být závazné (ale pojem „závaznost“ není ve zprávě vyjádřen zcela zřetelně, protože se v dalším textu hovoří o „očekávání“), neboť od centrální banky nebo podobného orgánu příslušné země se očekává, že podnikne kroky v souladu s názorem ESRB. Co se týče ESFS, tak jeho úkolem by bylo integrovat národní regulační orgány. Měl by být nadán pravomocemi: a) koordinovat aplikaci společných principů dozoru; b) zabezpečovat spolupráci mezi národními dozorovými orgány; c) řešit případné rozpory; d) dbát o zabezpečení zájmů hostitelské země; e) kontrolovat, zda národní orgány dodržují společný minimální standard. Konkrétnosti k těmto novým evropským orgánům vynechám, protože se o nich stále diskutuje.

Zastavím se ještě u diskuse o Larosièrově zprávě. Komise tu zprávu zveřejnila koncem února 2009, takže je veřejně známá nějakých osm, devět měsíců. Samozřejmě ta zpráva vyvolala velikou diskusi. Je třeba říci, že to není jediná zpráva, která se zabývá regulací. Britský Financial Services Authority zveřejnil nějaký svůj zvláštní návrh. Jak se dalo očekávat, je diskuse rozporuplná, protože, jak už říkal pan Mládek, pro velké hráče na světovém finančním trhu každá snaha o regulaci znamená, že se jim zase někdo chce dívat pod prsty, že je chce omezit. Používají obecný a věčný argument, že stát, pokud něco dělá, tak to ne vždy může dělat dobře. Koneckonců i v monetární politice má stát máslo na hlavě. To on udělal kritizovanou politiku levných peněz a to byla jedna z velkých příčin současných potíží. O návrzích Larosièrovy zprávy platí to, co bývá obvyklé, že totiž někdo je přivítal, někdo regulaci odmítl. Prezident České republiky Václav Klaus se v článku v *Hospodářských novinách* vyjádřil k návrhům velmi kriticky. Namítal, že žádní byrokratičtí regulátoři na světě včas krizi nepostihli a že je vůbec sporné, zda jakákoli regulace – neboť ta nemůže být jiná než byrokratická – ji může postihnout.

Také ve zprávě vidí značné oslabení národních orgánů členských zemí nejen v oblasti dohledu nad finančním trhem, ale i v hospodářské politice vůbec. Rovněž představitelé České národní banky, jejíž řídicí orgán, bankovní radu, prezident jmenuje a má v tom rozhodující slovo, jsou hodně kritičtí. Můj názor vychází z toho, že samozřejmě vládní selhání existují a že představa moudrého úředníka, který ty zlé kapitalisty plácne přes prsty a zařídí, že nikdo nebude riskovat a nikdo nezkrachuje, je velmi naivní. I úředníci mají své nejrůznější zájmy, mohou se nechat podplatit, nemají tolik zkušeností, znalostí, protože kdyby je měli, tak půjdou spíše do finančního sektoru, kde si mohou víc vydělat atd. Státní regulace rozhodně není všelék nebo zázrak. Co ale může udělat, je vytvářet pravidla a dbát na jejich dodržování. Když použiji nějakou analogii z trestního práva, tak mohu říct třeba toto: žiji ve společnosti, kde se krade a zabíjí, a společnost tím trpí. Přijmeme tedy rozumné pravidlo, že krást a zabíjet je špatné, ale vidíme, že se nic moc nestalo, že se krade a zabíjí dál. Dalším krokem je tedy špatné činy a lidi, kteří je dělají, sankcionovat, vyhlásíme tedy tresty. Ale musíme také zajistit, aby tresty byly realizovány. To je ona vymahatelnost práva. Zůstaneme-li pouze u řečí, tak jsou naše ušlechtilá pravidla vcelku k ničemu. V rámci finančních trhů můžeme říkat: „tyhle operace nejsou dobré, je nutné k nim vytvářet rezervy, měli byste tam dávat potřebné množství prostředků, musíte o tom informovat, musíte to mít v bilancích, rozvahách“, ale zároveň se musíme bedlivě dívat na to, zda-li to všechno firmy dodržují.

Finanční operace probíhají v současném světě na mezinárodní úrovni a právě z hlediska transakčních nákladů se ukazuje, že spolupráce národních orgánů není bez problémů, že jenom ta národní úroveň dohledu nestačí, že je to málo. Posun regulatorních a dohledových orgánů na mezinárodní úroveň, ať už se děje prostřednictvím Lisabonské smlouvy, nebo ať se bude dít prostřednictvím návrhů Larosièrovy zprávy, je v podstatě logickým důsledkem procesů globalizace, ať už je nazveme internacionalizace obchodu, nebo globalizace finančních trhů, ať už je nazveme jakkoliv. Regulace finančních trhů je vlastně jakýsi jejich hlídač. Může leccemu zabránit, ale nemůže – stejně jako ten hlídač – být všude. Zase analogie: aby se nekradlo a nezabíjelo, můžeme mít policajta na každém rohu, každý z nás by mohl být neustále sledován – ale je to velmi nákladné. Stejně tak i u finančních operací máme v regulaci hlídače, který může ledacos uhlídat, ale nezabrání všemu; ovšem nemáme-li toho hlídače, tak je větší pravděpodobnost problémů. Ti hlídači jsou nutní. Je potřeba diskutovat o tom, kde mají stát, nebo kudy mají chodit, s jakými náklady mohou počítat, jaké mají mít pravomoci atd. A právě proto, že se svět neustále vyvíjí, že se objevují nové nástroje ve financování, investování, tak na to musí ti hlídači nějakým adekvátním způsobem reagovat. Soudobá krize ukázala, že se rozvinulo něco, s čím jsme nedokázali zacházet, že se to rozvinulo tak moc, až nás to ohrozilo. Zase se vlastně nestalo nic nového pod sluncem. Když Prometheus ukradl bohům oheň a daroval ho lidem, předpokládal, že s ním lidé budou rozumně zacházet, že pro lidi koná velmi dobrý skutek. Ale než se lidé nau-

čili rozumnému zacházení s ohněm, tak se mnohokrát spálili a i dodnes nám oheň způsobuje velké potíže. Je to stále hledání co největšího prospěchu a co nejmenší škody. Děkuji za pozornost.

### Jiří Malý

Děkuji panu Wawroszovi za příspěvek. Teď vystoupí paní Ing. Ivana Dostálová z Institutu evropské integrace NEWTON College s takovým více cílenějším příspěvkem na téma regulace. Jeho téma zní *Snahy o omezení morálního hazardu a podstupování nadměrného rizika ve finančním sektoru*. Po jejím příspěvku uděláme čtvrt hodinovou přestávku a pak budou poslední dvě vystoupení.

## SNAHY O OMEZENÍ MORÁLNÍHO HAZARDU A PODSTUPOVÁNÍ NADMĚRNÉHO RIZIKA VE FINANČNÍM SEKTORU

**Ivana Dostálová**

Dobré odpoledne. Můj hlavní pracovní poměr je na Ministerstvu financí ČR, kde pracuji v odboru Evropská unie. V podstatě tam zpracovávám stanoviska pro náměstka ministra, který jezdí na zasedání Hospodářského a finančního výboru EU. To jen na úvod.

Budu hovořit o snahách omezit morální hazard stanovením nových principů pro odměňování manažerů a obchodníků ve finančním sektoru. Je to jedna oblast budování nebo vytváření nového dohledového a regulatorního rámce pro finanční sektor, vytváření nové finanční architektury. Do regulace finančního sektoru ekonomiky spadá ještě hodně dalších oblastí, jako například posilování úlohy mezinárodních finančních institucí, zvyšování zdrojů Mezinárodního měnového fondu, nová pravidla pro kapitálovou přiměřenost bank, sjednocování účetních standardů, zacházení s daňovými ráji apod.

Má se za to, že nadměrná chamtivost bankéřů, jak řekl pan Mládek, přispěla k tomu, že podstupovali velká rizika a byli si vědomi toho, že pokud krátkodobě banka vydělá, tak mají štědrý bonus, pokud banka vydělá málo, tak se jejich bonus sníží, a pokud banka nevydělá, tak riskují svoje postavení. Morální hazard, jak jistě víte, je situace, kdy si je jedinec vědom toho, že neponese v plné míře negativní následky svého jednání, a proto se chová riskantněji, než kdyby tyto následky nesl. Takže jde o to, aby nové principy pro odměňování manažerů a obchodníků ve finančním sektoru, které budou snižovat riziko vzniku finanční nestability, byly stanoveny a implementovány rychle, tím se myslí v příštím roce. Někdy na začátku roku má Výbor pro finanční stabilitu, který je hlavním dohledovým tělesem, celosvětově vyhodnocovat, jak jednotlivé státy přistupují k zavádění nových pravidel, a má o tom vydat nějakou zprávu. Ty principy mají mít globální charakter; „globální“ znamená, že je zavádějí země v rámci skupiny G20, kde se vytváří 85 % globálního HDP a které zahrnují dvě třetiny světové populace. Česká republika není samostatným členem skupiny G20, ale je tam Evropská unie, takže jako členského státu EU se nás to také týká. Česká republika nemá zatím vyhraněný názor na to, že je třeba zavádět principy, které by nějak regulovaly odměňování bankéřů. Jednak proto, jak zde vysvětlil pan Mládek, že stát teď nemusel sanovat bankovní sektor, takže u nás není odměňování této skupiny obyvatelstva hlavním tématem, které by vzbuzovalo velké vášně. Přístup vlády je v tomto ohledu spíše laxní s tím, že když to bude zavedeno v EU, tak my to přijmeme a aplikujeme do vlastních zákonů, protože se budeme chovat jako členský stát EU. Ty principy mají snižovat riziko finanční nestability.

Jako motto jsem zvolila citát z projevu švédského ministra financí Anderse Borge, který před summitem G20 v Pittsburghu řekl: „Bankéři si užívají, jako by byl rok 1999 a ne 2009. Tato kultura odměňování musí skončit a musí k tomu dojít v Pittsburghu.“ Švédsko má teď předsednictví EU, takže švédský ministr financí vystupoval na jednáních jako představitel Evropské unie. Evropská unie vystupovala v podstatě všude jako iniciátor takových změn a měla na ně dost silný názor. Stejně silný názor na to měly i Spojené státy, a když člověk četl na internetu reakce z obou stran, tak viděl, že byly stejné, že Amerika i Evropská unie se v podstatě hlásily k tomu, že ony jsou iniciátorem a hlavním hegemonem změn. Pokud bych srovnávala americký model hospodářství s modelem, který realizuje Evropská unie, tak nemohu říci, že by americký model odměňování zavinil krizi, ale spíše se dá říct, že celkově americké a evropské modely hospodářství jsou odlišné. Americký model má sklony k nižší regulaci, vyšší motivaci k individuální výkonnosti; dosahuje tak vyšší produktivity, ale zároveň s sebou nese vyšší příjmovou a sociální nerovnost a v podstatě na základě těchto parametrů je i více rizikový. Tolik jenom ke srovnání určité kultury nebo mentality. Jinak Spojené státy tradičně mají obavu z regulace, podporují individualismus a volné podnikání více než Evropané, kteří spíše mají mentalitu zaměstnance a mají větší sociální citění. Jinak odlišnost je i v tom, že v Evropě má tradičně silnější slovo bankovní sektor, a tudíž regulace bankovního sektoru byla více propracovaná. Amerika oproti tomu spoléhá na kapitálové trhy a bankovní regulace tam nebyla ani tak rozsáhlá, ani tak propracovaná jako v Evropě. Evropské banky například měly povinnost udržovat minimální kapitálovou přiměřenost 8 %, tedy osmiprocentní podíl vlastního kapitálu v bilanci banky. Americká banka Lehman Brothers, když zkrachovala, měla podíl vlastního kapitálu v bilanci pouze 5 %, Merrill Lynch dokonce jenom 3 %. A americké banky, což je zajímavé, neměly to, co bylo součástí evropské bankovní regulace, neměly kritéria klasifikace úvěrů podle stupně rizikovosti.

