



INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

Podkladový materiál k vědeckopopularizačnímu semináři

Evropský institucionální rámec a základy globální regulace

Termín konání: 25. listopadu 2011, 8:30 – 16:30 hod.

Místo konání: Moravské zemské muzeum
Zelný trh 8, 659 37 Brno
přednáškový sál v prvním patře budovy

Pořadatel: NEWTON College, a. s.

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

Faktory ovlivňující formulaci ekonomických pravidel a hospodářských politik států	3
<i>PhDr. Jiří Malý, Ph.D.</i>	
1. Vliv hodnocení konkurenceschopnosti zemí na tvorbu ekonomických pravidel a hospodářských politik států	6
2. Dopady ratingových hodnocení zemí na podobu hospodářských politik států	14
3. Protikrizová opatření vlád a centrálních bank pod vlivem mezinárodních institucí	20
Evropské a globální regulace finančního sektoru jako reakce na finanční krizi	25
<i>Ing. Karel Mráček, CSc.</i>	
1. Globální finanční krize a její důsledky	25
1.1 Makroekonomické příčiny vzniku globální finanční krize	26
1.2 Rozšíření sekuritizace úvěrů	27
1.3 Selhání při hodnocení a řízení rizika	30
1.4 Negativní role ratingových agentur	31
1.5 Selhání regulace a dohledu před vypuknutím a v průběhu finanční krize	32
1.6 Projevy finanční krize v České republice	35
2. Cesta k přísnější regulaci a dohledu	37
2.1 Argumenty pro a proti posílení regulace a dohledu	37
2.2 Opatření na podporu finanční stability v Evropské unii	41
2.3 Basel III jako globální zpřísnění regulace bankovního sektoru	46

Faktory ovlivňující formulaci ekonomických pravidel a hospodářských politik států

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

Evropská i světová ekonomika se již několik let potýkají se značnými problémy. Spouštěčem krizových jevů v evropské a světové ekonomice byla hypoteční krize ve Spojených státech amerických, která propukla v roce 2007 a která se následně přelila do dalších sektorů ekonomiky i do dalších zemí. Důsledkem byla v letech 2008-2009 globální finanční a ekonomická krize, nejhrošší za posledních 80 let. V roce 2010 se svět z následků této krize začal postupně vymaňovat, světová ekonomika i její hlavní aktéři obnovili svůj růst, ovšem jen za cenu předchozí rozsáhlé stimulace ekonomického růstu prostřednictvím extrémně uvolněné měnové i fiskální politiky a řady nestandardních kroků vlád i centrálních bank.

Viditelným výsledkem krize a následných stimulačních opatření byl výrazný nárůst deficitů veřejných rozpočtů a veřejných dluhů v řadě členských zemí Evropské unie, v USA i v Japonsku. V důsledku toho se v některých zemích Evropské unie rozhořela dluhová krize, která ohrožuje fungování eurozóny a samotnou existenci jednotné evropské měny euro, došlo k opakovanému snížení ratingu některých členských zemí EU a o nejvyšší rating poprvé v historii přišly i Spojené státy americké, i když prozatím jen v hodnocení jedné ratingové agentury. Dluhová krize, která se postupně rozvinula v některých zemích eurozóny (nejprve v roce 2010 v Řecku a Irsku, posléze v roce 2011 v Portugalsku) a která v současnosti ohrožuje i další státy měnové unie (Itálii, Španělsko a jejich významnou věřitelskou zemi Francii), má prozatím gradující tendenci a hrozí rovněž přerůst ve finanční a ekonomickou krizi globálních rozměrů.

Pod tlakem výše zmiňovaných krizových jevů v evropské a světové ekonomice pak mezinárodní instituce, Evropská unie i národní státy hledají a přijímají opatření k řešení příčin a důsledků uvedených krizí. Projevy těchto krizí přitom byly a jsou tak významné, že navrhovaná i přijímaná opatření jsou značně ambiciózní a poměrně výrazně mění institucionální rámec, tj. pravidla a regulace pro fungování národních ekonomik i ekonomiky evropské a světové. Skutečné dopady a výsledky těchto opatření a jimi navozených změn institucionálního rámce jsou však prozatím smíšené a ne vždy vedou k vytyčeným cílům.

Projevy výše uvedených krizí a snahy o jejich řešení však nemění pouze podobu národních ekonomik, potažmo ekonomiky evropské a světové, ale mají též významné dopady sociální a politické. Pod tlakem dluhové krize již padly vlády Irska, Portugalska, Španělska, Řecka a Itálie. Organizované, opakované a masové protesty proti přijímaným protikrizovým opatřením a jejich důsledkům lze zaznamenat v řadě zemí světa, od Řecka a Španělska až po USA. Žijeme tudíž v ekonomicky, sociálně i politicky turbulentní době. Dlouhodobě existující jistoty a pořádky v ekonomické, sociální i politické oblasti berou za své. Ve světě je touto postupně erodující jistotou ekonomická dominance Spojených států amerických, v Evropě se do problémů dostal integrační proces postupně rozšiřovaný a prohlubovaný až do podoby Evropské unie a eurozóny. Naopak narůstá ekonomická síla nových hráčů v globální ekonomice a patrná je i jejich ambice stát se novými mocenskými či velmocenskými centry. Jedná se především o velké rychle se rozvíjející ekonomiky Čínu, Indii, Brazílii a Rusko, ale i

další země, například některé státy vyvážející ropu. Dosavadní nejsilnější ekonomiky se však zřejmě budou snažit udržet své dominantní postavení a mohou činit kroky, kterými se pokusí nástup nových silných ekonomik a jejich mocenské či velmocenské ambice utlumit.

Tento vývoj na ekonomické a politické mapě světa, v postavení a vzájemných vztazích tradičních i nově se vytvářejících hlavních center světové ekonomiky však není bleskem z čistého nebe. Procesy, které v něj nakonec vyústily, bylo možné pozorovat již v posledních dvaceti až třiceti letech. Globální finanční a ekonomická krize z let 2008-2009, jejíž důsledky v různých podobách pociťujeme dodnes, a současná dluhová krize v eurozóně pak působí jako katalyzátory tohoto vývoje.

Globální finanční a ekonomická krize z let 2008-2009 byla překonána, jak již bylo zmíněno výše, pouze za cenu masivní měnové a fiskální stimulace postižených ekonomik, za cenu podpory či záchrany postižených soukromých ekonomických subjektů – bank a dalších finančních institucí i nefinančních podniků – ze strany státu, za cenu převodu jejich soukromých dluhů na dluh veřejný, za cenu extrémního nárůstu schodků veřejných rozpočtů a veřejných dluhů v řadě zemí. Globální finanční a ekonomická krize i následující období přinesly nové problémy, ale také odhalily nebo zvýraznily ty nedostatky, které existovaly již před krizí. Současná dluhová krize v eurozóně je toho důkazem – je jak pokračováním předcházející krize globální, tak důsledkem problémů nahromaděných již před touto globální krizí.

Vývoj v době globální finanční a ekonomické krize i za současné dluhové krize v eurozóně ukazuje na křehkost a meze ekonomického růstu udržovaného za cenu zvyšující se vnější i vnitřní ekonomické nerovnováhy, za cenu vysokých deficitů běžných účtů platebních bilancí nebo rostoucích rozpočtových schodků a veřejných dluhů. Ukazuje také na nerovnováhu v postavení různých aktérů v globalizované ekonomice, na slabost postavení národních států a na sílu globálně působících finančních institucí a nefinančních firem, mezinárodních ekonomických institucí a ratingových agentur. Ukazuje, že ani velké integrační seskupení jako Evropská unie, které se svou ekonomickou velikostí vyrovná Spojeným státům americkým, není vždy schopno účinně čelit tlakům a zájmům silných hráčů v globální ekonomice. Ukazuje na možnosti a meze efektivního fungování velkých integrovaných celků typu EU, pokud jsou zmítány vnitřními rozpory, pokud jim chybí účinné vedení, pokud nemají formulována některá důležitá pravidla, pokud jsou některá pravidla nastavena spíše na příznivé podmínky než na období krizí nebo pokud jsou obtížně vymahatelná.

V tomto prostředí globalizované ekonomiky, integrované Evropské unie a v nich probíhajících změn se pak pohybují národní státy, národní ekonomiky, jako je Česká republika. V tomto prostředí vlády a zákonodárci národních států a jejich centrální banky (pokud mají svou národní měnu) formulují hospodářskou politiku a provádějí její opatření. Nakolik však takto formulovaná a prováděná hospodářská politika odráží národní zájmy těchto zemí, a nakolik odráží zájmy silných zájmových skupin, například finančních institucí a nadnárodních firem, nebo dokonce zájmy jiných, silnějších zemí? Pod jakými vlivy a tlaky se hospodářská politika národních států utváří, ať už v posledních krizových letech, nebo v období předcházejícím? A do jaké míry takto formulovaná hospodářská politika pomáhá řešit ekonomické problémy zemí, nebo tyto problémy pouze odsouvá do budoucna, či je dokonce prohlubuje?

Tyto otázky jsou v souvislosti s ekonomickými krizemi posledních několika let stále častěji diskutovány. Obsáhle analyzována je problematika postavení národního státu a změn jeho rolí v globalizované ekonomice. Je rozebírána úloha státu v globalizované ekonomice v období před propuknutím globální finanční a ekonomické krize, v průběhu této krize i za současné dluhové krize v eurozóně, vliv různých faktorů na postavení státu, na jeho rozhodování a na tvorbu pravidel a regulací pro fungování ekonomiky. Je analyzována síla, respektive slabost postavení státu ve vztahu k různým tržním subjektům, zejména vůči transnacionálním korporacím a finančním institucím, a důsledky z toho plynoucí, jsou identifikovány a objasňovány faktory ovlivňující hodnocení konkurenceschopnosti a ratingu národních ekonomik a důsledky těchto hodnocení pro tvorbu hospodářských politik.

Síla, respektive slabost postavení národního státu jako aktéra ekonomického rozhodování pak ovlivňuje agendu, kterou vláda státu prosazuje, podobu opatření hospodářské politiky, která vláda státu přijímá a realizuje, i množinu zájmů, jimž vláda státu svou politikou dává průchod. Prosazují vlády národních států vždy národní zájmy, tedy zájmy státu jako celku? Anebo prosazují zájmy některých silných zájmových skupin, s tím, že je často vydávají (ať již dobrovolně, nebo pod tlakem) za zájmy národní?

V následujícím textu se zaměříme na porovnání síly, respektive slabosti postavení státu jako aktéra ekonomického rozhodování v období před, v průběhu a po globální finanční a ekonomické krizi i v průběhu současné dluhové krize v eurozóně. Budeme zkoumat podněty, na jejich základě vlády národních států provádějí svou hospodářskou politiku a vytvářejí a mění pravidla fungování ekonomiky. Protože tyto jevy lze zkoumat z mnoha různých hledisek, pro naše účely se zaměříme na tři okruhy problémů, které s postavením státu a jeho možnostmi při ekonomickém rozhodování a tvorbě pravidel fungování ekonomiky souvisejí.

Za prvé budeme analyzovat, nakolik je rozhodování národního státu o hospodářské politice a ekonomických pravidlech a regulacích ovlivňováno metodikou a výsledky multikriteriálních hodnocení konkurenceschopnosti států, nakolik široké nebo úzké mantinely pro provádění hospodářské politiky tato hodnocení konkurenceschopnosti národním státům určují, jestli přispívají k vytváření obecně příznivého ekonomického prostředí v rámci národního státu, anebo jestli mohou vést k vytváření ekonomického prostředí příznivého pouze pro některé zájmové skupiny nebo vybrané typy tržních subjektů, které nakonec může být příčinou krizových jevů v ekonomice.

Za druhé budeme rozebírat, nakolik je rozhodování národního státu o nastavení hospodářské politiky a pravidel fungování ekonomiky ovlivňováno hodnocením ratingu států ze strany ratingových agentur, nakolik hodnocení ratingu států přispívá k řešení ekonomických problémů a nerovnováh v rámci národního státu, nebo jestli může naopak řešení ekonomických problémů a nerovnováh komplikovat.

Za třetí se naše pozornost soustředí na podobu opatření vlád a centrálních bank ke zmírnění důsledků globální finanční a ekonomické krize i současné dluhové krize v eurozóně. Budeme zkoumat, jak se tyto kroky a opatření vlád a centrálních bank mění v čase, jestli jsou nebo nejsou vychýleny ve prospěch určitých zájmových skupin nebo některých typů ekonomických subjektů, a nakolik účinné mohou být při řešení příčin a důsledků výše uvedených krizí.

Z těchto analýz nám vyplyne poznání o faktorech majících vliv na formulaci a realizaci hospodářských politik států a na jejich schopnost řešit příčiny a důsledky ekonomických krizí

v posledních několika letech. Uvidíme, jestli státy a jejich vlády při ekonomickém rozhodování prosazují zájmy národní, tedy zájmy státu jako celku, nebo zájmy určitých silných zájmových skupin, které se jako zájmy národní pouze tváří, a jestli mají schopnost vyřešit ekonomické a sociální problémy, které se nahromadily jak v průběhu globální finanční a ekonomické krize a dluhové krize v eurozóně, tak v období před těmito krizemi.

1. Vliv hodnocení konkurenceschopnosti zemí na tvorbu ekonomických pravidel a hospodářských politik států

Nejprve se zaměříme na otázky související s prováděním hodnocení konkurenceschopnosti národních států. Hodnocení konkurenceschopnosti národních ekonomik je v posledních dvou desetiletích věnována značná pozornost jak ze strany vlád národních států, tak ze strany ekonomických institucí a mezinárodních organizací. Ekonomickými institucemi a mezinárodními organizacemi jsou tato hodnocení konkurenceschopnosti také prováděna.

Hodnocení konkurenceschopnosti jsou založena na vyhodnocování řady kritérií a jejich výsledkem je pak sestavování různých pořadí či žebříčků konkurenceschopnosti států, a to jak dílčích, tak souhrnných. Jednotlivé země zařazené do těchto hodnocení a do výsledných žebříčků pak usilují o dosažení co nejvyšší konkurenceschopnosti, o co nejlepší umístění v žebříčcích konkurenceschopnosti.

Konkurenceschopnost je přitom sledována nejen na úrovni národních států, ale také na úrovni světových regionů nebo integračních seskupení typu EU. Proto také Evropská unie v roce 2000 přijala první desetiletou strategii zvyšování konkurenceschopnosti svých členských zemí i EU jako celku nazvanou Lisabonská strategie. V roce 2010 pak přijala novou desetiletou strategii s názvem Evropa 2020.

Pojem konkurenceschopnost národní ekonomiky, respektive národního státu je však relativně nový. Začal se používat od konce 70. let minulého století, v mnohem větším a rostoucím rozsahu se pak používá od 90. let minulého století, kdy začala být různými mezinárodními ekonomickými organizacemi a institucemi pravidelně prováděna různá hodnocení konkurenceschopnosti států na multikriteriálním základě.

Ještě na počátku 80. let minulého století se pojem konkurenceschopnost používal téměř výlučně na podnikové úrovni. Definice konkurenceschopnosti podniku je celkem jednoznačná. Podnik je považován za konkurenceschopný tehdy, jestliže je schopen dosahovat růstu celého spektra svých výsledků a udržovat, respektive zvyšovat svůj podíl na trhu. Současně musí být podnik schopen udržet svou finanční stabilitu a plnit závazky vůči svému okolí, ať už vůči akcionářům (vyplácet podíly na zisku), zaměstnancům (platit mzdy), dodavatelům (platit za dodané vstupy), bankám (splácet úvěry), státu (odvádět daně) apod. Celkem jasné jsou rovněž zdroje, na nichž může podnik svou konkurenceschopnost zakládat. Zdroji konkurenceschopnosti podniku mohou být ceny, tedy nižší náklady, a tudíž i nižší ceny daného podniku oproti konkurenci (cenová konkurence), dále kvalita, tedy vyšší kvalita produkce daného podniku oproti konkurenci (konkurence kvalitou), ale také postavení na trhu, tedy schopnost daného podniku ovlivňovat podmínky, za nichž svou produkci uplatňuje na trhu (tržní síla, monopolní postavení). V posledních více než deseti letech se přitom konkurenceschopnost podniku stále více spojuje s jeho inovačními aktivitami. Za předpokladu, že pro všechny tržní subjekty platí stejné podmínky, respektive stejná pravidla

na trhu, jsou celkem jednoznačné také důsledky ztráty konkurenceschopnosti podniku, tedy situace, kdy o zboží nebo služby podniku přestane být na trhu zájem nebo kdy podnik není schopen dostát svým závazkům vůči svému okolí. V takovém případě musí podnik trh opustit.

Od 80. let minulého století docházelo k postupnému přesunu sledování konkurenceschopnosti na nadpodnikovou úroveň. Konkurenceschopnost se stala žádoucím cílem nejen podniků, ale i celých odvětví, národních ekonomik, národních států, světových regionů a integračních seskupení. Sledování a hodnocení konkurenceschopnosti národních států, světových regionů a integračních seskupení se pak dále výrazně rozvíjelo od 90. let minulého století.

