



INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

Podkladový materiál k vědeckopopularizačnímu semináři

Zvládání finančních krizí: evropský a americký model

Termín konání: 13. listopadu 2009, 8:30 – 16:30 hod.

Místo konání: vysoká škola NEWTON College, a. s.
tř. Generála Píky 7, 613 00 Brno
aula v přízemí budovy (vedle recepce)

Více informací: www.eu-vyzkum.eu

*Vědeckopopularizační seminář je klíčovou aktivitou 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.*

Obsah

Dlouhodobé a krátkodobé příčiny finanční krize	3
<i>doc. Ing. Eva Klvačová, CSc.</i>	
1. Neprůhledné finanční inovace, deregulace a uvolněná měnová politika	3
2. Předluženost ekonomiky USA	7
3. Znovu prožívaná historie	11
4. Reakce Evropské unie na krizi	13
4.1 Larosièrova zpráva	13
4.2 Plán evropské hospodářské obnovy	18
5. Závěr	18
Příčiny, důsledky a řešení současné krize ve finančním sektoru	21
<i>Ing. Karel Mráček, CSc.</i>	
1. Makroekonomické souvislosti vzniku globální finanční krize	22
2. Problémy spojené se sekuritizací úvěrů	23
3. Podcenění systémového rizika i rizika na mikroekonomické úrovni	25
4. Role ratingových agentur v rozpoutání krize	26
5. Pozice a činnost regulatorních a dohledových orgánů	27
5.1 Argumenty obhájců a odpůrců regulace a dohledu	27
5.2 Selhání regulace a dohledu před vypuknutím a v průběhu finanční krize	30
5.3 Nové požadavky na regulaci při obchodování s finančními deriváty	31
6. Závěr	32
Euro: katalyzátor, nebo inhibitor projevů finanční a ekonomické krize?	35
<i>PhDr. Jiří Malý, Ph.D.</i>	
1. Euro v době krize: názory v České republice	35
2. Euro v době krize: názory v dalších zemích mimo eurozónu	38
3. Euro v době krize: názory vlivných ekonomických subjektů a institucí	39
4. Euro v době krize pohledem makroekonomických indikátorů	40
4.1 Vývoj reálného HDP	41
4.2 Vývoj salda veřejných rozpočtů a veřejného dluhu	42
4.3 Vývoj klíčových úrokových sazeb a měnových kurzů	45
4.4 Vývoj míry inflace	48
5. Závěr	50

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 zavrhována 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 staříčkový John Rockefeller historickou větu: „V těchto dnech mnozí z nás ztrácejí odvahu. 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 nezmezí 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.¹

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 náказ (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, Tufte). 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

¹ Uvádí se, že počet válečných obětí byl 20 mil. lidí, počet obětí španělské chřipky 40-50 mil. lidí.

tržní ekonomiky. Kolísání agregátní poptávky vede ke kolísání hrubého domácího produktu, zaměstnanosti a dalších ekonomických veličin. Pokles agregátní poptávky je spojen zejména s pesimistickými očekáváním, 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.¹ „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 rezervního 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 těmto 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. Nejadluženější 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.

¹ Za povšimnutí stojí koneckonců 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.

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 cenných 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).“¹

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*² 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 žádoucí 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 koncep-

¹ Sachs, J.: *Boom, Bust and Recovery in the World Economy*. Project Syndicate, 2008, <http://www.project-syndicate.org/commentary/sachs146>

² 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>

ce způsobu fungování konkurence. Ekonomové se konečně začínají vymaňovat ze ztotožňování konkurence s pouhou cenovou konkurencí. Ve skutečnosti je důležitá konkurence pocházející z nového zboží, nové technologie, nového zdroje nabídky, nového typu organizace.“¹

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 vyhlášoval, že disperze úvěrového rizika posílila odolnost bankovníctví a celého finančního systému. Bankéři byli vysloveně nadšení, 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.“²

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? Začněme tedy tím, že otevřeme trh hypotečních úvěrů i nebankovním subjektům. Umožníme jim, aby nabízely 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

¹ Schumpeter, J.: Capitalism, Socialism and Democracy. Harper, New York 1975, s. 82

² Tett, G.: Lost through destructive creation. Financial Times, 9 March 2009, <http://www.ft.com/cms/s/0/0d55351a-0ce4-11de-a555-0000779fd2ac.html>

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 nerosvratelně 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 penězi 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 zapomeně, přijde jiná. Klidně si na to můžete vsadit všechny své úspory.“¹

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.“²

2. Předluženost ekonomiky USA

Je poněkud tristní, že jakékoli pochybnosti o kvalitě finančních inovací a jejich možné proměně v destruktivní reakci byly tak dlouho zaplašovány. Ještě před dvěma lety hodnotil Richard Cooper, profesor z Harvardské univerzity, v rozhovoru, který s ním pro Zprávu o

¹ Rodrik, D.: Who Killed Wall Street? Project Syndicate, 2008, <http://www.project-syndicate.org/commentary/rodrik24>

² Sedláček, T.: Ekonomie dobra a zla. Po stopách lidského tázání od Gilgameše po finanční krizi. Nakladatelství 65. pole, Praha 2009, s. 232

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.“¹

Zprávy o globální konkurenceschopnosti vyhodnocují USA prakticky každoročně jako nejkonkurenceschopnější ekonomiku světa. Ačkoli každý rok přibývají do hodnocení další země a další indikátory, USA bývají vyhodnocovány pravidelně jako země, která je pro investory nejméně atraktivní ze všech, navzdory tomu, že její makroekonomické indikátory jsou již po řadu let výrazně horší, než činí průměr za sledované země, a nepříliš 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.

