

Socioekonomické a humanitní studie

Studies of Socio-Economics and Humanities

1/2011 Volume 1

EDITORIAL

BOJKA HAMERNÍKOVÁ	4
--------------------------------	----------

KONFERENCE FINANČNÍ KRIZE, MĚNOVÉ A FISKÁLNÍ PROBLÉMY SE ZAMĚŘENÍM NA EU (A DALŠÍ EVROPSKÉ STÁTY)

MIROSLAV DOLEŽAL	5
Zahájení konference	

CONFERENCE LECTURES/ VYSTOUPENÍ Z KONFERENCE

LIBOR ROUČEK	6
Úvodní slovo	

HANS-WERNER SINN	8
Rescuing Europe / Záchrana Evropy	

MIROSLAV SINGER	27
Makroekonomický a měnový vývoj v ČR	

PAVEL KYSLKA	32
Krise a rozšiřování EMU	

EVA ZAMRAZILOVÁ	35
K problémům měnové politiky centrálního bankovníctví v pokrizové době	

MILENA HORČICOVÁ	37
Přístupy k řešení současných fiskálních problémů	

FRANTIŠEK PAVELKA	39
Basel I, II, III, IV... a co dále?	

Bojka Hamerníková

Vážení čtenáři,

je mi potěšením představit vám první číslo našeho vědeckého časopisu. Naším cílem je nabídnout vám zajímavé a inspirativní statě z oblasti výzkumu realizovaného na Bankovním institutu vysoká škola a vytvořit tak platformu pro vědeckou diskusi o aktuálních problémech z různých oborů socioekonomických a humanitních věd. Vítány budou jak poznatky teoretické, tak i zkušenosti z praxe.

V rámci dlouhodobé strategie budeme směřovat k zařazení tohoto periodika do Seznamu recenzovaných neimpaktovaných periodik uznaných Radou pro výzkum, vývoj a inovace.

Toto číslo je svým způsobem výjimečné. Otiskujeme v něm nejzajímavější příspěvky přednesené na mezinárodní vědecké konferenci Finanční krize, měnové a fiskální problémy se zaměřením na EU (a další evropské státy) konané 12. listopadu 2010 v Kongresovém centru České národní banky.

Příští číslo bude věnováno aktuálním a zajímavým odborným statím, které úspěšně projdou recenzním řízením.

Vše je tedy před námi. Přejeme si, aby se z našeho časopisu stalo brzy uznávané vědecké periodikum. Jsme si samozřejmě vědomi toho, že bez Vás, čtenářů a potenciálních autorů se neobejdeme. Právě naopak, těšíme se na vaše články, jsme otevřeni vašim doporučením, novým nápadům či námětům. Rádi s Vámi vstoupíme do otevřené diskuse.

Těším se na naši oboustrannou plodnou spolupráci



Bojka Hamerníková
šéfredaktorka

ZAHÁJENÍ KONFERENCE GENERÁLNÍM ŘEDITELEM BIVŠ, a.s.

Miroslav Doležal

Vážené dámy a pánové, vážení hosté, jsem rád, že jste přijali pozvání a je mi ctí přivítat Vás jménem Bankovního institutu vysoká škola na dnešní konferenci v historických prostorách České národní banky, za což bych chtěl poděkovat představitelům ČNB.

Vážené dámy a pánové, rád bych ve svém úvodním vystoupení ukázal na úlohu soukromých vysokých škol v České republice (zejména v období dopadu ekonomické krize) a také bych se rád pochlubil úspěchy Bankovního institutu vysoká škola.

Vysokoškolské vzdělání, hovořím-li za Bankovní institut vysokou školu, tedy finanční vzdělání, a celá ekonomika jsou úzce spjaty. Vzdělání se stává stále více hybným motorem v hospodářském rozvoji a to proto, že dnešní globální svět je zbaven tradičního řádu, a je tedy plný zmatků. Vývoj nových technologií předbíhá vývoj změn ve firmách a institucích. V rámci jedné generace procházíme několika civilizacemi, vzdělání dosažené před 10 lety neodpovídá po 10 letech. Východiskem z této situace je naučit lidi přemýšlet, pěstovat v nich individuální schopnost nezávislého myšlení a umění spojovat existující věci a stávající jevy s novými způsoby. Toto je úloha všech vysokých škol, zejména ale soukromého vysokého školství, které nabízí studijní obory více spojené s praxí. Soukromé vysoké školy jsou schopné pružně reagovat na aktuální potřeby trhu vzdělávání, nabídnout zájemcům o vysokoškolské studium i obory, které nejsou nabízeny na veřejných vysokých školách. Od roku 1999, kdy stát umožnil vznik soukromých vysokých škol, existuje Bankovní institut vysoká škola jako první soukromá škola v České republice. Přetransformovala se z Bankovního institutu, kde zakladatelem byla Česká národní banka. A od roku 2001 je zařazena do mezinárodního vzdělávacího holdingu COGNOS.

Tato škola je úspěšná, má dnes 5 270 studentů. Na úspěšnost BIVŠ neukazuje jen aktuální počet studentů a absolventů, ale i jejich uplatnění na trhu práce. A naši absolventi mají 99% uplatnění a jsou na významných pozicích v bankovním a celém finančním sektoru. Dalším kritériem je i kumulace finančních prostředků na investice a mohu zde říci, že naše vysoká škola, která se rozvíjí i v zahraničí, má novou moderní budovu nejen v České republice, ale i na Slovensku, kde jsme v roce 2009 investovali 25 mil. Kč do budovy v Liptovském Mikuláši.

Tato investice se již vyplácí. V Liptovském Mikuláši studuje 700 studentů. Na Slovensku dnes máme 2600 studentů. Chci tím říci, že soukromé vysoké školy nepotřebují státní podporu, mají-li kvalitní management, ale totéž platí i pro veřejné VŠ a jiné obchodní společnosti.

V České republice je 45 soukromých vysokých škol, na kterých studuje přibližně 55 tis. studentů z 370 tis. vysokoškoláků. Soukromé vysoké školy šetří státu ročně 5 miliard Kč. Bankovní institut vysoká škola patří za 12 let svého působení mezi ty největší a nejužnavější.

Dnes je pro nás rozvoj kvality důležitější, než snižování nákladů a sázka na kvalitu je pro nás silnou zbraní v boji s konkurencí a ekonomickou krizí. Toto nám potvrdil i počet zapsaných studentů do 1. ročníku akademického roku 2010/11. Naše moderní procesy a postupy zajišťují aspekt šetrnosti.

Zkušenosti ukazují, že rozhodnutí o studiu na Bankovním institutu vysoké škole bývá ovlivňováno faktory, jako je atraktivita studijních oborů, úroveň a kvalita výuky, clientský přístup, odpovídající studijní zázemí a v neposlední řadě pověst naší instituce.

Jsme členy Evropského svazu bankovních institucí, BAČR, České manažerské asociace a dalších významných institucí. Rosteme díky novým produktům, regionální strategii, strategickému partnerství s jinými (i zahraničními) vysokými školami a v současné době vidíme možnost růstu i v levných akvizicích. Tyto faktory ekonomického růstu jsou platné i pro jiné obchodní společnosti a my, i když jsme VŠ, jsme obchodní společnost.

Závěrem bych chtěl říci, že nám není lhostejné, že se děti, zejména v Africe, kvůli chudobě nedostanou alespoň k základnímu vzdělání. Proto jsme v měsíci říjnu podepsali smlouvu s významnou humanitární organizací ADRA a v roce 2011 za naši finanční podpory 1 300 000 Kč se bude stavět základní škola v Keni.

Děkuji za pozornost.

Dr. Miroslav Doležal
generální ředitel Bankovní institut vysoká škola, a.s.
mdolezal@bivs.cz

ÚVODNÍ SLOVO MÍSTOPŘEDSEDY EVROPSKÉHO PARLAMENTU

Libor Rouček

Dobré ráno, děkuji za slovo, děkuji za pozvání. Můj projev bude úvodní, na zahřátí.

Svět se krok za krokem zmáhá z nejtěžší finanční a hospodářské krize od 30. let. Vidíme hospodářský růst, ale ten růst je nerovnoměrný. Podíváme-li se do Asie, od Číny přes Malajsii, Singapur, Indonésii, ten růst je masivní, šesti, sedmi, osmi i víceprocentní. Stejně tak je tomu v Indii. Podobně je tomu dnes v Brazílii nebo v Argentině. Na druhé straně ale máme tradiční vyspělé země, kde ten růst je nepatrný, nebo dokonce nulový, v některých případech stále stále minusový. Čili ta obnova se vyznačuje velkou nerovnováhou.

Stejně tak velká nerovnováha je, podíváme-li se na statistiky zahraničního obchodu nebo běžného účtu. Zase vidíme obrovské přebytky, hlavně v Číně, a obrovské deficity nejenom v zemích eurozóny, ale převážně ve Spojených státech. Spojené státy vytvoří každý měsíc deficit ve svém zahraničním obchodě o velikosti přibližně 50 miliard USD. Čína vytvoří za stejné období přebytek 20 – 25 miliard USD. S nerovnováhou zahraničního obchodu je samozřejmě nerovnováha, pokud jde o měny. Z tohoto důvodu, a již zde o tom byla řeč, na zasedání G 20 (pokud jde o G 20, myslím si, že to je mnohem vhodnější rámec pro řešení globálních problémů a globálních nerovností, než byla původní G 8), ale vidíme, jak na zasedání v Soulu je velmi těžké dopracovat se nějakého společného postupu, nějaké koordinace. A v té nerovnováze se objevují názory, podle mého názoru dost bizarní a i nebezpečné, jako například návrat ke zlatému standardu, k té zlaté kotvě, nebo dokonce návrhy, aby nějakým způsobem byly regulovány přebytky nebo deficity v zahraničním obchodu. Já myslím, že toto není cesta k řešení, stejně jako není cesta k řešení snaha o určitou ochranu, o ochranářství, protekcionismus. Protože růst, který jsme měli ve světě, i když byl nerovnoměrný za těch posledních 20 let, tak byl umožněn právě liberalizací obchodu, liberalizací světových trhů. Žijeme-li v době liberalizace, nemůžeme vytvářet nějaké umělé mechanismy, které by bránily obchodu, které by bránily pohybu jak kapitálu, tak zboží a služeb.

Myslím, že naopak, cestou k růstu je další liberalizace. I když politicky nejenom v době nyní po amerických volbách, ale celosvětově, hlavně v západních zemích, to

je myšlenka dost nepopulární, a v nejbližších letech, si myslím, dost nereálná.

Přejdu-li do Evropy, podobnou nerovnováhu vidíme i v Evropě – nejenom v eurozóně, ale v celé evropské sedmadvacítce. Na straně jedné máme v eurozóně země, např. Německo, které vykazují silný hospodářský růst. Podobně třeba Holandsko nebo Rakousko. Máme země mimo eurozónu, které vykazují podobný hospodářský růst (např. Švédsko nebo Dánsko). Stejně je tomu tak, pokud jde o zahraniční obchod. Když se podíváte do Economistu, na posledních dvou stánkách jsou statistiky. Zde vidíme země, jako je Německo, Belgie, Holandsko, Rakousko, země eurozóny, které mají přebytky zahraničního obchodu i běžného účtu.

Na straně druhé ale máme země, které mají obrovské deficity – a není to jenom Řecko. Pokud jde o Řecko, tam je problém nejenom deficitu státního rozpočtu nebo veřejných financí, ale je tam hlavně problém zahraničního obchodu a běžného účtu. Proč toto zmiňuji? Protože jsem toho názoru, že my nemůžeme řešit fiskální a měnové problémy pouze fiskální politikou. Jsou tedy dlouhodobé záležitosti, jako jsou konkurenceschopnost, a tam země, které mají ten obrovský deficit, a není to třeba jenom Řecko, v tom globálním pohledu to jsou i Spojené státy, si musí vytvořit, tak jako to v minulosti dělalo Japonsko, Jižní Korea nebo nyní Čína, strategii nejenom jak vytvořit hospodářský růst, ale jak se větší měrou podílet právě na zahraničním obchodu, aby ten zahraniční obchod byl vyrovnaný.

V Evropské unii, v sedmadvacítce, v eurozóně je to jeden ze základních problémů. Vezmeme-li si Řecko jako příklad a porovnáme-li Řecko např. s Českou republikou nebo s Maďarskem, tak vidíme, že Česká republika vyváží 7 x více než Řecko. Dokonce země, která měla velké problémy a stále je má (rozpočtové, makroekonomická rovnováha), je to Maďarsko, dokonce Maďarsko vyváží 5 x více než Řecko. Čili ta změna, to řešení, ta léčba nebude krátkodobá. Prostě jsou to dlouhodobé záležitosti, kterým je potřeba se věnovat jak na úrovni národní, tak na úrovni Evropské unie.

Pokud jde o Evropskou unii – deficity veřejných financí, bude se zde hovořit o paktu stability a růstu. Já mys-

lím, že ta základní kritéria jsou správná, byla stanovená správně již od začátku, ale problém je s dodržováním těchto kritérií. Do měnové unie vstoupily země, které již na začátku tato kritéria nespĺňovaly. V evropské měnové unii jsou země, které permanentně porušovaly a porušují tato kritéria. A nejsou to jenom země typu Řecko, ale i ty největší, jako je Spolková republika Německo nebo Francie.

Když si vezmeme Francii, nejenom že za posledních 20 let Francie nikdy neměla vyrovnaný státní rozpočet, ale permanentně a pravidelně porušovala pravidla Paktu stability a růstu. Co s tím dělat? To je jedna ze základních klíčových otázek. Má-li unie a eurozóna fungovat, tak tuto otázku je potřeba řešit. Návrhy jsou nejrůznější, vy je znáte podrobněji než já, ale problémem je samozřejmě politická vůle, politické prosazení, ale i otázka sankcí. Jsem toho názoru, že dokud nebudeme mít příslušné sankce, a vidím, jak je těžké tyto sankce prosadit, tak budeme mít obrovské problémy. Toto se řeší v těchto týdnech, bude to i hlavní téma na nadcházejícím summitu v prosinci.

Dovolu, abych krátce zmínil Evropský parlament. Víte, že po přijetí Lisabonské smlouvy, Evropský parlament, i co se týče rozpočtu, má mnohem větší pravomoci. Evropský parlament tyto pravomoci využívá, bude využívat, ale nebude je zneužívat. Pokud jde o rozpočet, zatím není shoda mezi Parlamentem Radou na výši tohoto rozpočtu. My požadujeme navýšení o 5,9 %, Rada, jak víte, mluví o 2,9 %. Pokud jde o Parlament, toto navýšení není nějaké samovolné. Tady jsou již určité dohody, určité garance, které byly dány při vytváření finanční perspektivy na roky 2007-2013, čili my pouze požadujeme dodržení těchto příslibů a záruk. Evropským institucím byly svěřeny Lisabonskou smlouvou další pravomoci. Zmíním například evropskou diplomatickou službu. Čili není možné, aby evropské státy, národní státy předávaly na Evropskou unii více pravomoci, chtěly více práce, ale dávaly méně peněz. Hospodaření institucí Evropské unie je vyrovnané nebo je přebytkové. Nejsou tam deficity. Národní státy v tom svém celku mají deficit veřejných financí roční, který jde do výše přibližně 870 miliard. Evropské instituce žádný deficit nemají, naopak, hospodaří s přebytkem.

Proč by Evropská unie měla dostat více peněz? Protože některé problémy, jsem přesvědčen, se dají řešit spíše na celoevropské úrovni, než na národní. A zde mám na mysli třeba nejen vědu a výzkum, ale také různé infrastrukturální projekty, a vím že se nejen zde, ale i v celé Evropě shodneme na tom, že potřebujeme společnou energetickou politiku. Potřebujeme vytvářet společný energetický trh. Jenže my nemáme potřebnou infrastrukturu, tak abychom byli propojeni plynovody, ropovody, abychom měli energetickou přenosovou síť. A jsem toho názoru, že celoevropské řešení je mnohem efektiv-

nější, než kdybychom tyto sítě vytvářeli krok za krokem jenom na té národní úrovni. Čili uvědomit si, že některé problémy a záležitosti, ne všechny samozřejmě, se dají efektivněji a výkonněji řešit na evropské úrovni, než jednotlivě v 27 státech.

Zmíním samozřejmě také Českou republiku. Někdy mi připadá, když slyším debaty, jak v našich politických kruzích, ale konec konců třeba i v bankovních, že my jsme nějaký ostrov blažených, že žijeme někde na Fidži nebo na Vanuatu, a ne uprostřed Evropy, kde naše ekonomika je totálně prorostlá s ekonomikou evropskou. 2/3 našeho HDP je tvořeno zahraničním obchodem, z toho 3/4 našeho zahraničního obchodu jdou do zemí eurozóny. Čili, když to řeknu diplomaticky, tak je docela nevhodné a směšné, když čteme v novinách nerůznější komentáře našich politických špiček, jako tomu bylo třeba na jaře, když eurozóna měla problémy, a máme radost z toho, že eurozóně se nedaří, že euro klesá vůči dolaru, a jak jsme udělali dobře, že stále máme korunu. Mimochodem, pokud jde o korunu a o euro, debaty na téma, zda vstoupíme do eurozóny, si myslím, že jsou trochu liché, protože když připomenu přístupovou smlouvu, tak všechny nové členské země se na těch přístupových smlouvách zavázaly, že euro přijmou, samozřejmě, že tam není psáno do kdy.

Takže podobně jako Slovinsko nebo Slovensko, které euro přijalo, nebo jako Estonsko, které vstoupí do eurozóny 1. ledna příštího roku, nebo Polsko a Maďarsko, které se snaží splnit kritéria, aby byly v eurozóně co nejdříve, stejně jako třeba Lotyšsko nebo Litva, tak já zde v České republice bohužel nevidím vůli ani v této budově ani v parlamentu ani na Hradě, abychom si dali jasný cíl, jasné datum a všichni bez rozdílu názoru či politické příslušnosti na splnění těch cílů pracovali. Jak říkám, nežijeme na ostrově blažených.

Rád bych poděkoval Bankovnímu institutu, Evropskému hnutí i Nadaci Konrada Adenauera, že byla uspořádána tato debata, protože já myslím, že je potřeba nejen politicky, ale také myšlenkově, intelektuálně, vědecky zapojit se do hlavního proudu evropského myšlení a evropského života. Rád bych poděkoval organizátorům a děkuji i vám za pozornost.

Libor Rouček

místopředseda Evropského parlamentu

libor.roucek@europarl.europa.eu, lroucek@socdem.cz

RESCUING EUROPE

Hans-Werner Sinn

THE EUROPEAN CRISIS

After the global financial crisis that resulted from the bursting of the US housing bubble in 2006 and the default of Lehman Brothers on 15 September 2008, a number of countries on the eurozone's south-western periphery, in particular Greece, Spain, Portugal and Ireland, have faced severe difficulties involving the risk of sovereign debt defaults and a new banking crisis. Other EU countries, above all France, were indirectly affected by this crisis, and in addition some eastern European countries are endangered. Although the EU has tried to contain the euro crisis with extensive rescue operations that have turned the no-bail out philosophy of the Maastricht Treaty on its head, in summer 2010 the danger was not yet over. Obviously, the construction of the eurozone, in particular the rules of conduct for the participating countries, needs to be reconsidered.

This does not mean that the euro should be given up. The euro itself is indispensable for Europe. During the financial crisis it has protected its members from internal exchange rate shocks, it has reduced the European transactions costs for trade, and it is a necessary ingredient of further European integration.

Nevertheless, in this essay, I argue that the euro has not been as beneficial for all European countries as has often been claimed. The euro has shifted Europe's growth forces from the center to the periphery. It has not been particularly beneficial for Germany, for example, and because of a lack of proper private and public debt constraints, it has stimulated the periphery of Europe up to the point of overheating, with ultimately dangerous consequences for European cohesion. The current crisis has not put an end to this development. It has flipped a toggle switch that will shift the forces of growth back from the periphery to the center, although the rescue measures counteract this. I criticize these measures because

of the moral hazard effects they generate and propose a new political design for a more prosperous and stable development of the eurozone. In a sense, this essay can be understood as a new chapter of my Oxford University Press book, *Casino Capitalism*, which had already gone to press and could not take full account of the European crisis¹.

THE RESCUE MEASURES

During the night of 9/10 May 2010 in Brussels, the EU countries agreed a 500 billion euro rescue package for endangered member countries, assuming that supplementary help, to the order of 250 billion euros, would come from the IMF². The pact came in addition to the 80-billion-euro rescue plan for Greece, topped by 30 billion euros from the IMF, that had been agreed previously, and it was supplemented by the ECB decision to participate in the bailout of endangered countries by buying government bonds.

The rescue package consists of two parts: A 60-billion-euro loan facility, called European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM), empowering the EU Council to borrow in the capital market, after a majority decision, and lend to endangered EU countries inside and outside the eurozone, and a further 440-billion-euro package for euro countries granted in the form of intergovernmental help. The funds needed are to be borrowed in the market by a newly formed special purpose vehicle of the euro states, called European Financial Stability Facility (EFSF), and to be transferred to the countries in crisis at market interest rates. The EFSF is located in Luxembourg and is supported by the European Investment Bank.

It works in close cooperation with the European Commission. The bonds it issues to the market are jointly guaranteed by the euro states.

1) H.– W. Sinn, *Casino Capitalism, How the Financial Crisis Came about and What Needs to Be Done Now*, Oxford University Press, Oxford 2010.