Proces přesunu sledování konkurenceschopnosti z úrovně podniku na úroveň státu implicitně obsahoval předpoklad, že mezi konkurenceschopností podniku a konkurenceschopností státu neexistují nějaké zásadnější rozdíly. Přesun sledování konkurenceschopnosti z úrovně podniků na úroveň národních ekonomik, národních států, světových regionů či integračních seskupení proto obvykle nebyl a není příliš zpochybňován. Na rozdíl od poměrně jednoznačné definice konkurenceschopnosti podniku však pro konkurenceschopnost státu můžeme najít méně určité, mnohoznačné definice.

Například ředitel projektu IMD World Competitiveness Yearbook Stéphane Garelli v roce 2001 v IMD World Competitiveness Yearbook přesun sledování konkurenceschopnosti z podnikové na státní úroveň vysvětloval takto: „*Někteří vědci tvrdí, že soutěžit nemají státy, nýbrž podniky. Není pochybnosti o tom, že konkurenceschopné podniky jsou hlavním motorem konkurenceschopnosti země. Ale za posledních dvacet let vzrostla ekonomická odpovědnost vlád – ať již k lepšímu, či horšímu – do té míry, že je prostě nemožné ignorovat vliv, který mají státy na moderní ekonomiky. Státy mění prostředí, v nichž podniky působí, a ovlivňují tak jejich konkurenceschopnost. Významná část konkurenceschopnosti určitých zemí dnes plyne z agresivních incentivních politik, uskutečňovaných s cílem přilákání zahraničních investorů...*“

Položení konkurenceschopnosti podniku a konkurenceschopnosti státu na stejnou úroveň, nevnímání rozdílu mezi konkurenceschopností podniku a konkurenceschopností státu je patrné například z výroku prezidenta USA Billa Clintona z 90. let minulého století, podle něhož „*se každá země podobá velké korporaci soutěžící na globálním trhu*“. Tento výrok se stal velmi populárním, byl často citován a podpořil vytváření rozsáhlých multikriteriálních hodnocení konkurenceschopnosti národních států.

Na druhé straně nositel Nobelovy ceny za ekonomii Paul Krugman vydal v roce 1996 v Harvard Business Review stať s výmluvným názvem *A Country Is Not a Company (Země není podnik)*, v níž rozebírá rozdíly mezi řízením podniku a prováděním hospodářské politiky na úrovni ekonomiky jako celku. Tento názor, který odmítá připodobňovat ekonomiky jednotlivých států k velkým korporacím, se však nestal součástí hlavního proudu hodnocení konkurenceschopnosti.

Poměrně často se lze setkat s tautologickými definicemi konkurenceschopnosti národního státu či národní ekonomiky – konkurenceschopný je ten stát, který má schopnost konkurovat jiným státům, konkurenceschopná je ta ekonomika, která je schopna obstát v konkurenci jiných ekonomik, vyrovnat se s konkurenčními tlaky jiných zemí.

Například Laura D'Andrea Tyson, předsedkyně Rady ekonomických poradců prezidenta USA Billa Clintona, ve své publikaci *Who's Bashing Whom* z roku 1992 konkurenceschopnost Spojených států amerických definovala následovně: „*Konkurenceschopnost je naše schopnost produkovat zboží a služby, které jsou schopny úspěšně projít testem mezinárodní konkurence, přičemž se naši občané budou moci těšit z rostoucí a dlouhodobě udržitelné životní úrovně.*“

Přestože se růst konkurenceschopnosti národních států a integračních seskupení objevuje na předních místech mezi cíli sledovanými národními vládami a nadnárodními seskupeními, přestože se konkurenceschopnost stala předmětem ekonomického výzkumu, hospodářské politiky i soutěže mezi státy v současném globalizovaném světě, na otázku, co je podstatou konkurenceschopnosti státu, jaké jsou její zdroje a důsledky, neexistuje jednoznačná odpověď. Z různých výkladů a definic konkurenceschopnosti státu plyne, že za konkurenceschopnost národního státu či národní ekonomiky můžeme považovat

- schopnost jednotlivých národních ekonomik prosadit se na globálním trhu v konkurenci s ostatními národními státy,
- schopnost národních států přitáhnout zahraniční investice,
- schopnost národních států vytvořit podmínky pro příchod zahraničních, respektive nadnárodních firem do domácí ekonomiky,
- schopnost národních států vytvořit podmínky pro udržení, respektive zabránění odchodu firem na domácím trhu již působících,
- ochotu a schopnost národních států uplatňovat hospodářské politiky příznivé pro fungování firem a zvyšování technologické náročnosti jejich produkce.

Taková neurčitost či mnohoznačnost definice konkurenceschopnosti státu však vyvolává řadu otázek ohledně skutečného pozadí sledování konkurenceschopnosti státu. Je vysoká konkurenceschopnost státu projevem jeho silného postavení ve světové ekonomice? Anebo je konkurenceschopnost státu projevem jeho slabosti, jeho ochoty vyhovět některým silným zájmovým skupinám?

K nalezení odpovědí na tyto otázky nám může pomoci pohled na vývoj sledování a hodnocení konkurenceschopnosti států v čase a rozbor metodiky multikriteriálních hodnocení konkurenceschopnosti národních ekonomik.

Ve Spojených státech amerických začala v 80. letech minulého století vznikat řada analytických studií upozorňujících na nebezpečí ztráty konkurenceschopnosti ekonomiky USA ve vztahu k Japonsku. Poukazovaly na nižší produktivitu výrobních faktorů v USA a na riziko vzniku technologické mezery v americké ekonomice vůči Japonsku. Tyto studie zároveň požadovaly přijetí opatření, která by obnovila a posílila konkurenceschopnost americké ekonomiky.

V 90. letech minulého století tlak na zvyšování konkurenceschopnosti ekonomiky USA dále zesiloval, jak dokládají již výše zmiňované výroky prezidenta USA Billa Clintona a předsedkyně jeho Rady ekonomických poradců Laury D'Andrey Tyson. Honba za co nejvyšší konkurenceschopností americké ekonomiky pokračovala i v novém tisíciletí a úspěch této strategie se zdál být potvrzen opakovaným umístěním USA na první pozici v různých žebříčcích konkurenceschopnosti. Avšak navzdory tomu, že Spojené státy americké byly mnohokrát vyhodnoceny jako nejkonkurenceschopnější ekonomika světa (viz údaje v tabulce 1), staly se nakonec zemí, v níž v roce 2007 odstartovala globální finanční a ekonomická krize.

Rovněž v Evropské unii se stal růst konkurenceschopnosti prvořadým cílem, a to jak na úrovni jednotlivých členských zemí, tak na úrovni EU jako celku. V roce 1985 země tehdejších Evropských společenství založily program EUREKA, který byl reakcí na technologickou mezeru a hrozbu ztráty konkurenceschopnosti západní Evropy vůči USA a Japonsku. Na kodaňském summitu Evropské unie v roce 1993 byla jako příčina vysoké nezaměstnanosti v zemích Evropské unie označena nedostatečná konkurenceschopnost ve vztahu k USA a Japonsku a jako řešení problému bylo navrženo zvýšení investic do infrastruktury a špičkových technologií.

V roce 2000 pak Evropská unie schválila desetiletou Lisabonskou strategii zvyšování své konkurenceschopnosti, v níž si vytyčila cíl stát se do roku 2010 nejkonkurenceschopnějším regionem světa. EU měla usilovat o rychlý ekonomický růst založený na znalostech, výzkumu, vývoji a inovacích, který by byl zároveň ohleduplný k životnímu prostředí a napomáhal k dosahování sociální soudržnosti. Lisabonská strategie byla závazná pro všechny členské země EU. V roce 2005 Evropská unie zrevidovala obsah Lisabonské strategie, protože podle názoru jejích představitelů konkurenceschopnost Evropské unie a jejích členských států nerostla dostatečně rychle a nebylo možné dosáhnout cílů vytyčených v původní Lisabonské strategii. Ani revize Lisabonské strategie a větší důraz na ekonomický růst mezi jejími prioritami však nakonec nevedly k naplnění cílů Lisabonské strategie, i když částečně svou úlohu sehrála také globální finanční a ekonomická krize z let 2008-2009.

V červnu 2010 Evropská unie přijala novou desetiletou strategii s názvem Evropa 2020, jejímiž prioritami jsou inteligentní, udržitelný a začlenění podporující ekonomický růst. Ekonomický růst by podle ní měl být opět založen na znalostech, výzkumu, vývoji a inovacích, měl by podporovat hospodářskou, sociální a územní soudržnost, neměl by být náročný na zdroje a energie a neměl by ohrožovat klima. Tato nová strategie si však již nevytkla za cíl učinit z Evropské unie nejkonkurenceschopnější ekonomiku světa, jako to požadovala předchozí Lisabonská strategie. Také strategie Evropa 2020 je závazná pro všechny členské země EU.

Posilováním konkurenceschopnosti a konvergence ekonomik zemí eurozóny a dalších států Evropské unie se zabývá rovněž nový Pakt euro plus, schválený v březnu 2011, který byl přijat jako jeden z nástrojů prevence a řešení turbulencí a nerovnováh uvnitř evropské měnové unie. Zvyšování konkurenceschopnosti podle Paktu euro plus není cílem samo o sobě, ale je prostředkem k dosažení cílů dalších, zejména větší ekonomické konvergence členských zemí eurozóny a hladšího fungování měnové unie. Pakt euro plus je závazný pro členy eurozóny, dalších šest členských států EU mimo eurozónu se pak rozhodlo do něj také zapojit. Naopak Česká republika spolu s Maďarskem, Švédskem a Velkou Británií se k Paktu euro plus nepřipojily.

Stojí za pozornost, že navzdory přijímaným strategiím zvyšování konkurenceschopnosti EU došlo v průběhu posledního desetiletí spíše k prohloubení rozdílů v konkurenceschopnosti mezi členy Evropské unie, zejména mezi některými periferními zeměmi EU na straně jedné a zbytkem Unie na straně druhé. Tyto rozdíly v konkurenceschopnosti, respektive slabší konkurenceschopnost některých periferních zemí EU, se pak odrážejí v současných odlišnostech ekonomického vývoje mezi různými státy eurozóny a přispěly též ke vzniku dluhové krize v eurozóně.

Koneckonců i dokument Hodnocení Lisabonské strategie, který zveřejnila Evropská komise dne 2. února 2010, přiznává, že eurozóna se ukázala být příspěvkem pro udržení makroekonomické stability v období globální krize, avšak především v těch členských zemích, které i před krizí měly stabilnější a zdravější ekonomiky. Země, které se před propuknutím globální krize potýkaly s většími ekonomickými nerovnováhami, vnesly do eurozóny v době krize nežádoucí turbulence a problémy. Evropská komise přiznává, že Lisabonská strategie podcenila význam vzájemné závislosti ekonomik členských zemí v úzce integrované eurozóně a že krize tuto vzájemnou závislost zviditelnila. Rozdíly v rozsahu a tempu provádění opatření Lisabonské strategie mezi různými zeměmi měly podíl na vzniku pnutí uvnitř eurozóny a negativních vedlejších účinků u některých zemí.

Evropská komise ve svém hodnocení rovněž připouští, že Lisabonská strategie se více orientovala na to, jak Evropskou unii připravit na globalizaci, místo toho, aby sama načrtla podobu globalizace. Evropská unie pak byla (a nadále je) v roli toho, kdo se přizpůsobuje vnějšímu, globálnímu prostředí, nikoli toho, kdo podobu globálního prostředí vytváří.

Také v současné době se vedou diskuse o tom, jestli soutěžení států o co nejvyšší konkurenceschopnost v rámci Evropské unie má spíše pozitivní výsledky v podobě celkového zvyšování konkurenceschopnosti EU, anebo jestli spíše vede ke zvětšování rozdílů mezi státy uvnitř EU, a tedy k oslabování vazeb mezi členy integračního seskupení. Rovněž se vedou diskuse o různých cestách ke zvyšování konkurenceschopnosti členských zemí EU a o jejich důsledcích pro postavení zemí EU v evropské a světové ekonomice a pro posilování konvergenčních, nebo naopak divergenčních tendencí mezi nimi.

Rostoucí intenzita sledování vývoje konkurenceschopnosti na úrovni národních ekonomik, národních států, světových regionů a integračních seskupení měla za následek vznik a rozvoj metod hodnocení konkurenceschopnosti, a to zejména na úrovni národních ekonomik, respektive národních států. V těchto hodnoceních se uplatňuje benchmarking, který se původně používal v podnikové sféře při porovnávání firmy s jejími konkurenty. Hodnocení konkurenceschopnosti na úrovni národních ekonomik jsou prováděna na multikriteriálním základě a postupně při jejich vývoji docházelo ke zvyšování počtu hodnocených zemí i vyhodnocovaných kritérií či faktorů konkurenceschopnosti. Hodnocení jsou jak dílčí za určité oblasti, tak souhrnná, která jsou konstruována na základě dílčích kritérií.

Mezi nejznámější souhrnná hodnocení konkurenceschopnosti zemí patří Global Competitiveness Index konstruovaný a každoročně vydávaný World Economic Forum (WEF) a World Competitiveness Scoreboard zavedený a každoročně vydávaný International Institute for Management Development (IMD). Podrobná hodnocení konkurenceschopnosti států prováděná World Economic Forum jsou každoročně publikována v Global Competitiveness Report, detailní hodnocení realizovaná IMD jsou každý rok zveřejňována v IMD World Competitiveness Yearbook. Pro ilustraci rozsahu hodnocení konkurenceschopnosti může sloužit fakt, že v roce 2010 IMD hodnotil 58 zemí na základě 327 kritérií, World Economic Forum pak posuzovalo 139 zemí na základě 112 kritérií. Při prvním hodnocení konkurenceschopnosti v roce 1979 přitom World Economic Forum posuzovalo jen 16 zemí, a to pouze evropských.

Konkurenceschopnost národních ekonomik či národních států i světových regionů v současné době hodnotí také další instituce, například Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj, Světová banka nebo Mezinárodní měnový fond, a rovněž Evropská unie.

Tabulka 1 uvádí dvacet nejvíce konkurenceschopných zemí světa (ze zhruba 130 sledovaných států) podle hodnocení Global Competitiveness Report. Jsou v ní zaznamenána pořadí zemí v souhrnném žebříčku konkurenceschopnosti Global Competitiveness Index v období od roku 2004 až do současnosti. Jak jsme již zmínili výše, za pozornost stojí, že na předních místech souhrnného žebříčku konkurenceschopnosti, mnohdy dokonce na místě prvním, se umísťovaly Spojené státy americké, v nichž přitom v roce 2007 vypukla hypoteční krize, která posléze přerostla do podoby globální finanční a ekonomické krize v letech 2008-2009. Taková skutečnost vyvolává otázky, na jakém základě jsou tyto žebříčky konkurenceschopnosti konstruovány a jaké informace vlastně poskytují.

Tabulka č. 1 – Dvacet nejvíce konkurenceschopných zemí světa podle Global Competitiveness Index (od roku 2004)

	Celkové pořadí konkurenceschopnosti zemí (Global Competitiveness Index) v uvedeném období							
	2004-2005	2005-2006	2006-2007	2007-2008	2008-2009	2009-2010	2010-2011	2011-2012
1.	USA	USA	Švýcarsko	USA	USA	Švýcarsko	Švýcarsko	Švýcarsko
2.	<i>Finsko</i>	<i>Finsko</i>	<i>Finsko</i>	Švýcarsko	Švýcarsko	USA	Švédsko	Singapur
3.	Dánsko	Dánsko	Švédsko	Dánsko	Dánsko	Singapur	Singapur	Švédsko
4.	Švýcarsko	Švýcarsko	Dánsko	Švédsko	Švédsko	Švédsko	USA	<i>Finsko</i>
5.	Švédsko	Singapur	Singapur	<i>Německo</i>	Singapur	Dánsko	<i>Německo</i>	USA
6.	<i>Německo</i>	<i>Německo</i>	USA	<i>Finsko</i>	<i>Finsko</i>	<i>Finsko</i>	Japonsko	<i>Německo</i>
7.	Singapur	Švédsko	Japonsko	Singapur	<i>Německo</i>	<i>Německo</i>	<i>Finsko</i>	<i>Nizozemsko</i>
8.	Hongkong (Čína)	Taiwan	<i>Německo</i>	Japonsko	<i>Nizozemsko</i>	Japonsko	<i>Nizozemsko</i>	Dánsko
9.	Spojené království	Spojené království	<i>Nizozemsko</i>	Spojené království	Japonsko	Kanada	Dánsko	Japonsko
10.	Japonsko	Japonsko	Spojené království	<i>Nizozemsko</i>	Kanada	<i>Nizozemsko</i>	Kanada	Spojené království
11.	Taiwan	<i>Nizozemsko</i>	Hongkong (Čína)	Korejská republika	Hongkong (Čína)	Hongkong (Čína)	Hongkong (Čína)	Hongkong (Čína)
12.	<i>Nizozemsko</i>	<i>Francie</i>	Norsko	Hongkong (Čína)	Spojené království	Taiwan	Spojené království	Kanada
13.	Island	Kanada	Taiwan	Kanada	Korejská republika	Spojené království	Taiwan	Taiwan
14.	Norsko	Hongkong (Čína)	Island	Taiwan	<i>Rakousko</i>	Norsko	Norsko	Katar
15.	Kanada	<i>Rakousko</i>	Izrael	<i>Rakousko</i>	Norsko	Austrálie	<i>Francie</i>	<i>Belgie</i>
16.	Austrálie	Island	Kanada	Norsko	<i>Francie</i>	<i>Francie</i>	Austrálie	Norsko
17.	<i>Francie</i>	Norsko	<i>Rakousko</i>	Izrael	Taiwan	<i>Rakousko</i>	Katar	Saúdská Arábie
18.	<i>Rakousko</i>	Austrálie	<i>Francie</i>	<i>Francie</i>	Austrálie	<i>Belgie</i>	<i>Rakousko</i>	<i>Francie</i>
19.	<i>Belgie</i>	Korejská republika	Austrálie	Austrálie	<i>Belgie</i>	Korejská republika	<i>Belgie</i>	<i>Rakousko</i>
20.	Nový Zéland	<i>Belgie</i>	<i>Belgie</i>	<i>Belgie</i>	Island	Nový Zéland	<i>Lucembursko</i>	Austrálie

Poznámka: Tučnou kurzívou jsou vyznačeny členské země eurozóny.