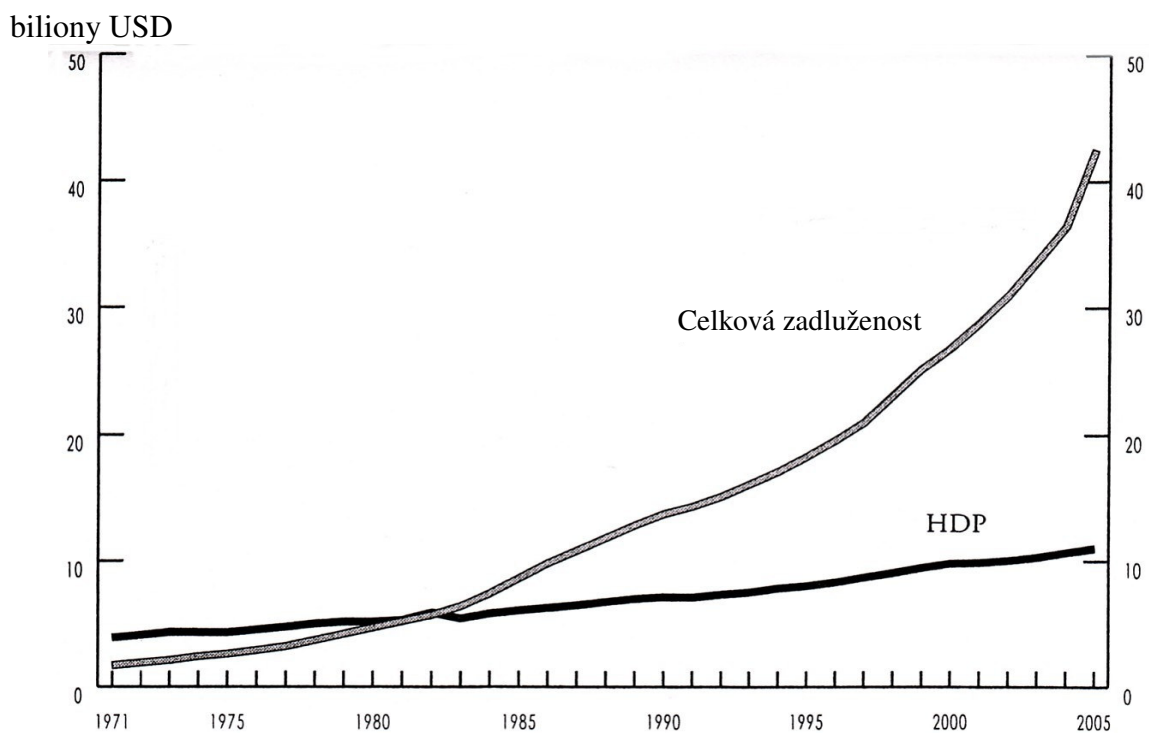
V poslední době ovšem začíná přibývat informací, které jednoznačně pozitivní obraz USA z pohledu investorů poněkud korigují. Tématem zadluženosti USA a jejím minimálním vlivem na ekonomický růst se zabývají J. B. Foster a F. Magdoff ve své knize Velká finanční krize – Příčiny a následky. Uvádějí, že 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.

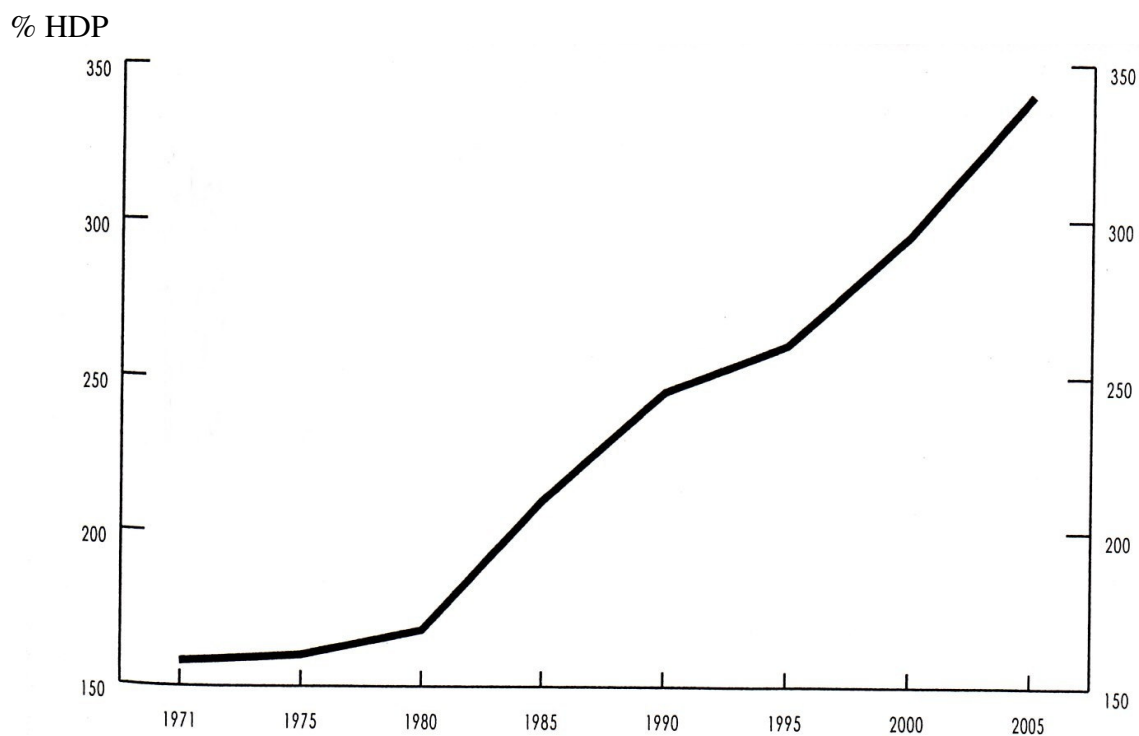
¹ The US Current Account Deficit and its Global Ramifications. In: The Global Competitiveness Report 2006-2007. World Economic Forum, Geneva 2006