2) *The European Stabilization Mechanism, Council Regulation (EU) No. 407/2010 of 11 May 2010 establishing a European financial stabilisation mechanism*, online at www.eur-lex.europa.eu, 7 July 2010; *EFSF Framework Agreement*, 7 June 2010, online at www.bundesfinanzministerium.de, 5 July 2010.

The decisions are reminiscent of the eurobonds (community bonds) to be issued by the European Investment Bank that the Italian Minister of Finance Tremonti already called for at the World Economic Forum in Davos in 2009. But whereas Tremonti wanted the eurobonds to be used for the normal financing of the euro states, the EFSF is motivated by the idea of crisis prevention, applying to countries that face financial difficulties due to extraordinary circumstances beyond their control.

Surprisingly, the framework document is rather vague about the formal procedure to identify such extraordinary circumstances. It states that the European Commission will negotiate a fiscal consolidation program if a country applies for help and that this program will then have to be unanimously accepted by all euro countries, but it does not say who will have to define the extraordinary circumstances to initiate EU actions. The vagueness has prompted some to think that the money is available on demand. The German law implementing the EFSF puts a stop to such interpretation. It states that help can only be provided as an emergency measure to preserve a country's solvency, and it defines a clear sequence for the procedure to be followed after a country has applied for help. First, all euro states (excluding the endangered country or countries), the ECB and the IMF must unanimously agree on the looming insolvency. Then the European Commission and the IMF, in cooperation with the ECB, will negotiate a consolidation plan with the country that is requesting help. And, finally, this plan will have to be unanimously accepted by all euro countries (including the endangered countries). Given that the EFSF was formed by an international treaty outside the EU, Germany's interpretation is binding for the German government and cannot be overruled by EU bodies.

There also was substantial confusion as to the volume of guarantees to be provided by the single euro countries. At first glance the EFSF Framework Agreement says that each state is to guarantee an amount proportional to 120 percent of its ECB capital share. This rule was obvi-

ously meant to cover the worst case, in which Greece, Portugal, Spain and Ireland would all become needy, for 120 percent of the ECB capital shares of the other euro countries applied to the 440 billion euros would then be exactly 441 billion euros. However, the exact formulations of the Framework Agreement differ from this interpretation. On the one hand, § 5(1)a and § 8(2) stipulate that each country's ECB share is scaled up by allocating the shares of the 'stepping-out guarantors' to the other countries and that the 120 percent is then applied to this scaled-up percentage⁹. The logical implication is that in the extreme, when all countries but one step out, this one country would have to guarantee 120 percent of 440 billion euros, i.e. 528 billion euros, single-handedly. On the other hand, § 2.3, in conjunction with Appendix 1, limits each country's guarantee to an absolute amount that equals this country's ECB capital share times 440 billion euros, which is an obvious contradiction. For France this would limit the liability to 90 billion euros and for Germany to 119 billion euros. The confusion must have led to further negotiations after the agreement was signed, as the actual formulations that the European countries implemented in their respective national laws imply yet another rule. France and Germany, for example, stipulated in their respective national laws that they would at most guarantee 120 percent of the capital share adjusted for Greece, as the Agreement treated Greece as a stepping out guarantor from the outset⁹. In the case of France, this is 25.2 percent (120 percent of 21.0 percent) or 111 billion euros, and in the case of Germany, 33.5 percent (120 percent of 27.9 percent) or 147 billion euros¹⁰. Thus, the two countries do not respect the scaling-up of their guarantee percentages for countries stepping out in addition to Greece, as § 5(1) and § 8(2) require, but they guarantee more than the upper limits following from § 2.3 and Appendix 1.

As in the case of Greece, Germany attempted to make the participation of the IMF a precondition for the assistance provided by the EFSF. It succeeded to the extent that the IMF must take part in determining the insolvency,

3) *Statement by the Eurogroup, Brussels, 2 May 2010, and IMF Reaches Staff-level Agreement with Greece on €30 Billion Stand-By Arrangement, IMF Press Release No. 10/176.*

4) *"Now my feeling – I am speaking of a political issue not at economic issue – is [...] now we need a union bond", Tremonti commented, according to Businessweek, at the World Economic Forum in Davos, online at: (www.businessweek.com/globalbiz/content/feb2009/gb2009022_614778.htm).*

5) *EFSF Framework Agreement, Preamble (1).*

6) *EFSF Framework Agreement, § 2(1).*

7) *Gesetz zur Übernahme von Gewährleistungen im Rahmen eines europäischen Stabilisierungsmechanismus, online at: www.bgbl.de, 7 July 2010.*

8) *EFSF Framework Agreement, § 5(1) in conjunction with § 8(2).*

9) *EFSF Framework Agreement, § 8(2)*

10) *See Gesetz zur Übernahme von Gewährleistungen im Rahmen eines europäischen Stabilisierungsmechanismus, 22 May 2010, § 1(1) and § 1(6), online at www.bgbl.de, 7 July 2010. Loi n° 2010-606 du 7 juin 2010 de finances rectificative pour 2010, § 3(f), online at www.legifrance.gouv.fr.*

and that it must approve the consolidation plan. However, the financial participation of the IMF in the rescue package is not a firm condition as in the case of Greece. It is only 'anticipated'.

In addition to the rescue measures for Greece, the 60-billion-euro EU loan program, and the 440-billion-euro program run by the EFSF, the ECB also allowed itself to be included in the new rescue program. Making use of a loophole in the Maastricht Treaty, it decided on 12 May 2010 to buy government securities for the first time in its history, instead of only acknowledging them as collateral¹¹. This was seen by many observers as a fundamental contradiction to the interpretation of the Maastricht Treaty as a stability union that it thus far had endorsed. And what is more: while the ECB had required at least a 'A'- rating for the government bonds it accepted as collateral in the years before the crisis and a 'BBB'- rating during the crisis, it waived the rating requirement for its direct purchase program in order to be able to buy Greek government bonds, which had been given junkbond status by the rating agencies. In December 2009 the ECB had given assurances that it would not even accept such securities as collateral, and that it would return to a 'A'-rating requirement by the end of 2010¹². The representatives of Germany and the Netherlands, who together hold 33 percent of the euro country shares of the ECB but only 14 percent of the voting rights, were outvoted on this decision.

The ECB decision does not incur the risk of inflation because the ECB announced that it will neutralize the monetary effect through other means, presumably through the sale of private-sector assets from its portfolio. Indeed, the purchase of state bonds has little to do with monetary policy, but is a pure bailing-out, transferring the default risk on government bonds from banks to the ECB and hence to the euro states' taxpayers. If a default occurs, this will either reduce the profit transfers to the respective national finance ministries or force the national governments to re-inject new equity into the ECB. Germany will shoulder 27.13 percent of all default losses and France 20.38 percent (according to their respective ECB capital shares).

Table 1 gives an overview of the exposures of the community of all countries as well as France and Germany. It is assumed here that Germany and France guarantee the 60-billion-euro EU loans at their respective shares in the EU budget, which are 20.0 percent and 16.2 percent respectively. Similarly, these countries participate with their respective capital shares of 5.98 percent and 4.94 percent in the IMF funds provided. The next-to-last line gives the bail-out guarantees implicit in the 60 billion ECB purchases of state bonds by 30 July 2010. While the ECB has not announced how large its own bail-out package is, the time trend suggests that the 60 billion euros will be the limit of government bond purchases for the time being.

According to the table, the bail-out guarantee of all programs taken together by 30 July 2010 was 920 billion euros. This is slightly less than the aggregate government debt of Greece, Spain, Portugal and Ireland, which was 1,064 billion euros by the end of 2009. Of the overall bail-out guarantee, Germany and France together bear 378 billion euros, or 41 percent of the total. The rescue packages and the liability limits (billion euro).

FRENCH ALTRUISM

Prima facie the rescue packages have helped the endangered countries, namely Greece, Spain, Portugal and Ireland, whose outstanding government bonds had fallen in value mirroring a dramatic increase in the interest rates these countries had to offer the markets as compensation for an expected default. In fact, however, the absence of a 'haircut' that would have imposed some of the burden of default on the creditors makes it clear that the rescue measures were motivated not solely by altruism, but by the attempt to avoid write-off losses in the respective national bank balance sheets. This aspect made the rescue measures a means of redistributing

Table 1

The rescue packages and the liability limits (billion euro)

	All countries	Germany	France
European Financial Stability Facility (EFSF)	440	147.4	110.7
European Financial Stability Mechanism (EFSM, European Commission)	60	12.0	9.7
IMF euro rescue plan	250	14.9	12.3
EU rescue plan for Greece	80	22.3	16.8
IMF rescue plan for Greece	30	1.8	1.5
ECB purchases of government bonds (up to 30 July 2010)	60	16.4	12.3
Sum	920	214.9	163.3

Notes: Line 1: ECB capital shares (euro countries except Greece), increased by 20%. Line 2: 2008 shares in EU Budget. Line 3: Current IMF capital shares (5.98% for Germany and 4.94% for France). Line 4: ECB capital shares (euro countries without Greece). Line 5: as line 3. Line 6: ECB capital shares (euro countries).

Sources: EFSF Framework Agreement, 7 June 2010, online at www.bundesfinanzministerium.de, 5 July 2010; EU, *The European Stabilization Mechanism*, Council Regulation (EU) No 407/2010 of 11 May 2010 establishing a European financial stabilisation mechanism, online at www.eur-lex.europa.eu, 7 July 2010; European Commission, *EU Budget, 2008 Financial Report* (Luxembourg 2009), p. 67; ECB, 1 January 2009 – *Adjustments to the ECB's Capital Subscription Key and the Contribution Paid by Slovakia*, Press release 1 January 2009; IMF, *Updated IMF Quota Data – June 2010*, online at www.imf.org, 5 July 2010. Calculations by the Ifo Institute.

11) *ECB Decides on Measures to Address Severe Tensions in Financial Markets*, ECB Press Release of 10 May 2010 (<http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>).

12) *Guideline of the European Central Bank of 10th December 2009*, online at www.ecb.int, 9 July 2010.

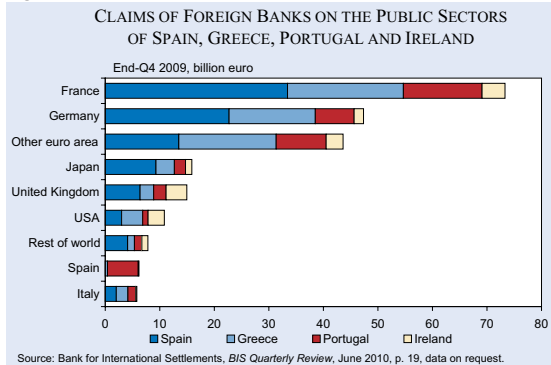
wealth between the creditor countries and caused enormous pressure, tension and friction.

The negotiations of 7–9 May 2010 that lead to the re-interpretation of the Maastricht Treaty must have been difficult, if not chaotic. Since rescue measures beyond the pre-arranged Greek package had not been on the agenda for the Brussels meeting, German Chancellor Angela Merkel thought she could safely go to Moscow to commemorate the end of World War II – unlike President Sarkozy, who declined Russian Prime Minister Vladimir Putin's invitation. Angela Merkel participated on Friday, 7 May, when the rescue package was added to the agenda. She was able to influence important preliminary decisions, but she had already committed to go to Moscow and returned to the meetings only on Sunday afternoon. Worse, the leader of the German delegation to the EU meeting, Finance Minister Wolfgang Schauble, fell ill and had to be taken to hospital in Brussels. This left the German delegation temporarily headless until Thomas de Maiziere, Germany's Minister of the Interior was brought in to replace him. French President Nicolas Sarkozy, in contrast, was fully active during the meeting. He asked for huge sums of money and, as Spanish Prime Minister Jose Luis Zapatero reported, threatened to pull France out of the euro and break up the Franco-German axis unless Germany opened its purse¹³. After just two days of negotiations, the Maastricht Treaty's no-bailout clause, which Germany once had made a condition for giving up the Deutsche Mark, was defunct.

France's implacability, in Germany's political circles widely perceived as recklessness, can be explained by the fact that its banks were affected particularly strongly by the crisis, since they held a large volume of government securities of troubled countries. By the end of 2009, French banks had invested 21 billion euros in Greek government bonds, whereas German banks had invested only 16 billion euros¹⁴. Similarly, as Figure 1 reveals, at the same time French banks were holding substantially more debt issued by the governments of Spain, Portugal and Ireland, totaling 52 billion euros, than banks of any other EU country. Even German banks only had an exposure of 32 billion euros. Figure 1 suggests why President Sarkozy was so determined to organize the rescue packages and was even willing to sacrifice the Franco-German axis to achieve his goals.

From a French perspective it was definitely preferable to opt for collective rescue measures, as this implied that some of the over-proportional burden expected for their own banks would have to be shared by other countries, above all Germany. While Germany contributes one third (33 percent) more to the rescue packages for Spain, Portugal and Ireland than France, France's exposure is two-thirds (65 percent) higher than Germany's.

Figure 1



The situation at first glance seems a bit less extreme with regard to Greece. While Germany again contributes a third more to the rescue package for Greece than France, the French exposure to Greek government bonds exceeds the German one only by one third (34 percent). However, it is worth noting that French banks own a non-negligible share of the Greek banking system. For example, French bank Credit Agricole is the owner of Emporiki Bank, Greek's fourth-largest commercial bank.

After the rescue measures, it comes as no surprise that not a single French bank failed the EU stress test for banks published on 23 July 2010¹⁵. While the French banking system had weathered the US financial crisis well, because it was not overly exposed to US assets¹⁶, it would have been hit fully by the southern European debt crisis, had the rescue measures not been taken. With these measures in place, passing the test was not a problem. As European banks held the lion's shares of their southern government bonds in their banking rather than trading books, they did not have to report the diminished market values of these bonds in the stress tests, but were allowed to evaluate them at their nominal

13) *Fears over Greek Bailout Send Shares and Euro Tumbling*, *The Guardian*, 14 May 2010 (<http://www.guardian.co.uk/business/2010/may/14/nicolas-sarkozy-threatenedeuro-withdrawal>).

14) Bank for International Settlements, *BIS Quarterly Review*, June 2010, p. 19, data on request. The sums listed here (in US dollars) were converted into euros using the exchange rate of 31 December 2009 (1 euro = 1.4406 US dollars).

15) See Committee of European Banking Supervisors, *2010 EU Wide Stress Testing, Summary of the 91 bank-by-bank results*, pp. 11–14.

16) See H.-W. Sinn, *Casino Capitalism*, op. cit., chapter 8.

face values, arguing that they planned to hold them to maturity and that the European rescue measures would guarantee the repayment.

WAS THE EURO REALLY ENDANGERED?

Politicians claimed and obviously believed that the bailouts were necessary to prevent a systemic crisis of the euro. There was no alternative to a bailout over the weekend of 8 and 9 May 2010, it was argued, for the financial markets were in such disarray that Europe's financial system, if not the western world's, would have collapsed had the rescue packages not been agreed immediately, before the stock market in Tokyo was to open on Monday morning, 2 am Brussels time. The similarity to the collapse of the interbank market after the insolvency of Lehman Brothers on 15 September 2008 seemed all too obvious.

The official documents also argue along this line. The EFSF Framework Agreement, the EU Council regulation for the 60-billion-euro package and, for example, the official recommendations that the German government gave to its Parliament, all repeat the formulations of Article 122 of the EU Treaty, according to which assistance by EU countries is allowed if member states are threatened with serious difficulties that are beyond their control¹⁷. Up to recently, this formulation had always been interpreted as

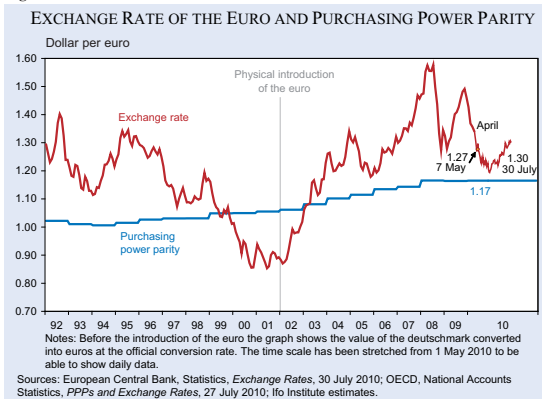
not being applicable to the bailing-out of debtors. However, the euro governments now explicitly based the bailout actions on it arguing that the debt crisis endangered the solvency of entire states and posed a serious threat to the financial stability of the monetary union itself. Leading EU politicians changed their language over the weekend of 8/9 May, reinterpreting what formerly were debt crises of particular countries as a 'systemic crisis' that could also endanger countries that had not violated the rules. The euro itself was endangered. The Euro Group chairman, Jean-Claude Juncker, spoke of a 'worldwide organised attack against the euro'¹⁸. Chancellor Merkel and French President Sarkozy stressed in a joint declaration that 'we must prevent speculators from endangering the adjustment efforts that have become necessary because of the recently overcome economic and financial crisis'¹⁹. Chancellor Merkel said that the future of the euro was at risk²⁰, and she warned in her speech at the ceremony awarding the Charlemagne Prize in Aachen: "If the euro fails, [...] then Europe will fail, then the idea of European integration will fail"²¹. Both French President Sarkozy and ECB President Jean-Claude Trichet spoke of a systemic crisis²². "The euro faces a systemic crisis. Thus a systemic answer is needed", said President Sarkozy²³.

The euro was evidently endangered politically, because President Sarkozy had played for high stakes. The question, however, is whether the euro was also endangered economically, or what could have been meant by talk of such a threat other than the losses threatening the holders of the government bonds. If write-offs had to be accepted on government securities, which were purchased out of a profit motive, it seems a bit odd to claim to be beset by dangers beyond one's control, in order to be able to invoke Article 122 of the EU Treaty. So other dangers must have been lurking.

A possible hypothesis could have been that the euro was in danger of losing much of its internal and external value in this crisis. However, there is little empirical evidence of such a development.

A look at Figure 2 shows that the euro was not endangered in terms of uncontrolled exchangerate move-

Figure 2



17) EFSF Framework Agreement, *op. cit.*, preamble (1). Council Regulation (EU) No. 407/2010, Official Journal of the European Union, 11 May 2010, online at www.eur-lex.europa.eu, 9 July 2010. *Beschlussesempfehlung des Haushaltsausschusses* (8. Ausschuss) zu dem Gesetzentwurf der Fraktionen der CDU/CSU und FDP – Drucksache 17/1685, Deutscher Bundestag.

18) *Eurolander sagen Spekulanten den Kampf an*, Spiegel Online of 8 May 2010, www.spiegel.de.

19) *Joint Communiqué of Chancellor Merkel and French President Sarkozy to the Presidents of the European Council and the European Commission*, Press Release of the German Federal Government of 6. May 2010, www.bundesregierung.de.

20) *Protecting the Euro*, News Item of the German Federal Government of 10 May 2010 www.bundesregierung.de.

21) *21 Kämpfer für Europa*, News Item of the German Federal Government of 13 May 2010 www.bundesregierung.de.

22) *EZB soll direkt Staatsanleihen kaufen*, FAZ.NET, 10 May 2010, www.faz.net.

23) *Handelsblatt Online*, *Euro-Rettungsbeschluss soll Spekulanten zähmen*, 9 May 2010, www.handelsblatt.com.

ments. On Friday, 7 May 2010, the last trading day before the agreement, one euro cost 1.27 dollars. This was indeed less than in previous months but much more than the 0.88 dollars which were the average of January and February 2002, when the euro currency was physically introduced.

An objective measurement of a currency's value is the OECD purchasing power parity. The purchasing power parity is a kind of natural exchange rate, as it equates the cost of an average goods basket in the considered countries. The purchasing power parity is shown as a blue line in Figure 2. Since it recently stood at 1.17 dollars, it is not possible to talk of the euro being endangered on this basis. If the euro was endangered, it was because of the official announcement made for legal reasons that the euro was facing a systemic crisis. As the figure shows, after the declaration of the rescue packages for a while the exchange rate even kept declining.

Figure 3 further shows that there were no indications of an unexpectedly strong decline in domestic purchasing power because of inflation. Most recently, in July 2010, the inflation rate in the euro area amounted to 1.7 percent. That was one of the lowest rates since the introduction of the euro. It was also much lower than the inflation rate of the Deutsche Mark during its 50 years of existence, which averaged 2.7 percent between 1948 and 1998. In this respect as well there was no evident danger.

The euro obviously was not endangered in this crisis. Endangered was the French banking system, as well as the ability of the countries of Europe's south-western periphery to continue financing themselves as cheaply in the capital markets as had been possible in the initial years of the euro. The next section will try to shed some light on this issue.

THE TRUE PROBLEM: RISING INTEREST SPREADS

The decline in the market value of government bonds during the crisis that so upset President Sarkozy was equivalent to an increase in the effective interest rates on these bonds. In Figure 4 the development of interest rates is plotted for ten-year government bonds of the euro states since 1994. Evidently, the interest rate spreads were rising rapidly during the financial crisis, as shown on the right-hand side of the diagram. No doubt, there was some danger, but it was danger to very specific countries rather than a systemic danger of the euro system as such. Apart from France, which was indirectly affected via its banks' ownership of problematic state bonds, the endangered countries include Greece, Ireland, Portugal, Spain and Italy (and to a limited extent Belgium), if the criterion is the increase in interest rates in recent months. The countries that were neither in danger

via their creditor banks nor in terms of increasing interest rates included Germany, the Netherlands, Austria and Finland.