Pojem „finanční stabilita“ je definován Českou národní bankou takto: „Finanční stabilita je situace, kdy finanční systém plní své funkce bez závažných poruch a nežádoucích důsledků pro současný i budoucí vývoj ekonomiky a vykazuje vysokou míru odolnosti vůči šokům.“ Budováním nového regulatorního rámce se posiluje v tomto ohledu síla bankovního dohledu a vůbec finanční stabilita; regulatorní opatření slouží tomu, aby zabránila narušení finanční stability. Nově se zavádí pojem „systémově významná finanční instituce“. To jsem četla v jednom materiálu Mezinárodního měnového fondu. Jsou to finanční instituce, které mají význam pro celý systém finančních trhů – a právě těch se bude týkat regulace odměňování.

Tady se zastavím u tzv. total compensation, tedy celkové odměny manažera, abyste viděli, co vlastně odměna manažera znamená; všechny materiály k tomuto tématu, které se dají sledovat, jsou v angličtině. Strukturu celkové odměny tvoří její pevná a pohyblivá peněžní část a část odměn ve formě peněžních a nepeněžních benefitů a konečně motivační programy. Pevná částka, base pay, je fixní odměna manažera, ta nikomu nevaří, regulace se jí netýká. Druhou částkou je pohyblivá

odměna – bonusy (peníze za výkon). Regulace v odměňování manažerů, o které se teď hovoří, se týká této výkonnostní částky. Jde o to, aby nebyl špatně nastaveným systémem hnán manažer k tomu, aby preferoval krátkodobý zisk bez ohledu na rizikovost obchodů. Týká se to nejen manažerů, ale týká se to i obchodníků ve finančním sektoru; třeba těch, co nabízejí úvěry, aby nemohli dávat nějaké rizikové produkty. Když se sečte dohromady pevná a pohyblivá částka, tak to je total cash compensation, to znamená celková odměna, kterou dostává manažer v penězích. Pak je zde další část odměn, a to jsou peněžní a nepeněžní benefity; sem patří zdravotní péče, penzijní plány, placená dovolená, placená nemocnost, životní pojištění, odchodné (zlaté padáky), firemní limuzína s řidičem, mobil, studium, členství v klubu, vyrovnání daní, používání firemního letadla, finanční poradenství apod. Samostatnou částku celkové odměny manažera tvoří motivační programy. V rámci těch má manažer nárok na určité množství akcií firmy a může se podílet na opčních programech. Jen pro zajímavost uvádím, kolik výrazů existuje podle Google pro „zlatý padák“, trochu mě rozesmál ten Good-bye kiss, to je docela romantické (obr. 1). Pokud byste chtěli sami bádát, tak není problém, když si na internetu zadáte tato hesla, tak vyjdou všechny ty různé materiály, plus na evropské webové stránce je odměňování manažerů buď pod heslem „finanční krize“, protože změny v odměnách finančníků jsou jedno z opatření, jak zabránit opakování krize, nebo pod pojmem „dobré správy a řízení společnosti“, protože jde o opatření, která jsou zaměřena na politiku zlepšování (obr. 2). Jinak v češtině pod pojmem „kompenzace“ jsem neviděla téměř nic, hovoří se o „odměnách“. V češtině ještě jako v našem systému komunikace je zajímavé to, že se používá plat a mzda. Nějak historicky je dáno to, že u zaměstnance veřejného sektoru podle předpisů, podle naší legislativy jde o plat, zatímco u zaměstnance soukromého sektoru jde o mzdu. Jinak v České

Obr. 1 Zlatý padák

Golden parachute
Golden handshake
Good-bye kiss
Leaving pay
Severance pay

Obr. 2 Informační zdroje k odměňování manažerů

Anglosaské země	Česká republika
Remuneration of managers	odměna
Compensation of CEOs	méně často kompenzace
Salary of high-paid execs	plat u zaměstnance veřejného sektoru
Top-pay executives	mzda u zaměstnance soukromého sektoru

republiky v podstatě toto téma nevyvolává žádné velké úvahy, kromě toho, že chybí peníze v rozpočtech.

Ještě vám jako ukázkou kompenzace vrcholového manažera přečtu krátkou citaci z novin: Larry Ellison se už několik let drží na špičce mezi nejlépe placenými manažery. Jeho základní mzda v roce 2008 činila jeden milion dolarů, bonusy 10,78 milionu dolarů, benefity 1,48 milionu dolarů a akcie 543,7 milionu dolarů. Výsledky jeho firmy byly dobré. A novinář se ptá: „Zaslouží si to?“ Tolik jsem chtěla uvést, abyste na konkrétním příkladě viděli strukturu celkové odměny jednoho manažera a abyste si uvědomili, jak velké peníze vrcholoví manažeři vydělávají.

Přikročím k problému jednotného postupu regulátorů. Hlavním smyslem regulace dříve byla ochrana akcionářů, dnes je to trvalé udržení finanční stability. Před krizí byla hlavní ochrana akcionářů, zvyšování jejich vlivu a zvyšování transparentnosti údajů o činnosti a hospodářských výsledcích firem pro investory; dnes se řeší primárně stabilita finančního sektoru. Regulovanými subjekty dříve byli manažeři akciových společností, představenstva akciových společností, která obchodovala akcie na regulovaném trhu. Dnes mají být regulovanými subjekty manažeři a obchodníci finančních institucí. Dnes se množina regulovaných subjektů týká pouze finančního sektoru, a ve finančním sektoru nejenom těch hlavních manažerů, ale všech těch obchodníků, kteří prodávali finanční produkty, třeba těch, co nabízeli úvěry apod. A regulace se také týká příjemců záchrany; příjemci záchrany jsou ony společnosti a instituce v Americe a zemích Evropské unie, kterým byla poskytnuta nějakou formou státní záchrana před krachem. Nechtělo se, aby manažeři těchto společností dostávali vyplacené zlaté padáky. To není nyní hlavním předmětem regulace, která bude platit, ale bylo to zahrnuté v podmínkách, když státy dávaly peníze, když probíhaly intervence do ekonomiky. Rozsah regulace se také mění. Dříve určovaly regulaci národní legislativní rámce, v podstatě se lišila podle předpisů v rámci národních legislativních rámců a kodexů dobrých postupů atd. Dnes musí regulace dostat celosvětový rámec s větším zohledněním přeshraničních obchodů, přeshraničních kapitálových toků, s monitorováním rizik a se včasným varováním. Celosvětový dohledový systém by měl mít i nové politiky. Nová politika by byla obezřetností politika, na to by navazovaly mikroobezřetností politiky a ten systém by měl monitorovat rizika pro finanční stabilitu a vydávat signály včasného varování. Už nemá jít o evropský model a americký model, ale jde o globální model, který by aplikovaly všechny státy. Tady je v podstatě jenom řečeno, co regulátoři pociťují jako potřebu, že je potřeba mít mezinárodní finanční rámec, monitorovat rizika a snížit riziko morálního hazardu tím, že dotlačí banky, aby se chovaly obezřetněji ve stanovení odměňovací politiky a aby tam zahrnovaly i řízení rizika.

Vrcholovým manažerům v Americe se nyní v krizi hanlivě přezdívá „tlustí kocouři“, „Fat Cats“; přezdívku používají novináři, protože platy manažerů se, nehledě na krizi, velmi vzdalují výdělků normálních lidí a to o nich nevyvolává



Obr. 3 Fat Cats – Porovnání ročních výdělků

vrcholový manažer v USA vydělá ročně	10,4 milionu USD (2008)
prezident USA Barack Obama ročně	400 000 USD (2009)
americký kongresman ročně	174 000 USD (2009)
vrcholový manažer v ČR měsíčně	411 000 Kč (2009)
prezident ČR měsíčně	204 700 Kč (2009)
průměrná měsíční mzda v ČR	22 992 Kč (2009)

dobré mínění. Tady v tabulce vidíte srovnání výdělků vrcholového manažera v USA, prezidenta a kongresmana v USA, vrcholového manažera v ČR, prezidenta ČR a průměrné měsíční mzdy v ČR (obr. 3). Vidíte, že to jsou řádově odlišné cifry. Ještě musím pro přesnost upozornit, že podle našeho daňového řádu je prezident jedinou osobou v ČR, která není zdaněná. Typický americký vrcholový manažer z velké společnosti za jeden pracovní den vydělá více než průměrný pracovník za rok. V roce 2006 například 386 nejlépe placených amerických manažerů získalo ke mzdě požitky (členství v klubech, používání firemního letadla atd.) v průměrné výši 438 342 dolarů. Američan pracující za minimální mzdu by potřeboval na takovou sumu pracovat 36 let. V odměnách v Americe a v Evropě jsou rozdíly. Odměny vrcholových manažerů v Evropě jsou nižší, dosahují zhruba třetinové úrovně amerických protějšků, ale trend růstu je vysoký, že už se začalo v novinách psát o amerikanizaci odměn manažerů v Evropě. Americký manažer má nižší základní plat, to je ten fixní plat, než manažer evropský, ale bonusy jsou v průměru 300 % základního platu na rozdíl od 130 % v Evropě, takže Amerika, jak je vidět, je taková, že stimuluje k výkonnosti, a proto i bonusy v Americe mají vyšší váhu než v Evropě. Ještě větší rozdíl je v dlouhodobých stimulech, to jsou programy akcií a opcí, v nichž americké společnosti vysoce evropské převyšují. Jedná se o šestinásobek ročního základního platu ve srovnání s o něco více než ročním základním platem v Evropě. Velký rozdíl je i ve struktuře benefitů, čím má manažer vyšší plat, tak tím má i vyšší nároky na různé zdravotní pojištění a na péči.