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



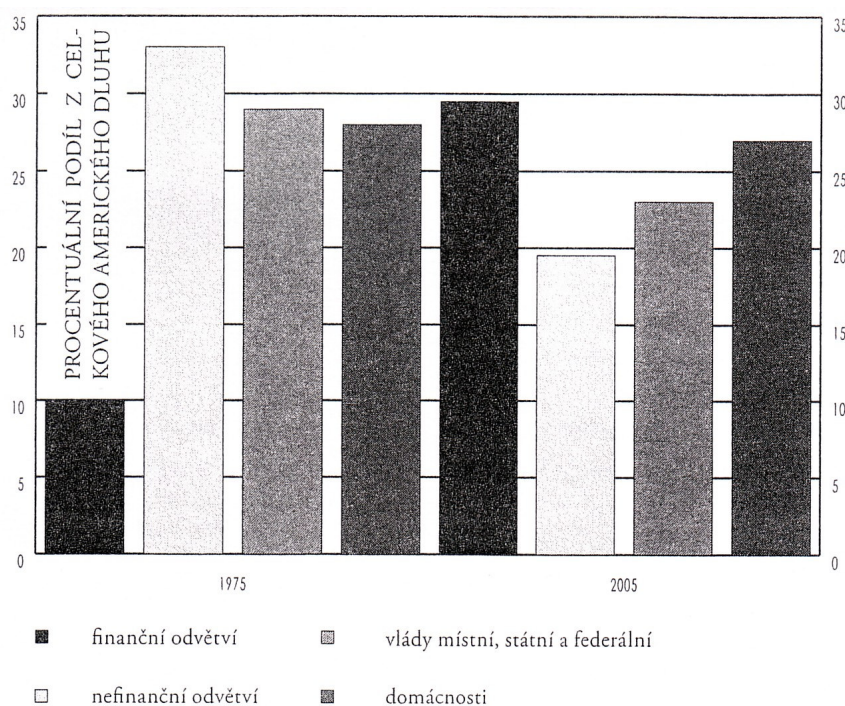
Pramen: Foster, J. B., Magdoff, F.: Velká finanční krize. Příčiny a následky. Grimmus, 2009, s. 46

Graf č. 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 č. 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

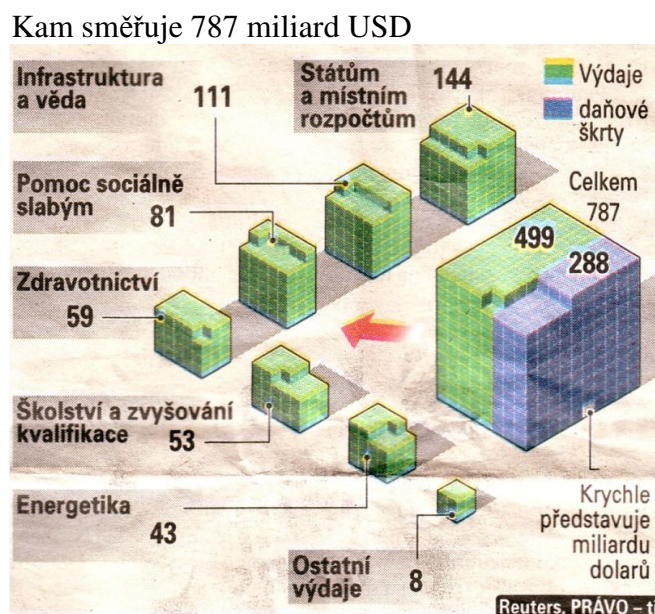
Jak uvádějí J. B. Foster a F. Magdoff v knize Velká finanční krize – Příčiny a následky: „Úvěry lze použít na bezpočet účelů. Některé významnou měrou stimulují ekonomiku a mají dlouhodobý účinek (investice do nových podniků, rozšiřování nebo modernizace starých), některé mají na ekonomiku mírný a relativně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

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 vlád 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 nejkonzervativnější, 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 č. 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 podloměné 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 připouští, 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.“¹

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 důsledky 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, sebeudržitelný, 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.“²

S úpěnlivým voláním D. Rodrika po vzniku rovnováhy mezi trhy a institucemi, které trhy podporují, na globální úrovni nelze nesouhlasit. Současně nelze nepřipomenout, že eko-

¹ Keynes, J. M.: *Obecná teorie zaměstnanosti, úroku a peněz*. NČSAV, Praha 1963, s. 169

² Rodrik, D.: *Coming Soon: Capitalism 3.0*. Project Syndicate, 2009, <http://www.project-syndicate.org/commentary/rodrik28>

nomické 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, Erika Hobsbawma, který za svůj dlouhý devadesátiletý život zažil nejen Velkou hospodářskou krizi 30. let minulého století, ale řadu krizí následujících. Scházely mu jen dva roky, aby se dožil krize 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 jasnozřivostí 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.“¹

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 unie 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 nerovnováhu na globálních finančních a zbožových trzích.

Velmi nízké úrokové míry v USA pomohly vytvořit obrovskou bublinu na trhu bydlení. U zdroje jejího vzniku bylo v prvé 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

¹ Hobsbawm, E.: Věk extrémů. Krátké 20. století 1914-1991. Argo, Praha 1998, s. 111

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 zemí s přebytkem obchodní bilance, zejména z Číny. Navázáním svých měn na americký dolar Čína a jiné ekonomiky jako Saúdská Arábie prakticky importovaly rozhazovačnou 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)¹, vzrostla ve stejném období dokonce sedmkrát. Sekuritizace je sice v principu žádoucí ekonomický model, byla však doprovázena neprůhledností, která zakrývala nízkou kvalitu 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 směnky 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,

¹ 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“.