Figure 3

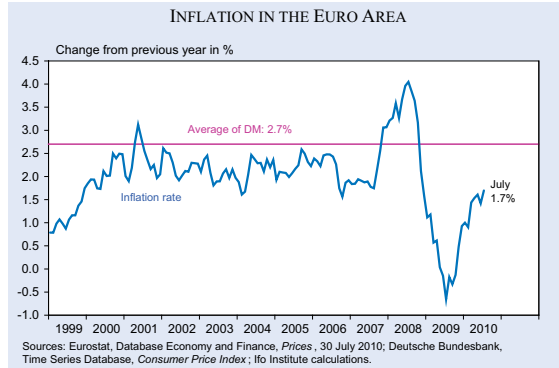
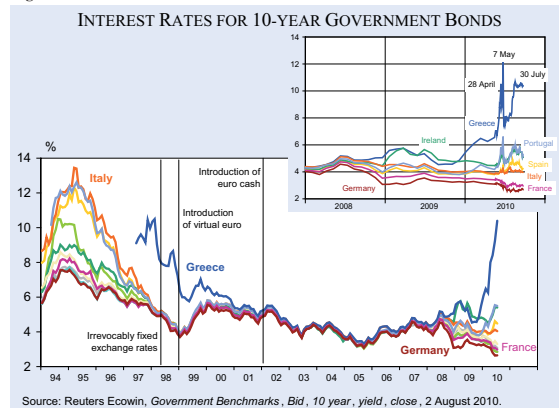


Figure 4



However, apart from Greece, even for the countries directly affected the danger was limited. As the figure shows, interest spreads relative to Germany had been much more problematic before the euro was introduced. In 1995, Italy, Portugal and Spain on average had had to pay 5.0 percentage points higher interest rates on ten-year government bonds than Germany.

Among the reasons for the spreads at that time was the non-existence of a common European capital market, because fluctuating exchange rates and transactions costs created a large burden for international investments and kept the markets apart, but arguably the expectation of systematic currency devaluations was even more important. While international investors who bought a country's government bonds may not have been afraid that the debtor countries would formally default on their debt, they were afraid that these countries would implicitly default by deliberately inflating and de-

valuing their currencies. The expected losses resulting from the inflation-cum-devaluation strategy had to be compensated for by interest surcharges that the debtor countries offered their creditors for both public and private loans, bonds and debentures.

As it was known that the exchange risk and transactions costs would disappear with the euro, the interest rates began to converge as soon as a country was expected to become a member of the eurozone and once no further exchange rate realignment was expected. The chart shows that this happened with ten-year government bonds in the months before the set of member countries was determined and the conversion rates irrevocably fixed on 3 May 1998²⁴. A similar development must have taken place with private debt instruments, although, unfortunately, a comparable statistic is not available.

Even Greece profited from the interest-rate convergence once it was allowed to join the euro area on the basis of doctored budget-deficit figures for the reference year 1999. Greece was allowed to participate in the euro because it had claimed that its budget deficit in that year was 1.6 percent of GDP. However, as soon as Greece was in, Eurostat revised its deficit to 3.3 percent, more than the allowed threshold of 3 percent. Later Eurostat withdrew even that figure, without offering a new one²⁵. Some argue that the deficit was as high as 6 percent. In a report on Greece, the European Commission declared that the Greek statistical office and the country's supreme

supervisory authority had 'deliberately falsified' the statistics²⁶. They obviously wanted to give the impression of better compliance with the Stability and Growth Pact.

The current crisis is characterized by a new divergence of interest rates. While the risk of implicit default via inflation and devaluation has disappeared under the euro, investors began to fear the explicit default of countries suffering under the consequences of the world financial crisis, demanding compensation through higher interest rates. Not only for Greece, but also for Ireland, Portugal and Spain, and to some extent even for Italy, interest rates rose up to 7 May 2010, the day before the bailout decisions of the EU countries. After this agreement, the interest-rate spreads did decrease for a while compared to the German benchmark, but after only a few weeks they were again on the rise with some easing in the weeks before the European summer holiday season.

Figure 4 shows why not only France but also many other countries regarded the interest rate development as alarming. Before the introduction of the euro, they had suffered very much from the high interest rates that they had to offer to skeptical international investors. At that time the interest premia on government debt that the investors required was the main reason for these countries to want to introduce the euro. They wanted to enjoy the same low interest rates with which Germany was able to satisfy its creditors. The calculation seemed to have paid off, because since 1998 the interest-rate premia over German rates had in fact nearly disappeared. Nevertheless, now with the European debt crisis, the former circumstances threatened to return. The advantages promised by the euro, and which it also delivered for some time, dwindled away. This and nothing else was the reason for the crisis atmosphere in the debtor countries. The alarm felt by these countries, linked with the fear of further losses on government bonds in the creditor countries, fuelled the political pressure that led to the rescue actions.

Figure 4, in conjunction with Figures 2 and 3, clearly shows that there was no crisis of the euro itself, but only a crisis in those creditor countries that faced high losses, or debtor countries that expected high interest rates on new bond issues. The alarm was subjectively understandable. However, there was no systemic crisis justifying the application of Article 122 of the EU Treaty. At no point in time was the euro economically endangered.

Table 2 gives a more precise meaning to these statements in that it depicts the numerical magnitudes of the

Table 2
Average interest rate spreads relative to Germany for the euro countries protected by the euro rescue plan EFSF (ten year government bonds)

	Difference in percentage points	Direction of change	Background/ reason
1995	2.60		Pre euro
2008	0.40	↓	Euro
7 May 2010	1.08	↑	Crisis
13 May 2010	0.64	↓	Rescue
June 2010	1.10	↑	New crisis?
8 June 2010	1.26		
30 June 2010	1.14		
30 July 2010	0.89		

Sources: Reuters, EcoWin, *Government Benchmarks, Bid, 10 Year, Yield, Close*, 2 August 2010; Ifo Institute calculations.

24) See European Central Bank, *Annual Report 1998, Chronology of monetary policy measures taken in the EU in 1998*, p. 163 f.

25) Eurostat, *Economy and Finance, Database*, epp.eurostat.ec.

26) European Commission, *Report on Greek Government Deficit and Debt Statistics*, Brussels, 8 January 2010, epp.eurostat.ec.europa.eu

interest spreads of the euro states protected by the EFSF in the various time periods. While the mean weighted interest spread of these euro states (except Greece and Germany) relative to Germany was 1.08 percentage points on 7 May 2010, it had been 2.6 percentage points in 1995, before the euro was introduced, which was more than twice as high.

The table shows that in the first few days after the rescue measures the spreads declined somewhat. The minimum average spread was 0.64 on 13 May 2010. However, the average spread soon began to rise again. A possible reason was a lack of credibility of the rescue measures, which can be attributed to their being limited to only three years and possibly also to the more than disturbing circumstances under which France had twisted Germany's arms and the pitiful reactions of Germany's political class. The lack of agreement between Europe's two biggest countries did not provide a basis for hoping that the rescue pact will be prolonged in its current generous form beyond the three years stipulated in the Framework Agreement. For sure, the two governments will work hard over the summer of 2010 to come up with a unanimously supported joint proposal for a prolongation of the pact, aimed at publicly demonstrating the strength and invulnerability of the Franco-German axis.

As it turned out, the spreads increased after the rescue measures to levels higher than before such measures were agreed. On 8 June the spread reached a maximum of 1.26 percentage points, and throughout June it was hovering around an average of 1.1. By the end of the month it was 1.14. All this was significantly more than on Friday, 7 May, the day it was feared that the world would go under unless the rescue measures were agreed to immediately. If the world was about to go under at a spread of 1.08 points, then it should have gone under many times over in June 2010 – but it did not. This confirms the view that some of Europe's leaders may have overly dramatized the crisis, while others may have been overly frightened.

Many claimed that there was a conspiracy of speculators that had purposely sought to depress the value of government bonds issued in the eurozone. The German federal government also went along with this explanation of the crisis. It is said that this information had come from intelligence services. But no evidence was released that could have justified the empirical significance of such speculators. It is true that the growing anxiety over national insolvencies and debt moratoriums, as well as the subordinating positioning of their claims to those of the IMF, led investors to reassess the risks. However, this was a natural development in the capital markets and not a conspiracy. What most country representatives interpreted as a euro crisis was a necessary differentiation of interest rates based on the creditworthiness of the

borrowers that was moving again in the direction of the pre-euro era, though in no way near the spreads existing at that time.

A SECOND LEHMAN BROTHERS?

It has often been argued that the crisis had the potential to result in distortions similar to the insolvency of Lehman Brothers on 15 September 2008. However, the similarity is only superficial, since the Lehman disaster had induced countries to establish bank rescue systems that were fully operative when the European debt crisis struck and would therefore again have prevented banks from defaulting.

The Lehman Brothers collapse triggered an interbank market collapse because an event had happened, namely the bankruptcy of a systemically relevant bank, that had hitherto been deemed impossible. Suddenly, banks stopped trusting one another. As lending involved the risk of losing money, banks preferred to keep their funds in liquid form, and the flow of savings towards final investors was interrupted. A credit squeeze transferred the financial problems to the real economy.

This problem was resolved when the G7 governments formally agreed, in their meeting in Washington on 11 October 2008, that they would henceforth rescue all systemically relevant banks should they run into trouble. This agreement rapidly unfroze the capital market and solved the crisis at the time, and it would also have prevented a new one. As the promises have not yet expired and rescue funds were still in place on 7 May 2010, a breakdown of the European interbank market after the turbulences of that day would have been impossible. Had the community of states not offered to help with the joint rescue measures agreed on 8/9 May, each single state would have been obliged to save its own banks. In Germany, for example, an unused stock of 50 billion euros was readily available with the SoFFin, the German banking rescue fund, to acquire ownership in banks by injecting new equity capital. Moreover, all the other rescue measures installed after the Lehman debacle were still in place. Similar provisions that would have safely excluded a breakdown of the inter-banking market for sure existed in France and the other EU countries that were indirectly affected by the crisis in Europe's southwestern periphery.

If anything, the parallel to the Lehman Brothers case could have been justified only insofar as there was the risk of the Greek insolvency triggering a chain reaction that would have led to the insolvency of Portugal, Spain, Ireland and, in the end, Italy. It is debatable how large this risk really was. After all, Spain and Ireland have debt-to-GDP ratios significantly lower than those of Germany and France, and even Portugal is better than France in this regard. Even if the Irish and Spanish debt

had nevertheless caused a problem, these countries could have easily raised their taxes to reduce their budget deficits. It is a bit difficult to understand why highly indebted countries should have been needed to bail out low-debt countries to prevent an uncontrollable development of the European crisis.

Still, given the market reactions, the fear was not entirely unfounded, and hence it might have been advisable to provide at least some help to the endangered countries. However, the question is whether it was necessary to design the bailout measures so as to maximize the protection of banks rather than the support of the troubled countries themselves.

THE ALTERNATIVES

Politicians claim that there was no alternative to the measures taken on 8 and 9 May. This is of course not true. There are always alternatives, and it is a matter of choosing which one to take.

One alternative to the policy chosen by the EU could have been the American solution. As a rule, federal states in trouble in the United States are not bailed out. In US history, some states were even allowed to go bankrupt without receiving help from the federal government. And when New York City in the very last minute received federal aid to prevent a formal bankruptcy in 1975, brought on not least because of the extensive social programs introduced by Mayor John V. Lindsay, it was subjected to an independent supervisory authority, the Municipal Assistance Corporation (MAC), that forced it to restore its creditworthiness by running an austerity program and pawning its future tax revenue. In light of the fact that Europe is a confederation of independent states rather than a union of federal states like the United States, it was not particularly plausible to organize a more extensive and generous bailout than the United States would have done under similar circumstances.

In fact, this had been Germany's position when the Maastricht Treaty was negotiated shortly after the Berlin Wall came down in 1989. While Germany had basically accepted Jacques Delors's plan for a common currency in exchange for France's consent to German unification, it had insisted on waiving the bailout procedure that was part of that plan, opting for the American way. For this reason Article 125 of the consolidated EU Treaty excluded a mutual liability of EU member states, and Article 122 was tailored to the case of natural catastrophes beyond a country's control. With the European rescue measures, the spirit of the Maastricht Treaty has been turned on its head, and it remains to be seen whether Germany's Supreme Court will accept the reasoning of Europe's leading politicians. Currently a number of constitutional complaints against the rescue measures are pending.

Another, probably better alternative would have been a bailout procedure similar to the kind agreed, coupled with a debt moratorium or haircut at the expense of the creditors. In private bankruptcy law, restructuring funds are not available unless a well-defined reduction of creditors' claims is negotiated beforehand, so as to ensure that the help will benefit the troubled company rather than its creditors and induce the necessary caution in investment decisions. The risk of losing at least some part of one's capital is essential for investors' prudence and minimizing the risk of bankruptcy in the first place. The IMF also usually demands a haircut before granting loans to troubled countries.

Had the EFSF been combined with a haircut at the expense of creditor banks, the available funds would have benefitted the troubled countries directly. They would have enjoyed a debt relief, and the fresh money coming from the rescue funds would have flown into the needy countries rather than into the pockets of the creditor banks' shareholders. This would have given them the chance for a successful restart of their economies, and it would have warned creditors to be more careful in the future and to demand sufficient interest premia to cover the idiosyncratic country risks.

Sure, the higher interest rates would not have pleased the debtor countries. But this would have to be accepted. Every capital market needs interest spreads that reflect the risk differences between various investments. Eliminating these spreads artificially with policy measures will result for sure in serious moral hazard effects on the part of debtors and creditors, undermining the market discipline. This is the major reason why a haircut would have been necessary.

If a haircut were set at 5 percent per year from the date of a bond issuance, the interest rate on the government bonds could rise by a maximum of 5 percentage points. That is not much, but could be enough to induce the creditors to be more cautious and the borrowers to be reserved in taking on debt. The debt bubble would not have expanded further, and the pressure on the bubble would even have receded.

A well-defined haircut would have excluded the possibility of a panic chain reaction pulling other euro countries into the whirl of events. A panic is possible whenever the fear of losses that go beyond all limits arises. With a well-defined haircut, followed by a rescue program of the kind agreed by the EU countries, no panic could have emerged, and yet the beneficial disciplinary effects on creditors would have come about.

Policy-makers may hope that they will be able to discipline the debtor countries also with reporting obligations and regulations. However, the history of the Stability and

Growth Pact shows that these hopes are not very well-founded. While an improvement of the Pact is certainly necessary, nothing disciplines the debtors more than the fear of interest rate increases in reaction to unsound budget policies. The euro rescue pact should not have abandoned this instrument.

As the pact is formulated, it is an incalculable risk for the euro. It will lead to a further enlargement of the European debt bubble and will subsequently induce transfer payments to the debtor countries, as this will be the only way to prevent the bubble from bursting. Europe is now embarked on the path to a transfer union.

The lack of a haircut is the fundamental policy mistake made over the weekend of 8/9 May 2010. If it was not a deliberate policy decision to rescue the French banking system, this mistake can possibly be explained by the lack of time for the negotiations. It is difficult if not impossible to come up with a thought-through proposal within 48 hours of time. The inconsistencies and contradictions of the bailout treaty explained above have already demonstrated the great confusion that must have prevailed among the European countries over that weekend. Rather than arguing that an agreement had to be signed before Monday morning when the stock markets opened, the stock markets could have been kept closed for a week to allow the European leaders to come up with a more carefully designed agreement. And if, as the EU leaders claimed, the euro or the government bonds of some European countries were really threatened by speculative attacks, the leaders could have forbidden short sales, similar to the decision the German government took unilaterally on 18 May 2010. This might even have resolved the situation, and if not, it would have bought time to come up with a more meaningful agreement.

TWO THEORIES OF HOW THE EURO CHANGED EUROPE'S ECONOMY

To understand the economic significance of the current euro crisis and the rescue packages for Europe, it is useful to first look backwards and understand how the euro has reshaped the landscape of Europe. There is an op-

timistic and a pessimistic theory of what has happened. According to the optimistic theory, the pre-euro interest spreads were a sign of inefficiency as they resulted from an unnecessary exchange rate uncertainty that had effectively separated capital markets and that was removed by introducing the euro. The interest convergence under the euro and the creation of a common European capital market improved the allocation of capital in the eurozone and stimulated aggregate growth in Europe.

According to the pessimistic theory, the pre-euro interest spreads reflected differing national inflation rates and corresponding expectations of currency devaluations. When the euro came, the devaluation expectation disappeared, and hence interest rates converged. However, this was a mistake insofar as investors had not anticipated that the devaluation risk had now simply been replaced with a formal default risk for private and public creditors. During the crisis, investors became aware of this mistake and adjusted their interest claims accordingly.

According to the optimistic theory, national differences in inflation rates do not pose a problem but are part of an efficient development of the European economy. They are simply equilibrium relative price changes that result from an international convergence of productivities, wages and prices²⁷. The divergences of national inflation rates are part of the respective true national marginal products of capital that must be equated in order to achieve an intertemporal Pareto optimum, according to the seminal theorem of Dorfman, Samuelson and Solow²⁸. Hence, the euro is a means to bring about an efficient allocation of capital in Europe by inducing an international convergence in nominal interest rates even though the national inflation rates differ.

Ten years ago, in an article that I wrote with Robert Koll in this journal, we specified this optimistic theory in more detail, and it may be useful to briefly present the underlying logic²⁹. We distinguished between what before the euro was the 'deutschmark zone' including Germany, Austria and the Netherlands (GANL) and the rest of the later eurozone (ROE). The countries belonging to the deutschmark zone had pegged their exchange rates and faced nearly identical interest rates on government debt

27) *Such a convergence would take place, for example, via the so-called Balassa-Samuelson effect. The Balassa-Samuelson effect says that an open economy catching up with more developed economies has a higher inflation rate as productivity convergence in the manufacturing of traded goods translates into a wage and price convergence. While the prices of manufactured goods are determined internationally, the prices of non-traded goods such as the prices of real estate and local services increase with the wages determined by the productivity in manufacturing. See B. Balassa, "The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal", *Journal of Political Economy* 72, 1964, pp. 584–596, and P. A. Samuelson, "Theoretical Notes on Trade Problems", *Review of Economics and Statistics* 46, 1964, pp. 145–154. For an introduction of this theme into the euro debate see H.-W. Sinn and M. Reutter, *The Minimum Inflation Rate for Euroland*, CESifo Working Paper No. 377, 2000 and NBER Working Paper No. 8085, 2001.*

28) R. Dorfman, P. A. Samuelson and R. Solow, *Linear Programming and Economic Analysis*, McGraw-Hill, New York, 1958.

29) H.-W. Sinn and R. Koll, "The Euro, Interest Rates and European Economic Growth", *CESifo Forum* 1, No. 3, 2000, pp. 30–31.

before the euro was in place. These rates were substantially lower than in the other countries that would later join the euro. The interest conversion that the euro brought about (see Figure 4) would in such a setting imply a reallocation of capital that improves the overall efficiency of the European economy.

The argument is clarified in Figure 5, which compares the actual history of Europe with a counterfactual history had the euro not been introduced. (The figure does not compare the Europe of today with that before the euro was introduced because in such a comparison too many other things that have changed would have to be taken into account. Moreover, it only represents a qualitative theo-

retical argument as shown in the figure that results from the separation of capital markets. The capital allocation to the two regions is represented by point D. The distance from the left vertical to D shows the capital invested in the ROE countries, and the capital invested in the GANL countries is represented by the distance between D and the right vertical.

The introduction of the euro makes interest rates converge to i^* because the capital markets are now integrated. A new international allocation of capital emerges that is represented by point E rather than D. DE is a capital export from the GANL to the ROE countries.

The reallocation of capital reduces the output or GDP of the GANL countries by the area CBED underneath the respective marginal product curve, but it increases the output of the ROE countries by the area ABED. As the latter is bigger than the former, the euro obviously boosts aggregate economic growth by improving the allocation of capital. The aggregate output is higher by the triangle ABC than it would have been without the euro.

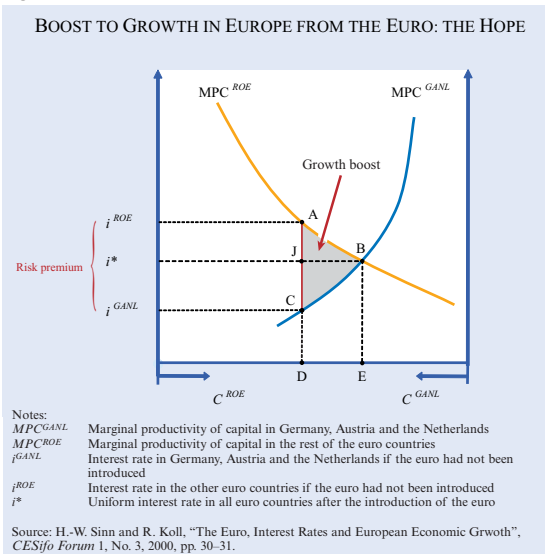
While it seems at first glance that the GANL countries are losing from the reallocation of capital as their output shrinks relative to what would have happened without the euro, this is in fact not true, as capital owners from these countries who earn a higher rate of return gain more than wage earners and other domestic income recipients lose. The income of all residents of the capital exporting GANL countries taken together, including the income earned abroad which is JBED, increases by JBC. Likewise, the income of the capital importing ROE countries, net of the interest they have to pay on imported funds, increases by ABJ. The sum of these national gains is the increase in aggregate output, ABC.

Nevertheless, of course, as output shrinks in the GANL countries, the group of losers in these countries is probably large. They include all people who do not receive capital income such as workers and employees as well as owners of real estate, who offer factors of production that are complements of capital. The export of capital reduces the marginal products of these factors of production and hence depresses the corresponding factor incomes.