Giniho index vypovídá o rozdělení příjmů (obr. 4). Tady vidíte, že Spojené státy vykazují větší příjmovou nerovnost než Evropská unie, která je vyrovnanější, a zároveň že Spojené státy vykazují největší příjmovou nerovnost z vyspělých států. Je zajímavé, že ještě vyšší příjmovou nerovnost vykazuje Latinská Amerika, například Brazílie a Mexiko, a ještě víc mě překvapila Čína a Indie, kde se v posledních letech příjmová nerovnost velmi zvyšuje. V České republice je nižší příjmová nerovnost, tady to máte popsané. Stovka je nejvyšší, teoreticky by byla připsána zemi, v níž by jediný subjekt získal všechny příjmy; nula by znamenala, že všechny subjekty v dané zemi mají zcela stejné příjmy. My máme 27, Amerika

Obr. 4 Giniho index – rozdělení příjmů

Spojené státy vykazují hodnotu	47
Eurozóna	31
Česká republika	27

**teoreticky:**  
100 znamená nejvyšší nerovnost, tj. jeden subjekt má všechny příjmy  
nula znamená absolutní rovnost, tj. všechny subjekty mají stejné příjmy

má 47. Výdělků amerických špičkových manažerů v roce 1980 představovaly 42násobek výdělku průměrného Američana, ale v roce 2007 už 41násobek, přičemž některé zdroje uvádějí až 500násobek. Výdělků manažerů ve střední a východní Evropě by nyní měly dosahovat asi 17násobku průměrné mzdy a v České republice, pro kterou jsem si to spočítala, to v roce 2000 byl 12násobek, v roce 2008 už 19násobek.

V Evropské unii i ve Spojených státech došlo k velké podpoře, k velkým státním intervencím. Státní intervence zabránily globální panice, ztrátě důvěry na finančních trzích a ohrožení stability finančního systému. Vlády přistoupily na podzim 2008 ke koordinovaným akcím. Řekla bych, že Američané byli rychlejší než Evropané. V Americe je rozhodování také rychlejší, jednak má Evropská unie 27 států, jednak než rozhodování projde po různých patrech orgánů EU, uplyne značný čas; v EU je rozhodování komplikovanější. Stabilizace a podpora ekonomiky v EU proběhla jednak jako Plán evropské hospodářské obnovy, kde fiskální stimul členských států EU dosahuje 400 mld. eur na roky 2009 až 2010, jednak na záchranu bank bylo schváleno 3695,7 mld. eur členskými státy Unie; a konečně byla uvolněna měnová politika. Jsou to obrovské cifry v EU i v Americe. Stabilizace a podpora ekonomiky v USA byla následující: American Recovery and Reinvestment Act obsahuje fiskální stimul 787 mld. USD; program TARP na záchranu bank poskytl 700 mld. USD; a rovněž byla uvolněna měnová politika. Generální inspektor USA v říjnu překvapil výrokem, že skutečné záchranné akce mohou přijít Američany na zhruba 23 bilionů dolarů, což by podle tisku převyšovalo mnohonásobně náklady na 2. světovou válku, které byly 4,1 bilionu dolarů v cenách roku 2008, nebo výstup na Měsíc v roce 1969, na nějž se odhadují náklady na 237 miliard dolarů v cenách roku 2008. Americké ministerstvo financí to popřelo, ale v podstatě potvrdilo, že to bude daleko víc než původní záměry záchrany. Intervence přispěly ke stabilitě finančního trhu, ale zároveň znamenaly zátěž pro rozpočty, takže Spojené státy budou mít fiskální schodek kolem 11 % HDP.

Ve Spojených státech, kde vznikla finanční krize, bylo do poloviny října zachráněno 99 bank. Došlo však také ke zneužívání veřejné podpory. Nejvíce zasaženými pří-



padem byla gigantická americká pojišťovna AIG, jak o tom mluvil pan Mládek. Získala celkovou veřejnou podporu 182,5 miliardy dolarů a krátce potom, v březnu 2009, vyhlásila, že manažerům vyplatí bonusy 165 milionů dolarů. V Americe to vyvolalo velký odpor veřejnosti i americké vlády. Kongres USA chtěl odhlasovat jejich 90% zdanění, aby to stát získal nazpátek. To prezident Obama nepodepsal, protože nechtěl používat daňovou soustavu jako politickou zbraň. Potom senátoři chtěli, aby stát uplatnil vlastnická práva, protože získal 80% podíl ve společnosti AIG, a vlekly se velké spory, velmi málo přehledné; manažeři argumentovali tím, že bonusy mají smluvně zajištěné jako závazek společnosti z roku 2008, která jim slíbila, že dostanou stejné peníze jako v roce 2007. Pak prezident rozhodl, že stanoví limit ročního bonusu manažera ve firmě, která získala veřejnou podporu. Z našeho pohledu je to trochu směšné, protože byl stanoven limit na částku 500 tisíc dolarů, a pokud společnosti chtějí zaplatit více, tak mohly dát manažerům akcie, ale ty se nesměly zpeněžit do té doby, než společnost vládě peníze vrátí. V Americe v červenci Obama jmenoval jednoho právníka, kterého novináři nazývají „platový car“, a tento právník, který shodou okolností dbal na vyplacení podpor pozůstalým po teroristických útocích 11. září 2001, dohlíží a reviduje manažerské kontrakty ve společnostech, které byly vládou zachráněny. Nejde jenom o banky, protože státní podporu získaly i jiné společnosti, třeba automobilky, v nichž „platový car“ kontroluje a schvaluje manažerské platy. Evropské manažeři se v krizi také rozhodovali obdobně, také to vyvolávalo velký odpor, když si bankéři vypláceli peníze, a obdobně to bylo zmrazeno.

Nová pravidla vznikají v rámci G20. Základ byl položen v listopadu 2008 na summitu ve Washingtonu, kde bylo rozhodnuto o tom, jak bude vypadat v hrubých rysech nová finanční architektura. V dubnu 2009 na summitu v Londýně byl ustanoven Výbor pro finanční stabilitu (FSB, byl ustanoven zvětšením mandátu původního Fóra finanční stability) a ten navrhl principy odměňování manažerů. V září 2009 došlo v Pittsburghu k přijetí implementace pravidel FSB, tj. byl vypracován návrh Směrnice ke kapitálové přiměřenosti, a do března 2010 by měla být provedena její kontrola. Jinak Evropská komise vydala dvě doporučení v podstatě obdobná, jako jsou principy. Jde o doporučení o odměňování představenstev akciových společností kotovaných na burze a o doporučení o odměňování zaměstnanců finančního sektoru podstupujících riziko. Doporučení ovšem nemusí nikdo aplikovat do svého právního systému, nicméně tato doporučení EU plus principy G20, které byly přijaty v Pittsburghu, dávají právně závazné směrnice o kapitálové přiměřenosti, které by měly vstoupit v účinnost od roku 2011.

Přešla bych k přijatým principům odměňování v Pittsburghu. Před Pittsburghem byly problémy, kontroverzní bod byly bonusy manažerů a rýsoval se ostrý střet názorů mezi Evropskou unií a Spojenými státy. EU v čele s Francií a Německem chtěla tvrdší regulaci se stanovením limitů pro bonusy manažerů, Spojené státy se tomu bránily, ale prosazovaly tvrdší zvýšení požadavků na kapitálové rezervy bank, tvrdší požadavky na kapitálovou přiměřenost. V tom byla v Evropě určitá

obava, vyslovovala ji hlavně francouzská ministryně financí, která prosazovala, aby byly zachovány nižší požadavky na kapitálové rezervy, protože americké banky jsou nyní vybaveny lépe tím, že tam vstoupila vláda záchrannými akcemi, a zástupci Evropy se báli, že kdyby řekli, že banky mají vytvářet větší rezervy, tak by jim nezbylo tolik na úvěry a banky by zbrzdily ekonomický rozjezd. Prezident Evropské komise Barroso dokonce uvedl, že na jednání padala velmi silná slova, uvedl, že bonusy manažerů jsou jeden velký skandál a že pokud neprosadí Evropa svůj názor, tak odejde z jednání. Nakonec to dopadlo tak, že byla přijata původní pravidla z Pittsburghu, která zavedla tvrdší pravidla pro bonusy, to znamená pro pohyblivé částky manažerů a obchodníků ve finančním sektoru, a zároveň také vyšší požadavky na kapitálové rezervy. Přijaté principy odměňování z Pittsburghu jsou tyto: a) vyplácené bonusy nesmí ohrozit kapitálovou potřebu, to znamená, že když banka má málo peněz, tak je nesmí vyplatit; b) národní dohled může bonusy v případě nedostatku kapitálu snížit i zpětně; c) bonusy musí být v souladu s podstupovaným rizikem. Důležité finanční instituce musí zabezpečit, aby celkově vyplacená částka na variabilní odměny manažerů nesnižovala schopnost banky udržet si silnou kapitálovou základnu. Národní dohledový orgán může snížit variabilní odměny jako procento z celkových čistých příjmů, pokud by nebyly konzistentní s udržením zdravé kapitálové základny. Výše variabilní kompenzace musí být v souladu s podstupovaným a očekávaným rizikem. Při hospodářském poklesu se celkové bonusy podstatně sníží včetně možnosti jejich zpětného vrácení. U ředitelů a obchodníků by měla být podstatná část kompenzace variabilní a placena individuálně podle výkonnosti na základě pevně stanovených kritérií pro jednotlivce, oddělení i firmu. Velký díl bonusů (zhruba se předpokládá 40 až 60 % bonusů) by měl být určen k výplatě během několika let, to znamená, že by výkonnostní odměna byla zadržena až do doby, kdy se ukáže, že pracovník neriskoval a dopadlo to dobře. Tyto podíly by se měly výrazně zvyšovat se stoupající úrovní managementu, takže top manažeři by měli mít odložené platby v podílu nad 60 %. Doba odložení výplaty by neměla být kratší než tři roky podle charakteru podnikání. Podstatný podíl, tj. více než 50 % variabilních bonusů, by měl být převeden na akcie nebo jiné nepeněžní kompenzace tam, kde je to vhodné, aby stimuly byly v souladu s vytvářením dlouhodobé prosperity a dlouhodobé hodnoty společnosti a aby byly v horizontu rizika. Garantované bonusy nejsou v souladu se zdravým řízením rizika, takže ty byly zrušeny nebo podstatně omezeny, tj. mohla by být udělena výjimka pouze pro nové smlouvy a maximálně na jeden rok.

Výroční veřejná zpráva společnosti by měla zahrnovat: politiku odměňování, složení a mandát komise pro odměňování, základní charakteristiku a kritéria systému odměňování, agregátů a kvantitativní informace o odměnách, informace o zlatých padácích vyplacených v uplynulém finančním roce a o počtu jejich příjemců, informaci o plánované sumě na budoucí zlaté padáky a o plánovaném počtu jejich příjemců a konečně informaci o nejvyšší odměně jednotlivé osobě. Takže tímto způsobem by se hodně ovlivnila pravidla pro odměňování manažerů.

Také vzniká nová dohledová struktura. Globálně bude pracovat Výbor pro finanční stabilitu u Mezinárodního měnového fondu, posiluje se zvýšení jeho zdrojů a mandátu. Posiluje se odpovědnost centrálních bankéřů, nově bude v Evropě založena Evropská rada pro systémové riziko, která bude napojena na Evropskou centrální banku. Adekvátně v Americe vzniká Rada pro dohled nad finančním sektorem, tj. především nad finančními službami, napojená na Fed. Je zajímavé, že dohledový orgán v Americe vede ministr financí, což Evropané nepřipustili, protože tady se uctívá hlavně nezávislost centrální banky, takže v Evropě je dohled vylouženě záležitost centrálních bankéřů.