Pramen: The Global Competitiveness Report 2004-2005; The Global Competitiveness Report 2005-2006; The Global Competitiveness Report 2006-2007; The Global Competitiveness Report 2007-2008; The Global Competitiveness Report 2008-2009; The Global Competitiveness Report 2009-2010; The Global Competitiveness Report 2010-2011; The Global Competitiveness Report 2011-2012

Z tohoto hlediska je zajímavá rovněž skutečnost, že ve dvacítce nejkonkurenceschopnějších ekonomik světa se opakovaně objevoval Island, země, která byla jako první ohrožena státním bankrotem v době globální finanční a ekonomické krize. V závěru dvacítky nejkonkurenceschopnějších zemí světa se Island objevil dokonce i v roce

2008, kdy musel požádat o mezinárodní finanční pomoc, která měla riziko státního bankrotu odvrátit.

Avšak ani mnohé jiné země, které vykazovaly nebo vykazují ekonomické problémy, například se svým veřejným dluhem, si v hodnocení konkurenceschopnosti nevedly špatně. Tabulka 2 zaznamenává umístění zemí ohrožených v období 2008-2011 státním bankrotem nebo rostoucími náklady na obsluhu veřejného dluhu v souhrnném žebříčku konkurenceschopnosti Global Competitiveness Index podle hodnocení Global Competitiveness Report. Opět je sledováno období od roku 2004 až do současnosti. Ze zemí, které v období globální finanční a ekonomické krize nebo současné dluhové krize v eurozóně čelily riziku státního bankrotu a musely kvůli tomu požádat o mezinárodní finanční pomoc, se na předních příčkách žebříčku konkurenceschopnosti kromě výše zmiňovaného Islandu umísťovaly také Irsko, a to na 21. až 29. místě (ze zhruba 130 sledovaných zemí). Ze států, kterým rychle rostou náklady na obsluhu jejich veřejného dluhu, a které by tedy v bližší či vzdálenější budoucnosti mohly riziku státního bankrotu čelit také, se na předních příčkách žebříčku konkurenceschopnosti umísťovalo Španělsko (po většinu sledovaného období na 28. až 36. místě) a také Belgie a Francie (obě země ve dvacítku nejkonkurenceschopnějších zemí po celé sledované období). Umístění Itálie již bylo horší, avšak v nejnovějším hodnocení konkurenceschopnosti na období 2011-2012 obsadila tato země 43. příčku, tedy o 13 míst lepší pozici než v počátečním hodnocení na období 2004-2005, i když právě v roce 2011 se její problémy s financováním veřejného dluhu výrazně prohloubily.

Tabulka č. 2 – Umístění zemí ohrožených v období 2008-2011 státním bankrotem nebo rostoucími náklady na obsluhu veřejného dluhu v celkovém pořadí konkurenceschopnosti zemí podle Global Competitiveness Index (od roku 2004)

Typ problému	Země	Global Competitiveness Index, pořadí země v uvedeném období							
		2004-2005	2005-2006	2006-2007	2007-2008	2008-2009	2009-2010	2010-2011	2011-2012
Hrozba státního bankrotu, čerpání mezinárodní pomoci	Island	13.	16.	14.	23.	20.	26.	31.	30.
	Maďarsko	46.	35.	41.	47.	62.	58.	52.	48.
	Lotyšsko	44.	39.	36.	45.	54.	68.	70.	64.
	Rumunsko	57.	67.	68.	74.	68.	64.	67.	77.
	Řecko	51.	47.	47.	65.	67.	71.	83.	90.
	Irsko	27.	21.	21.	22.	22.	25.	29.	29.
	Portugalsko	40.	31.	34.	40.	43.	43.	46.	45.
Rostoucí náklady na obsluhu veřejného dluhu	Itálie	56.	38.	42.	46.	49.	48.	48.	43.
	Španělsko	34.	28.	28.	29.	29.	33.	42.	36.
	Belgie	19.	20.	20.	20.	19.	18.	19.	15.
	Francie	17.	12.	18.	18.	16.	16.	15.	18.

Pramen: The Global Competitiveness Report 2004-2005; The Global Competitiveness Report 2005-2006; The Global Competitiveness Report 2006-2007; The Global Competitiveness Report 2007-2008; The Global Competitiveness Report 2008-2009; The Global Competitiveness Report 2009-2010; The Global Competitiveness Report 2010-2011; The Global Competitiveness Report 2011-2012

Jak je možné, že mnohé země, které čelily nebo čelí významným ekonomickým problémům nebo rizikům, dosahovaly nebo dosahují příznivého umístění v žebříčcích konkurenceschopnosti? Na základě jakých informací jsou tato hodnocení konkurenceschopnosti států vytvářena? A o čem vlastně tato hodnocení vypovídají, jak ovlivňují státy při tvorbě ekonomických pravidel a hospodářské politiky?

Jak již bylo uvedeno výše, multikriteriální hodnocení konkurenceschopnosti národních ekonomik se provádějí na základě širokého spektra dílčích kritérií konkurenceschopnosti. Každá ekonomika je vyhodnocována prostřednictvím každého dílčího kritéria, z čehož vyplývá její umístění (pořadí) v dílčím žebříčku konkurenceschopnosti podle tohoto kritéria. Veškerá dílčí hodnocení zemí podle všech použitých dílčích kritérií konkurenceschopnosti jsou pak agregována a na základě této agregace jsou sestavovány souhrnné žebříčky konkurenceschopnosti států.

Dílčí kritéria konkurenceschopnosti jsou přitom dvojího typu. Za prvé se jedná o tvrdá kritéria, což jsou statistická data za každou sledovanou zemi. Za druhé jde o měkká kritéria, což jsou hodnocení sledovaných zemí prostřednictvím výpovědí respondentů. Zásadní otázka zní: Kdo jsou tito respondenti? Jsou to ekonomičtí odborníci z univerzit a výzkumných institucí, ale také investoři, manažeři a další představitelé podnikatelského sektoru. Například v Global Competitiveness Report 2010-2011 na každou hodnocenou zemi připadalo průměrně 98 respondentů.

Důležité sdělení je, že většinu dílčích kritérií v hodnocení konkurenceschopnosti tvoří kritéria měkká. Například v Global Competitiveness Report 2010-2011 bylo pro hodnocení konkurenceschopnosti států použito 112 dílčích kritérií, z toho bylo pouze 33 tvrdých (29,5 %), avšak 79 měkkých (70,5 %).

Informace obsažené v dílčích i souhrnných žebříčcích konkurenceschopnosti států slouží vládám národních států jako vodítko při realizaci jejich hospodářských politik, investorům, manažerům a dalším představitelům podnikatelského sektoru jako podklad při alokaci jejich investic a mezinárodním institucím a integračním seskupením jako východisko pro hospodářskopolitická doporučení národním státům. Všimněme si, že vlády národních států, investoři, manažeři a další představitelé podnikatelského sektoru, mezinárodní instituce a integrační seskupení tedy mají stejná vodítka k rozhodování. Zároveň platí, že mezi respondenty multikriteriálních hodnocení konkurenceschopnosti, kteří svými názory na jednotlivé ekonomiky utvářejí hodnoty měkkých kritérií, nejsou zastoupeny vlády, nýbrž investoři, manažeři a další představitelé firem. Poměrně snadno zodpověditelnou otázkou pak je, kdo je především příjemcem výsledků multikriteriálních hodnocení konkurenceschopnosti a kdo je spoluvůrcem těchto hodnocení. Spoluvůrci hodnocení konkurenceschopnosti států jsou zástupci investorů, manažerů a vůbec podnikatelského sektoru, takže mohou jejich prostřednictvím prosazovat své zájmy. Naopak vlády do procesu vytváření multikriteriálních hodnocení konkurenceschopnosti států vstupují pouze nepřímým, jaká hospodářskopolitická opatření přijímají, avšak neúčastní se přímo hodnocení národních ekonomik, takže jsou převážně příjemci výsledků multikriteriálních hodnocení konkurenceschopnosti.

Vlády národních států si přitom nemohou dovolit multikriteriální hodnocení konkurenceschopnosti ignorovat, protože výsledky těchto hodnocení a umístění zemí v dílčích i souhrnných žebříčcích konkurenceschopnosti jsou rozsáhle publikovány a rozebírány, a tím získávají na značném významu – jsou vizitkou pověsti jednotlivých zemí, jejich kredibility, vstřícnosti k podnikatelskému sektoru či k zahraničním investorům. To vede k soutěži mezi národními státy o co nejlepší umístění v žebříčcích konkurenceschopnosti, tedy o co nejvyšší konkurenceschopnost, a to i v rámci integračních seskupení, jako je Evropská unie.

Celá tato konstrukce vytváření, metodiky a prezentace multikriteriálních hodnocení konkurenceschopnosti států pak vede k tomu, že vlády národních států jsou v závěsu zájmů respondentů-hodnotitelů, jejichž názory vstupují do výsledků multikriteriálních hodnocení konkurenceschopnosti, tedy v závěsu zájmů investorů, manažerů, představitelů podnikatelského sektoru, především transnacionálních korporací. Vlády národních států se v důsledku toho nacházejí ve slabém, podřízeném postavení a provádějí hospodářskou politiku orientovanou především na uspokojení zájmů vybraných skupin tržních subjektů.

To dokládá i podoba jednotlivých dílčích kritérií konkurenceschopnosti, která jsou sledována. Tato kritéria jsou důležitá z hlediska fungování firem, zejména těch nadnárodních, avšak z hlediska fungování ekonomiky jako celku jsou mnohá tato kritéria navzájem rozporná, nekompatibilní. Například z konstrukce dílčích kritérií plyne, že vysoce konkurenceschopná je ta země, která má vzdělanou pracovní sílu, avšak zároveň pracovní sílu levnou, která vykazuje nízké mzdy, flexibilní trh práce a nízkou míru sociální ochrany, avšak zároveň i sociální smír, která má nízké daně a vysoké vládní výdaje na infrastrukturu, vzdělávání, výzkum a vývoj, avšak zároveň příznivé saldo veřejných rozpočtů.

Pro vlády národních států představuje řešení těchto vzájemně protichůdných požadavků často kvadraturu kruhu a jejich ochota podílet se na plnění takových úloh jen podtrhuje slabost postavení národních států ve vztahu k investorům, především zahraničním, ve vztahu k podnikatelskému sektoru, zejména transnacionálním korporacím, ve vztahu k finančním institucím. Hospodářská politika realizovaná na tomto základě je pak mnohdy vnitřně rozporná, nekonzistentní a může vést k různým nerovnováhám a krizovým jevům v ekonomice.

Protože vytváření, metodika a prezentace multikriteriálních hodnocení konkurenceschopnosti států zůstaly stejné v období před globální finanční a ekonomickou krizí, v průběhu této globální krize i za současné dluhové krize v eurozóně, nezměnil se ani vliv těchto hodnocení na utváření institucionální rámce a hospodářské politiky národních států. Postavení národního státu tedy zůstává stále stejně slabé, ať již bereme v úvahu období globální finanční a ekonomické krize, současné dluhové krize v eurozóně nebo dobu před těmito krizemi. Je ale otázkou, nakolik může pod těmito vlivy formulovaná a prováděná hospodářská politika skutečně účinně vyřešit příčiny a důsledky krizí v evropské a světové ekonomice.

2. Dopady ratingových hodnocení zemí na podobu hospodářských politik států

Dále se soustředíme na otázky a problémy související s ratingovým hodnocením států. Budeme analyzovat, do jaké míry ratingová hodnocení států vypovídají o skutečném stavu ekonomik hodnocených zemí, do jaké míry ratingová hodnocení ovlivňují formulaci a provádění hospodářských politik států a jestli tato ratingová hodnocení podporují, nebo spíše komplikují řešení ekonomických problémů a nerovnováh v rámci národního státu.

Rating země je mezinárodní hodnocení bonity státu pro posouzení jeho důvěryhodnosti. Ratingové hodnocení ukazuje na míru rizikovosti podnikání pro zahraniční firmy v hodnocené zemi a na pravděpodobnost, že hodnocená země dostojí svým finančním závazkům. Rating tedy hodnotí kvalitu a důvěryhodnost státu jako dlužníka a ekonomickou

schopnost státu dodržet své finanční závazky a splatit včas a v celém rozsahu jistinu dlužné částky i úroky.

Rating států stanovují především tři velké ratingové agentury Standard & Poor's, Moody's a Fitch Ratings, které jsou označovány jako velká trojka. Všechny tři agentury pocházejí z USA, působí však celosvětově a jejich ratingová hodnocení jsou mezinárodně uznávána. Ratingové agentury přitom nestanovují pouze rating států, ale také – a to především – rating soukromých firem a institucí a jejich dluhových instrumentů.

Stanovení ratingu státu se opírá o analýzu dvou základních faktorů – politického rizika, které odráží ochotu státu splatit vládní dluh, a ekonomického rizika, které odráží schopnost státu splatit vládní dluh. Na základě těchto analýz pak ratingová agentura udělí státu odpovídající rating.

Nejvyšší rating je označován jako AAA (agentury Standard & Poor's a Fitch Ratings) nebo Aaa (agentura Moody's) a znamená extrémně silnou schopnost státu dostát svým finančním závazkům. Další velmi kvalitní ratingy mají označení AA+, AA, AA- (agentury Standard & Poor's a Fitch Ratings) nebo Aa1, Aa2, Aa3 (agentura Moody's) a vypovídají o velmi silné schopnosti státu dostát svým finančním závazkům. Ratingy střední kvality jsou pak A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB- (agentury Standard & Poor's a Fitch Ratings), respektive A1, A2, A3, Baa1, Baa2, Baa3 (agentura Moody's) a ukazují na země se silnou či dostatečnou schopností dostát svým finančním závazkům, přičemž za zhoršených ekonomických podmínek se může tato jejich schopnost oslabit. Všechny výše uvedené ratingy patří mezi tzv. investiční stupně.

Ostatní, horší ratingy náleží mezi tzv. spekulativní stupně. Ty ukazují na státy s vyšším rizikem neschopnosti dostát svým finančním závazkům v závislosti na ekonomických podmínkách. Náleží k nim spekulativní ratingy (BB+, BB, BB- podle agentur Standard & Poor's a Fitch Ratings, Ba1, Ba2, Ba3 podle agentury Moody's), vysoce spekulativní ratingy (B+, B, B- podle agentur Standard & Poor's a Fitch Ratings, B1, B2, B3 podle agentury Moody's) a značně rizikové a extrémně spekulativní ratingy, kde již hrozí i riziko státního bankrotu (CCC+, CCC, CCC-, CC podle agentur Standard & Poor's a Fitch Ratings, Caa1, Caa2, Caa3, Ca podle agentury Moody's).

Příjemci ratingových hodnocení jsou především emitenti cenných papírů, obchodníci s cennými papíry, investoři, banky a další finanční instituce, ale i státní instituce. Příjemcům ratingových hodnocení poskytují ratingové agentury množství přehledných a snadno použitelných informací o investičních možnostech a o úvěrovém riziku firem, institucí či států. Příjemci ratingových hodnocení tak sami nemusejí vyhledávat a analyzovat tyto informace a spoléhají se na informace od ratingových agentur. Pokud si vlastní hodnocení a analýzy provádějí, pak je s výsledky hodnocení ratingových agentur porovnávají.