Despite the fact that large income groups in the GANL countries have been losing from the introduction of the euro, the theory presented thus far sheds a very favorable light on the euro. By removing the exchange rate uncertainty it improves the working of the capital market, brings about a convergence process and helps Europe grow faster in the aggregate.

However, in the aftermath of the euro crisis the pessimistic theory mentioned above gains plausibility, according to which the differences in interest rates in the absence

Figure 5



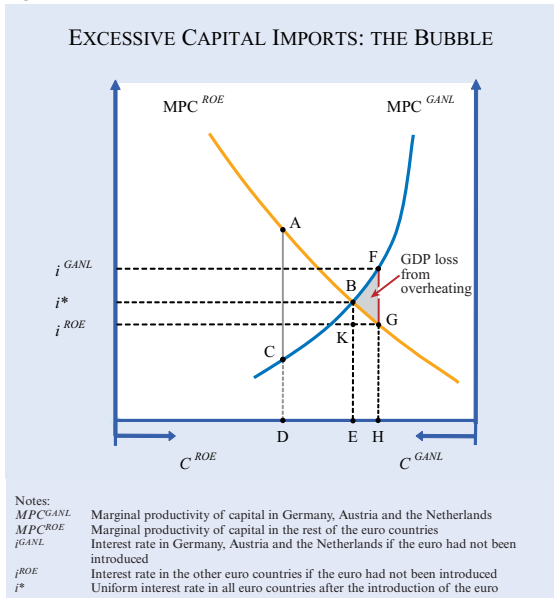
retical argument and cannot be interpreted numerically.) The width of the diagram in Figure 5 reflects the capital that is today available in the euro countries. The capital used in the previous deutschmark zone, C^{GANL} , is measured from right to left, and the capital in the rest of the eurozone, C^{ROE} , is measured from left to right. The two curves depict the marginal product of capital invested in the two regions, MPC^{ROE} and MPC^{GANL} , respectively. The marginal product of capital is the internal rate of interest this project can bear without becoming unprofitable for the investor. It is defined including the change in the relative national price level according to the Dorfman-Samuelson-Solow theorem. The corresponding curves reflect the set of available investment projects, ordered inversely to their marginal products. It is assumed that in each region all investment projects are realized whose internal rate of return is above or equal the respective interest rate, i^{ROE} and i^{GANL} , respectively. In the counterfactual scenario without the euro there is

of a euro reflect the implicit country default risk due to a systematic inflation-cum-devaluation policy. Figure 6 illustrates this pessimistic interpretation. The interest rate i is now defined as the true mathematical expectation of the interest rate rather than the nominal rate formally agreed in a debt contract. Let us call this interest rate the effective interest rate. The effective interest rate is the nominal interest rate minus the expected rate of currency devaluation relative to the deutschmark or minus the expected default loss per unit of capital invested, respectively. If, for example, the nominal interest rate is 10 percent while the annual rate of currency depreciation or the annual probability of default is 7 percent (implying a 50-percent default risk in ten years), the effective rate of interest is only 3 percent. Had the euro not been introduced, the nominal rate of interest in the ROE countries would be above the one in the GANL countries (as was the case historically, see Figure 4), but in view of the devaluation risk this would have been compatible with an equality of the effective interest rates. The European economy would have been at point B in Figure 6, which represents an efficient international allocation of capital because the marginal products of capital are equal.

The introduction of the euro has prevented the emergence of such an efficient equilibrium. As the euro excludes a devaluation risk, investors feel safe. However, they may err because they overlook the default risk that results from the financial difficulties of countries that can no longer erode their debt by an inflation-cum-devaluation policy. The convergence of nominal interest rates in this scenario in fact means a divergence of effective interest rates. The effective rate of interest of the ROE countries falls below that of the GANL countries, and the ROE countries import too much capital from them. The distorted equilibrium is now represented by points F, G and H. The effective interest wedge is FG, and the stock of capital exported is EH. The output of the ROE countries increases by BGHE, but this is less than the decline of output in the GANL countries which is BFHE. Obviously, the net loss of aggregate output in all euro countries together is BFG.

The ROE countries benefit from this development since the effective interest they pay on the imported capital is only KGHE, while their additional output is BGHE, implying an income gain BGK. However, the GANL countries lose. While they expect to receive a rate of interest that is equal to their own rate, i_{GANL} , they effectively only receive the rate i_{ROE} . Thus the effective interest income earned abroad, KGHE, is not enough to compensate for the output loss, which is BFHE. The net income loss in the GANL countries is BFGK, exceeding the gain of the ROE countries by BFG, which equals the aggregate loss in eurozone output and income due to the misallocation of capital.

Figure 6



It is a matter of debate whether the optimistic or the pessimistic theory comes closer to the historical truth of the actual development that took place in Europe after the introduction of the euro. Probably, elements of both theories were operative in Europe during the last one-and-a-half decades. There was a benefit from the creation of a common European capital market and the resulting capital movements, but the capital movements went too far and have thus led to a crisis. Except for Italy, the countries on the south-western periphery of Europe overheated because too much capital flowed to them and loosened the private and public budget constraints. Thus, a tentative conclusion is that Europe may have started in a situation such as represented by points A, C and D in Figure 6, where the effective rates of interest differed (albeit not as much as the nominal rates), but then went into a situation as shown by points F, G and H which is characterized by an excessive amount of capital being invested in the periphery.

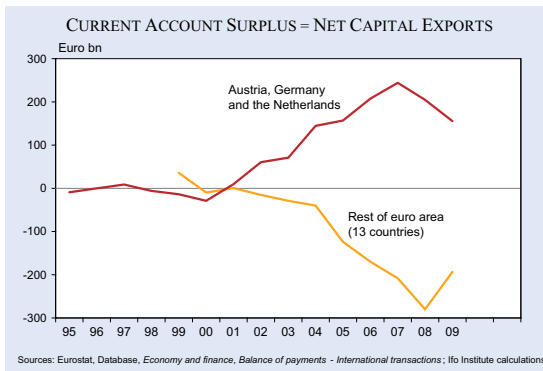
GERMAN TANGO?

Many observers who have pointed to the imbalances in the European development in recent years have obviously different theories of the effects caused by the euro than these in mind. They focus their attention on the goods markets rather than the capital markets and argue that countries that developed a trade surplus under the euro were winners of the European development. Germany, in particular is seen to have profited from the euro. The view is often expressed outside Germany, but even inside the country it is shared by many politicians.

Recently, critics of the German development have even argued that the country should take active measures to curb its own domestic demand instead of living on other countries' demand. French Finance Minister Christine Lagarde suggested that Germany increase its wages to reduce its competitiveness, because it 'takes two to tango'³⁰, and IMF president Dominique Strauss-Kahn argued that "in economies with persistent current account surpluses, domestic demand must go up, including by boosting consumption"³¹. The president of the French central bank, Christian Noyer, asked Germany to look for means to find a better equilibrium between internal consumption and production to reduce its current account surplus³². There is an element of truth in such statements, but they nevertheless seem to misunderstand the forces that have produced the current account imbalances in Europe.

It is true that Germany developed a large trade surplus that mirrored the trade deficit of other euro countries. This is confirmed by Figure 7, which compares the GANL countries, i.e. the former effective deutschmark zone consisting of Germany, Austria and the Netherlands with the rest of the euro countries. The GANL countries developed a current account surplus that culminated at a value of 244 billion euros in 2007, of which 185 billion were accounted for by Germany alone. By contrast the rest of the euro countries went into a current account deficit that culminated at 280 billion euros in 2008.

Figure 7



However, it is not true that this trade surplus has benefited Germany, at least not for reasons that have to do with demand effects. A trade surplus is basically the same as a capital export. Apart from a negligible flow of money balances, a country's capital export equals its current account surplus, and the current account surplus is defined

as the trade surplus minus gifts the country may make to other countries, for example via one of the EU's transfer systems. The terms 'current account surplus' and 'capital export' have different semantic connotations that tend to confuse politicians and the media, but for all practical purposes they mean exactly the same thing.

Germany lost a huge amount of capital under the euro even though it urgently needed the capital to rebuild its ex-communist east. In fact, in recent years, Germany was the world's second biggest capital exporter after China and ahead of Japan. The outflow of capital has benefited other countries, including the United States and the countries of Europe's south-western periphery, which all were sucking in capital to finance their investment and to enjoy a good life. However, the outflow could only materialize to the extent the German current account turned into a surplus. Exporting capital means exporting the right to dispose of real economic resources today in exchange for receiving a return on such resources in the future. Without a current account surplus, no net flow of capital can leave the country.

The only people in Germany who may have benefited from the outflow of capital were the rich, who enjoy higher returns on investment – provided of course that they get their money back. The rest of the German population suffered, and the current account surplus definitely resulted in a loss of German GDP relative to what would have happened in a scenario with lower capital exports. In a recent appeal to the German government, a group of German economists argued that "those who regard the trade surplus and the combined loss of investment capital as a sign of Germany's strength display an almost tragic misunderstanding of the underlying economics"³³.

And undoubtedly, the outflow of capital can be largely attributed to the fact that the euro created a common European capital market. Both the optimistic and the pessimistic theories discussed above unanimously explain why the convergence of nominal interest rates that came with the euro has resulted in a capital export from Germany, Austria and the Netherlands into other euro countries. Whether or not this capital export was excessive, in the rest of the eurozone it boosted output, increased national income and resulted in an employment boom that benefited the bulk of the population, while it reduced German GDP and hurt most of the German people.

What actually happened was that German, Austrian and Dutch savers, i.e. households and firms, brought their

30) Lagarde Criticises Berlin Policy, *Financial Times Online*, 14 March 2010, www.ft.com.

31) Closer Policy Coordination Needed in Europe, *IMF Survey Online*, 17 March 2010, www.imf.org.

32) WF spring Lagarde bei, *Frankfurter Rundschau Online*, 17 March 2010, www.fr-online.de.

33) See W. Franz, C. Fuest, M. Hellwig and H.-W. Sinn, "A Euro Rescue Plan", *CESifo Forum* 11, No. 2, 2010, pp. 101–104.

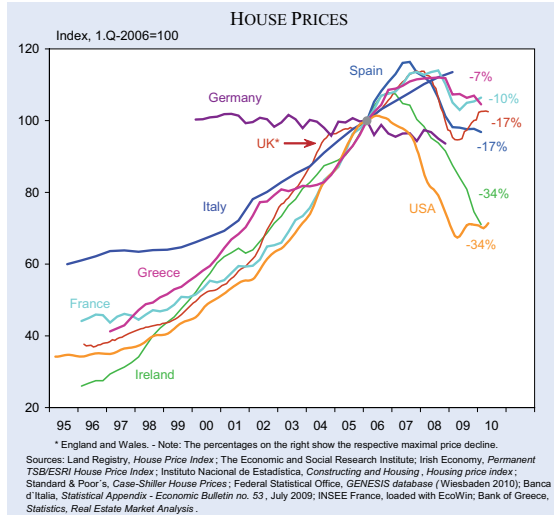
savings to the banking system, which then invested them in different kinds of securities, including, for example, US mortgage-backed securities, Greek government bonds, asset-backed commercial papers issued by Irish special purpose vehicles, or Spanish bank bonds issued to finance the country's gigantic building boom.

Under the euro, Spain for the first time developed a true capital market, in which twenty-year fixed interest mortgage loans became available. Such a market had been unthinkable in the past, in particular since the interest rates on long-term loans were four or five hundred basis points lower than those available in the past. Small wonder that Spanish firms and households made use of the cheap credit and hastened to buy real estate. This resulted in a building boom that boosted the whole economy. More construction workers and local craftsmen found employment and earned money that they spent on the purchase of domestic and imported consumption goods. The economy went into a demand-driven boom, with a current account deficit financed by cheap foreign credit, which turned into real economic growth as investment in construction and equipment expanded the production capacity.

Rapidly increasing house prices moreover made owners of real estate richer, which meant that some of them also consumed more while others leveraged their increased equity capital and ventured more real investment that boosted the economy even further. The real estate market overheated and a house price bubble developed, in which the expectation of further capital gains created ever new purchases of real estate with even higher price expectations. While real growth rose to unprecedented levels, increasing goods prices reduced the country's competitiveness and increased the current account deficit further, opening the gates for more and more capital imports. In the end the bubble burst, expectations reversed, investment stopped and foreign investors hesitated to maintain the flow of credit due to increased default risks.

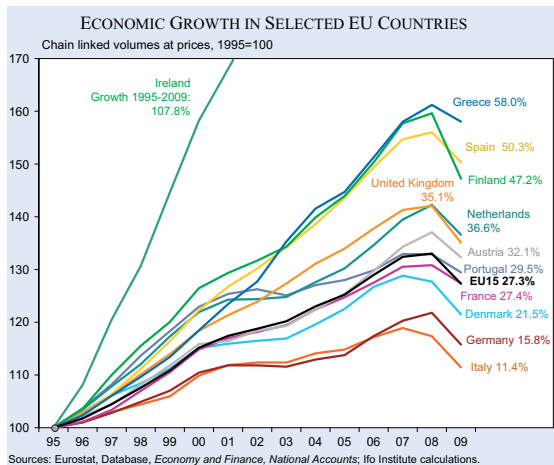
As Figure 8 shows, similar developments took place in the other countries on Europe's south-western periphery, including Greece, Portugal and Ireland, and to some extent even France, which also developed a mild version of a housing bubble. The cheap flow of credit stimulated domestic construction activities, which then fed a longlasting boom in the rest of the economy resulting in growth, inflation and current account deficits. The developments happened to parallel those in Britain and, in particular, the United States which, however, were driven by somewhat different factors³⁴.

Figure 8



If the view that Germany benefited from this development because of its current account surplus were correct, then Germany rather than the other euro countries should have experienced a period of rapid economic growth. However, the opposite was the case. Except for Italy, Germany had the lowest growth rate of all EU countries from 1995 to 2009, and in fact, it had the second-lowest growth rate of all European countries regardless of how Europe is defined, if necessary up to the Urals. The comparison with a selection of EU countries shown in Figure 9 illustrates Germany's meager growth performance.

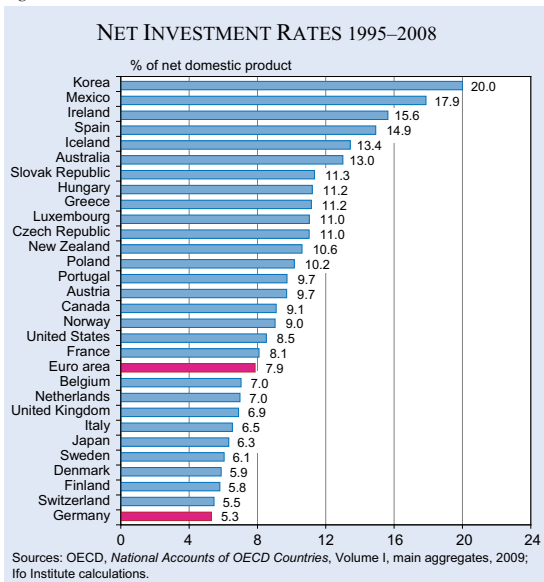
Figure 9



34) See H.-W. Sinn, *Casino Capitalism*, op. cit.

Ireland, Spain, and Greece, by contrast, grew much faster than the old EU countries, and Portugal made it at least to the average. While Germany grew by about 16 percent in fourteen years, Ireland grew by 108 percent, Greece by 58 percent and Spain by 50 percent. Even the east German economy did not grow any faster than west Germany's, contrary to all the hopes for a convergence³⁵. A ranking in terms of GDP per capita shows that in the period 1995 to 2009 Germany fell from the 3rd to the 10th place among the EU15 countries. It is true that Austria, which still benefited from the EU integration in 1995, grew a bit faster than the European average, and the Netherlands also had a reasonable performance. However, taken together, Germany, Austria and the Netherlands grew by only 20 percent in the period considered, while the rest of the EU15 countries grew by 31 percent.

Figure 10



Germany's low growth rate resulted from low investment. As Figure 10 shows, over the period from 1995 to 2009, Germany had the lowest net investment share in net domestic product among all OECD countries, ranking very close to Switzerland, which faced similar problems. No country spent a smaller share of its output on the enlargement of its private and public capital stock than Germany,

after it was clear that a currency union would come and interest rates began to converge (see Figure 4).

Germany exported its savings instead of using them as loans for investment in the domestic economy. In 2008 alone, the Germans exported 60 percent of their current savings while their net investment was only 40 percent. Total German savings that year were 277 billion euros – 111 billion euros were privately and publicly invested, and 166 billion euros net flowed abroad as capital exports³⁶. And once again, by definition, this was also the surplus in the German current account.

It would be wrong to say that Germany's low investment and growth is only the result of the euro. The problem rather results from a multitude of effects that all worked together and implied that Germany's competitiveness for investment was reduced in recent decades. These effects include home-made problems like the rigidity of the labour market, in particular the high implicit minimum wages resulting from an excessive welfare state which only recently had been reduced by the reform program of the Schroder government (Agenda 2010). They also include external factors such as the intensified location competition due to the fall of the Iron Curtain and eastern EU enlargement³⁷. It would be equally wrong to say that the euro has only hurt Germany. As mentioned initially, in the financial crisis the euro has protected the euro-zone countries against the turmoil of rapidly changing exchange rates, it has kept the aggregate inflation rate low, it has fostered trade and it has helped the European countries to exploit the gains of specialization. This has benefited all countries. Nevertheless, the interest-rate conversion brought about by the euro turned out to be a particularly large shock in recent years that Germany had difficulties absorbing.

Critics such as Christine Lagarde certainly have a point when they argue that Germany improved its price competitiveness by having a lower inflation rate and a lower wage increase than other countries. Indeed, Figure 11 shows that the inflation rate of the goods and services Germany produced was only 13 percent in the fourteen years from 1995 to 2009, while the average GDP inflation rate of the euro area was 28 percent. Germany's trade-weighted real devaluation relative to the other countries of the euro area was 17 percent.

35) In fact, when the artificial wage increases in the public sector, financed largely from western transfers and which the statistics count as increasing contributions to GDP, are subtracted, the east German economy grew more slowly than the west German economy in the period considered. The only source of statistical convergence was a substantial emigration from east Germany, which increased the per-capita GDP values relative to west Germany.

36) Federal Statistical Office, Special Series 18, Series 1.2, 1st quarter 2010 (Wiesbaden 2010), table 1.5.

37) For an extensive discussion of these causes, see H.-W. Sinn, *Can Germany be Saved?*, MIT Press, Cambridge, Mass., and London, 2007.

However, real devaluation was not a sign of strength and taking advantage of other EU countries' demand policies, as is often maintained, but an implication of Germany's internal weakness resulting from its capital exports that helped finance the boom in other euro countries. A country that experiences economic stagnation internally can only increase its prices and wages moderately. The resulting improvement in competitiveness stimulates the export sector, but this is only an induced countervailing effect that is unable to over-compensate the negative primary effect by which it was caused. Had German savings been invested at home rather than in Greece, Spain or Ireland, Germany would itself have grown and the increasing labor and goods demand would have increased its wages and prices, reducing its external competitiveness.

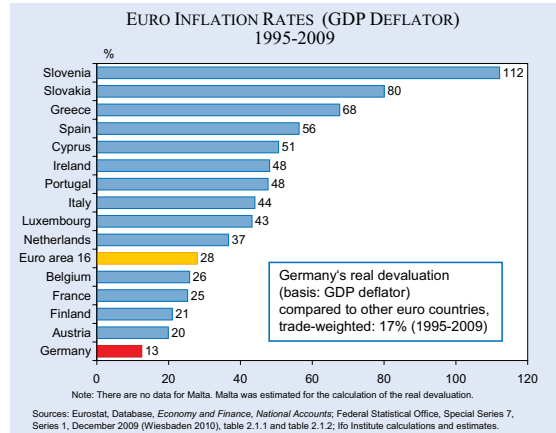
Since the mid 1990s, Germany exactly mirrored the development in the countries on Europe's south-western periphery. While the latter had a real estate boom with sharply increasing prices, Germany suffered from a stagnating housing market with constant and even falling prices. While German unemployment grew more and more until then-Chancellor Gerhard Schroder's reforms turned the country around in 2006, the other eurozone countries improved their employment records until the bursting of the real estate bubble in 2008. And while Germany nearly stopped investing and exported its savings, the other countries experienced an investment boom and imported savings from abroad with the cited implications for trade imbalances.

Some readers who see the connection between countries primarily through the goods markets may have doubts as to whether this view is valid. It is true that over the business cycle one country's boom implies that the other country experiences a boom too, because it buys this country's goods. This is the Keynesian contagion effect. The economies move in the same direction, and the capital flows adjust endogenously. However, when capital flows are the driving forces, because a watershed between capital markets has been removed or policy measures have changed the countries' relative location qualities, the countries move in opposite directions. The country to which capital flows blossoms and the country it flows out of wilts. Such is the law of capitalism.

THE FUTURE OF THE EURO ECONOMY AND THE ECONOMIC IMPLICATIONS OF THE RESCUE PROGRAMS

Currently, the previously booming countries of Europe's south-western periphery are caught in a deep economic crisis, and Europe is struggling to find a new equilibrium that fits to the new reality of country risk. The crisis is similar, though not identical, with that shaking the United States, and it will have longlasting implications for the

Figure 11



western world, as budget constraints in the previously booming countries will be tightened for many years to come. Budget constraints tighten because capital shies away from these countries as the assessment of country risk by investors has fundamentally changed. Investing funds in Greek state bonds, the Spanish construction industry or US mortgage backed securities is no longer seen as attractive, since the fear of default dwarfs all promised returns. All of a sudden investors have given up their prior stance that country risks are only exchange rate risks, and fears that the previous policy of eroding the national debt by an inflation-cumdevaluation policy that was so popular in Europe's southern countries have simply been replaced with the possibility of private and sovereign debt defaults. Investors now reckon with events they had previously thought close to impossible, and they want to be compensated for the perceived risk with corresponding interest premiums. The increasing interest spreads for ten year government bonds shown in Figure 4 demonstrate this effect, although it has a much wider relevance, applying to a large variety of private investment categories, too, such as company debt, private equity, shares and direct investment.