Na závěr chci říci několik slov o pozici České republiky k této problematice. Česká republika není příliš iniciativní, je to dáno pozicí odměňování ve finančním sektoru. Nepatří to u nás mezi prioritní problémy, které by ČR považovala za akutní. Souvisí to se skutečností, že v České republice nebyly zaznamenány takové případy excesivního odměňování jako v zemích, odkud pochází silný politický tlak ve prospěch této regulace. ČR obecně preferuje pro oblast regulace finančního trhu opatření ve formě právně nezávazných doporučení, která by neúměrně nezasahovala do soukromě právních vztahů. U nás převládá názor, že je užitečné koordinovat mezinárodně nová opatření tak, aby neohrozila konkurenceschopnost společností. A konečně jsou zde i vyslovovány pochybnosti o efektivnosti směrnice o kapitálové přiměřenosti v praxi. To je všechno. Děkuji za pozornost.

### Jiří Malý

Děkuji za vyčerpávající příspěvek paní Ing. Dostálové. Nyní nás čeká kratší přestávka.

Zahajuji další jednání semináře po přestávce. Předám dnes již podruhé slovo panu Mráčkovi, který nyní promluví na téma *Projevy a řešení krize v sektoru nefinančních podniků*, bude se tedy zabývat tím, jak se původně finanční krize přelila do reálné ekonomiky.

## PROJEVY A ŘEŠENÍ KRIZE V SEKTORU NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

### Karel Mráček

Dobré odpoledne. Budeme se zabývat nefinančními podniky v oblasti reálné ekonomiky. Napřed si řekneme něco k reakcím podniků v období hospodářské recese. Hospodářská recese se objevila na podzim roku 2008. Možná mnozí pamatujete, jak někteří čeští političtí představitelé ještě nad ní krčili rameny a říkali, že z toho nic nebude. Nakonec se pěkně divili. Krize měla dopad na českou ekonomiku jak na makroúrovni, tak na mikroúrovni. Na makroúrovni to můžeme vyjádřit poklesem české koruny i poklesem české ekonomiky. V roce 2009 má pokles HDP činit až 5 % podle odhadů Ministerstva financí ČR. Příští rok Ministerstvo financí slibuje jakési mírné zlepšení, dokonce nárůst až 0,3 %. Jsou velké dohady o tom, kdy propad ekonomiky skončí, jestli to bude rok 2010, jestli už jsme úplně na dně, jestli to bude mít průběh typu „V“, „U“, nebo „W“, jak proběhne hospodářská recese, kdy dojde k oživení. To pochopitelně většinu z nás zajímá. Pokud jde o mikroúroveň, o úroveň firem, tak na ní se především projevila nedostatečná poptávka a rostoucí potíže nefinančních firem. Krizově nedostatečná poptávka znamená, že klesají zakázky a také se zmenšuje počet finančních transakcí. Tady je ještě jedna zajímavá věc, já tady ty křivky nemám, ale je známo, že my jsme ekonomika extrémně otevřená, která exportně velmi silně závisí na ekonomice německé. Cyklické křivky německé a naší ekonomiky probíhají velmi podobně, mají obdobný vývoj, ale pochopitelně s určitým časovým posunem. Nedostatečná poptávka, která dopadla na řadu firem, znamenala jejich rostoucí finanční potíže, s tím se management firem musí nějak vyrovnávat.

Co dělat v období takovéto hospodářské recese? Jaký strategický přístup aplikovat? Když nemáte dostatek zakázek, nemáte výnosy a zisky, na jaké jste si zvykli, tak v takové situaci první, co vás napadne, je, že začnete osekávat náklady. To je taková první reakce. Ale přitom je důležitá otázka, co omezování nákladů je, co vlastně redukovat, jaké náklady nejdřív, jaké později, protože si můžete do budoucna zadělat na velký problém. Když náhodou začnete s osekáváním nákladů tam, kde v budoucnu budete mít určitou poptávku, potřebu, nebude to v pořádku, ztratíte správný timing, načasování pro budoucí oživení. Problém rozhodování má svoji krátkodobou a dlouhodobou dimenzi, je to velká otázka. Řada manažerů také zdůrazňuje, že je nutno vyhledávat nové příležitosti. Lidi z obchodního oddělení nemohou jen sedět ve firmě a něco si klikat v počítači. Musí do terénu, musí kontrakty shánět, musí někde objevovat nový, žádaný segment atd. Ty přístupy jsou různé a důležité, v přístupech strategického rozhodování je důležité jak krátkodo-

bé, tak dlouhodobé hledisko rozhodování. To krátkodobé: „Tak teď nějaké náklady snížím a ten rok přežiji. Nějak bude.“ Ale z dlouhodobého hlediska musím rozmýšlet, který z nákladů snížit, který omezit, neboť já musím zajistit konkurenční schopnost firmy pro další období, pro očekávanou fázi oživení. Musím respektovat, jak funguje poptávka po recesi. O tom budeme ještě později hovořit. Rozdílné podmínky mají pochopitelně velké firmy, které mají přece jen nějaký kapitál, jiná situace je u malých a středních podniků, které v takové dobré kapitálové situaci nejsou. A rozdíly jsou potom ještě podle odvětví a oborů. Ona také hospodářská recese různě dopadala na různá odvětví, různé obory. Pak si ukážeme něco z nějakých průzkumů, třeba že taková informační technologie na tom není tak zle jako někdo jiný apod. Ve fázi po recesi nastává určité oživení, spotřebitel i odběratel už jsou schopni a připraveni znovu utrácet a investovat. Ale v této fázi se ukazuje, že se většinou poptávají po něčem novém, ne po dosavadních produktech a po dosavadní technologii. Odběratelé obvykle chtějí nějaké nové věci, protože dosavadními produkty a technologiemi už disponují, takže mají zájem o nové, zdokonalené produkty, o zdokonalené technologie. V tomto momentu je důležité dokázat jim nabídnout to, o co mají zájem. Na to se musí podniky připravit a svým způsobem na tom pracovat už ve fázi recese. Prodej nových produktů, navíc většinou s vyšší cenou, tak pomáhá těm připraveným dostat se rychleji ve fázi oživení z recese.

Jak říkám, je nutné být připraven s inovacemi, protože se zvedne nová spotřebitelská poptávka. To také znamená, že i když se musí snižovat náklady, není vhodné vyházet kvalifikované, schopné lidi. Mohu omezit stav rutinních zaměstnanců, ale je chyba, když se manažer zbaví kvalifikovaných a kreativních pracovníků. Uvědomte si, že někdo, koho v době, kdy je zle, hodíte přes palubu, se k vám nadšeně nevrátí, když ho budete potřebovat. Neplácnete si radostně s někým, kdo vás svým způsobem zahnal do kouta a pak přijde jakoby nic s tím, že vás chce zase zaměstnat. To si asi budete rozmýšlet. Kvalifikovaný člověk si často může vybírat, je o něj okamžitě zájem někde jinde, třeba u konkurence, a dostane tam možná i větší peníze. Je tedy důležité rozmyslet si, v jakém rozsahu budeme propouštět a podle jakých kritérií, abychom se nezbavili těch schopných. Něco se v krizové situaci musí udělat. Pochopitelně se třeba sníží platy, nebo se trochu zhorší podmínky, ale je nevhodné zbavit se kvalifikovaných lidí. Podívejme se například na to, jak krizovou situaci řeší některá velká firma. Ta také musí snižovat náklady. Například Intel Corporation je firma, která ovládá 75 % světového trhu mikroelektroniky, mikropočítačů, ale také ona měla nižší výnosy; tak uzavřela pět výrobních podniků, ale přesto pokračuje v inovační strategii každých dvanáct měsíců zavádět nějakou novou čipovou architekturu. Pracuje v omezeném režimu, ale svou inovační strategii drží. Nám dobře známý Microsoft zvýšil dokonce v roce 2009 výdaje na výzkum a vývoj z 8 miliard na 9 miliard amerických dolarů. Obdobně jedná řada dalších firem, například Honeywell, IBM a další. To jsou velké firmy. Problémem jsou malé a střední podniky s kapitálově slabší pozicí. Ale i ty malé a střední podniky mohou mít správný záměr, mohou si být vědomy, že dlouhodo-

bé investice do inovací, do výzkumu a vývoje mají význam pro rozvoj firmy, ale nakonec jsou nuceny k poklesu výdajů zaměřených na budoucí konkurenceschopnost. Je to dáno stavem cash flow, zmenšuje se. Cash flow jsou reálné peníze. Zisk je vlastně účetní zisk, to je položka, která se vyfakturovala, ale to může v krizové situaci zůstat na papíře, můj zisk může být iluzorní, totiž jen účetní. Důležité jsou reálné peníze a jejich objem se může zmenšovat. Je menší odbyt, to je jasné, ale často to má také spojitost s nárůstem nesplacených pohledávek. A to je vážné nebezpečí. Vznikají řetězce pohledávek, druhotná platební neschopnost apod., to jsou věci, které jsou v ekonomice velmi nebezpečné. Navíc v této situaci, kdy firmy třeba mají problémy s cash flow, tak ještě obtížně získávají externí zdroje financování od bank. O bankách se zde hovořilo z mnoha různých pohledů, ale přece jen jsou to konzervativní instituce, které jsou opatrné, obezřetné, a v situaci krize či recese si moc dobře rozmýšlí, komu mohou půjčovat. Ony se sice dušují, že půjčují, ale když se jich zeptáte konkrétně, tak zjistíte, že malým podnikům moc peněz nepůjčují. Teď jsou najednou až příliš obezřetné a opatrné při poskytování úvěrů. Je to prostě určitý zvýšený odpor k riziku v podmínkách krize, ale má mnohdy tragický dopad v oblasti malých a středních podniků.

Na hospodářskou recesi lze pohlížet dvojím způsobem. Lze ji vidět jako určitou hrozbu, určité riziko, ale i jako jakousi příležitost. Zní to divně, recesi jsme zvyklí vidět jako hrozbu, jako něco zlého, co se může stát, ale je to právě recese, která mě donutí k řadě prospěšných změn. Začnu se zamýšlet nad systémem řízení a nad organizací ve firmě, přemýšlím, jak bych je mohl zkvalitnit. Nebo začnu přehodnocovat portfolio projektů se zřetelem k urychlení slibných a konkurenceschopných projektů pro budoucnost. Takovým projektům, za kterými stojí manažer, jsou to jeho oblíbené projekty, nechce od nich uhnout, se říká „bílí sloni“; a nyní, v recesi, nastala šance takové projekty, pokud nejsou vysloveně přínosné, opustit, manažer se jich bude muset vzdát a portfolio projektů se tak vyčistí. Tady bych chtěl upozornit, že hospodářské recese nemusí být jenom globální, ale krize ve firmě se často stává živným prostředím pro tzv. netechnické inovace. To jsou změny v oblasti organizace, řízení, marketingu. Sem patří například lean manufacturing, reengineering, outsourcing, metoda Balanced Scorecard atd. Když studujete management, jsou vám ty věci patrně známé. Víte, že při růstu ekonomiky a růstu firem se podobné změny těžko prosazují. Je to jako ve fotbale: když máte dobře hrající mančaft, tak tam těžko propčete dalšího člověka, který by mohl být v budoucnu perspektivní. Problémy se začnou řešit, až když je krize. To teď známe z národního týmu. V krizi je větší tlak na management. V krizi odpor ke změnám slábne, protože všichni jsou na jedné lodi a sdílejí pocit ohrožení, ať už jde o vlastníka, manažera, nebo i zaměstnance. Všichni jsou ochotni na nějaké změně se dohodnout, hlavně aby firma situaci ustála.