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 prodejů 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 akcí.

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 cykličnosti (např. stimulací použití kapitálových nárazníků), zavedení striktnějších pravi-

- del pro položky mimo účetní bilanci, 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 distorze 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 nejednoznačností 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, udílení 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 společenství se proto musí zabývat jurisdikcemi se slabými regulatorními 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 členskými zeměmi, 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 výrobků, 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 za největší krizi 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 finanč-

ních produktů (inovací), chybné hodnocení rizika finančními ústavy i regulujícími orgány, nezodpovědné chování ratingových agentur i problémy ve správě a řízení.

Krise 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.

Krise dokazuje, že v současné době došlo k zajištění státu (především amerického, v Evropě je situace podstatně lepší) nejsilnějšími, tj. finančními lobbistickými skupinami. Ty jsou schopny stát vydírat pohrůzkami 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 zdlouhavá. 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.

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.: *Obecná teorie zaměstnanosti, úroku a peněz*. NČSAV, Praha 1963
9. Klvačová, E.: *Dokáže 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
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
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 dobrá a zlá. Po stopách lidského tázání 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
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 projevovat 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 žití 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 papírů 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 tranší 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 nejnižší 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 („šíření nákazy“) a tím i vytváření systémového rizika. Tato situace vyvolala tudíž nové nároky i z hlediska řízení rizik a regulatorních 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 mezi-sektorovostí 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 vyúst'ovat ve včasná varování před nebezpečím vzniku a dopadů systémových rizik a v případná doporučení na jejich odvrácení.

Značná spletitost 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 držených 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 vplynulo 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 (konstruujících 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 regulaturních 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 regulaturních 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 nepřilíživou 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 zestátnění 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 bankovníctví, 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 bankovníctvím a pojišťovnictvím. 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 platících 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. držitelé 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 centřům. 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 zřejmé 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 otřesů. 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 regulatorního rámce globálního finančního trhu a zejména na nedostatky v koordinaci mezi regulátory různých úrovní. Dosud se nepříznivě projevuje roztržité 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 sílící 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 derivát-

ových 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 čtyři pětiny 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 efektivitu 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 (summitu 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 Larosièrovu zprávy navazuje EK v tomto programu reforem 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 reforem finančních trhů vytyčuje zejména tyto cíle:

- Vytvořit takový evropský systém dohledu, který bude schopen zjistit a odhalit 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 regulatorním 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 regulatorních 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 guvernéři 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 založení Evropského společenství). 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 nákazu 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 neznamená 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 regulatorních pravidel, postupů krizového řízení, výkaznictví apod. Vytváření 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
- /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 bankovnictví*. 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 koalice 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 zastánce 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: Probud'te 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:¹ „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

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

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. 2009:¹ „*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. 2009.² 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.³

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:⁴ „*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:⁵ „*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.⁶ Podle jeho názoru je přijetí eura pro český průmysl nezbytné, protože tuzemská ekonomika je závislá na exportu, kterému v cestě

¹ Tůma: Euro bychom mohli mít už v roce 2013 až 2015. Hospodářské noviny, 2. dubna 2009

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

³ Jahn proti Tůmovi: Český průmysl potřebuje euro. <http://ekonomika.ihned.cz>, 2. dubna 2009

⁴ Kalousek: Termín přijetí eura v Česku 1. listopadu nezazní. <http://ekonomika.ihned.cz>, 15. dubna 2009

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

⁶ Jahn proti Tůmovi: Český průmysl potřebuje euro. <http://ekonomika.ihned.cz>, 2. dubna 2009

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:¹ „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 odvolat² 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 2015.³

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

¹ Dánsko vraj platí daň za to, že nepřijalo euro. <http://ekonomika.sme.sk>, 15. října 2008

² Euro nie w 2012 roku. <http://www.tvp.info>, 29. července 2009

³ Złoty w Polsku ještě zůstane. Přijetí eura přijde nejdříve v roce 2014. <http://finweb.ihned.cz>, 4. srpna 2009

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.¹ 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.²

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

¹ Dožene finanční krize Island do náručí Evropské unie? <http://aktualne.centrum.cz>, 21. října 2008

² 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

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:¹ „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 ztrácí. 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:² „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 %.³

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 rozbory na toto téma přinášejí 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 zá-

¹ Komunismus padl před 20 lety a Česko není východní Evropa, vzkázal Hampl západu. <http://ekonomika.ihned.cz>, 26. února 2009

² Macháček, J.: Jak dlouho a hluboko, válka s FT a jak USA platily evropské banky. <http://blog.ihned.cz>, 16. března 2009

³ Goldman Sachs ruší sázky na oslabení koruny a zlotého. <http://www.patria.cz>, 19. února 2009

kladě 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.

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. zemí 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, Island nebo Japonsko. Estonsko, Litva a Lotyšsko sice mají své měny navázány 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, 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. Dále například Spojené království, jehož měna se rovněž volně pohybuje vůči euru, má v krizovém období 2008-2010 skutečný i prognózovaný vývoj reálného HDP přibližně stejný, jako je průměr eurozóny.

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.