In principle this is a useful correction measure of markets that stops the overheating of the capital importing countries resulting from defunct private and public debt constraints. As is well known, the Stability and Growth Pact that the euro countries agreed in 1996 to limit the increase in European debt has failed miserably. According to the Pact, the European debt sinners including France and Germany should have paid dozens of fines to the EU, but in fact not a single country ever paid one. Fortunately, the market is now imposing the necessary debt discipline and ending the regime of soft budget constraints that was permeating the eurozone. Two decades earlier a regime of soft budget constraints had already

destroyed Communism, as Janos Kornai once predicted so convincingly³⁸. Fortunately, a market economy has selfcorrection mechanisms that are alien to political decision-making processes.

In this light, the EU rescue measures have to be regarded with suspicion. The 920 billion rescue measures agreed in early May 2010 have reduced the risk of country defaults and were designed to reduce the interest spreads. They have the potential of re-establishing the capital flows and prolonging the resulting growth period in Europe's south-western periphery because they subsidize the invested capital by way of socializing the default risk. However, they ultimately entail a softening of budget constraints and promise little good for Europe.

A milder problem would be a further stimulation of capital flows which already were excessive, financing projects with an inferior marginal rate of return. This would slow down growth of aggregate European GDP. The shaded triangle in Figure 6 showed the precise meaning of this statement.

If things go very wrong, the result could be a further enlargement of the default risk, pulling all euro countries into the vortex. What today is the default risk for a few smaller countries could end up in a default of the major European countries, with unpredictable implications for the political stability of Europe.

In this light, it can be seen as an early warning that markets did not really trust the rescue packages, perhaps because they were limited to three years, or because investors saw new risks on the horizon due to the damage done to the Franco-German axis over the weekend of 8 and 9 May. Whatever the explanation, the rescue measures currently do not seem to be able to stop the self-correction process of markets. A month after the rescue measures were agreed, the interest spreads were even higher than on 7 May, the first day of the devising of the European rescue measures (Figure 4 and Table 2), and at this writing they are still much higher than before the European debt crisis.

In my opinion, this means that once again a toggle switch has been flipped in Europe's development which will lead to a more balanced growth pattern, revitalizing the previously limping center. The most plausible scenario for the Continent's future, from today's perspective, looks like this: investors from the former deutschmark zone, including their banks, increasingly hesitate to transport the national savings abroad, as they had done in the past

to such an enormous extent. The confidence crisis has led to a waning interest in a wide range of investment opportunities, from American mortgage-backed government securities to Greek government bonds. Due to the lack of suitable investment opportunities and heightened risk awareness, banks will seek alternative investment possibilities. They may try to go into natural resources or Asia, but for sure they will also offer domestic homeowners and firms better credit terms. This will touch off a domestic boom in construction activity that resembles the one in Europe's south-western periphery during the last fifteen years, if on a smaller scale. As previously there, construction workers and craftsmen will find new employment, and owners of real estate will enjoy capital gains that increase their equity capital and make them venture into new investment projects, which will further fuel the boom. And, of course, an increase in prices and wages will reduce their countries' competitiveness and foreign account surplus. The two curves shown in Figure 7 will again be converging. This is what French officials demanded so vigorously, but it comes endogenously as a result of the reallocation of savings flows and the resulting economic boom rather than exogenously through government-imposed wage constraints.

It is too early to really see all this in the data, because the scenario described may last a decade or more, and it certainly extends beyond a business cycle. Still, first signs of the predicted turnaround are already visible. For example, the Ifo Business Survey index recently made the biggest jump in its fifty year history. A significant majority of the 7,000 companies the institute polls every month gave a positive assessment of their current situation and at the same time expressed positive expectations for the future³⁹. This information stands in striking contrast to the dark clouds that have come from the United States and are now hanging over western and southern Europe. Moreover, the Ifo Credit Constraint Indicator for large enterprises has been falling for a number of months now⁴⁰, although German banks were forced to deleverage their operations due to the write-off losses during the financial crisis. It is puzzling to see German banks reduce their investments and offer more credit to German industry and homeowners at the same time. The puzzle can be explained, however, by the redirecting of capital flows due to the change in risk perceptions. Credit constraints enforced by banks' write-off losses obviously materialize only in the previously overheated economies. In Germany, by contrast, budget constraints are currently being loosened as markets have closed some of the holes through which its savings were leaking abroad.

38) J. Kornai, "Hard' and 'Soft' Budget Constraint", *Acta Oeconomica* 25, No. 3/4, 1980, pp. 231–246.

39) Ifo Institute for Economic Research, *Ifo Business Climate Index Rises Sharply*, Press Release of 23 July 2010, www.cesifo.de.

40) Ifo Institute for Economic Research, *Lower Credit Hurdle*, Press Release of 29 June 2010.

A RESCUE PLAN FOR EUROPE

There are currently strong forces in Europe that press for a prolongation and strengthening of the rescue plan so as to complete the socialization of the country default risk and enforce a reduction in interest spreads to reduce the interest burden on public budgets in the countries of Europe's south-western periphery. Some even advocate going all the way to eurobonds, i.e. replacing regular national issues of government bonds with community bonds issued by the EFSF or the European Investment Bank in Luxemburg. However, this would be the end of European fiscal discipline and open a dangerous road where the debtors and their creditors could continue to speculate on being bailed out if problems arise. Creditors would not have to care to whom they lend their money, and even the most dubious debtors could build an extensive consumption and investment strategy on the common liability provided by the community of states. And as all countries would pay the same rate of interest regardless of their default risk eurobonds would effectively imply an interest subsidy to over-indebted countries. Creditors would receive a protection for free for which they would have to pay a substantial CDS premium if they bought it in the market. The European debt bubble would expand further and the damage when it bursts would be even greater. The risk of sovereign default would be extended to all major countries of Europe.

And even if the bubble could be avoided, there would at least be the risk that the eurozone tries to keep its public debt in check by resorting to an inflation-cumdevaluation strategy of the kind that the southern European countries had been following for so many years before the euro was introduced. The eurobonds would therefore fuel devaluation expectations for the euro. What in the absence of the eurobonds would have resulted in a default risk and a corresponding devaluation of the government bonds of individual euro countries would be converted into a regular devaluation of the euro itself. This, in turn, would with necessity imply higher interest rates for Europe, as investors would demand compensation for the expected devaluations. It is true that eurobonds could bring a substantial interest relief for some European countries because their default risk is socialized, but the average European interest rates would be higher than would have been the case without such bonds.

Of course, it could be argued that moral hazard effects on the part of the debtor countries and their creditors could be avoided by political debt constraints. Indeed, there is every reason to strengthen the Stability and Growth Pact with automatic fines and early warning elements. However, after observing the chutzpah with which

the governments of Europe overruled this Pact in the past, little fantasy is necessary to imagine further political maneuvers to overcome such a strengthened Pact, too. For the same reason, the creation of a eurozone government that President Sarkozy has frequently suggested would be no solution. Whatever the powers are that such a government would enjoy, it will never be able to exert a disciplinary force on debtors greater than the market itself. Only the voluntary flow of credit coupled with a full responsibility of the contracting parties, which includes a default risk for the creditors, is able to keep the moral hazard effect in check. Hundreds of years of capitalist development have shown this. And if placing hopes in political measures is justified, then these measures must be defined by firm rules so as to protect the acting bodies against the criticism of the parties whose toes will be stepped on when the crisis occurs.

All of this does not mean that Europe should fully return to the Maastricht Treaty without any rescue plan. The absence of a rescue plan indeed made the provisions of this treaty implausible and may thus even have nourished the expectation of a bail-out and the corresponding moral hazard effect which intensified the crisis. However, it does mean that the rescue plan must involve some sort of insolvency procedure that makes sure that the creditor bears part of the loss before any outside help is made available.

In the above-mentioned appeal to the German government, a group of fellow economists including myself formulated a ten-point plan for a more stable institutional framework of the eurozone⁴¹. The following coincides with this plan to a very high degree.

1. Distressed countries can expect help only if an imminent insolvency or 'quasi-insolvency' is unanimously confirmed by all helping countries and if the IMF helps too.
2. Assistance can be provided in exchange for interest bearing covered bonds collateralized with privatizable state assets, or by loans, the yield of which must be set at a reasonable percentage (possibly 3.5 percentage points) above the European average. The accumulated credit thus provided must not exceed a given percentage maximum of the distressed country's GDP, say 20 percent.
3. Before assistance is granted, the original creditors must waive a portion of their claims through a so-called 'haircut'. The maximum percentage to be waived must be clearly defined beforehand, in order to prevent a panic-fuelled intensification of the crisis. A reasonable

41) W. Franz, C. Fuest, M. Hellwig and H.-W. Sinn, *op. cit.*

- haircut could be 5 percent per year since the issuance of the respective government bond. This would limit the interest premium demanded upfront by the creditors to a maximum of around 5 percentage points.
4. The budget of the state facing quasi-insolvency must be placed under the control of the European Commission. Together with the country in question, the Commission would work out a program to overhaul the state's finances, including reforms aimed at strengthening economic growth. Disbursement of rescue funds must be contingent on compliance with the conditions set forth by the rescue program.
 5. This quasi-insolvency process must under no circumstances be undermined by other assistance systems that could provide incentives for opportunistic behavior, in particular by such mechanisms as the eurobonds. A particular risk in the coming negotiations is that the capital exporting countries will be pressured to accept eurobonds in return for a quasi-insolvency procedure.
 6. The deficit limit set by the Stability and Growth Pact should be modified in accordance with each country's debt-to-GDP ratio, in order to demand more debt discipline early enough from the highly indebted countries. As an example, the limit could be tightened by one percentage point for every ten percentage points that the debt-to-GDP ratio exceeds the 60-percent limit. A country with an 80-percent debt-to-GDP ratio, for instance, would be allowed a maximum deficit of 1 percent of GDP, while a country with a 110-percent debt-to-GDP ratio would be required to have a budget surplus of at least 2 percent⁴².
 7. Penalties for exceeding the debt limits must apply automatically, without any further political decisions, once Eurostat has formally ascertained the deficits. The penalties can take the form of covered bonds collateralized with privatizable state assets, and they can also contain non-pecuniary elements such as the withdrawal of voting rights.
 8. In order to ascertain deficit and debt-to-GDP ratios, Eurostat must be given the right to directly request information from every level of the national statistics offices and to conduct independent controls of the data gathering procedures on site.
 9. Finally, in case all the above assistance and control systems fail and insolvency approaches, the country in question may be asked to leave the eurozone by a majority of the eurozone members.
 10. A voluntary exit from the eurozone must be possible at any time.
- If these rules are respected, stability and prosperity of the eurozone will be strengthened, and the chances will improve that the European dream we have dreamt all our lives will become reality.

Contact address/Kontaktní adresa
Professor Hans Werner Sinn
Ifo Institute for Economic Research
sinn@ifo.de

42) A similar proposal was made by the EEAG. See European Economic Advisory Group at CESifo, "Fiscal Policy and Macroeconomic Stabilisation in the Euro Area: Possible Reforms of the Stability and Growth Pact and National Decision-Making Processes", Report on the European Economy 2003, pp. 46–75.

MAKROEKONOMICKÝ A MĚNOVÝ VÝVOJ V ČESKÉ REPUBLICĚ

Miroslav Singer

Děkuji za pozvání. Je mi potěšením, že mohu přednést svůj příspěvek před tímto auditoriem. Rád bych poděkoval organizátorům za jejich volbu dnešního hlavního řečníka, profesora Sinna. Měl jsem to potěšení být u jeho první návštěvy Prahy na počátku 90. let, kdy mluvil v CERGE o německém sjednocení. Musím říci, že už tehdy bylo jeho vystoupení brilantní.

Podívejme se blíže na to, kde se dnes nachází naše hospodářství a kam směřuje. Na Grafu 1 vidíme klasickou ukázkou ekonomiky, která roste, ale poté na ni dopadne šok z vnějšího prostředí. Po nějaké době šok odezní a ekonomika se vrací na svoji růstovou trajektorii. To se stalo nám a mnoha dalším ekonomikám. V současnosti vidíme, že se hospodářský růst v Čechách obnovuje, což nás může těšit. Je důležité si uvědomit, že propad byl skutečně mohutný a nebyvalý.

Myslím, že za posledních 10 let si nepamätujeme podobná čísla.

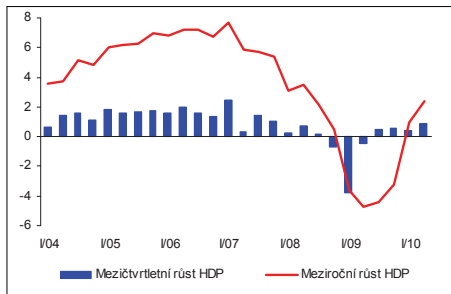
Podíváme-li se, co způsobuje oživení ekonomiky (Graf 2), je to především znovuoobnovování zásob.

Je však třeba vidět, že ještě stále nejsme na úrovni výrobního potenciálu ekonomiky (Graf 3), tedy na takové úrovni využití kapacit, jakou jsme měli v období před krizí.

Spolu s tím, jak je hospodářský růst tažen exporty, oživuje se i průmysl (Graf 4), který začíná vykazovat nejen dvojciferné hodnoty, ale i hodnoty, jež se začínají blížit k dvacetiprocentnímu meziročnímu růstu.

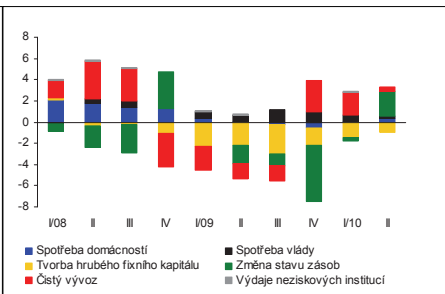
Opakuji však, že i přes vysoká tempa růstu stále nemáme takové využití kapacit, jaké jsme měli dříve (Graf 5).

Graf 1 HDP
(růst v %; ve stálých cenách; sezónně očištěno)



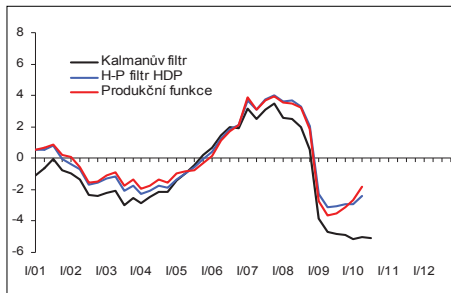
Pramen: ČSÚ

Graf 2 Struktura meziročního růstu HDP
(příspěvky v procentních bodech)



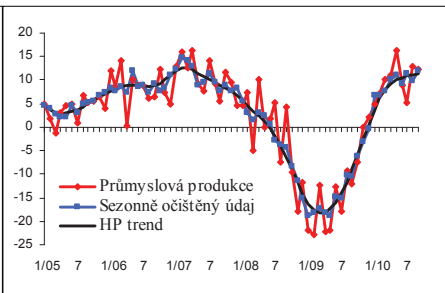
Pramen: ČSÚ

Graf 3 Mezera výstupu (jako % potenciálního výstupu)



Pramen: ČNB

Graf 4 Index průmyslové produkce (stálé ceny, mzzr změny v %)



Pramen: ČSÚ

Podívejme se, co trápilo podniky a jaké bariéry ony samy subjektivně považují za největší překážku svého rozvoje. Na počátku roku 2008 nejvíce podniků trápil nedostatek pracovních sil, jak je vidět na Grafu 6 ze žluté zóny. Bylo to období, kdy exportéři říkali, že koruna příliš posiluje. Zároveň za svůj druhý problém považovali nedostatek pracovních sil. My jsme jim odpovídali, že není úplně konsistentní zpráva, aby je příliš trápilo posilování koruny a zároveň nedostatek pracovníků. Nicméně tak tomu bylo. Poté přišla krize a žlutá zóna se zcela ztrácí, aby byla nahrazena zónou červenou, jež naznačuje, že největším problémem začal být nedostatek poptávky. Za pozornost stojí, že v současnosti se červená zóna zase začíná zmenšovat a mírně se nám rozšiřuje zóna žlutá, neboli opět vzniká segment podniků, které se pohybují na hranici svých kapacitních omezení. Druhou zajímavou věcí je, že se začíná pomalu rozšiřovat i zóna šedá, tedy zóna těch podniků, které nepociťují žádný problém.

S tím, jak se z krize postupně vymaňujeme, obnovuje se i důvěra různých odvětví ekonomiky v budoucí vývoj (Graf 7). Jedinou výjimkou je stavebnictví, které tuší, že rozpočtové škrty jim nepřinesou nic dobrého. A tuší to správně.

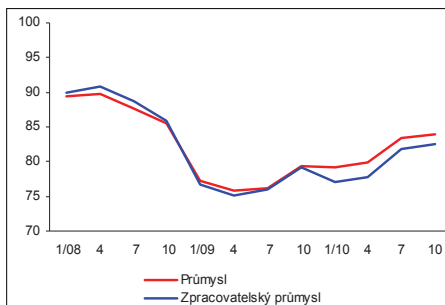
Naše spořivé obyvatelstvo na krizi zareagovalo tím, že omezilo utrácení (Graf 8). Spotřebitelské výdaje se v tuto chvíli sice pozvolna oživují, ale obáváme se, že ta zpráva není tak pozitivní, jak by se na první pohled mohlo zdát. Například u prodeje automobilů to nejsou prodeje jednotlivcům, ale ve velké míře firmám, takže se přesněji řečeno jedná o jejich investiční výdaj. Přitom prodej automobilů celý maloobchodní obrat poměrně silně táhne.

Nezaměstnanost, která v období krize silně vzrostla, se v tuto chvíli opět pozvolna snižuje (Graf 9).

Již jsem řekl, že oživení ekonomiky je taženo zahraničním obchodem, který během krize zaznamenal obrovský propad (Graf 10). Ten propad byl opravdu dramatický, neboť objem zahraničního obchodu klesl meziročně o čtvrtinu. Byla to reakce na to, že objem světového obchodu i výroby klesl meziročně o čtvrtinu. Přestože si to leckdy plně neuvědomujeme, jsme stále průmyslovým státem, a to dokonce průmyslovějším (ve smyslu podílu průmyslu na našem výstupu) než před 10ti lety.

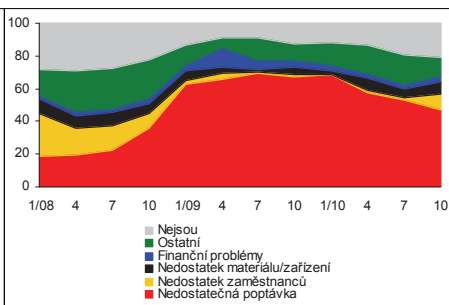
I přes nedávný propad vývozu i dovozu je však třeba vidět, že z hlediska čistého výsledku zahraničního obcho-

Graf 5 Využití výrobních kapacit (plně využití kapacit = 100)



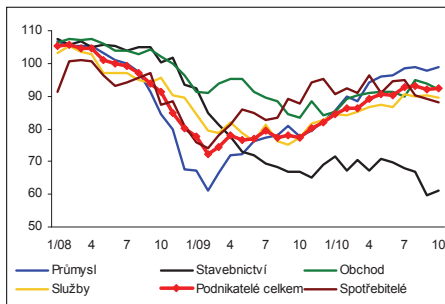
Pramen: ČSÚ

Graf 6 Bariéry růstu v průmyslu (v %)



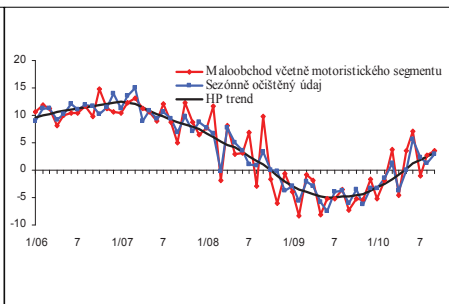
Pramen: ČSÚ

Graf 7 Indikátory důvěry (průměr roku 2005 = 100)



Pramen: ČSÚ

Graf 8 Maloobchod (včetně motoristického segmentu; mzr. změny v %, stálé ceny)



Pramen: ČSÚ

du (Graf 11), jsme na tom nikdy nebyli tak dobře, jako v roce 2009. Dilem je to způsobeno tzv. brandingem, tzn. že se k nám dováží produkty, které se více méně beze změny zase dále vyváží. Je příjemným překvapením, že na globální krizi reaguje náš zahraniční obchod tak příznivě. Na Grafu 11 si můžeme všimnout, že červená čára roku 2010 protíná čáru zelenou. Toto ovšem není důvod k obavám, protože rok 2010 je stále druhým nejlepším rokem z těch pěti, co zde máme zobrazeny, přičemž žádný z nich nebyl špatný. Druhou věcí je, že se do výsledků zahraničního obchodu s největší pravděpodobností promítá vliv nyní velmi populární fotovoltaiky. Důvodem je, že pro projekty, které teď mají být dokončeny, byly v létě dováženy sluneční panely. A dělo se tak v objemech, jež jsou schopny ovlivnit jakýkoliv makroekonomický agregát. Jedinou útěchou je, že se tento masivní dovoz fotovoltaické technologie již zřejmě nebude opakovat.