Jak reagují české firmy, jaká hledají řešení kromě těch, o nichž jsem právě mluvil, tj. kromě nákladové optimalizace a podobných opatření? Vidíme dočasné sdružování exportujících společností do aliancí, třeba Česká dobývací technika. Některé

firmy se dohodly na společné prezentaci na veletrzích. Dochází k efektivnějšímu využití relativně drahé technologie, ke zkvalitnění týmů, pozorujeme zvýšenou ochotu k hledání a dobývání nových trhů a jejich segmentů apod. Zde jsme uvedl jen nějaké reakce. K situaci českých firem a jejich činnosti v tomto svízelném období se dělají také různé průzkumy. Třeba Svaz průmyslu a dopravy ČR dělá pravidelné průzkumy zhruba každé čtvrtletí. Zaměřuje je tak, aby zjistil aktuální kondici tuzemských podniků a jejich očekávání v současné hospodářské recesi. Pochopitelně se zjišťuje pokles zakázek, to vykazuje většina firem, ovšem nejde jenom o exportní problémy, ale je i nižší investiční aktivita. Dochází tedy v důsledku toho ve většině podniků k nižší míře využití kapacit. Ale teď už se objevují nějaká mírně příznivější očekávání ke konci roku. Průzkum také zjišťuje, jaká je reakce podniků na změnu zakázek. Tady bych chtěl zdůraznit jeden pozitivní jev, pozitivní signál, a to je snaha firem udržet si zejména kvalifikované pracovníky. Jinak zkoumané firmy – a člověk se jim ani moc nediví – poměrně negativně hodnotí podnikatelské prostředí, zhoršení přístupu k externím finančním zdrojům, zhoršení platební morálky atd. Tyto záležitosti vidí opravdu velmi negativně. Pokud jsem tady zmiňoval šetření v oblasti informačních technologií, které dělal CzechInvest zhruba někdy v červenci spolu s aliancí těchto společností IT, tak v tomto šetření se ukazuje, že situace, výsledky a očekávání firem působících v oblasti informačních technologií jsou srovnatelně příznivější než průměr. Zhruba 50 % firem IT uvádí, že zisk v tomto roce zachovají, resp. dokonce mnohým z nich vzroste. To jsou firmy IT, které ještě nepociťují problémy krizové situace tak naplno, mnohé z nich jsou na tom poměrně velmi dobře.

Vzal jsem v úvahu ještě jedno zajímavé šetření, a to firem, které mají aktivní vztah k výzkumu, vývoji a inovacím. Jak tyto firmy, které provádějí uvedené prvky ve své praxi, reagují na hospodářskou recesi? Toto šetření proběhlo pod hlavičkou Technologického centra Akademie věd ČR (TC AV ČR), bylo provedeno mezi vybranými podniky (z hlediska výzkumných a inovačních aktivit) a šlo o zjištění hlavních tendencí. Šetření proběhlo v dubnu 2009 formou adresného elektronického dotazníku a struktura firem byla zvolena tak, aby odpovídala rozložení firem podle proporcí, tj. velké, střední a malé. Získané výsledky (i přes relativně nízkou návratnost) lze považovat za indikátory hlavních trendů v chování českých podniků ve vztahu k výzkumu a vývoji (VaV), tj. právě k těm dlouhodobým investicím z hlediska budoucí konkurenceschopnosti, v období hospodářské recese. Ukažme si tady několik tabulek, které z šetření TC AV ČR vyplývají. Je charakteristické, že u řady zkoumaných firem dochází k poklesu výdajů na výzkum, ale beze změny tady zůstává zhruba polovina firem, něco mírně nad polovinu se bude snažit výdaje uchovat a někde dokonce počítají s jejich růstem (tabulka 1). Jinak je tomu, pokud jde o zaměstnance (tabulka 2). Vidíte, že počet firem, které chtějí propouštět zaměstnance, se zvýšil, ale většina firem, skoro tři čtvrtiny, chce stav zaměstnanosti zachovat. Takže vidíte, že výdaje budou snižo-

Tabulka 1 **Trendy vývoje výdajů na výzkum a vývoj**  
(podíly firem – respondentů v %)

Výdaje na VaV	růst	beze změny	pokles	celkem
V roce 2008	34	50	16	100
Očekávání v roce 2009	14	54	32	100

Tabulka 2 **Trendy vývoje počtu zaměstnanců ve VaV**  
(podíly firem – respondentů v %)

Počet zaměstnanců ve VaV	růst	beze změny	pokles	celkem
V roce 2008	24	66	10	100
Očekávání v roce 2009	7	73	20	100

Tabulka 3 **Místo výdajů na VaV v pořadí uvažovaných úspor ve firmách**

Náklady (výdaje)	pořadí					Vážený průměr
	1	2	3	4	5	
Správní náklady	20	9	5	3	1	1,8
Investice do výroby	10	11	4	1	3	2,2
Mzdové náklady	7	13	8	0	6	2,6
Výdaje na vzdělávání a školení	7	3	8	6	8	3,2
Výdaje na VaV	3	2	2	15	3	3,5

vat, ale budou se snažit uchovat zaměstnance. Zajímavá je třetí tabulka, která ukazuje místo výzkumu a vývoje v pořadí uvažovaných úspor (tabulka 3). Je zde vidět snaha o nákladovou optimalizaci, o tom svědčí pořadí, v jakém budou firmy osekávat náklady. Vidíte, že nejvíc by osekaly správní náklady (v administrativě to



**Tabulka 4 Pořadí přínosů opatření státu ke zmírnění dopadů hospodářské recese na VaV (podle podniků)**

Opatření státu	pořadí					Vážený průměr
	1	2	3	4	5	
Snížení sociálního a zdrav. pojištění	14	9	6	4	0	2,0
Daňová úleva na nakupovaný VaV	13	6	6	2	2	2,1
Zrychlené odpisování přístrojů, strojů a zařízení	11	12	5	4	1	2,2
Poskytování zvýhod. půjček	5	4	4	5	4	3,0
Dotované poukázky na nákup menších studií	2	3	4	4	7	3,6

jde nejlíp), pak jsou na řadě investice do výroby (máme volné kapacity kvůli snížení zakázek), pak mzdové náklady, výdaje na vzdělání, školení atd. a na výdaje na výzkum a vývoj došlo až v poslední řadě. To je pozitivní signál. Nakonec se v šetření dostáváme k pohledu firem na ta opatření státu, která směřovala ke zmírnění dopadu hospodářské recese na výzkum a vývoj v podnicích (tabulka 4). Tabulka ukazuje pořadí přínosů, tj. jak vidí podniky tato opatření, jak je preferovaly. Chtěly by co nejvíce snížit sociální a zdravotní pojištění, potřebují daňovou úlevu na nakupovaný výzkum a vývoj, zrychlené odpisy na přístroje, stroje a zařízení a poskytování zvýhodněných půjček. S větším odstupem jsou zařazeny dotované poukázky na nákup menších studií, tzv. vouchery. To u nás zatím není moc známé, ale pozor, v Brně se tato věc už prosazuje přes Jihomoravské inovační centrum, tam pracují s tímto původně holandským nástrojem. Podniky dostávají menší částky, aby si mohly koupit analytické studie, nebo pro ně potřebné investiční potřeby atd.

Jaké jsou další výsledky šetření TC AV ČR? Faktory dlouhodobě omezující výzkum a vývoj v podnicích jsou seřazeny podle významnosti: obtížný přístup k externímu financování; nadměrná ekonomická rizika; nedostatečná pružnost legislativy; vysoké náklady na výzkum a vývoj; malý zájem zákazníků o nové produkty; celkově málo dynamické a inovativní trhy; nedostatek kvalifikovaných pracovníků; nedostatek informací o trzích; nedostatečné technické vybavení; nepružnost podnikové organizační struktury; nedostatečné prostory. Tento poslední

omezující faktor může někdo spojovat s tím, že vzhledem k úbytku zakázek se prostory dají snadno získat, ale tak tomu není. To, že se nedostatek prostoru umístil na posledním místě, je docela zajímavé. Je totiž jedna taková věc, a to jsou strukturální fondy. V programech Ministerstva průmyslu a obchodu ČR je zapracována podpora výzkumu a vývoje v podnicích různými formami, v některých programech Ministerstva školství také, pak je zde Evropský sociální fond na vzdělávání a všechny ty fondy taky počítají s budováním kapacit, s budováním nějakých vývojových center, vývojových středisek, inovační infrastruktury, podnikatelských inkubátorů apod. Jak se podle průzkumu ukazuje, prostory nedělají firmám vážnější potíže. Je to paradoxní. Ale ukazuje se, že jim chybějí lidi a především peníze, kapitál. Zabývám se průzkumem TC AV ČR podrobněji proto, že není příliš známý a přitom je věnován podstatnému tématu rozvoje výzkumu a vývoje. Uvedu zde vybrané závěry tohoto šetření. Firmy očekávají určité snížení prostředků na výzkum a vývoj; těžiště nákladové optimalizace ale většinou směřuje do jiných oblastí. V naprosté většině firem není výzkum a vývoj prioritou při hledání úspor, obvykle se k němu sáhne až po vyčerpání jiných možností redukce nákladů. To je jistě pozitivní signál stejně jako to, že firmy mají zájem udržet kvalifikované zaměstnance ve výzkumu a vývoji. Je to předpoklad pro udržení konkurenceschopnosti po skončení hospodářské recese. Výše uvedené skutečnosti svědčí o docenění strategického významu výzkumu a vývoje pro inovační aktivity a konkurenceschopnost firmy. Pokud jde o hodnocení krátkodobých opatření politiky na zmírnění aktuálních negativních dopadů hospodářské recese, podniky aktivní ve výzkumu a vývoji preferují snížení sociálního a zdravotního pojištění, daňovou úlevu na nakupovaný VaV a zrychlené odpisování přístrojů, strojů a zařízení. Pokud jde o dlouhodobá opatření politiky, je pro firmy zaměřené na výzkum a vývoj důležité reagovat v kontextu celkového prostředí na dlouhodobě omezující faktory podnikového výzkumu a vývoje, zejména jim jde o usnadnění přístupu k externím zdrojům financování. Kromě jiného šetření potvrdilo, že jsou určité rozdíly mezi velkými společnostmi a malými a středními podniky. Tolik k rovině podniků.