Ratingová hodnocení a jejich změny mají významný vliv na pohyby kurzů na měnových, finančních a kapitálových trzích. Například zhoršení ratingu státu může být příčinou znehodnocení kurzu jeho měny nebo zvýšení výnosů jeho vládních dluhopisů. Zhoršení ratingu velkých, významných států může způsobit celosvětově značnou volatilitu na trzích, výprodeje rizikových aktiv, například akcií apod.

Tabulka č. 3 – Ratingové hodnocení států podle ratingových agentur Moody's, Standard & Poor's a Fitch Ratings (stav k 17. 11. 2011)

Moody's		Standard & Poor's		Fitch Ratings
Investiční stupně				
Aaa	Dánsko, Finsko, Francie, Lucembursko, Německo, Nizozemsko, Rakousko, Spojené království, Švédsko, Norsko, Švýcarsko, USA, Kanada, Austrálie, Nový Zéland, Singapur	AAA	Dánsko, Finsko, Francie, Lucembursko, Německo, Nizozemsko, Rakousko, Spojené království, Švédsko, Norsko, Švýcarsko, Kanada, Austrálie, Hongkong (Čína), Singapur	Dánsko, Finsko, Francie, Lucembursko, Německo, Nizozemsko, Rakousko, Spojené království, Švédsko, Norsko, Švýcarsko, USA, Kanada, Austrálie, Singapur
Aa1	Belgie, Hongkong (Čína)	AA+	Belgie, USA	Belgie, Hongkong (Čína)
Aa2	Kuvajt	AA	Nový Zéland, Kuvajt	Slovinsko, Nový Zéland, Japonsko, Kuvajt
Aa3	Slovinsko, Čína, Japonsko, Taiwan, Saúdská Arábie, Chile	AA-	Česká republika , Estonsko, Slovinsko, Španělsko, Čína, Japonsko, Taiwan, Saúdská Arábie	Španělsko, Čína, Saúdská Arábie
A1	Česká republika , Estonsko, Malta, Slovensko, Španělsko, Korejská republika, Izrael	A+	Slovensko, Izrael, Chile	Česká republika , Estonsko, Itálie, Malta, Slovensko, Korejská republika, Taiwan, Chile
A2	Itálie, Polsko	A	Itálie, Malta, Korejská republika	Izrael
A3	Malajsie, Jižní Afrika	A-	Polsko, Malajsie	Polsko, Malajsie
Baa1	Litva, Rusko, Mexiko	BBB+	Irsko, Kypr, Jižní Afrika	Irsko, Jižní Afrika
Baa2	Bulharsko, Kazachstán, Brazílie	BBB	Bulharsko, Litva, Rusko, Kazachstán, Mexiko, Brazílie	Kypr, Litva, Rumunsko, Rusko, Mexiko, Brazílie
Baa3	Kypr, Lotyšsko, Maďarsko, Rumunsko, Chorvatsko, Island, Indie	BBB-	Maďarsko, Portugalsko, Chorvatsko, Island, Turecko, Indie	Bulharsko, Lotyšsko, Maďarsko, Portugalsko, Chorvatsko, Indie, Kazachstán
Spekulativní stupně				
Ba1	Irsko, Indonésie	BB+	Lotyšsko, Rumunsko, Indonésie	Island, Makedonie, Turecko, Indonésie
Ba2	Portugalsko, Turecko	BB	Černá Hora, Makedonie, Srbsko	Egypt
Ba3	Egypt	BB-	Mongolsko, Vietnam, Egypt	Srbsko
B1	Mongolsko, Vietnam	B+	Ukrajina	Mongolsko, Vietnam
B2	Bosna a Hercegovina, Ukrajina	B	Bělorusko, Argentina	Ukrajina
B3	Moldavsko, Pákistán, Argentina	B-	Pákistán	
Caa1	Kuba	CCC+		
Caa2		CCC		Řecko
Caa3		CCC-		
Ca	Řecko	CC	Řecko	

Pramen: Moody's (<http://www.moody.com>); Standard & Poor's (<http://www.standardandpoors.com>); Fitch Ratings (<http://www.fitchratings.com>)

Důvěryhodnost ratingů by měla být zajištěna nezávislostí, průhledností a důvěryhodností ratingových agentur. O tuto aureolu však ratingové agentury přišly v průběhu globální finanční a ekonomické krize v letech 2008-2009, a důvěra v jejich ratingová hodnocení tak byla nalomena. V období před globální krizí totiž ratingové agentury ohodnocovaly mnohé rizikové finanční produkty a finanční instituce lepšími ratingy, než jaké by si na základě skutečně zevrubného a nezávislého hodnocení zasluhovaly. Navíc soukromý subjekt, který si u ratingové agentury zadá stanovení svého ratingu nebo ratingu svých cenných papírů, za poskytnutou službu ratingové agentuře platí.

Například kolateralizované dluhové obligace (CDO), jejichž podkladovými aktivy byly různě rizikové cenné papíry a které se staly jedním ze spouštěčů globální finanční a ekonomické krize, byly ratingovými agenturami ohodnocovány nejvyšším možným ratingem AAA. Dále kupříkladu americká banka Lehman Brothers dostala od ratingové agentury Standard & Poor's dne 12. září 2008 nejlepší ratingové hodnocení AAA. Tři dny nato, 15. září 2008, banka Lehman Brothers zkrachovala, čímž byla odstartována nejhorší fáze globální finanční a ekonomické krize.

Vraťme se však k ratingovému hodnocení států. Tabulka 3 ukazuje ratingové hodnocení států agenturami Standard & Poor's, Moody's a Fitch Ratings ke dni 17. listopadu 2011. Je z ní patrné, že nejhorší rating (Ca, CC, respektive CCC) má v současné době Řecko, země nejvíce ohrožená státním bankrotem a čerpající nejrozsáhlejší mezinárodní finanční pomoc. Za pozornost však stojí, že ještě na počátku prosince 2009, tedy před necelými dvěma lety, mělo Řecko od agentur Standard & Poor's a Fitch Ratings přidělen rating A-, od agentury Moody's dokonce ještě vyšší rating A2. Za uvedené období necelých dvou let se tedy v několika postupných krocích propadlo ratingové hodnocení Řecka o 11 až 14 stupňů v závislosti na ratingové agentuře. Co se však tak zásadního změnilo v řecké ekonomice?

Podívejme se na údaje v tabulkách 4 a 5. Ty zaznamenávají vývoj salda veřejných rozpočtů a veřejného dluhu ve vybraných zemích od roku 1995 až do současnosti, včetně předpovědí na roky 2011 a 2012. Konkrétně v případě Řecka můžeme pozorovat, že jeho problémy s veřejnými financemi jsou dlouhodobá záležitost, trvající po celé sledované období od roku 1995. Řecko nikdy po svém vstupu do eurozóny v roce 2001 neplnilo maastrichtské kritérium deficitu veřejných financí, jeho veřejné rozpočty většinou vykazovaly schodky vyšší než 5 % HDP. Podobné je to s vývojem veřejného dluhu. Řecký veřejný dluh byl po celé sledované období od roku 1995 vyšší než 90 % HDP, po řadu let dokonce přesahoval 100 % HDP. Přes tento dlouhodobě negativní vývoj veřejných financí ratingové agentury udělovaly Řecku příznivý rating A2, respektive A-. Teprve další zvýšení řeckého deficitu veřejných rozpočtů a veřejného dluhu v průběhu globální finanční a ekonomické krize v letech 2008-2009 i v následujícím období přimělo ratingové agentury k opakovanému a razantnímu snížení ratingového hodnocení Řecka. V důsledku snížení ratingu však začaly prudce narůstat výnosy řeckých vládních dluhopisů až na úroveň, kdy byly úrokové platby z řeckého veřejného dluhu tak vysoké, že jeho financování se stalo neudržitelným. Řecko si tak muselo přestat půjčovat na finančních trzích a začalo čerpat mezinárodní finanční pomoc ve formě úročeného úvěru od členských zemí eurozóny a Mezinárodního měnového fondu. I tato přijatá mezinárodní finanční pomoc se tedy stala součástí veřejného dluhu Řecka, který kvůli tomu prudce vystoupá až na téměř 200 % HDP v roce 2012.

Tabulka č. 4 – Vývoj salda veřejných rozpočtů Řecka, Irska, Portugalska, Itálie, Španělska, Islandu a USA v letech 1995-2012 (v % HDP)

Rok	Řecko	Irsko	Portugalsko	Itálie	Španělsko	Island	USA
1995	:	-2,0	-5,0	-7,4	-7,2	:	:
1996	:	-0,1	-4,5	-7,0	-5,5	:	:
1997	:	1,1	-3,4	-2,7	-4,0	:	:
1998	:	2,4	-3,5	-2,7	-3,0	:	:
1999	:	2,7	-2,7	-1,9	-1,2	:	:
2000	-3,7	4,7	-2,9	-0,8	-0,9	:	:
2001	-4,5	0,9	-4,3	-3,1	-0,5	:	-0,3
2002	-4,8	-0,4	-2,9	-3,1	-0,2	:	-3,9
2003	-5,6	0,4	-3,0	-3,6	-0,3	:	-4,9
2004	-7,5	1,4	-3,4	-3,5	-0,1	:	-4,4
2005	-5,2	1,7	-5,9	-4,4	1,3	4,9	-3,2
2006	-5,7	2,9	-4,1	-3,4	2,4	6,3	-2,0
2007	-6,5	0,1	-3,1	-1,6	1,9	5,4	-2,7
2008	-9,8	-7,3	-3,6	-2,7	-4,5	-13,5	-6,5
2009	-15,8	-14,2	-10,1	-5,4	-11,2	-10,0	-12,8
2010	-10,6	-31,3	-9,8	-4,6	-9,3	-10,1	-10,3
2011 ^{*)}	-8,9	-10,3	-5,8	-4,0	-6,6	-5,7	-9,6
2012 ^{*)}	-7,0	-8,6	-4,5	-2,3	-5,9	-4,4	-7,9

^{*)} předpověď

Pramen: International Monetary Fund (USA); Eurostat (evropské země – 1995-2010); European Economic Forecast, Autumn 2011 (evropské země – 2011-2012)

Tabulka č. 5 – Vývoj veřejného dluhu Řecka, Irska, Portugalska, Itálie, Španělska, Islandu a USA v letech 1995-2012 (v % HDP)

Rok	Řecko	Irsko	Portugalsko	Itálie	Španělsko	Island	USA
1995	97,0	81,2	59,2	120,9	63,3	:	71,1
1996	99,4	72,7	58,3	120,2	67,4	:	70,3
1997	96,6	63,7	54,4	117,4	66,1	:	67,8
1998	94,5	53,0	50,4	114,2	64,1	:	64,6
1999	94,0	48,0	49,6	113,0	62,4	:	60,8
2000	103,4	37,5	48,5	108,5	59,4	:	54,8
2001	103,7	35,2	51,2	108,2	55,6	:	54,7
2002	101,7	31,9	53,8	105,1	52,6	:	57,1
2003	97,4	30,7	55,9	103,9	48,8	:	60,4
2004	98,6	29,4	57,6	103,4	46,3	:	61,5
2005	100,0	27,2	62,8	105,4	43,1	26,0	61,7
2006	106,1	24,7	63,9	106,1	39,6	27,9	61,1
2007	107,4	24,9	68,3	103,1	36,2	28,5	62,3
2008	113,0	44,3	71,6	105,8	40,1	70,3	71,6
2009	129,3	65,2	83,0	115,5	53,8	87,9	85,2
2010	144,9	94,9	93,3	118,4	61,0	92,9	94,4
2011 ^{*)}	162,8	108,1	101,6	120,5	69,6	92,4	100,0
2012 ^{*)}	198,3	117,5	111,0	120,5	73,8	90,2	105,0

^{*)} předpověď

Pramen: International Monetary Fund (USA); Eurostat (evropské země – 1995-2010); European Economic Forecast, Autumn 2011 (evropské země – 2011-2012)

Pomohly ratingové agentury řešit ekonomické problémy Řecka? Spíše naopak. Svým přehlížením dlouholetého negativního stavu řeckých veřejných financí a udělením příznivého ratingového hodnocení Řecku spíše podporovaly dlouhodobé nezodpovědné rozpočtové chování řeckých vlád. Výrazné a opakované snižování ratingu Řecka v době, kdy se jeho rozpočtové problémy dále prohloubily, pak výrazně zkomplikovalo řešení jeho obtížné rozpočtové situace. Protože se kvůli snížení ratingu prudce zvýšily úrokové platby z řeckého veřejného dluhu, musela být přijatá úsporná opatření k postupné konsolidaci řeckých veřejných financí mnohem razantnější, a tedy i hůře sociálně a politicky průchodná, než kdyby výnosy řeckých vládních dluhopisů zůstaly na původní úrovni.

Podobně můžeme posuzovat činnost ratingových agentur i ve vztahu k Itálii, v níž se problém s financováním veřejného dluhu začal výrazně zhoršovat od léta 2011. Pohled na údaje v tabulkách 4 a 5 nám odhaluje, že problém veřejných financí Itálie je vážný, avšak setrvalý. Itálie po svém vstupu do eurozóny v roce 1999 většinou neplnila maastrichtské kritérium deficitu veřejných financí, její rozpočtové schodky se většinou pohybovaly mezi 3 a 5 % HDP. Rovněž veřejný dluh Itálie byl setrvale vysoký, po celé sledované období od roku 1995 byl vyšší než 100 % HDP. To nebránilo tomu, že ještě v létě 2011 měla Itálie od ratingové agentury Standard & Poor's přidělen rating A+, od agentury Moody's dokonce o dva stupně vyšší rating Aa2. V září 2011 však agentura Standard & Poor's snížila rating Itálie o jeden stupeň na úroveň A, v říjnu 2011 pak agentura Moody's srazila rating Itálie dokonce o tři stupně na úroveň A2. To přispělo k dalšímu nárůstu výnosů italských vládních dluhopisů, které v listopadu 2011 začaly dosahovat úrovně, která není dlouhodobě udržitelná a znemožnila by financování italského veřejného dluhu prostřednictvím finančních trhů.

Podobně, jako tomu bylo u Řecka, tedy i v případě Itálie ratingové agentury přehlížely dlouhodobý negativní stav jejich veřejných financí a navzdory setrvale vysokému veřejnému dluhu udělovaly Itálii příznivé ratingové hodnocení. Snížení ratingu Itálie v době, kdy se zhoršoval problém s financováním jejího veřejného dluhu, tento problém dále prohloubilo a ztížilo jeho řešení, protože nárůst úrokových plateb z italského veřejného dluhu si vyžaduje razantnější, a tedy i sociálně a politicky hůře průchodná úsporná opatření ke konsolidaci italských veřejných financí, než kdyby výnosy italských vládních dluhopisů zůstaly na původní úrovni.

V této souvislosti a pro porovnání je zajímavé podívat se na ratingové hodnocení Spojených států amerických. USA měly od všech tří ratingových agentur, Standard & Poor's, Moody's a Fitch Ratings, až do července 2011 nejvyšší rating AAA, respektive Aaa. Počátkem srpna 2011 pak agentura Standard & Poor's snížila rating USA o jeden stupeň na úroveň AA+. Ostatní dvě agentury ponechaly rating USA na nejvyšší úrovni. Od roku 2008, kdy vypukla globální finanční a ekonomická krize, až do současnosti se přitom stav veřejných financí USA setrvale zhoršuje. Rozpočtový schodek Spojených států v letech 2009 a 2010 překračoval 10 % HDP a na vysokých úrovních zůstane i v letech 2011 a 2012. Rychle se zvyšuje veřejný dluh USA. V roce 2010 překračoval 90 % HDP a v roce 2012 již bude vyšší než 100 % HDP. Veřejný dluh Spojených států je tak svou úrovní srovnatelný s veřejným dluhem těch nejzadluženějších států eurozóny. Uvidíme, jak na tuto situaci budou ratingové agentury reagovat a jaké budou důsledky jejich případných kroků, protože již snížení ratingu USA o jeden stupeň jednou ratingovou agenturou počátkem srpna 2011 spustilo výrazné celosvětové turbulence na finančních a kapitálových trzích.

Můžeme shrnout, že navzdory tomu, že rating hodnotí kvalitu a důvěryhodnost státu jako dlužníka a ekonomickou schopnost státu dodržet své finanční závazky, je mnohdy přístup ratingových agentur k dlouhodobě vysokému veřejnému zadlužení zemí benevolentní a i vysoce zadlužené země mohou získat příznivé ratingové hodnocení. Snížení ratingu státu často přichází v době, kdy se jeho již tak špatný stav veřejných financí dále zhoršuje. Pokles ratingového hodnocení pak způsobí spíše eskalaci problému a zvýší náročnost a náklady jeho řešení. Nelze tedy říci, že by dosud ratingové agentury svými hodnoceními ratingu států přispívaly k řešení jejich ekonomických problémů a nerovnováh. Postupy ratingových agentur spíše řešení ekonomických problémů a nerovnováh států komplikovaly.