Státní rozpočet prozatím přestal vykazovat tvar grafů, které vypadaly, jako když se ručička pochroumaná malým dítětem blíží rok od roku k šesté hodině (Graf 12). Ručička se zastavila. Je zde hezky vidět sezónnost, neboli to pochroumání, a v tuto chvíli se rozpočet vyvíjí o něco lépe, než v roce 2009. To ale neznamená, že jsme

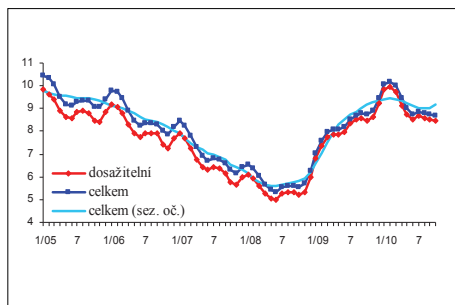
bez problémů. Náš rozpočet totiž tíhne k záporným saldům bez ohledu na hospodářský cyklus.

Rád bych zde upozornil na jednu věc. Když se uvažuje o rozpočtech, ať už u nás nebo v Evropě, tak se bohužel uvažuje s pomocí veličiny výše deficitu vůči HDP, která říká 4, 6, 3. Podle mého názoru je v případě rozpočtu mnohem názornější přemýšlet o něm jako o procentu, které si musí stát vypůjčit. Nejbližze máme 5% deficit, což znamená, že zhruba každou osmou korunu si český stát půjčuje, aby ji utratil.

Lze to ještě lépe ilustrovat pro problémové ekonomiky. Jistě často někde čtete, že ta či ona jihoevropská země má 12% deficit. I to zní nepříjemně. Když si uvědomíme, že dotyčná země si vlastně půjčuje každé třetí euro, které utratí, to je ta skutečná rozpočtová realita. Myslím si, že takto přemýšlet o rozpočtech je mnohem vhodnější.

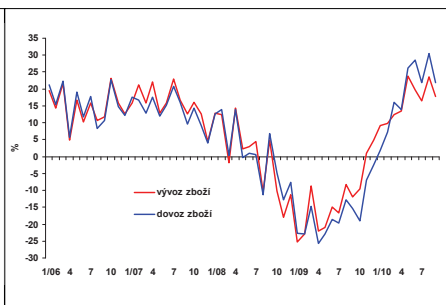
V každém případě rozvoj české ekonomiky je spojen s tradičním trendovým posilováním české koruny. Graf 13 znázorňuje vývoj za posledních 10 let. Přitom je třeba si uvědomit, že ceny se chovaly rozumně a inflace byla nízká.

Graf 9 Míra registrované nezaměstnanosti (v %)



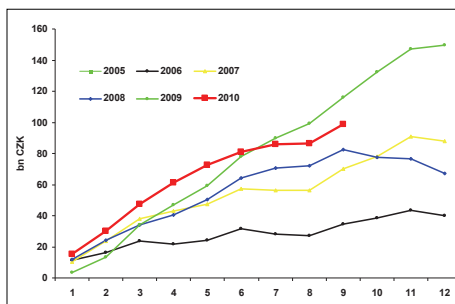
Pramen: MPSV

Graf 10 Vývoz a dovoz zboží (meziroční změny v %, běžné ceny)



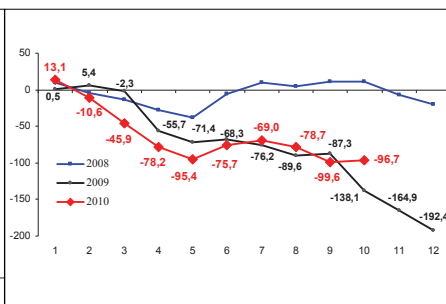
Pramen: ČSÚ

Graf 11 Obchodní bilance – roční kumulace (v mld Kč)



Pramen: ČSÚ

Graf 12 Pokladní plnění státního rozpočtu (metodika GFS 1986; v mld. Kč)



Pramen: MF

Podíváme-li se na českou ekonomiku z hlediska peněžního vývoje, asi nejzajímavější je Graf 14. Zde můžeme vidět, jak se úvěry nefinančním podnikům v meziočrnním vyjádření začínají vracet k nule. Meziměsíčně ty úvěry zase začaly narůstat, což znamená, že podnikový sektor nejenom začíná růst, ale je i schopen získávat finanční zdroje. Je ovšem třeba si říci, že on by si půjčoval samozřejmě vždycky, kdyby mohl. V krizi však začala větší roli hrát omezení ze strany úvěrujících institucí.

Naopak za poklesem tempa růstu úvěrů domácnostem lze uvidět druhou tvář spořivého obyvatelstva. Obyvatelstvo přestalo utrácet a nechce se zadlužovat navzdory tomu, že banky by byly docela rády, kdyby tak činilo. Bankám to ve výsledku nevadí. Nikoliv proto, jak se často tvrdí, že mají poplatky, ale hlavně proto, že takto spořivé obyvatelstvo, které není ochotno si půjčovat, také vyvolává méně problémových úvěrů, než banky čekaly. Jinými slovy, menší růst úvěrů vede v konečném důsledku k menšímu růstu opravek.

Řekněme si, co očekáváme do budoucna. Předpokládáme, že fiskální opatření, ať už u nás nebo jinde, povedou k tomu, že se poptávka v Evropě sníží (Graf 15).

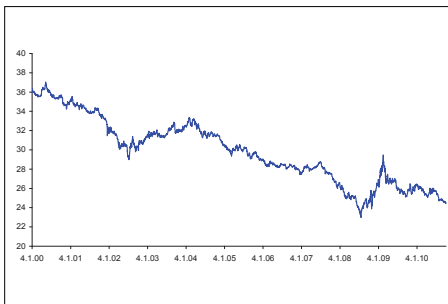
To následně povede k tomu, že hrubý domácí produkt u nás bude v roce 2011 nižší než v roce 2010 (Graf 16), nicméně už by neměl dále klesat. Měl by se vrátit k růstu, který by měl být robustnější, protože bude v roce 2012 spojen s lepším stavem rozpočtů jak v Evropě, tak u nás. To je ta dobrá zpráva, to je ten splněný vánoční sen bankovní rady.

Když se podíváme zpátky, inflace nebyla inflačnímu cíli vždy tak blízko, jako je teď a jak vcelku optimisticky očekáváme, že zůstane. A to se týká nejen inflace celkové (Graf 17), ale i měnověpolitické (Graf 18). Měnověpolitickou inflací je, jednoduše řečeno, celková inflace, od které očistíme daňové změny a některé další faktory, které stejně nejsme schopni ovlivnit, a které tudíž nemůžeme ani moc cílovat, protože inflaci mění příliš rychle.

S tím souvisí i to, že neočekáváme žádný velký nárůst úrokových sazeb (Graf 19), což je pro spořivé české obyvatelstvo spíše špatná zpráva.

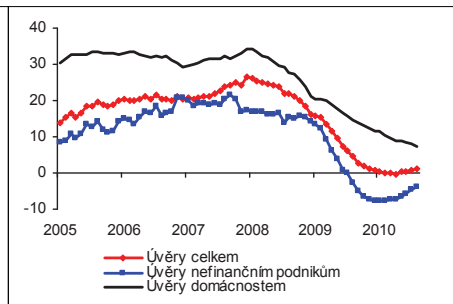
Ani ve vývoji měnového kurzu (Graf 20) neočekáváme nic dramatického.

Graf 13 Kurz CZK/EUR



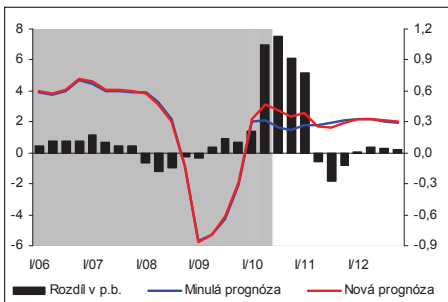
Pramen: Bloomberg

Graf 14 Úvěry nefinančním podnikům a domácnostem: stavy (mzr. změny v %)



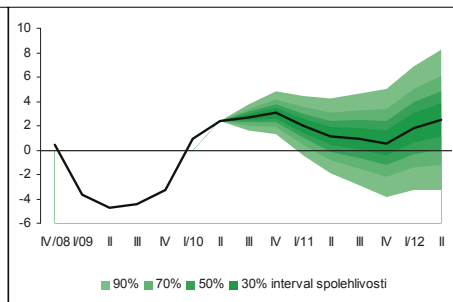
Pramen: ČNB

Graf 15 Efektivní HDP eurozóny (meziroční změny v %, rozdíl v p.b.b – pravá osa)



Pramen: Consensus Forecasts

Graf 16 Prognóza růstu HDP (meziroční změny v %, sezónně očištěno)



Pramen: ČNB

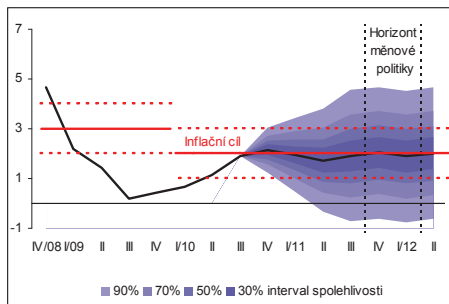
Srovnáme-li stávající prognózu s prognózou minulou (Graf 21), největší změnou je rychlejší růst domácího produktu v roce 2010 a pomalejší růst v roce 2011. Jinak jsme žádné velké změny za uplynulé čtvrtletí nevytvořili.

Podíváme-li se na rizika toho, o čem jsem právě hovořil, k vyšší inflaci může tlačit vyšší nárůst cen surovin na světě, než očekáváme. Proti tomu bude ovšem působit posilování koruny vůči euru, ale i eura vůči ostatním měnám. Naopak na straně protiinflační nás koruna vždy může překvapit a konec konců i fiskální konsolidace může vést k většímu omezení spotřeby domácností a veřejných výdajů, než čekáme.

V zahraničí je vývoj nadále poměrně nepřehledný, neboť mnoho zemí přijímá dosti dramatická makroekonomická opatření. Jsou to země, které ovlivňují celý svět, a protože ta opatření jsou často nová, je velmi těžké odhadnout, k čemu povedou. Ale doufáme, že nás bude i nadále posunovat vpřed kvalita našeho vnitřního hospodářského prostředí, která sice možná není oslnivá, ale která stojí mimo jiné na velmi odolném podnikovém sektoru. Musím říct, že tu odolnost jsme si v něm vy-

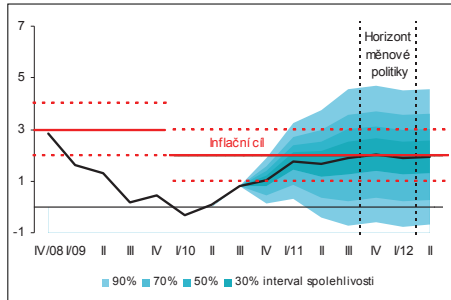
chovali možná někdy velmi tvrdou cestou a neúmyslně. Ale podnikatelé na krizi zareagovali velmi dobře a všechny dostupné údaje svědčí o tom, že ani finanční sektor by neměl být zdrojem nějakých šoků.

Graf 17 Prognóza celkové inflace (mzr změny v %)



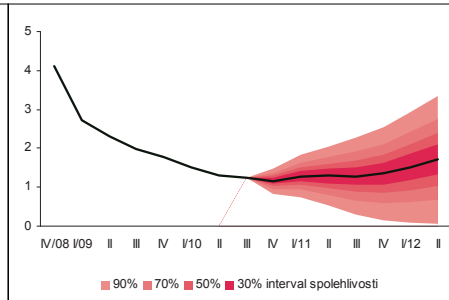
Pramen: ČNB

Graf 18 Prognóza měnověpolitické inflace (mzr změny v %)



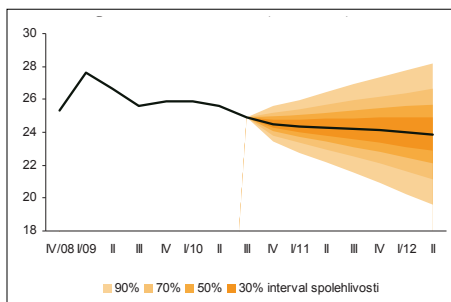
Pramen: ČNB

Graf 19 Prognóza úrokových sazeb (3M PRIBOR v %)



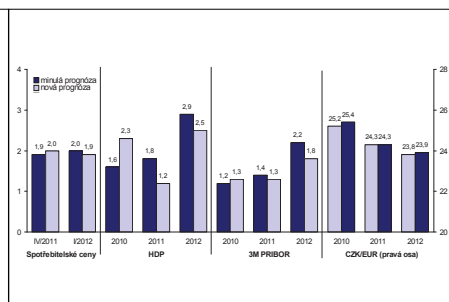
Pramen: ČNB

Graf 20 Prognóza měnového kurzu (CZK/EUR)



Pramen: ČNB

Graf 21 Srovnání s minulou prognózou



Pramen: ČNB

KRIZE A ROZŠIŘOVÁNÍ EMU

Pavel Kysilka

Hezké dopoledne, vážené dámy, vážení pánové,

Globální finanční, ekonomická a fiskální krize prověřila kvalitu uspořádání, které se jmenuje Evropská měnová unie nebo euro. Já bych se rád nyní s vámi podíval na to, jaká lekce z testu, kterým Evropská měnová unie prošla, vyplývá pro nás, pro naše úvahy v České republice o připojení do eurozóny a o rozšiřování eurozóny.

Někdy se říká, že nejhorší vlastností lidstva je nepoučitelnost. Začnu proto několika krátkými pohledy do historie. Do krizové historie, ze které je možno si vzít určitá poučení. Skočím do historie nepřiliš vzdálené, tak abychom se bavili o něčem, co jsme všichni víceméně prožili anebo o takových událostech, ve kterých byli někteří z nás aktéři.

Začnu Finskem v období rozpadu RVHP a ekonomické krize v Sovětském svazu. Asi si pamatujete, jaký Finsko utrpělo silný ekonomický šok. Finsko bylo velmi silně navázané na ekonomiku Svazu a RVHP. Finsko mělo tehdy výhodu vlastní měny a reakce a schopnost finské ekonomiky dostat se z toho neuvěřitelného šoku díky její devalvací byla obdivuhodná.

Řešení odstartovalo devalvací finské měny, která byla spojena s následnou fiskální restrikcí, aby se zabránilo inflaci. Finsko se během poměrně krátké doby – bylo to spojeno samozřejmě s řadou ekonomických politik, ale i politikami v oblasti vzdělání - vymanilo z neuvěřitelného propadu růstu HDP a neuvěřitelné nezaměstnanosti, ale hlavně, bylo schopno reorientovat naprosto zásadním způsobem svůj zahraniční obchod na zcela jiné trhy. Došlo k obrovské restrukturalizaci podniků a od té doby se datuje takzvaný finský zázrak.

Nemusíme skákat tak daleko na sever a bavit se o tom, jak finská národní měna a možnost její devalvace prospěla finské ekonomice.

Ve stejné době jsme trpěli my zde ve střední Evropě – specificky v Československu - stejným šokem. Naše orientace na RVHP a na Sovětský svaz byla tím samým problémem jako v případě Finska. Jenom připomínám, že Československo v 90. letech prošlo několikanásobnou devalvací československé koruny. Devalvace byla

tehdy spojena s fiskální a tehdy ještě se mzdovou restrikcí. (Možná si vzpomináte na mzdovou regulaci.) To bylo samozřejmě spojeno s dalšími reformními kroky a umožnilo československé ekonomice, zejména v její české části v historicky neuvěřitelně krátkém období, zhruba v období jednoho a půl roku, reorientovat zcela svůj průmysl a další odvětví a obory československé ekonomiky na zcela jiné trhy.

Jenom připomínám, že podobný manévr v letech 1949-52 trval 4 roky, a to v situaci daleko jednodušší ekonomiky, v situaci centrálního plánování, kdy si centrální plánovači mohli dost direktivním způsobem dovolit v oblasti makroekonomického manévrování leccos.

Zůstanu teď v Česku, připomenu jinou zajímavou epizodu, která naopak bude mluvit nikoliv o tom, jaké benefity znamená mít svoji vlastní měnovou politiku, ale budu se bavit o tom, že určitá měnová uspořádání mají svoje kladné stránky, ale také svoje rizika. Připomenu rok 1995, kdy se Česká národní banka spolu s vládou dohodly na přikročení k dalšímu významnému transformačnímu kroku. Vzpomináte si možná, co to bylo: uvolnění toku kapitálu, směnitelnost koruny podle článku 8 o Mezinárodním měnovém fondu. Věděli jsme, jaké to má benefity: volný pohyb všech výrobních faktorů přináší nemalé výhody pro ekonomiku. Byli jsme si ale vědomi, že v situaci fixního kurzu (měna byla ještě tehdy fixována s + - nějakou flexibilitou na měnový koš) přináší uvolnění kapitálových toků nemalá rizika. A byli jsme si vědomi toho, že pokud nebude měnová, fiskální a mzdová politika (nebo širěji, přístup odborů) nahrávat novému měnovému uspořádání, nové měnové uspořádání nepřežije. A nepřežilo.

Vzpomináte na 96., 97. rok: přišel externí šok v podobě krize nových tržních ekonomik z jihovýchodní Asie, z jižní Afriky k nám. Přišla k nám krize kredibility nových ekonomik a tento externí šok prověřil naše nové měnové uspořádání. Ukázalo se, že jsme neměli na to kombinovat měnovou a fiskální kursovou politiku tak, aby byl fixní kurz při volném pohybu kapitálu udržitelný. Opustili jsme tedy fixní měnový kurz, kurzová bublina splaskla, koruna depreciovala zhruba o 10 %, stálo to možná život vlády, což je dneska směšné a paradoxní z pohledu historického: od té doby jsme si zvykli na daleko silněj-

ší pohyby, aniž by z toho někdo vyvozoval jakékoliv politické odpovědnosti.

Tehdy v 95. roce, když jsme připravovali zmíněné měnové uspořádání, připomínali jsme si případ Rakouska ze 70. let. Jestli si vzpomínáte, Rakousko se jednoho dne po dlouhých debatách rozhodlo svázat šilink pevně s markou. Vzpomínáte si na kurz 1:7, který se udržel až do konce života šilinku. A co je zajímavé (a vůbec nehodnotím, jestli to bylo správné měnové uspořádání), Rakousko se zbavilo vlastní autonomní měnové politiky, ale povedlo se mu něco, co se České republice v r. 1995 nezdařilo. Povedlo se mu nastavit takové politické podloží, které umožnilo udržet pevný kurz šilinku k marce po celou dobu až do zániku obou těchto měn. Proč? Politici hráči, socialisté i lidovci a centrální banka se dohodli na tom, že otázky, které jsou s tímto spojené, vytknou před závorku politických bojů, a dohodli se i s obory na tom, že všichni budou dělat takovou fiskální a mzdovou politiku (ve spolupráci s centrální bankou), která umožní udržet pevný kurz šilinku k marce. Vzdali se toho, co naopak prospělo Finsku nebo Československu v roce 90, ale díky disciplíně všech to vyšlo.

A nakonec poslední lecke z historie. Když se rozpadalo v roce 1992 Československo, dohodly se politické reprezentace na vzniku měnové unie od 1. 1. 1993 – na pokračování československé koruny na naprosto jiném politickém uspořádání. Na rozdíl od eura nám trhy neumožnily, aby měnová unie mezi Českem a Slovenskem prošla jakýmkoliv reálným testem, testem podobným dnešní euro krizi. Jinými slovy, trhy, které od samého počátku považovaly Č-S unii za velmi nekredibilní, reagovaly velmi promptně a rychle. Začaly přesunovat likviditu ze Slovenska do České republiky, protože nevěřily, že měnová unie přežije, nevěřily, že budoucí slovenská koruna si udrží úvodní kurz a 8. února 1993 po měsíci a osmi dnech jsme byli nuceni přikročit k měnové odluce.

A teď už jsme u eura. Euro prošlo velmi dobře prvním testem kredibility. Proč? Stáli za tím silné persóny. Mitterrand, Kohl, velmi kredibilní charismatictí politici přešvédčili trhy, že to myslí vážně. Na rozdíl od tehdejší české a slovenské politické reprezentace a centrálních bank, když jsme šli do měnové unie se Slovenskem. Byli si samozřejmě vědomi, že Evropská měnová unie je politický konstrukt na ne úplně vhodném ekonomickém a politickém podloží. A zřejmě počítali s tím, že na bázi tohoto sebeuvědomění si genetických vad Evropské měnové unie postupně půjde Evropa cestou větší ekonomické homogenizace a vytváření politické unie. Jinými slovy, zopakovali tu samou chybu, kterou my jsme udělali v r. 1995, když jsme umožnili volný pohyb kapitálu při fixním kurzu a spoléhali jsme na to, že politická reprezentace, fiskální politika, mzdová politika v Česku podpoří toto uspořádání.

Ani v jednom případě k tomu nedošlo. Dneska víme, že v Evropské měnové unii stále přetrvává situace, kdy ekonomické podloží není příznivé tomuto měnovému uspořádání. Co je to, to ekonomické podloží? Můžeme tím rozumět stupeň ekonomické homogenity v rámci zemi Evropské měnové unie. Jenom připomínám, že rozdíl v HDP na hlavu mezi nejvyspělejšími státy Evropské měnové unie a nejzaostalejšími je až čtyřnásobný. Připomínám, že Evropská unie neodstranila deficity, které jdou proti myšlence společné měny v oblasti volného pohybu práce, služeb a kapitálu.