Když se podíváme na vládní politiky ve vyspělých ekonomikách, nalezneme jako reakci na hospodářskou recesi tvorbu stimulačních balíčků. Otázky vládních politik zde více rozebíral můj kolega Jiří Malý, který naváže na tento můj příspěvek. Tak reagovaly vyspělé země OECD, vytvářely stimulus packages, jako určitý mix opatření jak krátkodobého, tak dlouhodobého charakteru. Česká republika šla cestou krátkodobých opatření, nedělá si zatím moc starostí s ničím, co bude působit dlouhodobě. A zjevně ani jinak za situace, kdy máme tzv. úřednickou vládu, postupovat nemůže. Dělají se opatření na zvýšení poptávky v krátkodobém horizontu, která mají za cíl chránit stávající zaměstnanost, sociální soudržnost atd. Tato krátkodobá opatření jsou svým charakterem dočasná, mnohdy plošná, ale často taky nesystémově nastavená. Klasický příklad takového nesystémového opatření je šrotovné v automobilovém prů-



myslu. I když automobilový průmysl má spoustu subdodavatelů, tak funguje podobně jako jiná odvětví, a tak by mohlo za chvíli volat každé odvětví, že potřebuje takovou speciální podporu, speciální šlouchanec od státu, aby mohlo dál existovat. To je takový typický příklad. Teď se to odehrává v řadě zemí: Německo, Slovensko, Francie atd. My jsme ho tady zatím nezrealizovali, neprošlo to, ale ještě není zažehnáno, že k němu i u nás nedojde. Mezi krátkodobá opatření patří také různá snížení daní včetně daně z přidané hodnoty, snížení odvodového zatížení nákladů práce, krátkodobé záruky za úvěry atd. U snížení přímých daní je určitý problém. U podniků vznikla velká diskuse o návrzích obsažených v materiálu, který vypracovala Národní ekonomická rada vlády ČR, NERV. Mohli bychom dokonce říct, že šlo o rozpor mezi stanoviskem NERVu a podniků. Podniky říkaly: „To, že nám snížíte o jeden procentní bod přímé daně, je dobré, ale my bychom teď víc potřebovaly udělat něco v situaci rizik, druhotné platební neschopnosti, tíží nás, že nejsou spláceny pohledávky, my bychom potřebovaly něco spíš v DPH, nebo že se nám odloží platba DPH, nebo jiné takové možnosti.“ To neprošlo, taková opatření se nepodařilo prosadit, ale i taková opatření jsou možná. Do snížení zatížení nákladů práce patří opatření v sociální a zdravotní oblasti. Uvědomme si, že je to hrůza, že v zemích OECD jsme na špičce ve vybírání sociálního a zdravotního pojištění. Neměl bych to asi zde před pracovníkem Ministerstva financí ČR říkat, ale musíme si přiznat, že náklady na práci, které vznikají podnikatelům, jsou významným zdrojem příjmu státního rozpočtu, takže Ministerstvo financí má rádo stav, kdy to takhle může vybírat. To jsou další možnosti, jak třeba něco snížit. Víte, že se u nás snižovalo, ale je to jeden procentní bod a na omezenou dobu, takže když si to vezmete, tak to zase tak moc není. Kdyby to řešil velký podnik, tak to sehraje určitou roli, ale u malého podniku to není nic moc. O krátkodobých zárukách za úvěry jsem již hovořil, ještě bych se chtěl letmo dotknout podpory spotřeby domácností. Ta se v krátkodobém horizontu dá rovněž dělat přes daň z přidané hodnoty.

Řada vlád zemí OECD, ať už je to Německo, Francie, Spojené státy americké či další, sahá k opatřením, která mají podporovat střednědobý až dlouhodobý ekonomický růst investicemi na straně nabídky. Sem patří: a) podpora výzkumu, vývoje a inovací; b) podpora inovací a podnikání (se zaměřením zejména na malé a střední podniky, na rizikový kapitál atd.); c) investice do lidského kapitálu (školení a vzdělávání); d) investice do environmentálních technologií (to jsou tzv. zelené technologie, čili takové technologie, které mají nízké nároky na energie a mohou zajistit dosažení udržitelného ekonomického růstu); e) zlepšení infrastruktury, například investicemi do dopravní infrastruktury, informačních a komunikačních technologií apod. Takto zaměřená opatření mají svůj efekt v tom, že vznikají veřejné zakázky, a tím se zase oživuje určité směřování průmyslu a ekonomika se může víc rozjíždět. To jsou ta opatření, k nimž nabádají i orgány Evropské unie, jsou zdůvodňována potřebou ekonomiky vyjít z krize v neoslabené konkurenční pozici

a zajistit nové základy budoucího růstu. To je důležité. Měli bychom být připraveni, že krize jednou musí skončit, a když skončí, nastává obvykle fáze oživení. Na tu bychom měli umět rychle zareagovat, a to znamená být na budoucí růst připraveni, nebo růstu dokonce pomáhat a umět ho využívat. Tímto bych skončil a poděkoval vám za pozornost.

### Jiří Malý

Děkuji za přednesený příspěvek a dostáváme se k poslednímu příspěvku dnešního dne, který má téma *Odlíšnosti v průběhu a některých způsobech řešení krize v zemích uvnitř a vně eurozóny*.

## ODLIŠNOSTI V PRŮBĚHU A NĚKTERÝCH ZPŮSOBECH ŘEŠENÍ KRIZE V ZEMÍCH UVNITŘ A VNĚ EUROZÓNY

### Jiří Malý

Česká republika se ve své přístupové smlouvě k Evropské unii zavázala přijmout jednotnou měnu euro, jakmile splní všech pět ekonomických konvergenčních kritérií a další kritéria právní, která jsou s tím spojená. Nejvíce se ovšem mluví o těch pěti ekonomických kritériích a ta nás také budou nyní zajímat. Není to tak, že by si Česká republika v současné době mohla vybírat, jestli euro přijme, nebo ne; zavázali jsme se k tomu, že euro přijmeme, jakmile splníme všechna konvergenční kritéria. Touto větou začnu. Takže pro nás je také zajímavé podívat se na to, jestli a jaké jsou odlišnosti v průběhu krize a ve způsobech jejího řešení mezi těmi zeměmi, které euro již přijaly, a těmi, které stále stojí mimo eurozónu, tedy těmi, které euro nepoužívají. V základním, nejjednodušším členění zde vidíme dva pohledy na euro a na domácí měny, které se výrazně liší, rozbíhají se. Někdo vidí euro jako stabilizační prvek, jako ochranu proti turbulencím na měnových, finančních a kapitálových trzích v globalizované ekonomice, které se výrazně projeví za současné finanční a ekonomické krize. Tento názor příznivců eura říká, že euro brání do určité míry přenosu turbulencí do domácích ekonomik, takže tlumí projevy současné finanční a ekonomické krize, zatímco naopak národní měny jsou charakterizovány jako snadné cíle spekulativních útoků na globalizovaných trzích, které mohou vést k velkým výkyvům měnových kurzů a tímto způsobem vnášet další nestabilitu do národních ekonomik a umocňovat negativní dopady finanční a ekonomické krize. To znamená, že když má malá ekonomika svou národní měnu, tak se na ni mohou soustředit spekulace, ty velice vychýlí měnový kurz takové měny, a tím mohou zpětně ovlivnit negativně domácí ekonomiku, takže v takovém případě národní měna působí spíše jako mechanismus, který převádí nestabilitu z globální ekonomiky do ekonomiky domácí. To je jeden pohled. Proti tomu odpůrci eura naopak říkají, že euro v době krize působí jako prvek destabilizační, který zpomaluje návrat domácích ekonomik do rovnovážného stavu, že je to prvek, který může prohlubovat negativní důsledky finanční a ekonomické krize. Euro prý vnucuje jednotlivým zemím eurozóny určitou jednotnou šablonu hospodářské politiky, a tak je v případě nepříznivého ekonomického vývoje udržuje v nerovnovážném stavu a zhoršuje důsledky současné krize. Naopak národní měny a autonomní měnové politiky jsou podle tohoto názoru vnímány jako vhodné a účinné nástroje k překonání důsledků finanční a ekonomické krize, které usnadňují návrat národních ekonomik do rovnováhy a na dráhu ekonomického růstu.

Když se podíváme, jak se na problematiku a funkci eura v době krize dívají různé skupiny v České republice, jak vnímají, jestli euro spíše pomáhá, nebo škodí, tak vidíme, že existuje silná podpora zavedení eura ze strany představitelů reálné ekonomiky, např. ze strany Svazu průmyslu a dopravy. Představitelé reálné ekonomiky v ČR, zvláště průmyslu, zdůrazňují klady přijetí jednotné evropské měny. Značně odtažitý postoj k zavedení eura v ČR mají v současné době členové bankovní rady České národní banky. Je to značný posun v postojích představitelů ČNB, protože bankovní rada v dřívějším složení naopak podporovala relativně rychlý postup České republiky směrem k euru. Nová bankovní rada, jejíž personální složení lépe odpovídá přání prezidenta Václava Klause, v současné době spíše zdůrazňuje rizika vstupu do eurozóny, a to zejména právě v současném období krize. Nová bankovní rada ČNB se vyslovuje pro prospěšnost existence české koruny jako nástroje samostatné a nezávislé měnové politiky státu, což je ovšem u tak otevřené ekonomiky, jako je naše, značně iluzorní. Pozice a názory českých vlád jsou velmi zajímavé. Už někdy v roce 2005 tehdejší česká vláda schválila jako předběžné cílové datum k zavedení eura v České republice období 2009 až 2010. Nakonec – protože nebyla jistota, nakolik Česká republika bude splňovat jedno konvergenční kritérium, a to kritérium rozpočtového deficitu (nebylo jisté, jestli budeme mít deficit více než 3 % HDP, nebo jestli to bude méně) – byl v roce 2006 tento termín odvolán a od té doby žádný nový termín nebyl stanoven. Oddalování termínu zavedení eura probíhá tím způsobem, že vlády opakovaně odsouvají stanovení nového termínu. Pořád jsou tady jakoby dohady, kdy zhruba Česká republika euro bude moci zavést. Postupně se uvažovalo, zda to bude rok 2012, pak padal jako termín rok 2013 či 2014 a nyní už se hovoří o roce 2015. Už jsem slyšel i rok 2019 apod. Takže pořád se nám ta perspektiva vzdaluje. V současné době Česká republika kvůli krizi nemůže euro samozřejmě zavést, protože státní rozpočet nebo veřejné finance vykazují značný deficit. Dnes jsme na úrovni deficitu 6 % HDP, takže dvojnásobně překračujeme vstupní kritérium. Něco jiného je, že to v současné době překračují i jednotlivé členské země eurozóny, ale ty už tam jsou, takže u těch se předpokládá, že do určité doby, do několika let deficity sníží pod tříprocentní hranici. Ale pokud jste nový přistupující k eurozóně a pohybujete se nad 3% hranicí, tak vás prostě dovnitř nepustí. Takže v současné době Česká republika stejně nemůže vstoupit, ovšem stanovení výhledového data vstupu je politická záležitost a je do značné míry motivující. Krize může našim vládám, které se nám tak rychle střídají, sloužit i jako poměrně vítaná výmluva, že když máme tak nejistý výhled ekonomického vývoje, když neplníme rozpočtové konvergenční kritérium, tak prostě nemůžeme rozhodnout o termínu zavedení eura.