Tabulka č. 1 – Růst reálného HDP v letech 2005-2010 (meziroční změny v %)

Země	2005	2006	2007	2008	1. čtvrtletí 2009	2. čtvrtletí 2009	2009 ^{*)}	2010 ^{*)}
Belgie	1,8	3,0	2,8	1,1	-3,1	-3,7	-3,5	-0,2
Finsko	2,8	4,9	4,2	1,0	-6,5	-8,9	-4,7	0,2
Francie	1,9	2,2	2,3	0,4	-3,5	-2,8	-3,0	-0,2
Irsko	6,4	5,7	6,0	-2,3	-9,3	-7,3	-9,0	-2,6
Itálie	0,7	2,0	1,6	-1,0	-6,0	-6,0	-4,4	0,1
Kypr	3,9	4,1	4,4	3,7	0,8	-0,7	0,3	0,7
Lucembursko	5,2	6,4	5,2	-0,9	-5,9	-5,3	-3,0	0,1
Malta	4,0	3,3	4,2	2,5	-1,7	-3,0	-0,9	0,2
Německo	0,8	3,0	2,5	1,3	-6,7	-5,9	-5,4	0,3
Nizozemsko	2,0	3,4	3,5	2,1	-4,2	-5,2	-3,5	-0,4
Portugalsko	0,9	1,4	1,9	-0,0	-4,0	-3,7	-3,7	-0,8
Rakousko	2,5	3,5	3,5	2,0	-3,8	-4,5	-4,0	-0,1
Řecko	2,9	4,5	4,0	2,9	0,3	-0,3	-0,9	0,1
Slovensko	6,5	8,5	10,4	6,4	-5,7	-5,4	-2,6	0,7
Slovinsko	4,3	5,9	6,8	3,5	-8,9	-9,0	-3,4	0,7
Španělsko	3,6	3,9	3,7	1,2	-3,2	-4,2	-3,2	-1,0
Eurozóna (EA-16)	1,7	2,9	2,7	0,7	-4,9	-4,8	-4,0	-0,1
Bulharsko	6,2	6,3	6,2	6,0	-3,5	-4,9	-1,6	-0,1
Česko	6,3	6,8	6,0	3,2	-4,5	-5,5	-2,7	0,3
Dánsko	2,4	3,3	1,6	-1,2	-3,6	-7,0	-3,3	0,3
Estonsko	9,2	10,4	6,3	-3,6	-14,2	-15,8	-10,3	-0,8
Litva	7,8	7,8	8,9	3,0	-12,5	-21,1	-11,0	-4,7
Lotyšsko	10,6	12,2	10,0	-4,6	-18,6	-17,4	-13,1	-3,2
Maďarsko	3,9	4,0	1,2	0,6	-5,6	-7,3	-6,3	-0,3
Polsko	3,6	6,2	6,6	5,0	1,3	1,1	-1,4	0,8
Rumunsko	4,2	7,9	6,2	7,1	-5,7	-8,3	-4,0	0,0
Spojené království	2,2	2,9	2,6	0,7	-5,0	-5,5	-3,8	0,1
Švédsko	3,3	4,2	2,6	-0,2	-6,5	-6,1	-4,0	0,8
Evropská unie (EU-27)	2,0	3,2	2,8	0,9	-4,8	-4,9	-4,0	-0,1
Island	7,4	4,5	5,5	0,3	-7,1	-3,1	-11,6	1,8
Norsko	2,7	2,3	3,1	2,1	-0,7	-2,5	-3,4	0,2
Švýcarsko	2,6	3,6	3,6	1,6	-1,6	-2,1	-3,2	-0,5
Chorvatsko	4,2	4,7	5,5	2,4	-6,7	-6,3	-3,0	1,5
Makedonie	4,1	4,0	5,9	5,0	:	:	-0,3	1,5
Turecko	8,4	6,9	4,5	1,1	:	:	-3,7	2,2
Rusko	6,4	7,7	8,1	5,6	:	:	-3,8	1,5
Čína	10,4	11,7	13,0	9,0	:	:	6,1	7,8
Japonsko	1,9	2,0	2,3	-0,7	-8,4	-7,2	-5,3	0,1
USA	2,9	2,8	2,0	1,1	-3,3	-3,8	-2,9	0,9

^{*)} předpověď Evropské komise z dubna 2009

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

4.2 Vývoj salda veřejných rozpočtů a veřejného dluhu

Překonat 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 uvolněnosti 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 politiku v době krize mají USA, Spojené království, Lotyšsko a Island, mezi země s vysokými fiskálními stimuly na podporu ekonomiky se řadí rovněž Japonsko. Schodek veřejných financí Japonska se z úrovně 2,9 % HDP v roce 2008 zvýší na 6,7-8,7 % HDP v letech 2009-2010. Rozpočtové deficity Lotyšska, Spojeného království a USA jsou ještě rozsáhlejší – v roce 2008 se pohybovaly mezi 4 a 6 % HDP, prognózy na období 2009-2010 pak u těchto zemí předpokládají schodky od 11 do 14 % HDP. Největší deficity veřejných financí můžeme zaznamenat u Islandu – 14 % HDP v roce 2008 a více než 20 % HDP prognózovaných na období 2009-2010. Ze zemí eurozóny srovnatelně vysoké deficity veřejných rozpočtů vykazuje pouze Irsko – 7 % HDP v roce 2008 a předpokládaných 12,0, respektive 15,6 % HDP v letech 2009 a 2010.

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 1,9 % HDP, na období 2009-2010 je pak pro eurozónu předpovídan průměrný rozpočtový schodek ve výši 5,3-6,5 % 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 předpovědí 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 z 63,1 % HDP v roce 2007 na 91,1 % HDP v roce 2010, tj. o 28 procentních bodů. Veřejný dluh Japonska by měl vzrůst v tomto období zhruba o 27 procentních bodů (ze 167,1 % HDP v roce 2007 na 194,0 % HDP v roce 2010), veřejný dluh Islandu přibližně o 26 procentních bodů (z 28,7 % HDP v roce 2007 na 54,5 % HDP v roce 2010), veřejné zadlužení Lotyšska zhruba o 41 procentních bodů (z 9,0 na 50,1 % HDP v letech 2007-2010) a veřejný dluh Spojeného království o 37,5 procentního bodu (z 44,2 % HDP v roce 2007 na 81,7 % HDP v roce 2010). Z členských zemí eurozóny bude extrémně rozsáhlému nárůstu veřejného dluhu v období krize čelit pouze Irsko, a sice o téměř 55 procentních bodů (z 25,0 % HDP v roce 2007 na 79,7 % HDP v roce 2010).