U služeb víme, o čem mluvíme, protože Česká republika je jednou z obětí restrikcí. U práce také víme, o čem mluvíme, protože Česká republika je také jednou z obětí. Evropská unie paradoxně fixuje bariéry i pro volný pohyb služeb a práce. Před nedávnem vyšel článek v Ekonomistu, kde autor testuje, do jaké míry v EU v realitě funguje volný pohyb zboží a vyrovnávání cen. Dokonce i v této oblasti, kde neexistují oficiální bariéry, existuje vysoká heterogenita v rámci Evropské unie. Je to alarmující. Projevuje se to například v cenových rozdílech mezi tím samým zbožím v rámci Evropské unie často i mezi sousedními státy. Evropská měnová unie generovala, generuje a bude zřejmě generovat nerovnováhy nebo bubliny, které pokud jsou propíchnuty nějakým externím šokem, a globální ekonomická krize byla takovým špendlíkem, vedou k velkým poruchám, nerovnováhám a ekonomickým ztrátám.

Proč? Evropská centrální banka je v podstatě krejčí, který šije jednu velikost obleku pro různé postavy: pro Irsko, Německo i pro Řecko. Samozřejmě i zde může dojít k přizpůsobení obleku pro specifické postavy.

Můžeme si představit, že pokud by fungovala politická a fiskální unie v rámci EMU, fiskální transfery by mohly skutečně přispět k tomu, že někomu ten oblek trošičku rozšíříme v případě potřeby a v určité situaci někomu zase na jinou postavu oblek zúžíme.

Ale víme, že fiskální (a politická) unie v Evropské měnové unii neexistuje. Řada ekonomů nicméně správně říká, že máme ještě jednu možnost: že národní fiskální politiky, pokud jsou dělány správně, přizpůsobí tu jednu velikost obleku tělu národní ekonomiky. Abych byl konkrétnější, jestliže euro a měnová politika spjatá eurem je šitá na míru německé ekonomice a nevyvolává tam žádné problémy (když se podíváme na nárůst cen nemovitostí v Německé ekonomice za poslední léta, je to naprosto zdravý vývoj), tak naopak pro Irsko to byl příliš volný kabát. Ten volný kabát v případě Irska vedl k tomu, že v situaci záporných úrokových sazeb si samozřejmě všichni hrozně rádi půjčovali a hrozně rádi utráceli na dluh. Vznikla tak bublina nerovnováhy na mnoha trzích, zejména na trhu nemovitostí s obrovskými dopady do bankovního sektoru a do celé ekonomiky.

Ale je zde jedna hrozná důležitá věc. Řecko je věc jenom mediálně zajímavá, ale nikoli pro ekonomu. Když se podívá na řecká čísla za posledních x let (a připočítá si k tomu ještě řecké švindlování) bakalář vysoké školy ekonomické, tak asi řekne, že tohle je neudržitelné a musí to skončit špatně. Morální hazard, že si půjčujeme za německou úrokovou sazbu, ale utrácíme řeckým způsobem, je pro ekonomu naprosto nezajímavá záležitost.

Naopak Irsko je zajímavá věc. Irsko totiž dělalo to, co se má dělat, když máme jeden velký kabát, ale různé postavy. Irsko léta provozovalo velmi odpovědnou fiskální politiku. A co je hrozná důležitá, ani tato fiskální restrikce Irsku nepomohla k tomu, aby zabránilo vzniku nerovných a bublin.

Ukázalo se, že právě teoretický argument, že přizpůsobování fiskálních politik může eliminovat nevýhody jednotného měnového kabátu, je nerealistický předpoklad. Samozřejmě můžete mně oponovat v tom, že zřejmě irská fiskální restrikce byla nedostatečná, že nezabránila vzniku bublin na irském trhu nemovitostí. Jako ekonom řeknu ano. Irové čistě technicky měli provozovat ještě daleko více restriktivní fiskální politiku, ale pak se bavme o tom, jestli politický prostor, který má daná země k tomu, aby to dělala, je dostatečný. Jestli je možné skutečně vytknout třeba oblast fiskální ekonomiky před politickou závorkou, zavést nějaké pravidlo v dané zemi a řídit se podle toho pravidla. Jako ekonom si to umím představit. Nejsme politolog, pro politologa je to velmi zajímavé téma.

Co z toho plyne pro Česko? Na křivce, kterou ukazoval guvernér Singer, jsme viděli, jak se teď Česká republika dostává docela příjemně z propadu HDP. Víme, že průmysl v rámci té křivky roste v Česku dvoucifernými ciframi, ale když bychom šli za tu křivku a dívali se, co to je „český růst“, tak je to docela jednoduché. Jsou to české průmyslové exporty do Německa, kde slouží jako subdodávka německým vývozcům investičního zboží do Číny a Spojených států. Abych to zkrátil, celý český růst je, byl a bude svázaný s čínskou poptávkou po investičním zboží a s americkou poptávkou po investičním zboží. Teď by zde musel stát odborník na Čínu, to já nejsem, aby vedl úvahu o tom, do jaké míry je čínský ekonomický a politický vývoj udržitelný. Jenom chci říct, že není od věci uvažovat o tom, že tento model může velmi rychle splasknout. V Číně může nastat cokoli. V situaci kdyby přišel nějaký šok - a můžou přijít i jiné typy šoků na českou ekonomiku - by řešením bylo to, které pochopitelně ještě dneska máme k dispozici, a to je koruna. Je otázkou, jestli bychom se bez koruny při současném profilu naší ekonomiky s potenciálními šoky vypořádali.

Český průmysl v situaci, kdy koruna sílí, volá po euroizaci. Jsme stále konvergující ekonomika. Konvergujeme reálně i nominálně. Znamená to, že kdybychom dnes

měli euro nebo zafixovaný kurz, že bychom se museli smířit s 5-6% inflací a s podobným nárůstem mezd. Náš průmysl a naše firmy by byly vystaveny těmto dvěma tlakům, inflačnímu a mzdovému, a je otázka, jestli celkové podloží v ČR je takové, abychom fiskální otázku mohli vytknout před závorku a pracovat s nějakým pravidlem, které by nám umožnilo vytvářet velké rozpočtové přebytky v situaci, kdyby ekonomika rostla, aby se přiblížilo vzniku nerovných a bublin.

Máme pro to v Česku politické podloží? Odpověď je skeptická. Podívejme se na vývoj fiskálu v ČR od roku 2000 do roku 2007 nebo do roku 2008. Ekonomika rostla a přitom jsme generovali deficity. Nevidím v Česku žádnou silnou politickou vůli jak na straně veřejnosti, tak na straně politické sféry pracovat skutečně podle zdravého ekonomického fiskálního pravidla. Samozřejmě toto není příliš optimistický pohled na otázku, zda Česko má v dohledné době splnit svůj závazek, který podepsalo při vstupu do EU, závazek přijmout euro. Problém je, že když jsme podepisovali tento závazek, tak EMU bylo jiným sdružením, než je dneska. Když jsme podepisovali tehdy svůj závazek, platilo tam nějaké pravidlo stability. Když vznikla Evropská měnová unie, Němci si pohlídali zásadu, že každá země bude zodpovídat za svoje vlastní hospodaření. To už dneska neplatí a země, které to vyžadují, jsou kritizovány - jako třeba Slovensko. A taky platila zásada, že Evropská centrální banka nebude monetizovat veřejné dluhy. Už to také neplatí. Nevíme navíc, co bude Evropská měnová unie za 2 roky, za 3 roky.

Také jsme vstupovali do Evropské měnové unie podpořené Paktem stability a růstu. Ten Pakt stability a růstu byl před pár lety rozmělněn, a to Německem, Itálií a Francií. Dneska se Němci vrací k rétorice o fiskální a měnové zodpovědnosti. Ale co udělá příští vláda Německa? Jaká bude? Je nemožné dělat úspěšnou měnovou politiku za situace, kdy nemáte zodpovědného partnera na straně vlády a odborů. Ale to je bohužel právě realita dnešní Evropy.

Pavel Kysilka
Česká spořitelna, a.s.
pkysilka@csas.cz

K PROBLÉMŮM MĚNOVÉ POLITIKY CENTRÁLNÍHO BANKOVNICTVÍ V POKRIZOVÉ DOBĚ

Eva Zamrazilová

Výzvy hospodářské politiky pro nejbližší období by se obecně daly shrnout do několika hlavních bodů:

1. fiskální konsolidace – čeká patrně většinu vyspělých zemí v nejbližší budoucnosti; na tom jak se fiskální konsolidace s ohledem na stárnutí populace ve většině evropských zemích podaří, bude záviset střednědobá a dlouhodobá budoucnost jednotlivých evropských ekonomik i celé EU;

2. strukturální reformy – měly by být s fiskální konsolidací rozumně provázány, aby fiskální konsolidace nebyla jenom o škrtech, ale rovněž o celkovém koncepčním rámci;

3. problematika centrálního bankovníctví – měnová politika ve vyspělých zemích. Ani USA ani jiné země nemohou mít záporné úrokové sazby, a proto provádí politiku kvantitativního uvolňování. Tuto politiku osobně považují za extrémně rizikovou a nebezpečnou a z dlouhodobého hlediska jako jedno z největších rizik globální ekonomiky.

Země, které zavedly tato nestandardní opatření, čeká v příštích letech potřeba monetární normalizace, tzn. stažení těchto opatření, jejich postupná likvidace a v neposlední řadě také návrat úrokových sazeb k neutrálním úrovním.

Taylorovo pravidlo stanovující neutrální hladinu základních úrokových sazeb se dá počítat podle různých modifikací. Pro každou ekonomiku záleží na tom, jak vysoce je odhadnutý potenciál. Od mírně reálné kladné úrokové sazby se poté odečte polovina rozdílu mezi mezerou výstupu (rozdíl mezi potenciálním výstupem a skutečnou úrovní výstupu) a polovinou difference mezi inflačním cílem a skutečnou inflací. Dle Taylorova pravidla by neutrální úrokové základní sazby činily v současné době přibližně 1,5 %.

Další věc, která přichází jako úplně nová skutečnost, je pojem makroprudenční politiky, který se pokusím vysvětlit v závěru. Možná si vzpomenete, že na přelomu tisíciletí probíhala docela zajímavá akademická debata *Leaning against the wind or clean afterwards*, což v podstatě znamená, zda má měnová politika reagovat

na existenci určité bubliny v ekonomice. Odborníci soustředění kolem amerického FEDu byli dlouhodobě na přelomu tisíciletí proti tomu, aby se bubliny tzv. propíchovaly, což jednoduše řečeno znamená, aby se preventivně zvyšovaly základní úrokové sazby v momentě, kdy je určité podezření na vytváření bubliny. Jejich prvním argumentem bylo to, že bublina se těžko identifikuje, což může být pravda, ale není to o nic složitější identifikace, než jakéhokoli poměrně abstraktního pojmu. Dalším argumentem bylo to, že levnější je následný úklid. Následný úklid je to, co dělá FED dnes.

Myslím si, že tenhle starý konsensus z přelomu tisíciletí se v poslední době značně posunuje, protože se ukázalo, že se tento úklid silně prodražil. Dnes se akademický názor posunuje k odborníkům, kteří pocházejí spíše z evropských kruhů a kteří vždy poukazovali na to, že politika dlouhodobě uvolněných nízkých měnových sazeb přináší rizika vzniku bublin, nerovnováh a samozřejmě potom i kritických situací. Navíc se úklid v současné době přelil do fiskální sféry a je otázkou, kam se z té fiskální sféry po konsolidaci veřejných financí bude přelévat dále. Zda do privátních bilancí, to ukáže budoucnost.

Dalším problémem je, že z měnové politiky byly v moderních paradigmatech cílování inflace vynechány v podstatě veškeré peněžní agregáty. Ten, kdo se této problematice někdy přiblížil, ví, že kromě ECB žádná světová centrální banka, která cílí na inflaci, vlastně nedělá měnovou analýzu, resp. analýzu peněžních agregátů. Pouze ECB navzdory kritice řady odborných kruhů stále nechává svoje měnověpolitické rozhodování na tzv. dvou pilířích. Jeden je klasický modelový rámec, který ukazuje směr dynamiky a reakce na určité šoky. Druhý pilíř provádí měnovou analýzu. A tyto dva pilíře navzájem procházejí tzv. *crosscheckem*. Teprve potom vzniká celková prognóza ECB a vize měnověpolitického rozhodnutí.

Součástí naznačeného problému je i fakt, že měnověpolitické modely nejen nezahrmují měnovou analýzu, ale vlastně obcházejí bankovní sektor, který je realizátorem transmisního mechanismu základních úrokových sazeb k sazbám klientským a do reálné ekonomiky. To, co jsme v této krizi viděli, to, že de facto zamrzly

trhy, credit crunch atd. znamená porušení či poškození transmise. Ekonomická teorie si zatím nepoložila otázku, proč se tak stalo, a tedy ani modelové aparáty nemají problémy finančního sektoru ve svém operačním rámci zapracovány. Teoretické základy nového keynesovského přístupu předpokládají hladkou funkci finančních trhů – a jak víme, ošidnost tohoto předpokladu tato krize opět potvrdila.

Z akademického pohledu je určitě nosným směrem rozvoje moderních dynamickostochastických modelů všeobecné rovnováhy to, že se modelový rámec musí rozšířit o bankovní sektor a musí se rovněž rozšířit modelování určitých finančních fríků, respektive finančních šoků. To, co bylo rovněž vyvráceno a co rovněž patří do celkového teoretického rámce cílování inflace, je to, že cenová stabilita je postačující podmínkou finanční stability. Proto teď vzniká nový směr aktivit pro centrální banky, jejichž úkolem je péče o finanční stabilitu. Nicméně operační rámec pro finanční stabilitu je výzvou, protože není zdaleka vytvořen a je předmětem zájmu výzkumu jednotlivých měnových autorit, evropských autorit i akademického výzkumu obecně.

Základní podmínkou je zmapovat finanční systém jako takový, jeho vazby a propagační vazeb do reálné ekonomiky a samozřejmě realistické ocenění rizik. Novým pojmem je tzv. systémové riziko. Je to riziko, které je schopno destabilizovat finanční systém jako takový a ještě jeho prostřednictvím přenést šok do reálné ekonomiky. Ten má svoji sektorovou dimenzi, což znamená, že finanční instituce jsou mezi sebou propojené a mohou se navzájem „nakazit“. Systémové riziko má také dimenzi časovou, protože i sklon k riziku má svoji časovou dimenzi. V dobrých časech jsou všechny subjekty k riziku náchylnější, protože předpokládají, že trhy půjdou nahoru, aktiva se budou dále zhodnocovat atd. Pesimističtější jsou naopak v časech špatných, což je částečně problém současné doby, kdy krize důvěry staví situaci do horšího světla, než jaká je skutečná realita.

Pro centrální banky tedy vzniká nový směr úvah i aktivit - makroprudenční politika, která je v zásadě založena na makroprudenčních nástrojích typu kapitálové nepřiměřenosti, ukazatelů likvidity, ukazatelů leverage. Otázka je, zda centrální banka je oprávněná na určité typy nerovnováh nebo vychýlení jednotlivých ukazatelů z bezpečných hladin reagovat i utážením měnové politiky. Toto je otázka, která se vrací pořád a kterou jsem zmínila na začátku – „Leaning against the wind or clean afterwards“.

Je jasné, že manipulace s jednotlivými makroprudenčními nástroji bude mít patrně dopad na úroveň měnově-politických podmínek. Myslím si tedy, že velkým problémem pro budoucnost může být nalezení správné rov-

nováhy všech nástrojů. Je pravděpodobné, že nalezení rovnováhy může být dlouhodobou záležitostí, která se neobejde bez problémových momentů.

Závěrem bych chtěla zdůraznit, že pro malou a otevřenou ekonomiku je udržení makroekonomické a finanční stability naprosto klíčovou otázkou, protože i to, že krizí nebyl náš finanční sektor zasažen, bylo dáno tím, že sektor byl zdravý a po krizi z 90. let relativně odolný. A proto si myslím, že obecně hlavním mottem celkové hospodářské politiky by mělo být hlavně ekonomice neškodit, dle známého tzv. hippokratovského pravidla Mil-
tona Friedmana – „First do no harm“.

Eva Zamrazilová
vrchní ředitelka a členka Bankovní rady ČNB
Eva.Zamrazilova@cnb.cz

PŘÍSTUPY K ŘEŠENÍ SOUČASNÝCH FISKÁLNÍCH PROBLÉMŮ

Milena Horčicová

Ráda bych se na této konferenci soustředila na přístupy k řešení současných **fiskálních problémů**. Nechci zde řešit celý svět a Evropu, ale konkrétně se zaměřím na ČR a její reakce a přístup k řešení našich vlastních fiskálních problémů. Nicméně ono to samozřejmě souvisí, takže přece jenom bych v úvodu krátce uvedla, jaké dnes celý svět řeší otevřené otázky, pokud jde o fiskální konsolidaci.

Vidíme a celkem není možné si nevšimnout, že vládní finance mnoha zemí jsou vystaveny velkým potížím, a co je ještě horší, že jsou nesmírně citlivé na vývoj finančních trhů a naopak finanční trhy jsou velice citlivé na vývoj vládních financí. Celkovým vývojem je omežován budoucí fiskální prostor, což je tedy velice nebezpečné, protože manévrovací prostor vlád se zužuje a je do velké míry už předurčen. V podstatě se zdánlivě řeší „klasické otázky“, typu jaké nástroje použít pro konsolidaci... Současně se ale řeší „trade off“, tzn. abychom na jedné straně minimalizovali nějaké krátkodobé nepříznivé dopady na poptávku a na druhé straně maximalizovali dlouhodobý růstový dopad. Což není zrovna jednoduchá záležitost.

Další otázka je, jaký je správný čas pro konsolidaci a jaké faktory podmiňují volbu toho správného časového okamžiku.

Třetí otázkou je, jak dosáhnout důvěryhodnosti fiskální konsolidace a jaká je při tom role střednědobého plánování nebo programování. Důvěryhodnost je totiž strašně důležitá: nejenom v bankovníctví, ale i pokud jde o postavení vlád. Získat kredibilitu je velice těžké a ztratit ji lze velmi rychle a už se nemusí znovu obnovit. Toto je pro důvěryhodnost fiskální konsolidace velice důležitá otázka.

Další otázka, která s předchozím souvisí, je, jakým způsobem postupovat v posílení institucí, které by podporovaly fiskální konsolidaci. To jsou otázky, které např. řeší fiskální rady. Ale jsou to otázky, které řeší vyspělý svět, velice intenzivně je řeší Evropa, která se snaží tyto otázky řešit společně, ale nejsem si jistá, jestli se jí to daří. Samozřejmě tyto otázky řeší i ČR a nemůže tomu být jinak. Svět na tom je různý. Je například pravděpodobné, že zadluženost Japonska překročí 200 %, což je neuvěřitelné...

Ale my jsme v evropském prostoru, podíváme se v úvodní tabulce na to, jak je na tom Evropa (tedy vybrané státy) a poté jakýsi průměr. V průměru ale není uvedeno Řecko, protože v posledních notifikacích nebylo zahrnuto vzhledem k nedodání důvěryhodných dat, ale samozřejmě by průměr posunulo nějakým způsobem nahoru. Česká republika je na tom v tomto srovnání poměrně dobře, ale ne skvěle. Deficity kolem 5 až 6 % HDP nejsou moc dobré, je to dvojnásobek Maastrichtského kritéria. Dluh se sice zdá, že není velký, ale podíváme se na dynamiku za poslední roky. Deset procentních bodů máte a ani se nestačíte ohlédnout. Toto je velice varující a nemůžeme si myslet, že můžeme fiskální konsolidaci odkládat a čekat na dobré časy!

S Českou republikou byla zahájena procedura při nadměrném schodku koncem loňského roku (2009) a to poté, co mimo tuto proceduru byla rok a půl (byla z ní vyňata v polovině roku 2008). To samozřejmě znamená přijetí doporučení a vláda přijala návrh konsolidačních opatření na střednědobý časový horizont a předložila v tomto smyslu i návrh rozpočtu na rok 2011 a střednědobého rozpočtu.

Fiskální cíle pro nejbližší léta:

Původně jsme měli již v horizontu let 2012 – 2013 dosáhnout střednědobého cíle ve výši kolem 1% deficitu. To se samozřejmě nepodaří a bude dosažen (za určitých předpokladů) tak zhruba kolem roku 2016. V tabulce „Nastavení fiskální politiky“ je výhled na rok 2013, kde se dostáváme k Maastrichtskému kritériu udržitelnosti veřejných financí.

Tady jenom stručně k instrumentům konsolidace tak, aby nedošlo k podvázání růstu. O tomto se dost mluvilo v souvislosti s přípravou státního rozpočtu, bylo mnoho diskusí v tripartitě a to, do jaké míry fiskální opatření dopadají na růst. V tabulce „Opatření ke snížení schodku hospodaření sektoru vlády v metodice ESA 95“ je uveden souhrn restrikcí na příští rok a dopady na ekonomický růst podle našich propočtů by se měli pohybovat kolem půl procentního bodu. Toto se velmi těžko počítá, protože to počítáme staticky a nikoli dynamicky. Podle našeho názoru fiskální restrikce není z hlediska růstu zničitelná. V tabulce „Hospodaření sektoru vlád-

ních institucí“ můžete vidět střednědobý výhled vládního sektoru, tzn. cílíme snížení deficitu sektoru vlády v příštím roce na 4,6 %, což je mírně více než to bylo v konvergenčním programu a postupně až na 2,9 % v roce 2013.