3. Protikrizová opatření vlád a centrálních bank pod vlivem mezinárodních institucí

Dále se naše pozornost soustředí na opatření vlád a centrálních bank ke zmírnění důsledků globální finanční a ekonomické krize a současné dluhové krize v eurozóně. Také jejich rozbor by nám měl pomoci odhalit, nakolik silné nebo slabé je postavení národního státu při přijímání ekonomických rozhodnutí v současné globalizované ekonomice, pod jakými vlivy stát provádí svou hospodářskou politiku a nakolik účinná může tato hospodářská politika být při řešení příčin a důsledků výše uvedených krizí.

Globální finanční a ekonomická krize z let 2008-2009 ukázala, že přes veškerou neoliberální rétoriku jsou vlády ochotny podpořit soukromé ekonomické subjekty (banky a další finanční instituce i nefinanční podniky), jsou ochotny prostřednictvím veřejných rozpočtů vynaložit stovky miliard až biliony dolarů a eur na záchranu krachujících bank a dalších finančních institucí, na odvrácení bankrotu velkých nefinančních firem, na podporu uvadající poptávky. Jsou dokonce ochotny přistoupit ke znárodňování krachujících společností ve finančním i nefinančním sektoru. Krize odhalila také rozpor mezi ambiciózním voláním po nové regulaci finančních trhů a dalších změnách institucionálního rámce ekonomik s cílem zmenšit riziko opakování podobně rozsáhlé krize v budoucnosti a nesnadnou praktickou realizací takových záměrů, kdy se aktivizuje protitlak nejrůznějších, zejména finančních zájmových skupin, kterým předkrizové uspořádání umožňovalo dosahovat vysokých zisků.

V období globální finanční a ekonomické krize se tedy stát projevoval jako zachránce finančního sektoru a velkých nefinančních firem. Není to příliš překvapující, pokud si vzpomeneme na jednu z výše uvedených definic konkurenceschopnosti státu, a sice že konkurenceschopnost národního státu je jeho ochota a schopnost uplatňovat hospodářské politiky příznivé pro fungování firem.

K záchranným a stimulačním protikrizovým akcím stát využíval prostředků monetární i fiskální politiky. V rámci realizace měnové politiky centrální banky výrazně snižovaly své základní úrokové sazby a některé dokonce přistoupily k tzv. kvantitativnímu uvolňování, tj. k přímému nákupu dluhopisů a dalších dluhových instrumentů, a tím k uvolňování dalšího zvýšeného množství peněz do oběhu.

Provádění rozpočtové politiky vlád bylo spojeno na jedné straně se snižováním daňového zatížení, na druhé straně pak s rozsáhlými vládními výdaji na sanaci finančního sektoru, záchranu některých velkých nefinančních firem a stimulaci poptávky. Důsledek

takového pojetí fiskální politiky byl nepříliš překvapující – prudký nárůst deficitů veřejných rozpočtů a razantní zvýšení veřejných dluhů.

Provádění stimulačních protikrizových opatření podporovaly i mezinárodní ekonomické instituce. Například Mezinárodní měnový fond ve svém dokumentu pro skupinu nejvýznamnějších ekonomik světa G20 ze dne 6. listopadu 2009 varoval před příliš rychlým ukončováním protikrizových opatření:¹ „*Tempo oživení je nerovnoměrné, zejména v rozvinutých zemích... Produkci zpomaluje mizení dočasných rozpočtových opatření, jako je například program šrotovného v USA a podobné programy jinde... Jedním z klíčových ponaučení ze zkušeností s podobnými krizemi je, že příliš brzké stažení stimulačních opatření může být velmi nákladné, zejména pokud finanční systém zůstává zranitelný a náchylný k nepříznivým šokům.*“

Rovněž britský ministr financí Alistair Darling ve svém prohlášení ze dne 6. listopadu 2009 podpořil pokračování opatření na podporu ekonomik v období krize:² „*Domnívám se, že jsme schopni dosáhnout dohody o tom, že především zajistíme, abychom neodstranili podporu příliš brzy, protože oživení není v žádném případě dosaženo všude.*“

A tak vlády, podpořené názory mezinárodních institucí, stimulovaly a zachraňovaly a rozpočtové schodky a veřejné dluhy výrazně rostly. I v roce 2010, kdy globální finanční a ekonomická krize již odeznívala a většina postižených států se navracela na dráhu ekonomického růstu, byly negativní fiskální důsledky krize patrné. Z údajů Eurostatu a Mezinárodního měnového fondu plyne, že mezi země s nejhorsími saldy veřejných rozpočtů v roce 2010 patřily Irsko (-31,3 % HDP), Řecko (-10,6 % HDP), USA (-10,3 % HDP), Velká Británie (-10,3 % HDP), Island (-10,1 % HDP), Portugalsko (-9,8 % HDP), Španělsko (-9,3 % HDP) a Japonsko (-9,2 % HDP).

Některé státy se však katastrofickému vývoji veřejných rozpočtů dokázaly navzdory globální finanční a ekonomické krizi vyhnout. Z údajů Eurostatu vyplývá, že k zemím s nejlepšími saldy veřejných rozpočtů v roce 2010 náležely Estonsko (0,2 % HDP), Švédsko (0,2 % HDP), Lucembursko (-1,1 % HDP), Finsko (-2,5 % HDP) a Dánsko (-2,6 % HDP). Za povšimnutí stojí, že jsou mezi nimi skandinávské státy, které mají v celosvětovém srovnání nejvyšší míru zdanění.

Rovněž je zřejmé, že mezi zeměmi s nejhorsími saldy veřejných rozpočtů jsou všechny tři členské státy eurozóny postižené dluhovou krizí a čerpající mezinárodní finanční pomoc – Řecko, Irsko a Portugalsko. Lze proto konstatovat, že fiskální stimulační a záchranná opatření v období globální finanční a ekonomické krize, která byla doporučována i mezinárodními institucemi, jako je Mezinárodní měnový fond, významně přispěla k rozvinutí současné dluhové krize v eurozóně.

Prudký nárůst rozpočtových schodků a veřejného dluhu v řadě zemí v důsledku stimulačních a záchranných opatření vedl k přehodnocení doporučení mezinárodních ekonomických institucí ohledně provádění fiskální politiky. Tato doporučení se již odvrátila od fiskálních stimulů a naopak zdůrazňují potřebu snižování deficitů veřejných rozpočtů a veřejného dluhu. Odsklon od fiskální stimulace a přechod ke konsolidaci veřejných financí je

¹ Inventura krize: Situace je moc křehká na to, aby vlády mohly přestat s podporou ekonomik. <http://ekonomika.ihned.cz>, 6. listopadu 2009.

² Inventura krize: Situace je moc křehká na to, aby vlády mohly přestat s podporou ekonomik. <http://ekonomika.ihned.cz>, 6. listopadu 2009.

patrný i v rámci Evropské unie. Závěry ze zasedání Evropské rady, které se uskutečnilo ve dnech 24. a 25. března 2011, hovoří v tomto smyslu jednoznačně:¹ „*Evropská rada potvrdila priority pro fiskální konsolidaci a strukturální reformy. Zdůraznila, že je třeba se přednostně zaměřit na návrat ke zdravým rozpočtům a fiskální udržitelnosti... Členské státy zejména předloží víceletý konsolidační plán, jenž bude obsahovat konkrétní cíle pro schodek, příjmy a výdaje, dále strategii, pomocí které má být těchto cílů dosaženo, a harmonogram jejího provádění. Fiskální politiky by v roce 2012 měly usilovat o obnovení důvěry tím, že zajistí návrat k udržitelnému vývoji zadlužení a rovněž snížení schodků pod 3 % HDP v časovém rámci dohodnutém Radou. K tomu je ve většině případů nezbytná roční strukturální korekce výrazně přesahující 0,5 % HDP. V členských státech, které se potýkají s velmi vysokým strukturálním schodkem nebo s velmi vysokým či prudce rostoucím veřejným dluhem, je třeba konsolidaci urychlit.*“

Některé státy s vysokými rozpočtovými schodky a rozsáhlými veřejnými dluhy, k jejichž vytvoření či nárůstu přispěla mimo jiné i předcházející doporučení mezinárodních ekonomických institucí, čelí dluhové krizi nebo jim dluhová krize hrozí. Jejich vlády se tak ocitly ve velmi slabé pozici a téměř bezvýhodné situaci, v níž se ekonomická ironie stává skutečností.

Ve slabé a složité pozici se vlády některých předlužených států ocitly jednak ve vztahu k finančnímu sektoru. Rozhodujícím držitelem vládních dluhopisů je totiž právě finanční sektor, v němž globální finanční a ekonomická krize odstartovala a ve jménu jehož podpory, oddlužení, sanace a zmírňování následků jeho chybných rozhodnutí byly a jsou vládní dluhy generovány.

Dále se vlády některých předlužených států ocitly ve slabém a složitém postavení ve vztahu k ratingovým agenturám. Některé země s nejhroššími saldy veřejných rozpočtů se ocitly na pokraji státního bankrotu a čerpají mezinárodní finanční pomoc. Ratingové agentury, které svým příznivým ratingovým hodnocením pochybných finančních produktů přispěly ke vzniku globální finanční a ekonomické krize, těmto zemím opakovaně snižovaly ratingy, což zvyšovalo úrokové platby těchto zemí z jejich veřejných dluhů, dále to zhoršovalo jejich rozpočtové výsledky a ještě více je to posouvalo ke státnímu bankrotu.

Nakonec se vlády některých předlužených zemí ocitly ve slabém a složitém postavení ve vztahu ke svým zachráncům, kteří půjčují své finanční prostředky k odvrácení státního bankrotu předlužených zemí. Země ohrožené státním bankrotem totiž musely přijmout pomoc od jiných států nebo od mezinárodních institucí za podmínek, jež jsou mnohdy ovlivněny zájmy finančního sektoru pomáhajících států, protože ten drží významný podíl vládních dluhopisů zemí ohrožených státním bankrotem.

Opatření vlád národních států k řešení příčin a důsledků globální finanční a ekonomické krize i dluhové krize v eurozóně tedy vznikala a vznikají na doporučení mezinárodních ekonomických institucí a reflektují potřeby a zájmy silných zájmových skupin, silných subjektů v ekonomice i ekonomicky silných států. Vlády nemají k dispozici příliš mnoho manévrovacího prostoru na to, jak se doporučeným a vyžadovaným protikrizovým opatřením vyhnout. Zájmy silných zájmových skupin, zejména finančního sektoru, byly a jsou navíc vydávány za zájmy národní, například v době globální finanční a ekonomické krize byly vznášeny hrozby zhroutení finančních trhů a následně i celých ekonomik, pokud by

¹ Závěry Evropské rady, 24. a 25. března 2011. Evropská rada, EUCO 10/11, Brusel, 25. března 2011.

nedošlo k podpoře či záchraně bank a dalších finančních institucí. Navíc je určitým výsměchem státům a jejich vládám, že po masivních státních intervencích, které odvrátily kolaps světového finančního systému, se banky a další finanční instituce snaží svou činnost vrátit do starých kolejí a investovat a obchodovat tak, jak byly zvyklé, že lobbují proti zavádění nových regulací finančního trhu, nebo alespoň za jejich změkčení.

Podpora vybraných silných zájmových skupin či tržních subjektů, především finančního sektoru, z veřejných rozpočtů v období globální krize, která vyústila ve výrazné zhoršení rozpočtového salda a rychlý nárůst veřejného dluhu řady zemí, stejně jako následná opatření k redukci deficitů veřejných rozpočtů a veřejných dluhů v těchto ekonomikách, která mají řešit nebo odvrátit dluhovou krizi, byla vládami národních států realizována na doporučení a s podporou mezinárodních ekonomických institucí. Názor mezinárodních institucí na vhodnou podobu hospodářské politiky se tedy v průběhu uvedených krizí zcela změnil. Jejich původní doporučení upřednostňující fiskální stimulaci ekonomik a státní podporu vybraných tržních subjektů byla vychýlena ve prospěch určitých zájmových skupin, zejména finančních, a přispěla k následnému rozvinutí dluhové krize v eurozóně. Pak je však otázkou, jestli pod těmito vlivy formulovaná a prováděná hospodářská politika může účinně vyřešit příčiny a důsledky jak předchozí globální finanční a ekonomické krize, tak současné dluhové krize v eurozóně.

Literatura a prameny

1. *Doing Business 2011. Making a difference for entrepreneurs.* World Bank, 2010
2. *Doing Business in 2004. Understanding Regulation.* World Bank, 2004
3. *European Competitiveness Report 2010.* European Commission, Brussels, 2010
4. *European Competitiveness Report 2004.* European Commission, Luxembourg, 2004
5. *European Economic Forecast – Autumn 2011.* European Economy 6/2011, European Commission, November 2011
6. Eurostat, Statistics by theme – Economy and finance, Government finance statistics (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu>)
7. Eurostat, Statistics by theme – Economy and finance, National accounts (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu>)
8. *Evropa 2020. Strategie pro inteligentní a udržitelný růst podporující začlenění.* Sdělení Komise, KOM(2010) 2020 v konečném znění, Brusel, 3. března 2010
9. Garelli, S.: *Competitiveness of Nations: The Fundamentals.* In: The IMD World Competitiveness Yearbook 2001. IMD, Lausanne, 2001
10. Garelli, S.: *Top Class Competitors (How nations, firms, and individuals succeed in the new world of competitiveness).* John Wiley & Sons, 2006
11. Gelauff, G. M. M., Lejour, A. M.: *The new Lisbon Strategy. An estimation of the economic impact of reaching five Lisbon Targets.* European Commission, Brussels, January 2006
12. *Hodnocení Lisabonské strategie.* Pracovní dokument útvarů Komise, SEK(2010) 114 v konečném znění, Brusel, 2. února 2010
13. International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, September 2011 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/02/weodata/index.aspx>)
14. *Inventura krize: Situace je moc křehká na to, aby vlády mohly přestat s podporou ekonomik.* <http://ekonomika.ihned.cz>, 6. listopadu 2009
15. Krugman, P.: *A Country Is Not a Company.* Harvard Business Review, January-February 1996

16. *Lisbon European Council 23 and 24 March 2000. Presidency Conclusions.* European Parliament, 2000, http://www.europarl.europa.eu/summits/lis1_en.htm
17. Porter, M. E.: *Measuring the Microeconomic Foundations of Economic Development.* In: *The Global Competitiveness Report.* World Economic Forum, Geneva, 1998
18. *Společně k růstu a zaměstnanosti. Nový začátek Lisabonské strategie.* Sdělení Komise jarnímu zasedání Evropské rady, KOM(2005) 24 v konečném znění, Brusel, 2. února 2005
19. *Střednědobá revize Lisabonské strategie. Usnesení Evropského parlamentu o střednědobé revizi Lisabonské strategie.* Úřední věstník Evropské unie, 2005/C 320 E/03, 15. prosince 2005
20. *The Global Competitiveness Report 2011-2012.* World Economic Forum, Geneva, 2011
21. *The Global Competitiveness Report 2010-2011.* World Economic Forum, Geneva, 2010
22. *The Global Competitiveness Report 2009-2010.* World Economic Forum, Geneva, 2009
23. *The Global Competitiveness Report 2008-2009.* World Economic Forum, Geneva, 2008
24. *The Global Competitiveness Report 2007-2008.* World Economic Forum, Geneva, 2007
25. *The Global Competitiveness Report 2006-2007.* World Economic Forum, Geneva, 2006
26. *The Global Competitiveness Report 2005-2006.* World Economic Forum, Geneva, 2005
27. *The Global Competitiveness Report 2004-2005.* World Economic Forum, Geneva, 2004
28. *The IMD World Competitiveness Yearbook 2010.* IMD, Lausanne, 2010
29. *The IMD World Competitiveness Yearbook 2004.* IMD, Lausanne, 2004
30. *Závěry Evropské rady, 25. a 26. března 2010.* Evropská rada, EUCO 7/10, Brusel, 26. března 2010
31. *Závěry Evropské rady, 17. června 2010.* Evropská rada, EUCO 13/10, Brusel, 17. června 2010
32. *Závěry Evropské rady, 24. a 25. března 2011.* Evropská rada, EUCO 10/11, Brusel, 25. března 2011
33. Fitch Ratings (<http://www.fitchratings.com>)
34. Moody's (<http://www.moody.com>)
35. Standard & Poor's (<http://www.standardandpoors.com>)

Evropské a globální regulace finančního sektoru jako reakce na finanční krizi

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

Pro příznivý vývoj ekonomiky v dlouhodobějším horizontu má značný význam stabilita bankovního a finančního systému, což dostatečně ukázala i poslední globální finanční a ekonomická krize. Mimo jiné tato krize opět pozvedla diskuse o odpovídajícím regulačním rámci finančního sektoru, respektive finančních trhů, o účinné míře a způsobu jejich regulace a dohledu nad nimi.