Je docela inspirativní, když se podíváme, jaký názor zastávají konkrétní osoby. Názor prezidenta Klause nás nepřekvapí, již mnohokrát zdůrazňoval, jak pozitivně česká koruna působí na náš bankovní a finanční systém v průběhu krize. Mojmír Hampl, jeden z členů bankovní rady, viceguvernér ČNB, kterého pan Klaus najmenoval (neboť je to prezident, kdo jmenuje členy bankovní rady ČNB), má vlastně

názor obdobný, měl ho podobný jak v říjnu roku 2008, tak i o tři čtvrtě roku později, ale u toho bych se zastavil, protože přece jenom jeho názor začal být trochu strukturovanější. Pro ČR nedoporučuje příliš spěchat se zavedením eura, říká, že načasování vstupu není pro nás v současné době otázkou života a smrti. Na druhou stranu ale říká, že rozumí snahám některých zemí vstoupit do měnové unie co nejdříve. To se týká zemí, jejichž ekonomiky se výrazně zadlužily v zahraničních měnách, jsou to například pobaltské země nebo Maďarsko. Pan Hampl říká, že máte-li velké dluhy v zahraničních měnách, tak jakékoliv oslabení domácí měny způsobuje, že zadlužení firem nebo domácností převedené do domácí měny se prohlubuje a vlastně potom hrozí platební neschopnost značné části soukromých subjektů, takže je pro takové země výhodné být členy eurozóny. Vidíte, že názor tohoto představitele ČNB se přece jenom trochu v průběhu doby vyvinul. Další viceguvernér České národní banky, pan Miroslav Singer, zase upozorňuje na to, jak slovenská ekonomika byla postižena v době krize vstupem do eurozóny. My si ovšem za chvíli na statistických údajích ukážeme, že zas tak hrozné v porovnání s Českou republikou to nebylo. Viceprezident Svazu průmyslu a dopravy, Martin Jahn, naopak jednoznačně podporuje, jak už jsem řekl předtím, co nejrychlejší zavedení eura. Zajímavá je ta část jeho výroku, kdy říká, že některé země si také stejně jako my uchovávají národní měnu, například Maďarsko, Ukrajina nebo Island, a přesto pocítily výrazné problémy v době krize na rozdíl od nás. To znamená, že národní měna tyto země v žádném případě před důsledky krize neochránila. Říká, že pro Českou republiku (která má velmi otevřenou ekonomiku, zhruba tři čtvrtiny našeho hrubého domácího produktu tvoří export a zhruba dvě třetiny toho exportu míří do eurozóny) je rozkolísaný kurz koruny značným nákladem, zejména pro exportující firmy. Nejde o samotný pohyb kurzu, jde o ty značné změny. Například někdy v létě 2008 jsme měli kurz 23 až 24 korun za euro, v únoru letošního roku už to bylo skoro 30 korun za euro a teď jsme zase na nějakých 25,50 Kč za euro. To jsou výkyvy v řádech 10 až 20 % za rok, a to je opravdu značná nestabilita pro ty firmy, které se angažují v zahraničním obchodě.

Poněkud jiný přístup k zavedení eura panuje v dalších zemích Evropské unie mimo eurozónu. Například současná polská vláda původně chtěla zavést euro v roce 2012. Samozřejmě kvůli krizi musela ten cíl odložit, protože také přestala plnit rozpočtové konvergenční kritérium, ovšem zároveň neopustila cíl přijmout euro, jakmile to jen bude možné, jakmile důsledky krize odezní. Zavázala se, že ještě v letošním roce přijme nový harmonogram přijetí eura, a předběžně se odhaduje, že vyhlásí jako cílové datum zřejmě rok 2015. Podobně jedná Litva, Lotyšsko a Estonsko, což jsou země, které patří mezi ty nejpostiženější krizí, jak jsme si už ukazovali v dopolední části semináře. Tyto státy přesto drží stále cíl zavést euro, jakmile splní konvergenční kritéria. To znamená, jakmile se jejich ekonomická situace zlepší a jakmile sníží svůj rozpočtový deficit pod 3 % HDP, mají cíl připojit se k eurozóně. To jsou zrovna tři země, které jsou silně zadlužené v eurech.

Podobně i Maďarsko, Rumunsko nebo Bulharsko, kde také byl patrný silný dopad krize, chtějí co nejdříve po odeznění krize a splnění všech konvergenčních kritérií euro zavést. Takže vidíme, že pohled jiných nových členských států EU je oproti ČR značně odlišný. Nejde však jen o tyto nové členské země. Podobně se k eurozóně staví Dánsko nebo Švédsko, což jsou země, které v minulém desetiletí v referendech odmítly zavedení eura, ale nyní se tam přece jen občané staví k euru poněkud příznivěji, vlády rovněž k této skutečnosti přihlížejí a zohledňují ji. Například bývalý dánský premiér, který je dnes generálním tajemníkem Severoatlantické aliance, pan Anders Fogh Rasmussen, v říjnu loňského roku prohlásil, že v období turbulencí se stává viditelnou cena za to, že Dánsko nepřijalo euro. A pokud jde o ekonomické důsledky, tak říká, že úrokové sazby v Dánsku jsou asi o jeden procentní bod vyšší než v eurozóně v důsledku turbulencí na finančních trzích. V říjnu 2008 po krachu finančních trhů ve světě, když na to reagovaly jiné státy uvolněním měnové politiky, Dánsko muselo naopak úrokové sazby zvyšovat – a nebylo samo. Rovněž Maďarsko nebo Island s plovoucími kurzy svých národních měn musely úrokové sazby zvyšovat. Vidíme, že národní měny tedy opravdu nemusí nutně být nějakým všelékem nebo příznivým faktorem, který umožní lépe zvládat krizi. Tradičně vlažný postoj k zavedení eura zastává Velká Británie. Pokud jde o Island, to byla ekonomika, která patřila mezi ty první silně zasažené krizí, tak tam dokonce situace vedla k tomu, že Island podal přihlášku do Evropské unie, aby mohl přijmout euro. Na Islandu krize vedla k obratu o 180 stupňů, pokud jde o názor na evropskou integraci.

Ještě jsem si připravil informaci o jakémsi slovním ping-pongu, který proběhl v únoru a březnu 2009 mezi Českou národní bankou a deníkem *Financial Times*. Členové bankovní rady ČNB byli poněkud vyvedeni z míry, když se stále v zahraničním ekonomickém tisku psalo o nepříznivém vývoji středoevropských ekonomik v době krize. Viceguvernér České národní banky, pan Mojmir Hampl, poslal dopis do deníku *Financial Times*, kde vysvětloval, že sice Česká republika čelí ekonomickým problémům v době krize, ale nejsou v žádném případě tak výrazné jako v jiných středoevropských zemích, a proto by nechtěl, aby se nadále pojem „střední a východní Evropa“ používal v ekonomickém slova smyslu, protože robustnost finančního sektoru, makroekonomická stabilita a další faktory jsou v těch středoevropských zemích rozdílné. Zhruba o tři týdny později mu komentátor deníku *Financial Times*, pan Wolfgang Munchau, odpověděl: „Je jaksí politiky správné říkat, že země střední a východní Evropy jsou každá jiná. Takže na mikrofon říkám, že to tak opravdu je. Jediný problém je v tom, že to vůbec není důležité. Pokud se koná spekulativní útok na celý region, vůbec nezáleží na tom, jestli jste Maďarsko nebo Česká republika.“ To, jak se v praxi vyvíjejí měnové kurzy ve střední Evropě, potvrzuje jeho slova, protože když je nějaký problém v Maďarsku, tak neoslabuje pouze maďarský forint, ale oslabuje i polský zlotý a česká koruna, takže opravdu finanční trhy berou středoevropský region jako jeden celek. I kdyby tedy nakrásně česká ekonomika na tom byla o mnoho lépe než

další středoevropské země, investoři se budou bohužel stahovat ze všech středoevropských ekonomik. Ještě několik slov k tomu, jak Česká republika může, nebo nemůže ovlivňovat svůj samostatný měnový kurz. Na konci ledna 2009 americká banka Goldman Sachs ve své prognóze očekávala, že česká koruna k euru do šesti měsíců oslabí na 32 CZK/EUR a do dvanácti měsíců svůj propad zmírní na 30 CZK/EUR. Do 17. 2. 2009 přitom česká koruna oslabila vůči euru na 29,66 CZK/EUR. Banka Goldman Sachs pak 19. 2. 2009 oznámila, že uzavírá svou obchodní pozici, která sázela na to, že středoevropské měny včetně české koruny čeká další oslabení. Vysvětlila to tím, že se podle jejího názoru oslabování středoevropských měn přesunulo od makroekonomického trendu ke spekulativnímu přestřelování. Svou nechuť pokračovat v těchto spekulativních obchodech zdůvodnila také tím, že již dosáhla svého 6% cíle, když uzamkla zisk dosahující přibližně 7,9 %. A od té doby česká koruna posilovala až někam k současné hladině 25,50 Kč za euro. Takže vidíme, jak několik velkých hráčů na trhu dokáže zahýbat kurzem koruny, aniž by se něco podstatného událo v české ekonomice. Mezinárodní měnový fond nakonec také podporuje rychlé zavedení eura v nových členských státech Evropské unie.

Teď bychom se ještě podívali na to, jak vypadá situace v zemích eurozóny a v zemích mimo eurozónu pohledem některých makroekonomických indikátorů. Některé už jsme viděli v té dopolední části, takže to můžeme trochu zestručnit (tabulka 1). Vidíme, že pro země eurozóny je prognóza poklesu reálného HDP pro rok 2009 zhruba 4 %, na rok 2010 už se předpokládá mírný růst. Z tohoto hlediska například Spojené státy, jak jsme už uváděli dopoledne, jsou na tom lépe, prognó-

Tabulka 1 Růst reálného HDP (meziroční změny v %)

	2008	1. čtvrtletí 2009	2. čtvrtletí 2009	2009 (prognóza)	2010 (prognóza)
Eurozóna	0,7	-4,9	-4,8	-4,0	0,7
Velká Británie	0,6	-5,0	-5,5	-4,6	0,9
Dánsko	-1,2	-3,6	-7,0	-4,5	1,5
Švédsko	-0,2	-6,5	-6,1	-4,6	1,4
Česká republika	2,5	-4,5	-5,5	-4,8	0,8
Polsko	5,0	1,3	1,1	1,2	1,8
Maďarsko	0,6	-5,6	-7,3	-6,5	-0,5
Rumunsko	6,2	-5,7	-8,3	-8,0	0,5
Bulharsko	6,0	-3,5	-4,9	-5,9	-1,1
Estonsko	-3,6	-14,2	-15,8	-13,7	-0,1
Litva	2,8	-12,5	-21,1	-18,1	-3,9
Lotyšsko	-4,6	-18,6	-17,4	-18,0	-4,0
Island	1,3	-7,1	-3,1	-9,8	1,9
USA	0,4	-3,3	-3,8	-2,5	2,2

Tabulka 2 Saldo veřejných rozpočtů a veřejný dluh (v % HDP)

	Saldo veřejných rozpočtů			Veřejný dluh		
	2008	2009 (prognóza)	2010 (prognóza)	2008	2009 (prognóza)	2010 (prognóza)
Eurozóna	-2,0	-6,4	-6,9	69,3	78,2	84,0
Velká Británie	-5,0	-12,1	-12,9	52,0	68,6	80,3
Dánsko	3,4	-2,0	-4,8	33,5	33,7	35,3
Švédsko	2,5	-2,1	-3,3	38,0	42,1	43,6
Česká republika	-2,1	-6,6	-5,5	30,0	36,5	40,6
Polsko	-3,6	-6,4	-7,5	47,2	51,7	57,0
Maďarsko	-3,8	-4,1	-4,2	72,9	79,1	79,8
Rumunsko	-5,5	-7,8	-6,8	13,6	21,8	27,4
Bulharsko	1,8	-0,8	-1,2	14,1	15,1	16,2
Estonsko	-2,7	-3,0	-3,2	4,6	7,4	10,9
Litva	-3,2	-9,8	-9,2	15,6	29,9	40,7
Lotyšsko	-4,1	-9,0	-12,3	19,5	33,2	48,6
Island	-14,3	-21,2	-16,9	70,6	53,3	65,4
USA	-6,4	-11,3	-13,0	70,7	82,7	93,9

zovaný ekonomický pokles je pro rok 2009 pouze 2,5 % a v příštím roce je odhad 2% růstu. Ovšem další ekonomiky mimo eurozónu, tedy Estonsko, Litva, Lotyšsko očekávají, jak jsme také už uváděli, mnohem výraznější ekonomický pokles než eurozóna; do této skupiny zemí patří dále Maďarsko, Rumunsko, ale také, a to je zajímavé, i Česká republika. Vidíme, že prognóza pro ČR na rok 2009 je ekonomický pokles o 4,8 %, a dokonce i v druhém čtvrtletí 2009 ČR klesala více, než byl ekonomický pokles eurozóny. Pro Slovensko platí zhruba stejné údaje, jako má Česká republika, v těch jednotlivých obdobích se to liší asi o půl až jeden procentní bod. Není zde tedy takový rozdíl, abychom na základě něho mohli něco výrazného vyvozovat.