Veřejný dluh eurozóny jako celku se však zvýší mnohem volnějším tempem – z 66,0 % HDP v roce 2007 na 83,8 % HDP v roce 2010, tj. o necelých 18 procentních bodů. Fiskální stimuly v době krize tedy zvýší veřejný dluh eurozóny méně výrazně, než tomu bude v případě Islandu, Lotyšska, Spojeného království, Japonska 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 více než 7 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 č. 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	-4,5	-6,1
Finsko	2,8	4,0	5,2	4,2	-0,8	-2,9
Francie	-2,9	-2,3	-2,7	-3,4	-6,6	-7,0
Irsko	1,7	3,0	0,2	-7,1	-12,0	-15,6
Itálie	-4,3	-3,3	-1,5	-2,7	-4,5	-4,8
Kypr	-2,4	-1,2	3,4	0,9	-1,9	-2,6
Lucembursko	0,0	1,4	3,6	2,6	-1,5	-2,8
Malta	-2,9	-2,6	-2,2	-4,7	-3,6	-3,2
Německo	-3,3	-1,5	-0,2	-0,1	-3,9	-5,9
Nizozemsko	-0,3	0,6	0,3	1,0	-3,4	-6,1
Portugalsko	-6,1	-3,9	-2,6	-2,6	-6,5	-6,7
Rakousko	-1,6	-1,6	-0,5	-0,4	-4,2	-5,3
Řecko	-5,1	-2,8	-3,6	-5,0	-5,1	-5,7
Slovensko	-2,8	-3,5	-1,9	-2,2	-4,7	-5,4
Slovinsko	-1,4	-1,3	0,5	-0,9	-5,5	-6,5
Španělsko	1,0	2,0	2,2	-3,8	-8,6	-9,8
Eurozóna (EA-16)	-2,5	-1,3	-0,6	-1,9	-5,3	-6,5
Bulharsko	1,9	3,0	0,1	1,5	-0,5	-0,3
Česko	-3,6	-2,6	-0,6	-1,5	-4,3	-4,9
Dánsko	5,2	5,2	4,5	3,6	-1,5	-3,9
Estonsko	1,5	2,9	2,7	-3,0	-3,0	-3,9
Litva	-0,5	-0,4	-1,0	-3,2	-5,4	-8,0
Lotyšsko	-0,4	-0,5	-0,4	-4,0	-11,1	-13,6
Maďarsko	-7,8	-9,2	-4,9	-3,4	-3,4	-3,9
Polsko	-4,3	-3,9	-1,9	-3,9	-6,6	-7,3
Rumunsko	-1,2	-2,2	-2,5	-5,4	-5,1	-5,6
Spojené království	-3,4	-2,7	-2,7	-5,5	-11,5	-13,8
Švédsko	2,3	2,5	3,8	2,5	-2,6	-3,9
Evropská unie (EU-27)	-2,4	-1,4	-0,8	-2,3	-6,0	-7,3
Island	4,9	6,3	5,4	-14,3	-22,9	-24,5
Norsko	15,1	18,5	17,7	18,8	13,6	8,5
Švýcarsko	0,1	1,7	2,2	1,9	1,4	0,9
Chorvatsko	-4,0	-2,4	-1,6	-2,0	-3,3	-2,7
Makedonie	:	-0,5	0,6	-1,0	-3,5	-3,7
Turecko	-0,6	-0,1	-1,2	-2,1	-4,6	-4,1
Rusko	:	:	:	4,1	-6,5	-2,7
Čína	-1,2	-0,8	0,7	0,5	-2,9	-2,9
Japonsko	-6,7	-1,6	-2,5	-2,9	-6,7	-8,7
USA	-3,1	-2,1	-2,8	-5,9	-12,1	-14,2

^{*)} předpověď Evropské komise z dubna 2009

Pramen: Economic Forecast, Spring 2009, European Economy 3/2009, European Commission, April 2009 (předpovědi – 2009-2010, Čína, Japonsko a USA – 2005-2008, Makedonie – 2006-2008, Švýcarsko, Chorvatsko, Turecko a Rusko – 2008); International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 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, Lotyšska, Spojeného království a Japonska v porovnání s eurozónou. I když Island, Lotyšsko, Spojené království a Japonsko uvolnily své fiskální politiky mnohem více, než jak v průměru učinily členské země eurozóny, vykazují Island, Lotyšsko a Japonsko v období krize horší vývoj reálného HDP než eurozóna, v případě Spojeného království se pak reálný HDP vyvíjí přibližně stejně jako v průměru eurozóny.