1. Globální finanční krize a její důsledky

Proběhnuvší globální 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 finanční krize byla tedy její dynamika a lokální vznik spojený s jejím rychlým celosvětovým šířením. Velmi rychle pak byla následována hospodářskou recesí. Při tomto vývoji však nebyly indikovány zřetelné zpětné dopady krize reálné ekonomiky na bankovní a finanční sektor, které by výrazně znovu ohrožovaly jeho stabilitu. Souvisí to zřejmě i s tím, že s šířením finanční a ekonomické krize byla postupně (a ex post) realizována ze strany vlád, centrálních bank i orgánů EU četná a často masivní opatření na podporu finančního sektoru i na stimulaci nabídky a poptávky v reálné ekonomice, která v jisté míře nabyla akcelerující charakter a utlumila některé negativní projevy krize a rizika.

Za další charakteristický rys proběhnuvší 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 regulačního prostředí, kdy v celosvětovém měřítku celkově slábl 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 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 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 finanční krize, které poskytují i četná poučení pro další vývoj na finančních trzích.

1.1 Makroekonomické příčiny vzniku globální finanční krize

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

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

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

1.2 Rozšíření sekuritizace 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 s pohledávkami, který jim umožňuje snižovat náklady na získávání kapitálu, zvyšuje jejich přístup k cizím finančním zdrojům, zvyšuje rentabilitu vlastního kapitálu (leverage effect), zvyšuje likviditu (na základě okamžitého cash flow) a současně redukuje i úvěrová a úroková rizika jejich transferem na jiný subjekt.

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 soudobé zostřující se konkurenci globálního finančního prostředí však banka nemusí mít zájem, aby poskytnutý úvěr měla 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. Začaly však fungovat především jako nástroj spekulace a během několika let svým objemem několikanásobně převýšily roční výkon americké ekonomiky [3]. 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 nekládl 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 požadavky na řízení rizik a regulatorní opatření.

1.3 Selhání při hodnocení a řízení rizika

Významnou roli v proběhnuvší 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 proběhnuvší finanční krize ukázala rostoucí nebezpečí, která pro ekonomiku představují systémová rizika s jejich propojenými a komplexními důsledky a mezisektorovým působením. Termín systémové riziko se tak začal čteně objevovat v diskusích o finanční krizi a navrhovaných opatřeních k jejímu předcházení.

Systémové riziko nelze směšovat 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.

Systémovému riziku je důležité aktivně předcházet, což vyžaduje jeho včasnou indikaci založenou na odpovídajících způsobech hodnocení rizika a větší transparentnosti systému. Proběhnuvší finanční krize přinesla v tomto směru řadu zkušeností. Ukázalo se, že značná spletnost 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.

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 evropského dohledu nad stabilitou finančního systému jako takového (tedy na makroúrovni). Touto institucí je Evropská rada pro systémové riziko (European Systemic Risk Board – ESRB).

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 výsledků a výkonů.

1.4 Negativní role ratingových agentur

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

Otázku potřeb a míry regulace ratingových agentur znovu nastolila globální finanční krize, kdy fungování a výsledky činnosti těchto agentur přispěly nezanedbatelnou měrou k jejímu vzniku. Poukazuje se na to, že úvěrové ratingové agentury (Credit Rating Agencies) dramaticky selhaly, když snížily vnímání kreditního rizika použitím AAA (popř. Aaa) investičního stupně („prime grade“, nejvyšší kreditní kvalita) pro senior tranše strukturovaných finančních produktů jako CDO, čili když byl jimi těmto tranším přisouzen stejný rating, který je dáván standardním státním nebo korporátním dluhopisům. Pokud jde o podhodnocení rizik finančních nástrojů zajištěných subprime hypotékami, lze říci, že to vyplynulo i z mezer v ratingových metodologiích. Pro americký subprime trh chyběla dostatečná historická data. Rovněž podcenění nesplacení závazků (tzv. default rizika), které může nastat ve fázi poklesu, a neschopnost vzít v úvahu některé slabiny standardního pojištění záruk u emitentů přispěly k chybným ratingům těchto strukturovaných produktů v letech 2004-2007. Dále musíme vzít v úvahu, že sekuritizované produkty nejsou obvykle obchodovanými finančními instrumenty na sekundárních trzích (burzách), což vytváří silnou závislost rozhodování investorů na hodnocení ratingových agentur. Přitom v zájmu emitentů (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 přístupy 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 [4].

1.5 Selhání regulace a dohledu před vypuknutím a v průběhu finanční krize

Často je ze strany obhájců i odpůrců regulace zdůrazňováno, že od počátku devadesátých let začala být realizována přísnější regulace finančního sektoru. V tomto období však lze uvést skutečnosti potvrzující i trendy deregulace. Případná přísnější regulační opatření byla pak přijímána především pro komerční bankovníctví a finanční centra. Podstatně mírnější pravidla finanční regulace a dohledu byla realizována ve vztahu k investičním společnostem, pojišťovnám a off-shore finančním centrům. Přirozeně zpřísnování finanční regulace přináší s sebou také již zmíněný nárůst regulatorních nákladů. Snaha obházet plnění regulatorních pravidel je pak u finančních institucí tím vyšší, čím vyšší jsou pro ně regulatorní náklady. Na tuto skutečnost lze pohlížet jako na jeden z motivů jednání některých subjektů, na něž se vztahovala regulace a dohled v uplynulých letech a

kteře hledaly určitá, pro ně výhodná tržní řešení, která v sobě ale měla značný potenciál neregulovaných rizik s širším ekonomickým a společenským dopadem.

V této situaci, která vyústila v globální finanční krizi, je pak podstatné, že selhal aktivní přístup a prosazování přiměřených potřeb regulace 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. Svou negativní roli sehrálo i dosti tolerované obcházení regulatorních 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 projevily 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.

Proběhnuvší globální finanční krize tedy 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.

V kontextu dynamiky globální finanční krize jako jejího charakteristického rysu se začíná ze strany politiků i regulátorů stále častěji 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. Průběh globální finanční krize pozvedl tak opět diskusi i o přísnější regulaci a dohledu v oblasti derivátových obchodů. Je to i oblast, kde se mohou poměrně silně a zřetelně snahy o regulaci střetávat s obchodními zájmy bank a dalších finančních institucí.

Výjimečně nízké úrokové sazby ve spojení se sílící konkurencí a dalšími faktory stimulovaly 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 předchozím 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 [5]. K tomu je nutno poznamenat, že tento údaj zahrnuje veškeré OTC derivátové obchody, přičemž dochází k vzájemnému „vynulování“ některých derivátů a po tomto očištění by tak skutečná hodnota derivátových obchodů klesla až na 34 bilionů USD, což je podstatný řádový rozdíl proti výše uvedenému údaji. Bankéři sice preferují používání očištěného údaje derivátových obchodů jako více vypovídajícího, nicméně nelze opomenout, že banky vybírají obvykle poplatky za každý kontrakt, a tak údaj o veškerých OTC derivátových kontraktech dává lepší signál o skutečných bankovních výnosech z těchto obchodů. Právě OTC derivátové obchody jsou pro banky velkým zdrojem zisku. Zhruba 25 % těchto obchodů probíhá v USA. Přitom je nutno vzít v úvahu, že celý proces obchodování vytváří síť provázaných rizik. OTC derivátové obchody, které jsou vlastně obchodováním s deriváty na volném trhu, tvoří pak zhruba čtyři pětiny veškerých derivátových obchodů. Zbylou pětinu představují obchody s deriváty na regulovaných burzách.

Proto jednou z reakcí na finanční krizi byly snahy americké vlády zpřísnit pravidla pro obchodování s finančními deriváty a dostat tyto finanční nástroje více pod kontrolu. V rámci reformy finanční regulace (připravené pod ministrem financí T. Geithnerem) a ze strany představitelů Komise pro cenné papíry USA (SEC) se objevily 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 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 silnější

regulace obchodování s finančními deriváty stojí i řada politiků, kteří využívají některé negativní nálady veřejnosti vůči finančnímu sektoru vyvolané proběhnuvší finanční a ekonomickou krizí. 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 proto zesílily aktivity finanční lobby. Výsledkem těchto zájmových konfrontací, jak je většinou obvyklé, se tak stane spíše určitý kompromis. S největší pravděpodobností je ho možno očekávat již proto, že zatím neexistuje skutečná 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.

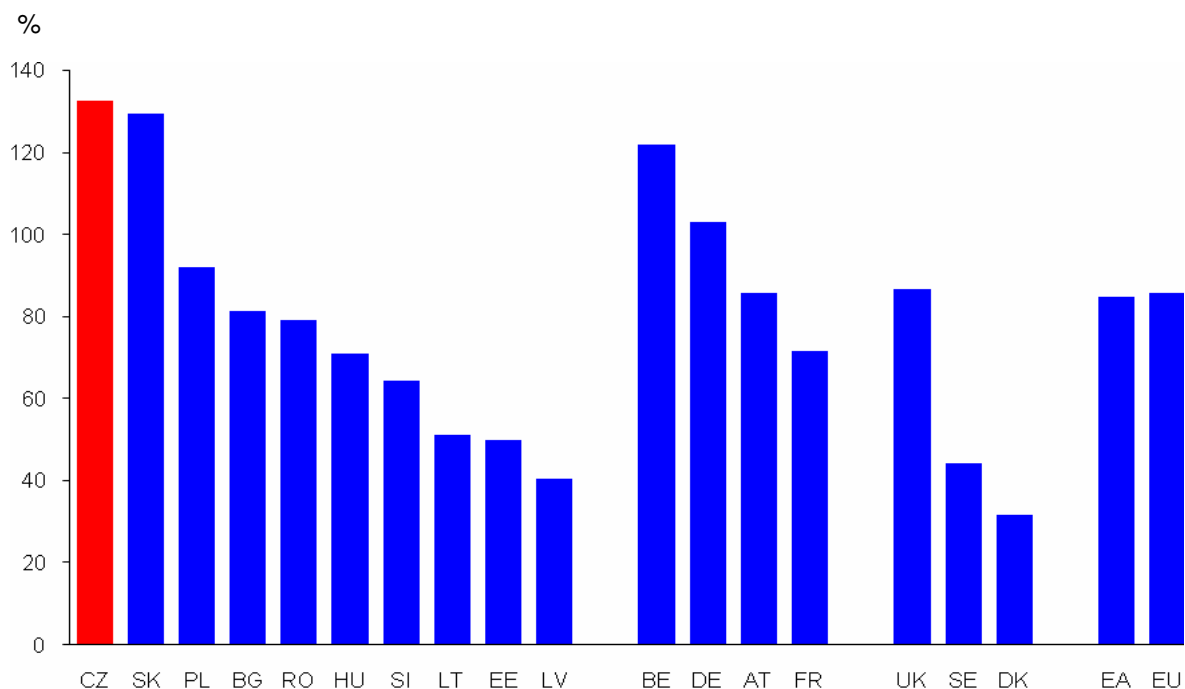
1.6 Projevy finanční krize v České republice

Na bankovní sektor České republiky měly dopady globální finanční krize jen omezený účinek. To se projevilo i v té skutečnosti, že Česká republika je jednou z mála zemí, která nebyla nucena přijmout žádná dodatečná opatření na podporu solventnosti bankovního sektoru. Důvody tohoto jevu se spatřují zvláště v tom, že bankovní sektor České republiky je poměrně dobře kapitalizovaný, má silnou likviditu v rozvahách a udržuje si stále vysokou ziskovost. Lze sice najít i případy, kdy došlo k poklesu zisku z důvodu odepsání určitých rizikových aktiv, např. u ČSOB šlo o zhruba 9 mld. Kč aktiv, ale tento pokles byl přechodný, a pokud jde o zmíněnou banku, generuje již opět vysoké zisky. Za další důvod je však možno považovat i dodržovanou obezřetnostní politiku v rámci systému univerzálního bankovníctví s tradiční převažující pozorností ke komerčnímu bankovníctví. Konzervativní bankovní model tuzemského bankovního podnikání, který je založen především na přijímání vkladů a poskytování úvěrů s jejich plným krytím právě z domácích klientských vkladů a je charakteristický i minimální aktivitou bank v investicích do rizikovějších finančních instrumentů, se v průběhu finanční krize vlastně osvědčil. Banky v České republice po zkušenostech s (ne)řízením rizika v 90. letech a jeho negativními důsledky nejdou do příliš rizikových obchodů a investic. Celkový podíl toxických aktiv byl tak vcelku zanedbatelný, dosahoval méně než 1 % všech aktiv. Propad kapitálového trhu, který byl v řadě zemí významný, se projevil v době finanční krize v České republice jen v omezeném měřítku a neměl žádné dramatické dosahy, což je ale dáno i jeho rozsahem a působností. Poklesy cen finančních aktiv se ovšem promítly v určitých ztrátách podílových fondů, ale i pojišťoven a penzijních fondů.

V daném kontextu stojí za pozornost významný fenomén, že bankovní sektor v České republice byl v podstatě nezávislý na externím zahraničním financování, což vyplývá především z následujících důvodů. Dlouhodobě zde existuje poměrně vysoký převis vkladů nad úvěry, který je i důsledkem dřívějších silných strategických orientací komerčních bank na levnější primární zdroje financování poskytovaných úvěrů a souvisí také s určitým „zpožděným“ chováním českých domácností, pokud jde o žití na dluh. Česká republika má ze zemí EU dokonce nejvyšší podíl vkladů k úvěrům (zhruba se blíží 1,4). Z nových členských zemí EU dosahuje vysokého podílu vkladů k úvěrům, který se blíží české úrovni, jen Slovensko a z původních členských zemí EU pak Belgie, v době finanční krize mělo mírný převis vkladů nad úvěry ještě Německo. Ostatní členské země EU mají obrácený poměr a

v průměru za EU jako celek dosahuje podíl vkladů k úvěrům přibližně hodnoty 0,8 (viz graf č. 1). To znamená, že v České republice byla a je nadále úvěrová expanze financována v podstatě z tuzemských primárních depozit.

Graf č. 1 – Poměr primárních vkladů k úvěrům ve vybraných zemích EU v roce 2008 (v %, rezidentské úvěry a vklady, nebankovní subjekty)



Poznámka: EA – průměr eurozóny; EU – průměr Evropské unie.

Pramen: Zpráva o finanční stabilitě 2008/2009, Česká národní banka, 2009

Jinak vyjádřeno, na agregované úrovni finanční aktiva českých domácností výrazně převyšují jejich závazky, v čemž se projevuje i jejich opatrný sklon k investování. V roce 2010 se objem těchto aktiv domácností zvýšil až na 3,36 bilionu Kč (nadále s rozhodujícím a vcelku stabilním zhruba 60% podílem oběživa a vkladů), což je zhruba 2,6krát více, než je celkový objem závazků [7]. Přitom tempo zadluženosti se v letech finanční krize zpomalilo a i nyní při oživení úvěrového trhu je přes některé negativní tendence důležité, že zhruba 70 % úvěrového portfolia obyvatelstva tvoří úvěry na bydlení, které se vážou v podmínkách zvýšené opatrnosti ke zřetelně méně rizikovým segmentům.

Externí výpůjčky bank ze zahraničí jsou ve srovnání s ostatními zeměmi EU poměrně malé; banky v České republice nečerpají v podstatě ze zdrojů svých zahraničních mateřských společností a podařilo se regulatorními nástroji uhájít, aby se ani nestaly jejich věřiteli. Převládá konzervativní strategie zadlužování v domácí měně u podniků a zejména u domácností. Podniky byly zadlužovány především v tuzemské měně (podíl zahraničních měn byl na jejich dlužích nižší než 20 %), podíl úvěrů v zahraničních měnách byl u domácností dokonce v podstatě nulový. Souhrnně řečeno, významný pozitivní vliv zde mělo to, že bankovní sektor byl nezávislý na externím zahraničním financování, což je dáno vysokým poměrem vkladů k úvěrům (nejvyšší poměr ze zemí EU), a tedy financováním úvěrové expanze především z primárních tuzemských vkladů.

V bankovním sektoru České republiky se pak významněji zpětně neprojeví ani dopady poklesu reálné ekonomiky v souvislosti s hospodářskou recesí. Přitom ve výhledu Moody's ze září 2009 bylo pro banky působící v České republice dokonce vyjádřeno očekávání, že se kvůli oslabení české ekonomiky výrazně zhorší kvalita úvěrového portfolia a profitabilita bank. Obavy byly zejména spojovány s možným snížením objemu platebního styku (snížením počtu a objemu platebních transakcí, menším inkasem poplatků jako zdrojů výnosů apod.), s poklesem úvěrové dynamiky (menším počtem a objemem nově poskytnutých úvěrů) a se zvýšeným rizikem neschopnosti nefinančních podniků a domácností splácet dříve přijaté závazky (rizikem úvěrových ztrát bank). Úvěrové riziko sice vzrostlo, ale nikoli dramatickým způsobem, a ziskovost bank zaznamenala jen mírný pokles. Banky poměrně včas reagovaly zpřísněním úvěrových podmínek (v požadavcích na zajištění úvěrů, vyšší pozorností k hodnotě LTV apod.), zvýšenou pozorností věnovanou rizikovému managementu, dosažením relativně vysoké kapitálové vybavenosti a s ohledem na svou profitabilitu také určitými opatřeními v oblasti poplatkové politiky (klienty nepříliš pozitivně přijímaným zvýšením bankovních poplatků).