Vidíme tedy, že sice americká ekonomika klesá méně výrazně než ekonomika eurozóny, ale na druhé straně Amerika použila zhruba dvojnásobný rozpočtový stimul k podpoře ekonomiky než eurozóna (tabulka 2). V důsledku krize se v průměru eurozóny deficit rozpočtu zvýší na nějakých 6 až 7 % hrubého domácího produktu, ve Spojených státech je to nějakých 11 až 13 %. Jak už jsme říkali dopoledne, nejhorší situace, co se deficitu veřejných rozpočtů týče, je na Islandu, který je nejpostiženější, bude čelit rozpočtovým deficitům kolem 17 % HDP. Island je přitom země s národní měnou a není členem eurozóny. Prozatím. Rovněž v Litvě a Lotyšsku je rozpočtový deficit výraznější než v eurozóně, ve Velké Británii je rovněž zhruba dvojnásobný. Nemůžeme z faktů tedy vyvodit, že by národní měna poskytovala nějakou záruku pro umenšení dopadů krize.



Tabulka 3 Klíčové úrokové sazby a vývoj měnových kurzů k USD (v %)

	Klíčové úrokové sazby centrálních bank k 1. 7. 2009	Změna měnového kurzu k USD, červen 2009 / říjen 2007 (+ zhodnocení, - znehodnocení)
Eurozóna	1,00	-1,6
Velká Británie	0,50	-24,9
Dánsko	1,20	-1,5
Švédsko	0,50	-20,5
Česká republika	1,50	+1,5
Polsko	3,50	-23,4
Maďarsko	9,50	-13,6
Rumunsko	9,00	-27,4
Bulharsko	2,24	-1,5
Estonsko	:	-1,5
Litva	1,75	-1,4
Lotyšsko	4,00	-1,3
Island	12,00	-108,7
USA	0,00-0,25	:

Tedy několik slov o nastavení měnových politik v období krize v různých zemích (tabulka 3). Vidíme, že eurozóna nebo Evropská centrální banka snížila svou základní úrokovou sazbu na rovný jeden procentní bod v polovině letošního roku, naopak například Spojené státy šly téměř k nule, nula až čtvrt procenta, Velká Británie šla zhruba na půl procenta stejně jako Švédsko. Česká republika měla tehdy 1,5 %, dnes je to jeden a čtvrt, došlo tedy ještě ke snížení o čtvrt procentního bodu. Dánsko nakonec mohlo trochu snížit, takže udržuje svoji úrokovou sazbu velmi mírně nad úrovní úrokové sazby eurozóny. Ale další státy jako třeba Polsko, Maďarsko nebo Rumunsko, které mají své národní měny, musí udržovat úrokové sazby velmi výrazně nad eurozónou: Polsko má základní sazbu 3,5 %, Maďarsko a Rumunsko kolem 9 %. Takže vidíme, že státy, aby ochránily své národní měny s plovoucími kurzy před výraznými turbulencemi, tak vlastně nemohou volně nakládat se svými měnovými politikami; jejich měnová politika nemůže adekvátně reagovat, protože musí být nastavena velice přísně. Podobně na Islandu vidíme v polovině letošního roku úrokovou sazbu 12 %. A zase: islandská koruna velice silně znehodnotila. Když se podíváte na druhý sloupeček tabulky, který zachycuje vývoj měnových kurzů, tak vidíme, že došlo k více než dvojnásobnému znehodnocení kurzu islandské měny, a v takovém případě není možné počítat s tím, že by autonomní měnová politika výrazně pomohla překonat důsledky krize. Ještě bych zůstal u toho druhého sloupce, kde vidíme, jak se od počátku krize až do poloviny letošního roku změnil měnové kurzy. Zatímco kurz eura k americkému dolaru se

Tabulka 4 Roční míra inflace (v %)

	2008	září 2009	2009 (prognóza)	2010 (prognóza)
Eurozóna	3,3	0,8	0,3	1,1
Velká Británie	3,6	2,6	2,0	1,4
Dánsko	3,6	1,6	1,1	1,5
Švédsko	3,3	2,0	1,9	1,7
Česká republika	6,3	1,6	0,6	1,5
Polsko	4,2	3,9	3,9	1,9
Maďarsko	6,0	3,8	4,3	4,0
Rumunsko	7,9	6,2	5,7	3,5
Bulharsko	12,0	4,4	2,4	2,3
Estonsko	10,6	2,8	0,2	0,5
Litva	11,1	6,2	3,9	-0,7
Lotyšsko	15,3	6,5	3,5	-3,7
Island	12,8	18,1	12,0	7,0
USA	3,8	:	-0,5	0,8

za to období téměř nezměnil – sice prodělal řadu značných výkyvů, ale celkově za celé období tam byla minimální změna –, tak například měna Velké Británie oslabila o čtvrtinu, o 20 % oslabila měna Švédska, zhruba o čtvrtinu oslabily i měny Polska nebo Rumunska. Vidíme, že vývoj opravdu představuje značné turbulence. Pokud jde o Českou republiku, my jsme v tomto období celkově téměř beze změny, ovšem s tím, že v průběhu období byly výkyvy plus minus nějakých 10 až 20 %.

Pokud jde o uvolnění měnové politiky a vývoj měnových kurzů, tak ty se samozřejmě promítly nějakým způsobem do vnitřní stability, nebo nestability ekonomik (tabulka 4). Zatímco v době krize například míra inflace v eurozóně klesá na hodnoty blízké nule a stejná situace je i ve Spojených státech, tak můžeme vidět, že v řadě těch evropských ekonomik, které mají vlastní národní měnu a plovoucí měnový kurz, se udržuje míra inflace na vyšší úrovni. Například v Polsku je to zhruba čtyřprocentní úroveň, podobně v Maďarsku, v Rumunsku je to dokonce kolem šesti procent. Na Islandu dokonce míra inflace překračuje deset procent. Takže země, které čelily oslabení měnového kurzu, bohužel v době krize čelí zvýšené míře inflace, a proto musí být zase zpětně jejich měnová politika utaženější, jak jsme ukazovali předtím. Musí tam být vyšší úrokové sazby, takže vidíme, že řešení v prostoru národních měn je horší, než by bylo v prostoru eurozóny, protože tam je celkově cenová stabilita lepší.

Když si shrneme tyto poznatky, tak můžeme říci, že samotnou existenci eura pravděpodobně nelze považovat za hlavní či podstatnou příčinu většího propadu



hrubého domácího produktu v eurozóně oproti Spojeným státům v období krize, protože jiné země, které mají národní měny, bohužel klesají ještě rychleji než eurozóna. Podobně nemohou národní měny další projevy krize v ekonomice svého státu automaticky ztlumit, neboť do ní vnášejí například vyšší míru inflace. Můžeme si ukázat rozdíl mezi projevy krize v Irsku a na Islandu. Obě země jsou velmi silně zasaženy krizí. Kdyby Irsko nebylo členem eurozóny, zřejmě by také čelilo riziku státního bankrotu podobně jako Island, ale díky tomu, že je v eurozóně, tak dostalo přímý úvěr od Evropské centrální banky a situace se tam stabilizovala. Kdežto Island o tento přímý úvěr nemohl požádat, takže tam přišlo na řadu zdlouhavé jednání s Mezinárodním měnovým fondem. Možnosti záchrany jeho ekonomiky jsou samozřejmě potom menší, protože těch kanálů, jak jeho ekonomiku podpořit, když má pouze svou vlastní národní měnu, je méně. Počkáme si, jak se bude situace vyvíjet dále. I když určité zájmové ekonomické skupiny na začátku tohoto roku prognózovaly v důsledku krize rozpad eurozóny, prozatím to vypadá, že nic takového nehrozí, naopak většina nových členských zemí EU se připravuje na vstup do eurozóny. V rozporu s tímto trendem Česká republika nikoliv. Asi proto, že jsme krizí zatím nebyli tak výrazně zasaženi, tak si myslíme, že máme na výběr, pokud jde o termín zavedení eura. Doufejme však, že nebudeme muset být v budoucím období konfrontováni s nějakým novým nárazem krize, který by příliš vychýlil kurz koruny a donutil naši vládu změnit postoj ke stanovení termínu přijetí eura. To je všechno, děkuji za pozornost.

### **Jiří Malý**

Propracovali jsme se k závěrečnému bodu našeho programu. Chtěl bych požádat toho, kdo má ještě nějakou připomínku, otázku k probíraným problémům v poslední části, aby se přihlásil. Dobře, pokud není žádný dotaz, tak bych na závěr poděkoval členům realizačního týmu, nejenom těm, kteří tady vystupovali, ale i panu Hynku Opoleckému, paní Radce Šloufové, panu Václavu Votýpkovi, s nimiž jste měli možnost se setkat při organizaci semináře. Poděkoval bych NEWTON College za podporu organizace semináře a vám, auditoriu, děkuji za pozornost. Na shledanou.

### **Zvládání finančních krizí: evropský a americký model**

Souhrnná publikace z vědeckopopularizačního semináře  
pořádaného  
dne 13. listopadu 2009 v Brně, tř. Generála Píky 7,  
vysokou školou NEWTON College, a. s.

Vědeckopopularizační seminář byl realizován  
jako klíčová aktivita projektu  
Podpora šíření poznatků výzkumu evropské integrace  
(reg. č. CZ.1.07/2.3.00/09.0128),  
který je spolufinancován Evropským sociálním fondem  
a státním rozpočtem České republiky prostřednictvím  
Operačního programu Vzdělávání pro konkurenceschopnost.

Vydalo Vzdělávací středisko na podporu demokracie,  
Ječná 2, 120 00 Praha 2

Vytiskla tiskárna  
SV, spol. s r. o., Na Louži 1/947, Praha 10

1. vydání, Praha 2009

**ISBN 978-80-904281-2-6**