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

Země	2005	2006	2007	2008	2009 ^{*)}	2010 ^{*)}
Belgie	92,2	87,9	84,0	89,6	95,7	100,9
Finsko	41,4	39,2	35,1	33,4	39,7	45,7
Francie	66,4	63,7	63,8	68,1	79,7	86,0
Irsko	27,5	24,9	25,0	43,2	61,2	79,7
Itálie	105,8	106,5	103,5	105,8	113,0	116,1
Kypr	69,1	64,6	59,4	49,1	47,5	47,9
Lucembursko	6,1	6,7	6,9	14,7	16,0	16,4
Malta	69,8	63,7	62,1	64,1	67,0	68,9
Německo	67,8	67,6	65,1	65,9	73,4	78,7
Nizozemsko	51,8	47,4	45,6	58,2	57,0	63,1
Portugalsko	63,6	64,7	63,5	66,4	75,4	81,5
Rakousko	63,7	62,0	59,4	62,5	70,4	75,2
Řecko	98,8	95,9	94,8	97,6	103,4	108,0
Slovensko	34,2	30,4	29,4	27,6	32,2	36,3
Slovinsko	27,0	26,7	23,4	22,8	29,3	34,9
Španělsko	43,0	39,6	36,2	39,5	50,8	62,3
Eurozóna (EA-16)	70,0	68,3	66,0	69,3	77,7	83,8
Bulharsko	29,2	22,7	18,2	14,1	16,0	17,3
Česko	29,8	29,6	28,9	29,8	33,7	37,9
Dánsko	37,1	31,3	26,8	33,3	32,5	33,7
Estonsko	4,5	4,3	3,5	4,8	6,8	7,8
Litva	18,4	18,0	17,0	15,6	22,6	31,9
Lotyšsko	12,4	10,7	9,0	19,5	34,1	50,1
Maďarsko	61,7	65,6	65,8	73,0	80,8	82,3
Polsko	47,1	47,7	44,9	47,1	53,6	59,7
Rumunsko	15,8	12,4	12,7	13,6	18,2	22,7
Spojené království	42,3	43,4	44,2	52,0	68,4	81,7
Švédsko	51,0	45,9	40,5	38,0	44,0	47,2
Evropská unie (EU-27)	62,7	61,3	58,7	61,5	72,6	79,4
Island	25,3	30,1	28,7	70,6	34,7	54,5
Norsko	44,5	55,3	52,3	50,0	:	:
Švýcarsko	:	:	:	36,5	33,7	31,1
Chorvatsko	43,7	40,8	37,7	32,2	34,6	35,2
Makedonie	39,6	31,4	23,4	21,4	25,2	27,8
Turecko	52,3	46,1	38,8	39,5	42,7	43,4
Rusko	:	:	:	5,1	7,5	8,9
Japonsko	177,3	180,3	167,1	172,1	185,3	194,0
USA	62,7	62,1	63,1	64,7	77,7	91,1

^{*)} předpověď Evropské komise z dubna 2009

Pramen: Economic Forecast, Spring 2009, European Economy 3/2009, European Commission, April 2009 (předpovědi – 2009-2010, Makedonie, Japonsko a USA – 2005-2008, Švýcarsko, Chorvatsko, Turecko 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 %.

Tabulka č. 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
Spojené království	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

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 Dánska 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

vat 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 několikanásobně vyšší úrovni, než tomu bylo v případě eurozóny.

Tabulka č. 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

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 – roz-

sah 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.

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 2008-2010 přibližně stejný jako 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.

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 předpovědí k úrovni 2 % nebo ještě níže, 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 přes 4 %), Rumunsko (míra inflace 3,5-5,8 %) a Turecko (míra inflace 6-7 %). 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 %.

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

Země	2005	2006	2007	2008	září 2009	2009 ^{*)}	2010 ^{*)}
Belgie	2,5	2,3	1,8	4,5	0,9	0,3	1,2
Finsko	0,8	1,3	1,6	3,9	2,3	1,3	1,1
Francie	1,9	1,9	1,6	3,2	0,5	0,2	0,9
Irsko	2,2	2,7	2,9	3,1	-0,5	-1,3	0,4
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	1,1	2,0
Lucembursko	3,8	3,0	2,7	4,1	0,2	-0,6	2,0
Malta	2,5	2,6	0,7	4,7	3,2	1,0	1,8
Německo	1,9	1,8	2,3	2,8	0,6	0,3	0,7
Nizozemsko	1,5	1,7	1,6	2,2	1,3	1,4	0,9
Portugalsko	2,1	3,0	2,4	2,7	-0,3	-0,3	1,7
Rakousko	2,1	1,7	2,2	3,2	0,8	0,5	1,1
Řecko	3,5	3,3	3,0	4,2	1,6	1,8	2,3
Slovensko	2,8	4,3	1,9	3,9	1,9	2,0	2,4
Slovinsko	2,5	2,5	3,8	5,5	1,3	0,7	2,0
Španělsko	3,4	3,6	2,8	4,1	0,3	-0,1	1,4
Eurozóna (EA-16)	2,2	2,2	2,1	3,3	0,8	0,4	1,2
Bulharsko	6,0	7,4	7,6	12,0	4,4	3,9	3,6
Česko	1,6	2,1	3,0	6,3	1,6	1,1	1,6
Dánsko	1,7	1,9	1,7	3,6	1,6	0,9	1,4
Estonsko	4,1	4,4	6,7	10,6	2,8	0,6	0,5
Litva	2,7	3,8	5,8	11,1	6,2	3,6	-0,4
Lotyšsko	6,9	6,6	10,1	15,3	6,5	4,6	-0,7
Maďarsko	3,5	4,0	7,9	6,0	3,8	4,4	4,1
Polsko	2,2	1,3	2,6	4,2	3,9	2,6	1,9
Rumunsko	9,1	6,6	4,9	7,9	6,2	5,8	3,5
Spojené království	2,1	2,3	2,3	3,6	2,6	1,0	1,3
Švédsko	0,8	1,5	1,7	3,3	2,0	1,6	0,7
Evropská unie (EU-27)	2,3	2,3	2,4	3,7	1,4	0,9	1,3
Island	1,4	4,6	3,6	12,8	18,1	13,6	5,1
Norsko	1,5	2,5	0,7	3,4	2,8	1,4	1,1
Švýcarsko	1,2	1,0	0,8	2,3	-0,3	0,1	0,4
Chorvatsko	3,3	3,2	2,9	6,2	:	3,1	3,7
Makedonie	0,5	3,3	2,8	7,2	:	0,8	1,7
Turecko	8,1	9,3	8,8	10,4	7,5	7,3	6,3
Rusko	12,7	9,7	9,0	14,1	:	13,3	9,1
Čína	1,8	1,5	4,8	5,9	:	0,1	0,7
Japonsko	-0,3	0,3	0,0	1,4	:	-1,0	-0,5
USA	3,4	3,2	2,8	3,8	:	-0,7	0,3