2. Cesta k přísnější regulaci a dohledu

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

2.1 Argumenty pro a proti posílení regulace a dohledu

V první řadě si musíme uvědomit, že bankovníctví patří v tržních ekonomikách již k odvětvím s nejvyšší mírou regulace a dohledu a stále jsou nastolovány otázky dalšího zpřísnění regulatorních pravidel. Ke snahám o posilování regulace a dohledu dochází i v ostatních částech finančního sektoru. Pokud jde o bankovníctví, argumenty pro jeho regulaci a dohled, resp. jejich posílení se zejména zaměřují na tyto skutečnosti [8]:

- 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 specifikám 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 České republice má od roku 2006 Česká národní banka ze zákona dohled nejen nad bankovním sektorem, ale i nad kapitálovými trhy, pojišťovny, 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 velikou 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 době globální finanční krize). 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 negativním dopadem na akcionáře mohou být jen ztráty jimi investovaného kapitálu do akcií. V kontextu vzniku a průběhu 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 platící 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 proběhnuvší globální 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 [9] [10] [11]. Jako konkrétní argument v tomto směru může vystupovat i zkušenost Kanady, které se finanční krize významně nedotkla a v níž je právě dodržováno od 30. let minulého století přísné oddělení komerčního a investičního bankovníctví.

Proběhnuvší globální finanční krize a s ní spjaté důsledky a nově získané zkušenosti tedy opět obrátily zvýšenou pozornost ke zpřísnění regulace finančních trhů a dohledu nad nimi. V politické a odborné rovině se rozběhla od konce roku 2008 řada iniciativ (summitů skupiny G20, návrhy na regulaci finančních trhů ze strany OECD, summitů a aktivity na úrovni EU a další). V návaznosti na výše zmíněnou zprávu skupiny vedené Jacquesem de Larosièrem o dohledu nad finančními trhy v EU (tzv. Larosièrova zpráva), 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 [12] [13]. Kromě Larosièrovy zprávy navázala Evropská komise v tomto programu reforem i na dlouhodobější záměry a cíle stanovené na léta 2005-2010 v Bílé knize o finančních službách. Koncem roku 2010 byly záměry nové architektury v oblasti regulace a dohledu nad finančními trhy promítnuty do legislativy EU.

Evropská komise v programu reforem finančních trhů vytyčila 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 (např. posílení kapitálových požadavků z hlediska tržního rizika, zmírnění procyklického vlivu kapitálových požadavků, resp. možné přizpůsobení míry kapitálových požadavků cyklickému vývoji, větší pozornost věnovaná vysoce sofistikovaným finančním produktům s potenciálem nebezpečí vzniku systémového rizika, odstranění různých národních výjimek a odchylek v regulatorních pravidlech apod.).

- Zvýšit ochranu spotřebitelů, malých a středních podniků a investorů. 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.

2.2 Opatření na podporu finanční stability v Evropské unii

Většina členských zemí EU poskytla v posledních letech rozsáhlou podporu právě bankovnímu sektoru s cílem obnovit v krátkodobém horizontu stabilitu a zdraví bankovního a celého finančního sektoru tak, aby byla zajištěna jeho schopnost financovat reálnou ekonomiku. Členské země EU přijaly za tímto účelem již v letech 2008-2009 tato opatření:

- záruční režimy v celkové výši 2300 mld. EUR (12 zemí EU), kdy ale skutečný rozpočtový výdaj nastává pouze při čerpání státní záruky;
- rekapitalizační režimy (zhruba 300 mld. EUR, 5 zemí EU);
- záchranná a restrukturalizační opatření ad hoc určená jednotlivým bankám a dalším finančním institucím (přibližně 400 mld. EUR, 10 zemí EU).

V případě pěti členských zemí EU byla přijata kombinace výše uvedených opatření. Pokud se jedná o Českou republiku, je jednou z mála zemí, dokonce ve světě, která nebyla nucena přijmout žádná opatření na podporu finanční stability a solventnosti bankovního sektoru.

K obnově a vytvoření stabilního, odolného a zdravého finančního systému v EU v dlouhodobějším horizontu má vést reforma finančního systému, jejíž hlavní cíle a opatření jsou uvedeny ve strategii Evropa 2020 [14]. Tato reforma je založena na splnění zejména těchto cílů:

- realizovat schválené reformy dohledu nad finančními trhy, zejména vytvořit takový evropský systém dohledu, který bude schopen zjistit a odhalit možná rizika již na samém počátku jejich vzniku, tedy dříve než dojde k jejich dopadu do ekonomiky;
- vyplnit mezery v právních předpisech, posílit transparentnost, stabilitu a odpovědnost, zejména v případě derivátových produktů a obchodů;
- posílit obezřetnostní a účetní pravidla a dále pravidla ochrany spotřebitele formou jednotných evropských pravidel, a to se zaměřením na všechny finanční trhy a jejich aktéry;
- zlepšit řízení finančních institucí, zvláště pokud se jedná o vyřešení nedostatků v oblasti identifikace a řízení rizik, které odhalila finanční krize;
- prosadit ambiciózní politiku, která v budoucnu umožní lépe předcházet možné finanční krizi a v případě potřeby ji dokonce řídit.

K realizaci stanovených cílů jsou postupně přijímána opatření týkající se:

- nové architektury dohledu nad finančním sektorem v podobě čtyř nových institucí finančního dohledu (viz podrobněji dále);

- posílení obezřetnostních a účetních pravidel;
- řešení nedostatků v řízení rizik a v souladu s regulatorním přístupem typu „bezpečnost především“ zaplnění takových mezer, 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.;
- předcházení krizím a jejich případného řízení (identifikace systémových rizik, speciální fondy na jejich financování);
- zvýšení ochrany 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; vedle řady legislativních opatření by k tomu měla přispět i opatření směřující ke zkvalitnění finanční gramotnosti v celoevropském rámci;
- zkvalitnění řízení rizika ve finančních společnostech, kdy součástí tohoto úsilí by měl být tlak na orientaci systému odměňování na podporu dlouhodobě udržitelných výkonů a výsledků;
- vytvoření systému účinných sankcí proti zneužití trhu;
- stanovení – se zřetelem k odpovědnosti finančního sektoru za proběhnuvší krizi – odpovídající výše jeho příspěvků pro financování dopadů případných dalších krizí (zejména zavedením bankovní daně, která vyvolala četné diskuse; ze strany České republiky byly výhrady zejména v tom smyslu, že daně jsou nástrojem vlád členských států, bankovní sektor v České republice nemusel být po krizi sanován ze strany státu a že existuje riziko přenosu dopadu daně v hospodaření banky na spotřebitele);
- harmonizace systémů pojištění vkladů;
- zvýšení transparentnosti na trhu s deriváty;
- regulace ratingových agentur v návaznosti na nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1060/2009 a další opatření.

Největší pozornost získalo v poslední době nové institucionální uspořádání regulace a dohledu v EU. Nařízením Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1092/2010 ze dne 24. listopadu 2010 byl ustanoven makrobezpečnostní dohled nad finančním systémem na úrovni EU a k tomuto účelu zřízen evropský orgán dohledu nad stabilitou finančního systému jako celku („macro-prudential supervision“), kterým je Evropská rada pro systémové riziko (European Systemic Risk Board – ESRB). Tato zcela nová instituce působí pod záštitou Evropské centrální banky a členy její Generální rady jsou guvernéri centrálních bank všech členských států EU. Činnost ESRB má napomáhat k prevenci systémových rizik, případně tato rizika zmírňovat. Má být proto zaměřena na otázky související s makroekonomickým přístupem k regulaci a dohledu nad finančními trhy, přičemž jejím hlavním úkolem v tomto

kontextu bude včas signalizovat hrozby pro evropské finanční trhy (např. v podobě rostoucí nebo vysoké zadluženosti členských zemí EU) a možnost vzniku finančních krizí. Za tímto účelem v obecném vymezení ESRB je:

- provádět monitoring a oceňování rizik ohrožujících stabilitu finančního systému jako celku;
- zajišťovat včasné varování dohledovým institucím před nebezpečím vzniku a dopadů systémových rizik a poskytovat jim případná doporučení na jejich odvrácení;
- vyhlášovat krizové situace;
- vyvíjet kvantitativní a kvalitativní indikátory pro identifikaci a měření systémového rizika (společně s orgány evropského dohledu).

Nově s účinností od 1. ledna 2011 jsou dohledové kompetence nad finančními institucemi („micro-prudential supervision“) svěřeny Evropskému systému finančního dohledu (European System of Financial Supervisors – ESFS), který je tvořen sítí národních orgánů finančního dohledu spolu s novými nadnárodními orgány evropského dohledu (European Supervisory Authority – ESA). Tyto tři nové orgány pro dohled nad finančními trhy – Evropský orgán pro bankovníctví (European Banking Authority – EBA), Evropský orgán pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní připojištění (European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA) a Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (European Securities and Markets Authority – ESMA) – byly vytvořeny transformací z dosavadních dohledových výborů finančních služeb ve třetí úrovni tzv. Lamfalussyho struktury, jimiž byly Výbor evropských bankovních dohledů (CEBS), Výbor evropských dohledových orgánů v pojišťovnictví a zaměstnaneckém penzijním připojištění (CEIOPS) a Výbor evropských regulátorů cenných papírů (CESR). Činnost tří nových orgánů bude koordinovat řídicí komise, která nahradí dosavadní Společný výbor pro finanční konglomeráty (JCFC).

Evropské dohledové orgány mají zejména usilovat o:

- lepší fungování vnitřního trhu včetně účinné a jednotné úrovně regulace a dohledu,
- zajištění integrity, transparentnosti a řádného fungování finančních trhů,
- posílení koordinace dohledu na mezinárodní úrovni,
- předcházení regulatorní arbitráži a prosazování rovných podmínek hospodářské soutěže,
- zabezpečení vhodné regulace a řádného dohledu nad riziky spojenými s úvěry, investováním, pojištěním, zajištěním a zaměstnaneckým penzijním připojištěním a nad dalšími riziky,
- posílení ochrany spotřebitelů,
- registraci ratingových agentur a dohled nad nimi.

V tomto kontextu budou vydávat regulatorní a dohledové standardy, pokyny a doporučení adresované národnímu orgánu dohledu, případně konkrétní finanční instituci (v případě porušení práva EU, pro urovnání sporů mezi národními dohledovými orgány a při mimořádné situaci) a monitorovat a hodnotit vývoj na trzích.

Z hlediska fungování a činností ESFS se deklaruje, že by měly být založeny na sdílených a vzájemně zesílených odpovědnostech, kombinujících národní dohled finančních společností se specifickými úkoly na evropské úrovni. Celá síť by měla fungovat na principech partnerství, flexibility a subsidiarity. Nicméně zřejmě nejspornějším bodem celého dalšího působení ESFS bude rozdělení a skutečné uplatňování kompetencí mezi nadnárodními a národními orgány dohledu a možná překrývání jejich pravomocí a z toho vyplývající rozpory mezi těmito dohledovými orgány. Podle příslušných nařízení Evropského parlamentu

a Rady EU pravomoc dohlížet na fungování domácích finančních trhů by měla zůstat národním orgánům dohledu. V případě, že nastane tzv. „naléhavá situace“, o jejímž určení by měly rozhodovat členské státy EU, nebo při porušení práva EU ze strany národního orgánu, také půjde-li o nadnárodní banku, by pak měl zasáhnout příslušný nadnárodní orgán evropského dohledu. Otázkou je také adekvátní sladění pravomocí a odpovědností na obou úrovních dohledu. Původní dohledové výbory byly zřízeny rozhodnutími Evropské komise, zatímco nové evropské dohledové orgány nařízeními Evropského parlamentu a Rady EU, což znamená i podstatně detailnější úpravu jejich činnosti a její rozšíření včetně vykonávaných pravomocí.

Vytvoření nové architektury evropského systému dohledu má většinou své zastánce, kteří se domnívají, že pomůže zabránit opakování finanční krize. Její kritici pak poukazují zejména na to, že národní státy ztratí těmito opatřeními část pravomocí a dohledu nad vlastními bankami na úkor unijních institucí. Z této pozice vystupovala také Česká národní banka, která argumentovala především tím, že:

- nelze podporovat centralizaci pravomocí u nových dohledových orgánů na evropské úrovni, aniž by tyto orgány současně nepřevzaly patřičnou odpovědnost, která ale zůstává na národní úrovni;
- nelze souhlasit s omezováním nezávislosti národních orgánů dohledu odpovědných za finanční sektor v národním prostředí;
- je podstatné zachovat rovnováhu mezi pravomocemi domovských a hostitelských orgánů dohledu a neoddělovat pravomoci od odpovědností;
- není vhodné zasahovat do fiskální suverenity členských států;
- není vhodné se uchýlit k uspěchané a nadměrné regulaci (proběhnuvší finanční krizi již daná opatření neovlivní), v první řadě by měly být provedeny kvalitní analýzy a vyhodnocení dopadu přijímaných reforem [15].

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 by přitom neměl znamenat opomíjení důležitosti a zdokonalování mikroekonomického přístupu k uskutečňování dohledu.

V kontextu vytváření nové architektury evropského systému dohledu nad finančními trhy by bylo vhodné znovu nastolit také otázky, které se týkají v řadě členských států EU přetrvávající fragmentace národních dohledových orgánů (v EU jich je v současné době asi osmdesát) a poměrně složité Lamfalussyho struktury (čtyři úrovně) z hlediska spolupráce a

koordinace činností v jejím rámci. Fragmentace národních orgánů dohledu (jejich nadměrný počet) 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 požadovaná harmonizace regulačních 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.

V rámci reformy finančního systému v EU se jistým konfrontačním bodem unijních zájmů a národních zájmů v případě České republiky stalo prosazování bankovní daně, jejíž výnosy by měly hradit náklady případných budoucích finančních krizí. V atmosféře odeznívající finanční krize může tato daň získávat poměrně širokou podporu veřejného mínění vnímající ji též jako určitý trest pro „chamtivé bankéře“. Rada členských států EU již tuto bankovní daň zavedla, ale v podstatě na základě vlastních pravidel (se zřetelem k velikosti banky dané spravovanými aktivy, k objemu poskytnutých úvěrů apod.). Švédský model bankovní daně pak vychází z objemu cizích zdrojů, které by mohly přispívat ke vzniku systémového rizika. Roční výše daně se stanoví sazbou 0,036 % z velikosti cizích zdrojů. Poměrně spornou zvláštní bankovní daní může být ale tzv. daň z finančních transakcí (financial transaction tax – FTT, označovaná také jako Tobinova daň), kdy návrh na její zavedení již schválila Evropská komise a která by měla podle optimistických odhadů přinést ročně až 55 mld. eur do unijního rozpočtu. Argumentuje se i tím, že v posledních třech letech členské státy EU (výjimkou je Česká republika) postupně schválily pomoc či záruky pro finanční sektor v celkové výši 4600 mld. eur. I když se hovoří o nízké sazbě této daně, například ve Velké Británii se objevily určité obavy, že by mohly i menší dodatečné náklady na transakci v podobě této daně vést k přesunu části obchodů s finančními instrumenty mimo Evropu, a mít tak nepříznivé dopady na konkurenceschopnost bank. Tato zkušenost byla v 80. letech minulého století učiněna s FTT ve Švédsku (konkrétně s daní na obchodování s akciemi a později s daní na obchodování s dluhopisy), které po odlivu příslušných transakcí na jiné trhy a s tím souvisejícím nízkým výnosem daně toto daňové opatření zrušilo [16]. Tato dodatečná daňová opatření také nejsou konzistentní s novými pravidly Basel III, zejména s jejich potřebným tlakem na růst vlastního kapitálu a zvyšování likvidity bank. Na druhé straně mohou zaznít i argumenty, že jimi získané prostředky by bylo možné využívat při činnostech napomáhajících prevenci systémových rizik.

Nová systémová rizika se nyní v evropském bankovním sektoru otevírají po proběhnutí globální finanční krizi také v souvislosti se současnou evropskou dluhovou krizí. Rada bank má ve svém portfoliu dluhopisy (někdy i ve značném objemu) Řecka, Portugalska a dalších zadlužených zemí. První obětí evropské dluhové krize se stala francouzsko-belgická banka Dexia, kdy zestátnění belgické části banky představuje investici belgické vlády ve výši 4 mld. eur. Další desítky miliard eur pro záchranu zbylých divizí této banky si vyžádají třemi zeměmi poskytnuté státní záruky za její špatná aktiva. Francouzské banky mají pohledávky vůči Řecku ve výši více než 55 mld. eur. Dopad evropské dluhové krize pociťují i některé německé banky. Nedávno ratingová agentura Moody's snížila také hodnocení několika britských a portugalských bank. Banky v řadě evropských zemí opět potřebují posílit svůj kapitál a podle Mezinárodního měnového fondu by ho potřebovaly navýšit celkem až o 200 mld. eur. Evropská dluhová krize a její dopady do finančního sektoru naznačují, že se budou také muset začít „opravovat“ učebnice i přístupy poradenských a makléřských firem při

hodnocení investičního rizika, kdy se používá tržní riziková prémie jako rozdíl mezi očekávanou výnosností investice a bezrizikovou úrokovou mírou státních dluhopisů.

2.3 Basel III jako globální zpřísnění regulace bankovního sektoru

Zpřísnění regulace a dohledu nad bankovním a finančním sektorem ve světě chápou jeho zastánci jako důležitý krok ke stabilizaci ekonomik a předcházení krizí. Na druhé straně jeho odpůrci, zejména právě z bankovního a finančního sektoru, varují, že tato opatření mohou vést ve svých důsledcích k oslabení ekonomického růstu. Podle zprávy Institutu mezinárodních financí (IIF), která byla publikována v červnu 2010, by mohlo zpřísnění regulace znamenat oslabení ekonomického růstu ve vyspělých ekonomikách (USA, eurozóna a Japonsko) do roku 2015 celkově až o 3 procentní body (snižování růstu HDP v průměru o 0,6 procentního bodu ročně) [17]. Především se v této souvislosti poukazuje na zvýšení povinného kapitálu na krytí rizik, což podle IIF nepříznivě ovlivní přístup k úvěrům a jejich ceny. Na trhu práce by oslabení ekonomického růstu mohlo vyvolat i ztrátu téměř deseti milionů pracovních míst, a tím i další růst nezaměstnanosti. Při posuzování těchto argumentů je nutno vzít také v úvahu, že IIF je reprezentantem více než 400 světových bank a jiných finančních institucí z více než 60 zemí, přičemž polovina je z Evropy. Nicméně silná bankovní lobby slavila určitý úspěch s posunem zavedení nových basilejských pravidel Basel III a v některých případech i jejich zmírněním.

Již na summitu G20 v Torontu koncem června 2010 bylo rozhodnuto, že nová bankovní regulace, kladoucí si za cíl snížit zranitelnost globálního finančního systému, dosáhnout lepšího vstřebávání šoků a zmírnit případné dopady na reálnou ekonomiku, nezačne v plném rozsahu platit od konce roku 2012, jak se dohodla G20 ještě o rok dříve, ale bude realizována podle „flexibilnějšího kalendáře“. Mimo jiné na uvedeném summitu se také neprosadila myšlenka koordinovaného zavedení celosvětové bankovní daně, prosazovaná hlavně Německem a dále Francií a Velkou Británií. Koncem července 2010 pak Basilejský výbor pro bankovní dohled (při Bank for International Settlements – BIS) ustoupil od některých svých požadavků a návrhů na nová basilejská pravidla Basel III, podle nichž by mělo být od bank na celém světě vyžadováno, aby disponovaly proti svým úvěrům a dalším pohledávkám větším a kvalitnějším kapitálem než dosud. Basilejský výbor pro bankovní dohled, ve kterém zasedají zástupci centrálních bank z významných ekonomik, tak dal zřejmou přednost konsensu s představiteli bankovního sektoru, jejichž stanoviska k nové regulaci byla v podstatě v celém světě rezervovaná až odmítavá. To samozřejmě vyvolává další otázky. Například o reálné síle bank, když si dokázaly „prolobbovat“ v určité míře změkčenou verzi, zejména co se týče doby zavedení Basel III, nebo o skutečné kondici bankovního a finančního sektoru či jeho určité nepřipravenosti, nedostatku zpracovaných finančních plánů apod.

V září 2010 se pak guvernéri 27 centrálních bank na schůzce Basilejského výboru dohodli na definitivním přijetí nových pravidel Basel III ve změkčené podobě. Změny se v první řadě týkaly termínu, od něhož by měl Basel III začít plně platit. Nová pravidla budou v plném rozsahu vyžadována až od roku 2018. USA požadovaly kratší dobu, Německo naopak delší. Odhadnout kondici bankovního sektoru v té době je však obtížné a také je z různých reakcí příznačné, že si z toho mnoho dnešních bankéřů zatím nedělá problémy. Řada z nich vystupovala především proti zavedení nových pravidel v kratším časovém horizontu.

Banky také usilovaly o dosažení ústupků ve vymezení kapitálové přiměřenosti Tier 1, pákového poměru (leverage ratio) a ukazatelů likvidity [18]. Namítaly, že přijetí přísnějších pravidel si vynutí podstatné zvýšení vlastního kapitálu (v odhadech se objevila např. částka navýšení tohoto kapitálu až o 1,5 bilionu USD). Banky tak požadovaly, aby při výpočtu svého kapitálu na krytí rizik mohly nadále započítávat i určité kapitálové podíly v jiných finančních společnostech (nominální hodnotu akcií v držení banky). Přehodnocení ze strany Basilejského výboru pro bankovní dohled přišlo proto s vymezením tzv. významných investic, kdy je stanovena hranice ve výši více než 10 % splaceného akciového kapitálu. Za přípustné pro zahrnutí do kapitálové přiměřenosti Tier 1 by mělo být dále považováno použití pohledávek z odložené daně (deferred tax assets), za což se nejvíce zasazovaly japonské a italské banky. Americké banky nesouhlasily zase v návrhu Basel III s tím, že nebylo možno zahrnout do výpočtu kapitálu obsluhované, ale přitom nevlastněné hypotéky (mortgage servicing rights). V tomto případě jde však o specifickou záležitost bankovního sektoru USA.

V prosinci 2010 byl pak Basilejským výborem pro bankovní dohled v konečné podobě vydán nový regulační koncept Basel III. Nová doporučení na posílení regulace, dohledu a řízení rizik bankovního sektoru lze shrnout do těchto oblastí:

- Požadovaná minimální kapitálová přiměřenost zůstává nadále na úrovni 8 %, jak byla stanovena již v Basel II. Celkově se ale její dosahování výrazně zpřísňuje z hlediska kvalitativní i kvantitativní struktury. Přednost před hybridními kapitálovými instrumenty (např. preferenčními akciemi) a podřízenými dluhy je dána jednoznačně kvalitnímu kmenovému kapitálu (common equity) Tier 1 a omezují se i menšinové podíly v kapitálu. Ve srovnání s regulací Basel II není stanoven minimální standard 2 % common equity Tier 1 (CET 1). S požadavkem na vyšší podíl CET 1 v Basel III na úrovni minimálně 4,5 % rizikově vážených aktiv a na udržování celkového Tier 1 ve výši nejméně 6 % rizikově vážených aktiv bude muset dojít adekvátně k tomu i ke snížení podílu Tier 2 na úroveň 2 %. Ukazatel minimální kapitálové přiměřenosti měřený na úrovni celkového kapitálu je tak doplněn i obdobnými ukazateli na úrovni jednotlivých složek kapitálu. Basel III přichází navíc ještě s tvorbou tzv. kapitálových polštářů (konzervačního polštáře a proticyklického kapitálového polštáře), které mají donutit banky, aby omezily výplatu dividend a posílily při rozdělování zisku vytváření kapitálových rezerv určených pro krytí případných ztrát, které by mohly vzniknout při náhlých zvratech v úvěrovém cyklu. Proticyklický kapitálový polštář jako nástroj makrobezpečnostní politiky by měl být vytvářen v období vysoké úvěrové expanze a ekonomického růstu, aby tato kapitálová rezerva mohla být použita v období hospodářské recese, a tlumit tak propad na bankovním úvěrovém trhu. Měl by být kryt kvalitním kapitálem Tier 1, případně dokonce core Tier 1, a regulátorem by mohl být stanoven v rozmezí od 0 % do 2,5 %.
- Kapitálová přiměřenost by měla být doplněna novým ukazatelem, a to tzv. pákovým poměrem (leverage ratio), jehož cílem je omezit míru využívání cizích zdrojů v bankovním sektoru. Vychází se z toho, že nadměrné zadlužování bank v rozvahových a podrozvahových bankovních operacích napomáhalo ke vzniku finanční krize. Pákový poměr vyjadřuje podíl vlastních zdrojů na celkových aktivech, přičemž do výpočtu jako vlastní kapitál by měl vstupovat Tier 1. Předběžně jeho minimální hodnota je stanovena na 3 %. Podle metodiky Basel II se podíl Tier 1 na rozvahových aktivech bankovního sektoru dlouhodobě udržuje nad 5 %. Otázkou však nyní bude dopad velikosti podrozvahových expozic (jsou jimi např. bezpodmínečné bankovní přísliby, akceptace, poskytnuté záruky apod.). Zatím by pákový poměr měl mít charakter doplňkového ukazatele pro hodnocení stability bank a požaduje se ještě jeho určitá revize a kalibrace.

- Pro řízení rizik byla přijata i doporučení na posílení interního systému pro vyhodnocení kvality úvěrů. To je spjata i se snížením významu externího ratingu, přičemž jsou navíc zpřísněna kritéria způsobilosti pro uznané ratingové agentury. Řada opatření byla dále přijata k výraznějšímu krytí rizika protistrany (např. zvýšení kapitálového požadavku na krytí rizika protistrany, větší převod transakcí probíhajících přes OTC trhy na trhy s centrální protistranou apod.).
- Za účelem posílení řízení likvidity přichází Basel III se dvěma novými standardy, a to tzv. poměrem likvidního krytí (liquidity coverage ratio – LCR) a tzv. poměrem čistého stabilního financování (net stable funding ratio – NSFR). LCR se týká posílení třicetidenní likvidity a vyžaduje minimálně 100% krytí čistého odlivu likvidity vysoce likvidními aktivy. NSFR má sloužit k omezení nesouladu disponibility a vázanosti aktiv a pasiv, aby banky při financování dlouhodobých úvěrů nespolehaly na nestabilní krátkodobé zdroje (v podstatě jde o naplňování jednoho z tzv. zlatých bilančních pravidel).

Časový průběh realizace Basel III se v jednotlivých oblastech a u jednotlivých opatření liší a celkově můžeme hovořit o jeho postupném zavádění, které vlastně respektuje adaptační rétoriku ze strany bank. Opatření týkající se kapitálové přiměřenosti a vůbec regulatorního kapitálu by měla být postupně aplikována od roku 2013 s tím, že v plném rozsahu budou vyžadována od roku 2018. Pro zavedení ukazatele tzv. pákového poměru bylo stanoveno monitorovací období od roku 2013 a teprve od roku 2018 by měl být pákový poměr povinně začleněn do Pilíře 1. U standardů likvidity se pak počítá s jejich povinným zavedením od roku 2015, resp. 2018. Nicméně některé evropské i mimoevropské státy (Austrálie, Kanada, Norsko, Španělsko, Švédsko a Švýcarsko) považují období zavádění Basel III za poměrně dlouhé a budou od bank vyžadovat plnění požadavků stanovených Basel III již v dřívějších termínech, než jak jsou oficiálně stanoveny. Zejména Velká Británie, Švédsko, Švýcarsko a Španělsko označují pak dokonce kapitálové požadavky stanovené Basel III za nedostačující a budou požadovat od svých bank jejich plnění na vyšší úrovni. Do evropského práva by měla být doporučení Basel III implementována prostřednictvím nové směrnice o kapitálových požadavcích (Capital Requirements Directive – tzv. CRD IV). Přitom není s ohledem na některé výše uvedené přístupy a vyjádření a provedené konzultace v členských zemích EU vyloučeno, že v rámci dodržení celkového regulatorního konceptu budou realizovány v konkrétních případech i určité odchylky.

Pokud jde o banky v České republice, v současné době by zřejmě neexistovaly žádné problémy ani v případě okamžité platnosti nových pravidel Basel III. Celková kapitálová přiměřenost bankovního sektoru koncem roku 2010 činila 15,5 % a v březnu 2011 pak 15,6 %, přičemž u všech bank se její hodnoty pohybovaly nad 10 % [7]. Jde o nejvyšší hodnoty od roku 2003. Pokud jde o strukturu regulatorního kapitálu, významně v něm narostl podíl nerozděleného zisku z předchozích období po zdanění. Pro český bankovní sektor je nadále významné, že naprostou většinu regulatorního kapitálu tvoří kvalitní kapitál typu Tier 1 (celkem Tier 1 kapitálová přiměřenost dosahovala 14,1 % koncem roku 2010), v němž nejsou vykazovány žádné hybridní instrumenty a je v podstatě totožný s core Tier 1 a také s kmenovým kapitálem Tier 1 (common equity Tier 1), jak je plánován v Basel III. Pro další vývoj kapitálové přiměřenosti v českém bankovním sektoru bude však důležité, jak budou narůstat případná optimistická očekávání budoucího vývoje po odeznění globální finanční krize, která by se mohla projevit vyššími výplatami dividend ze zadržených minulých zisků. Tato očekávání nemají ale příliš reálný základ s ohledem na problémy některých zemí

eurozóny s jejich nadměrnou zadlužeností a nelze také hovořit o jednoznačném odeznění krize v tuzemské ekonomice.

Nový regulační koncept Basel III můžeme celkově hodnotit jako záměr globálního preventivního opatření z hlediska vzniku bankovních a finančních krizí a vůbec záměr celosvětové harmonizace a sjednocování pravidel regulace vedoucí ke zmenšení rizik bankrotů a platební neschopnosti v bankovním sektoru jednotlivých zemí doprovázený i určitými změnami architektury regulace a dohledu včetně vzniku nadnárodních institucí. Banky musejí podle jeho pravidel zejména postupně dosáhnout kapitálové přiměřenosti ve výši 8 %. Pokud by klesla kapitálová přiměřenost banky pod požadovanou hranici, bude akcionářům této banky pozastavena výplata dividend, bankéři přijdou o bonusy a doplnění na požadovanou hranici bude provedeno ze zisků. Nicméně zkušenosti z proběhnuvší finanční krize ukázaly, že jsou též případy, kdy ani výrazně vyšší podíl regulačního kapitálu na aktivech nemusí zabránit krachu banky.

Přijímaná opatření k posílení regulačního rámce a dohledu mají mít charakter prevence selhání finančních trhů a vzniku finančních krizí. Nicméně jedním z velkých a dlouhodobých problémů tvorby a aplikace regulačního rámce zůstává stále to, že reagují v podstatě ex post na jevy, které se na finančních trzích již objevily a promítly se negativními důsledky v jejich fungování. Určitým současným východiskem ke zvýšení efektivity regulace může být sjednocování pravidel na národní úrovni a úrovni EU, důsledné dodržování a kontrola těchto přijatých pravidel a také vytvářený tlak na vyšší a zejména kvalitnější vlastní kapitál a zajištění vyšší likvidity jako cest vedoucích k vytváření určitého prostoru pro větší absorpci případných ztrát na finančních trzích.

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] Rodrik, D.: *Who Killed Wall Street?* Project Syndicate, 2008, <http://www.project-syndicate.org/commentary/rodrik24>
- [4] Holman, R.: *Jak (ne)regulovat ratingové agentury*. Hospodářské noviny, 18. srpna 2009
- [5] <http://www.bis.org>
- [6] *Zpráva o finanční stabilitě 2008/2009*. Česká národní banka, Praha, 2009
- [7] *Zpráva o finanční stabilitě 2010/2011*. Česká národní banka, Praha, 2011
- [8] Revenda, Z.: *Centrální bankovníctví*. Management Press, Praha, 1999
- [9] Krugman, P.: *The Gramm connection*. <http://krugman.blogs.nytimes.com>, March 29, 2008
- [10] McCain, J.: *Crisis Enabler*. The Nation, September 21, 2008
- [11] *Ten Questions for Those Fixing the Financial Mess*. The Wall Street Journal, March 10, 2009
- [12] EC: *Driving European recovery*. Communication for the Spring European Council, Brussels, 4 March 2009, COM(2009) 114 final
- [13] *Financial services: Commission proposes stronger financial supervision in Europe*. Brussels, 27 May 2009, IP/09/836

- [14] *Evropa 2020. Strategie pro inteligentní a udržitelný růst podporující začlenění*. Sdělení Komise, KOM(2010) 2020 v konečném znění, Brusel, 3. března 2010
- [15] <http://www.cnb.cz>
- [16] Hampl, M.: *Taxing times: Why an FTT would be bad for Europe*. GFS News, 11 July 2011. Dostupné z <http://www.cnb.cz>
- [17] *Interim Report on the Cumulative Impact on the Global Economy of Proposed Changes in the Banking Regulatory Framework*. Institute of International Finance, June 2010
- [18] *The group of Governors and Heads of Supervision reach broad agreement on Basel Committee capital and liquidity reform package. Annex*. BCBS, 26 July 2010, <http://www.bis.org>