^{*)} předpověď Evropské komise z dubna 2009 (v případě Číny předpověď Mezinárodního měnového fondu z dubna 2009)

Pramen: Economic Forecast, Spring 2009, European Economy 3/2009, European Commission, April 2009 (předpovědi s výjimkou Číny – 2009-2010, Chorvatsko, Makedonie, Rusko, Japonsko a USA – 2005-2008, Čína – 2005-2007); International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2009 (Švýcarsko – 2005, Čína – 2008, předpovědi pro Čínu – 2009-2010); Eurostat, Statistics by theme, Economy and finance, Harmonized Indices of Consumer Prices (ostatní údaje)

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 zmírnily 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 zmírnily 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 Spojeného království i eurozóny je v podmínkách krize přibližně stejný.

Za pozornost dále stojí, že také Island, Lotyšsko a Japonsko v době krize uvolnily své fiskální politiky mnohem více, než jak v průměru učinily členské země eurozóny, přesto Island, 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 vynesemím 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 záminkou k dalšímu a dalšímu oddalování vstupu České republiky do eurozóny, je mezi evropskými zeměmi spíše výjimkou.

Literatura a prameny

1. Baldwin, R., Wyplosz, Ch.: *Ekonomie evropské integrace*. Grada Publishing, Praha 2008
2. *Dánsko vraj platí daň za to, že nepřijalo euro*. <http://ekonomika.sme.sk>, 15. října 2008
3. *Dožene finanční krize Island do náručí Evropské unie?* <http://aktualne.centrum.cz>, 21. října 2008
4. *Euro nie w 2012 roku*. <http://www.tvp.info>, 29. července 2009
5. *Goldman Sachs ruší sázky na oslabení koruny a zlatého*. <http://www.patria.cz>, 19. února 2009
6. *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
7. Hampl, M.: *Vzkaz euromilcům: Probudte se!* Lidové noviny, 29. října 2008
8. *IMF says EU states in eastern Europe should adopt euro now*. Financial Times, 6. dubna 2009
9. *Island podal přihlášku na členství v EU*. <http://www.ceskenoviny.cz>, 17. července 2009
10. *Islandský parlament se vyslovil pro členství v EU*. <http://www.ceskenoviny.cz>, 16. července 2009
11. Jahn, M.: *Finanční krize, Česko a euro*. Hospodářské noviny, 29. října 2008
12. *Jahn proti Tůmovi: Český průmysl potřebuje euro*. <http://ekonomika.ihned.cz>, 2. dubna 2009
13. *Kalousek: Termín přijetí eura v Česku 1. listopadu nezazní*. <http://ekonomika.ihned.cz>, 15. dubna 2009

14. *Klaus exkluzivně: Reakce na krizi byla populistická.* <http://aktualne.centrum.cz>, 25. října 2008
15. *Komunismus padl před 20 lety a Česko není východní Evropa, vzkázal Hampl západu.* <http://ekonomika.ihned.cz>, 26. února 2009
16. Macháček, J.: *Jak dlouho a hluboko, válka s FT a jak USA platily evropské banky.* <http://blog.ihned.cz>, 16. března 2009
17. Singer, M.: *Blahodárné euro? Sledujme Slovensko.* Hospodářské noviny, 15. dubna 2009
18. *Tůma: Euro bychom mohli mít už v roce 2013 až 2015.* Hospodářské noviny, 2. dubna 2009
19. *Zlotý v Polsku ještě zůstane. Přijetí eura přijde nejdříve v roce 2014.* <http://finweb.ihned.cz>, 4. srpna 2009
20. *Fiskální výhled České republiky.* Ministerstvo financí ČR (<http://www.mfcr.cz>), květen 2009
21. *Makroekonomická predikce České republiky.* Ministerstvo financí ČR (<http://www.mfcr.cz>), červenec 2009
22. *Economic Forecast, Spring 2009.* European Economy 3/2009, European Commission, April 2009
23. Eurostat, Statistics by theme – Economy and finance, Government finance statistics (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu>)
24. Eurostat, Statistics by theme – Economy and finance, Harmonized Indices of Consumer Prices (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu>)
25. Eurostat, Statistics by theme – Economy and finance, National accounts (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu>)
26. International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2009 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/weodata/index.aspx>)
27. Banca Nationala a Romaniei (<http://www.bnr.ro>)
28. Bank of England (<http://www.bankofengland.co.uk>)
29. Bank of Japan (<http://www.boj.or.jp>)
30. Bank of Russia (<http://www.cbr.ru>)
31. Board of Governors of the Federal Reserve System (<http://www.federalreserve.gov>)
32. Bulgarian National Bank (<http://www.bnb.bg>)
33. Central Bank of Iceland (<http://www.sedlabanki.is>)
34. Central Bank of the Republic of Turkey (<http://www.tcmb.gov.tr>)
35. Česká národní banka (<http://www.cnb.cz>)
36. Danmarks Nationalbank (<http://www.nationalbanken.dk>)
37. Eesti Pank (<http://www.eestipank.info>)
38. European Central Bank (<http://www.ecb.eu>)
39. Hrvatska narodna banka (<http://www.hnb.hr>)
40. Latvijas Banka (<http://www.bank.lv>)
41. Lietuvos bankas (<http://www.lb.lt>)
42. Magyar Nemzeti Bank (<http://www.mnb.hu>)
43. Narodowy Bank Polski (<http://www.nbp.pl>)
44. National Bank of the Republic of Macedonia (<http://www.nbrm.gov.mk>)
45. Norges Bank (<http://www.norges-bank.no>)
46. Sveriges Riksbank (<http://www.riksbank.com>)
47. Swiss National Bank (<http://www.snb.ch>)