Co to znamená pro výdajové rámce, je zobrazeno ve slidu „Střednědobý výhled vládního sektoru“. Důležité je, aby se výdajové rámce dodržovaly, což nebyvalo zrovna pravidlem. V tabulce „Hrubý konsolidovaný dluh“ je výhled, který ukazuje jakým způsobem se navržený způsob fiskální konsolidace projeví na dluhu. Vidíme, že přestože budeme konsolidovat, tak nám podíl vládního dluhu na HDP roste. Dostáváme se už přes 40 % HDP v roce 2013, což mělo nedávno Řecko; 40 % HDP je pořád dobrých, ale ve smyslu toho pána, co padá z desátého patra a je v pátém... Zde je opravdu nutné si uvědomit, že zadluženost s sebou nese obrovské náklady na dluhovou službu a ubírá fiskální prostor pro výdaje.

Další věc je, že my jako malá a otevřená ekonomika jsme ještě zranitelnější a citlivější. Finanční trhy citlivě reagují na vývoj ve světě a zvláště teď jsou velmi pozorné, víme co dělají ratingové agentury apod. V atmosféře takového trochu „ode zdi ke zdi“ si nemůžeme dovolit nějakou chybu, nějaký exces, nějakou nedůvěryhodnost, protože penalizace z finančních trhů v záporných premiích by dosahovala miliard. To je znovu trochu hlubší rozbor výhledu vládního sektoru hlavně z hlediska jeho struktury, co je cyklická a co je strukturální složka. Prostý růst nám nepomůže!

Strukturální saldo je pořád vysoké. Ukázalo se, že vysoké růsty, kterých jsme dosahovali jsou spíše neopakovatelné. Pro malou otevřenou ekonomiku je o to více důležité mít zdravé veřejné finance a mít nízké zadlužení. Dočasné zlepšení stavu veřejných financí bylo cyklického charakteru a říkáme, že růsty jsou neopakovatelné, takže jsme se velice rychle vrátili do procedury a rozsah potřebné fiskální konsolidace ukazuje, že se neobejdeme zejména bez výrazné restrukturalizace a snížení výdajů.

Dosavadní reformy a i ta poslední opatření nejsou dostatečná pro udržitelnost veřejných financí ve střednědobém horizontu a neobejdeme se bez zásadních strukturálních reforem důchodového systému, vzdělávání apod. Vtip uvedený na závěrečném obrázku je z roku 2003!!!, kdy byla přijata tzv. reforma veřejných rozpočtů, která obsahovala celou řadu pozitivních prvků, které jak se později ukázalo, skutečně pokud jde o veřejné finance, pomohly. Bohužel však např. původní záměr, 2/3 na výdajích a 1/3 na daních, se nezdařil. Bylo to přesně opačně. Od řady opatření se z politických důvodů a nedostatku politické odvahy upustilo, a to bylo v době, kdy jsme rostli téměř jako „čínští tygři“,

a přesto nám to pomohlo pouze k tomu, že jsme mohli následně opustit proceduru při nadměrném schodku. Ale již vzápětí po implementaci reformy přišlo v r. 2005 vánoční rozdávání peněz (s vidinou voleb 2006). Šedesát miliard (ročních!), které kdyby se tenkrát nerozdały, už jsme také mohli být dál...

Odvaha k reformám v České republice notoricky chybí a chybí tu také společná vůle vlády a sociálních partnerů. ČNB naopak fiskální reformy ministerstva financí při každé příležitosti podporuje.

Milena Horčicová
ředitelka odboru Finanční politika MF ČR
Milena.Horcicova@mfc.cz

BASEL I, II, III, IV... A CO DÁLE?

František Pavelka

Abstract

Constantly recurring banking crisis leads to a steady tightening of banking regulation, and yet regulation fails to prevent banking crisis. What is the problem?

More than 22 years it takes an organized effort to improve the regulatory framework of financial markets. Main goal, prevention of financial crises, is not sufficiently fulfilled. Possible causes: The new measures come after generation of the problems (always a step behind), insufficient attention to the stochastic nature of the market, ignoring the findings of behavioral finance theory. Solution: Simplification of the regulatory framework, increasing the role of the equity, requiring strict compliance by the regulator

Key words: regulatory framework, stochastic nature, behavioral finance

1. ZDROJE NEZBYTNOSTI EXISTENCE REGULATORNÍHO RÁMCE FINANČNÍCH TRHŮ

V současné době není snad jediný ekonom, který by pochyboval o tom, že by se fungování finančního trhu, zejména jeho bankovního sektoru, obešlo, má-li být dostatečně plynulé a ekonomicky spravedlivé, bez odpovídajícího regulatorního rámce, bez příslušné a přiměřené regulace.

Finanční trhy mají, podobně i jako ostatní trhy, ale ve větší míře, tendenci k tzv. **tržním selháním**. Tendence k selhávání finančních trhů plynou ze dvou hlavních zdrojů. Prvním z nich jsou **vnitřní vlastnosti finančních instrumentů**, se kterými se na finančních trzích obchoduje, druhým pak **způsob obchodování** s finančními instrumenty na trhu obchoduje.

Vnitřní zdroje rizika (vlastnosti finančních instrumentů). Každý z finančních instrumentů, které jsou předmětem obchodování na finančních trzích, nese v sobě tři druhy rizika plynoucí z jejich vnitřních vlastností.

Za první z nich můžeme považovat **riziko likvidity**, riziko jejich schopnosti fungovat jako peníze. Toto rizi-

ko plyne z faktu, že na finančních trzích se obchoduje s penězi jako zbožím. Investováním peněz do finančního instrumentu se investor zbavuje dočasně jejich schopnosti fungovat jako peníze a podstupuje riziko, že v případě potřeby likvidity nebude schopen přeměnit finanční instrument dostatečně rychle na peníze.

Za druhé z inherentních rizik pak můžeme považovat **riziko selhání třetí strany** v podobě nesplnění závazku (někdy též nepřesně **riziko kreditní**, úvěrové). Toto riziko plyne z neekvivalentního charakteru obchodování na finančních trzích. Zatímco při klasickém obchodu (koupě, prodej zboží) vyměňujeme peníze za protihodnotu, na finančních trzích vyměňujeme peníze za pohledávku, peníze se jednostranně přesouvají od věřitele k dlužníkovi a teprve po uplynutí doby trvání operace, se peníze vrací v původním majiteli.

Třetím rizikem je pak speciální **riziko tržní**. Toto riziko vyplývá mj. z volatility trhu, kdy operace finančního trhu trvá delší dobu, kdežto podmínky na trhu se celkem rychle mění. Dále pak z toho, že ceny, za které se obchoduje (např. úroky) mají dosti imaginární základ. Na rozdíl např. od cen klasického zboží.

Rizika z podstaty a charakteru podnikání

Pokud jde o rizika plynoucí ze systému obchodování a z charakteru podnikání na finančních trzích můžeme za **základ všeho** považovat skutečnost, že až na výjimky je podnikání na finančních trzích **podnikáním na vlastní účet a vlastní riziko s cizími, vypůjčenými zdroji**. Z toho plyne pákový efekt, při kterém se držitelé cizích zdrojů dělí s bankou o riziko, ale nedělí se o zisky plynoucí z tohoto podnikání¹. To pak vede k tendenci podstupovat vyšší riziko a tím i získávat vyšší výnosy což ve svém důsledku může vést ke vzniku „bubliny“ a po jejím prasknutí ke zhroutilí celého systému.

Za další zdroje rizika ze způsobu podnikání jsou považovány²:

1) Pavelka a kolektiv: kapitola 6. Principy řízení komerčních bank

2) Richard Balwin, Charles Wyplocz: str. 446 a 456, nebo Ivan Babouček a kol. str. 38 a další

- Síťový charakter finančních trhů vyplývající z podvojnosti charakteru finančních instrumentů, kdy každý s každým je na finančním trhu dlužníkem i věřitelem zároveň a z finanční infrastruktury v podobě platebních systémů a systémů vypořádání cenných papírů, která zajišťuje transfer hodnot mezi jednotlivými subjekty finančních trhů a tím i transfer možných ztrát z realizace rizika.
- Tendence ke koncentraci a centralizaci kapitálu, zejména z titulu úspor z rozsahu, vedoucí k riziku zneužití dominantního postavení na trhu.
- Asymetričnost informací vyplývající z různého postavení věřitelů (investorů) a dlužníků (emitentů finančních instrumentů).

První tendence vede k nebezpečí vzniku hromadné platební neschopnosti trhu a jeho celkové destabilizaci, druhá a třetí pak k riziku zneužití trhu jako takového.

V praxi je snaha, aby každý z uvedených zdrojů rizika byl pokryt odpovídajícím regulačním rámcem.

Zjednodušeně lze systém znázornit takto:

riziko	regulace
Úvěrová páka	Kapitálová přiměřenost (Capital adequacy)
Síťový charakter FT (riziko destabilizace FT, hromadná platební neschopnost)	Makroekonomická systémová regulace a dohled (Systemic regulation and supervision)
Zneužití trhu	Ochrana spotřebitele (Consumer protection, responsible trading)
Zneužití dominantního postavení na trhu	Potírání nežádoucích praktik (Best practice)
Asymetrie informační	Obezřetné podnikání (Prudential regulation and supervision, responsible lending)

2. REGULACE = PREVENCE KRIZE FINANČNÍCH TRHŮ?

Prakticky všechna opatření k posílení regulačního rámce se zaměřují na prevenci vzniku finančních a bankovních krizí. Můžeme si to ukázat na cílech jednotlivých opatření známých pod BASEL.

Basel I – cíle

– posílit odolnost bankovního systému proti krizovým situacím vniklým v bankovním systému

Basel II – cíle

– podpora bezpečnosti a stability finančního sektoru zejména komplexním pokrytím rizika, zlepšení konkurenceschopnosti bankovního sektoru a finančních trhů
– posílení bankovního dohledu a trhu

Basel III – cíle

– posílení odolnosti bankovního sektoru vůči krizím, zejména krizím finančním
– posílení bankovního dohledu z makro- i mikroekonomického hlediska

Basel IV – cíle

– posílení kvality odolnosti bankovního systému vůči krizím, zejména krizím finančním
– posílení preventivního působení regulace a dohledu, jeho přizpůsobení procesu globalizace

Skutečnost: Od roku 1988, kdy začala být postupně zaváděna opatření týkající známá pod zkratkou Basel I snad nebyl jediný rok, kdy by v některé zemi nedošlo k bankovní či finanční krizi.

Jaké jsou příčiny tohoto jevu? Jedná se o selhání regulace, regulačního rámce, nebo problém je i v něčem jiném?

Při podrobnějším studiu účinnosti a efektivnosti regulace finančního sektoru a bankovní industrie zvláště se ukazují minimálně **tři zdroje relativních neúspěchů:**

1. časová souslednost opatření přijímaných „o krok pozadu“
2. nedostatečné respektování stochastického charakteru procesů na finančních trzích a stochastického dopadu regulačních opatření
3. nedostatečné respektování poznatků behavioristických finančních teorií.

Ad 1: „O krok pozadu“

Jeden z velkých problémů tvorby a aplikace regulačního rámce je skutečnost, že v podstatě jde vždy až o reakci na jevy, které se na finančním trhu objevily a které měly negativní důsledky na jeho fungování. Ukažme si to na příkladu:

BASEL I – reakce na

- důsledky v nedávné minulosti nastalé z realizace ztrát z nadměrného úrokového rizika a jeho nadměrné úrokové koncentrace plus reakce na
- nedostatečné kapitálové vybavení bank.

Vyrovnání se s nedostatečným kapitálovým vybavením trvalo téměř 8 let. (V USA nicméně v té době některé velké banky jako GP Morgan považovaly basilejský osmiprocentní kapitálový požadavek za nerozumný a im-

plementovaly systém credit default swaps, takže jim ve vztahu k aktivům stačil kapitál jen ve výši necelestých dvou procent aktiv).

Mezitím se banky začaly orientovat na obchod s cenými papíry, zejména v jejich spekulativní a rizikové podobě, k tomu **pár selhání asijských** a jim podobných kapitálových trhů (i Česká spořitelna má na to zajímavé vzpomínky) a **pár selhání jednotlivců** (na to dodnes vzpomíná ČSOB a Société General) a máme zde

BASEL II s jeho třemi pilíři

- kapitálovými požadavky na úvěrové, tržní a operativní riziko
 - požadavky na systém bankovního dohledu,
 - požadavky na tržní disciplínu,
- s uznáváním interních bankovních metod hodnocení rizika, což mělo vést i k případnému snížení požadavků na kapitál banky, s jeho definitivní implementací v roce 2006 – rok před vznikem finanční krize

Mezitím v USA (mj. i díky implementaci zmíněných CDS) praskla superbublina a jako mimořádně významné se prokázalo, kromě jiného, **riziko likvidity** a vznikla parádní finanční a poté i ekonomická krize. A máme zde

BASEL III s jeho opatřeními v podobě snahy o

- zvýšení požadavků na kapitál ve formě:
 - redefinice a upřesnění definice regulačního kapitálu s tahem na jeho schopnost tzv. účinně absorpce ztrát,
 - pákového poměru (leverage ratio),
 - rozšíření požadavků na krytí úvěrového rizika protistrany vyplývající z derivátů, repo-operací a obchodů s cennými papíry,
 - dodatečných kapitálových požadavků na tvorbu proticyklých polštářů (buffers);
- zavedení dvou nových minimálních likviditních standardů:
 - ukazatel LCR (Liquidity Coverage Ratio) sleduje krátkodobé riziko likvidity,
 - ukazatel NSFR (Net Stable Funding Ratio) sleduje dlouhodobé riziko likvidity;
- regulace odměňování v návaznosti na obezřetné přijímání rizik atd.

Finanční krize však mizí pomalu. USA uvolňují další 600 miliard USD do ekonomiky. Globalizace se urychluje. **Možný pád jedné významné finančně úvěrové instituce** ohrožuje fungování světového systému. Opatření jednoho národního regulátora mohou být negována opatřeními jiného národního regulátora. To vše vyvo-

lává potřebu další korekce regulačního rámce a na obzoru se rýsuje

BASEL IV se záměrem

- Celoevropské až celosvětové harmonizace a sjednocování regulačních opatření
- Změny architektury regulace a dohledu (mj. nadnárodní instituce)
- Zavedení systému SIFIs (vytipování systémově významných finančních institucí a zavedení opatření ke snížení pravděpodobnosti jejich pádu popřípadě vytvoření podmínek pro pořádané ukončení jejich činnosti v případě vzniku potíží³⁾)
- Posílení principu odpovědného chování (prudential comportsment), poctivého obchodování (faire trade)

Ad 2. Nedostatečné respektování stochastického charakteru procesů na finančních trzích a stochastického dopadu regulačních opatření

Většina regulačních opatření je koncipována se snahou o maximálně možnou přesnost stanovení principů jejich fungování a dodržování a mlčky, implicitně se opírá o deterministický charakter jednotlivých procesů. Tento přístup by měl umožnit kontrolovatelnost role jednotlivých pravidel, jejich vyšší účinnost apod. Např. metodika propočtu kapitálových požadavků.

Pro operace na finančních trzích je však typická poměrně vysoká neurčitost výsledku jejich realizace, což má a musí mít za následek i **neurčitost dopadu regulačních opatření a pravidel**⁴⁾. Při pozorném sledování efektivnosti regulačních opatření se dokonce vysledovat určité tendence, ne-li zákonitosti:

- čím jsou pravidla regulace podrobnější, tím více se postupně ztrácí jejich smysl a klesá jejich účinnost. Jako příklad můžeme uvést způsob výpočtu kapitálových požadavků podle Basel II, který je v některých místech tak složitý, že se téměř ztrácí jeho cíl a smysl⁵⁾
- čím jsou regulační pravidla rigoróznější, tím je větší nebezpečí, že se jejich očekávaný pozitivní vliv převrátí v negaci, v brzdu podnikání, v nástroj přímo nučící subjekty regulace k jejich porušování, či ke hledání cest, jak je obejít
- čím více je přijímáno regulačních pravidel, tím větší je pravděpodobnost jejich protikladného a rozpoměho působení. Zejména u pravidel uvažovaných v rámci Basel IV se může lehce stát, že půjdou proti sobě.

Ad 3. Nedostatečné respektování poznatků behavioristických finančních teorií

3) Trvalá vzpomínka na chaotickou likvidaci Herrstatt Banky z Kolína nad Rýnem v roce 1974?

4) Osmiprocentní minimální požadavek na kapitál by měl být minimální mírou ještě zabezpečující stabilitu fungování banky. Z nedávné finanční krize jsou však známy případy, kdy ani několikanásobně vyšší podíl kapitálu na aktivech nedokázal zbránit pádu banky.

5) Singer Vladimír, str. 5.

Většina regulatorních opatření vychází z klasických finančních teorií fungování finančních trhů, teorií efektivních trhů, Markowitzových předpokladů racionality chování účastníků finančních trhů, vztahů rizika a výnosů atd. Praxe však ukazuje, že racionalita chování se velmi často mění na chování iracionální, které podléhá zcela jiným zákonitostem. Často se stává, že pod vlivem tržních anomálií dokonce dochází k systematicky iracionálnímu chování účastníků finančních trhů, „stádnímu chování“, ke vzniku „bublin“ apod.

Příkladem lze nalézt mnoho i v České republice. Nejtypičtějším jevem je např. urychlené zavádění konkurenčně úspěšných instrumentů finančního trhu zavedených jednou bankou následně i ostatními bankami. V období boomeru podléhá dojmu, že rizika se zmenšují, respektive, že můžeme podstupovat vyšší riziko. **Tomuto dojmu podléhají často i orgány dohledu,** které přivírají oči nad „netradičními postupy“, jako např. poskytování úvěrů bez zajištění (známá 120% hypotéka), bez hodnocení schopnosti dlužníka splácet vypůjčené peníze,

Nechme promluvit klasika behaviorálních finančních teorií, Shefrina Hershe v úvodu jeho knihy *A Behavioral Approach to Asset Pricing Theory*:

„Hlavní pilíře oceňování v neoklasických financích jsou: hypotéza efektivního trhu, modely oceňování jako model CAPM (model oceňování kapitálových aktiv) nebo Black-Scholes Model⁶ a na střední odchylce efektivního portfolia. Tato kniha ukazuje, jak hlavní pilíře takového oceňování aktiv budou ovlivněny, jakmile tradiční neoklasické předpoklady budou nahrazeny heuristickými předsudky (biases) a behaviorálními preferencemi. V tradičním oceňování aktiv je mnoho záhad (puzzle): dividendová záhada, záhada úrokové sazby, volatilita hypotézy očekávání a nakonec hádanka podstaty ceny. Tato kniha a její argumenty jsou dostatečné, aby prokázala, že tyto jevy jsou zavádějící, protože se spoléhají na modely, které předpokládají, že investoři rozhodují bezchybně. Nicméně je dostatečně evidentní, že investoři se dopouštějí systematických chyb⁷, což se projevuje ve svém úhrnu v neefektivním oceňování. Nicméně zavádějící, zmatečný charakter těchto jevů zmi-

zí, jakmile začneme brát do úvahy chyby investorů a jejich preference.“⁸

3. JAK Z KOLA VEN?

Jako relativně významné se ukazují tři přístupy:

- Zjednodušení celého systému regulace a zvýšení jeho efektivnosti
- Zvýšení schopnosti finančních trhů absorbovat ztráty
- Důsledné dodržování přijatých pravidel, zejména pokud jde o transparentnost operací a odpovědný a obezřetný přístup k podnikání⁹

Ad 1. Za jednu z významných cest zjednodušování a zvyšování efektivnosti regulace lze považovat cestu sjednocování pravidel, jak na národní, tak i (v našem případě) na úrovni EU, popřípadě i cestu integrace regulatorních orgánů¹⁰.

Ad 2. Za cestu zvýšení schopnosti finančních trhů absorbovat ztráty je v současné době považováno zejména zvyšování kvality a objemu angažovaného vlastního kapitálu a zabezpečování vyšší likvidity. K tomu jsou navrhována i příslušná regulatorní opatření, i když se celkem všichni shodují, že ani nová pravidla kapitálové přiměřenosti bank nezabrání opakování finanční krize¹¹.

Ad 3. Stále více se však ukazuje, že rozhodující bude důsledné dodržování přijatých pravidel, jak pokud jde o transparentnost operací a tak pokud jde o odpovědný a obezřetný přístup k podnikání. I když v tomto směru návrhy podle připravované CRD IV jsou někdy za hranicemi absurdity (např. odpovědnost banky za neúspěch operace provedené dlužníkem)

Zakončit můžeme citátem stanoviska České národní banky: „Lepší regulace a efektivnější dohled by zřejmě krizi nezabránilo; ale např. striktnější regulace pákového poměru mohla pravděpodobně zmírnit její hloubku a tím snížit její (fiskální i ekonomické) náklady“¹².

6) *Black-School Model je matematický model oceňování aktiv založený na předpokladu, že cena aktiva se vyvíjí jako stochastický proces, tj. že cena aktiva v čase $t+1$ je nezávislá na ceně aktiva v čase t , a vyvíjí se náhodně.*

7) *Podtrženo autorem.*

8) *Shefrin Hersh, 2008, str. 13, volně přeloženo autorem.*

9) *Singer Miroslav, str. 5 až 8.*

10) *Pokud jde o integraci, nejsou stanoviska teorie i praxe až tak jednotná. V podstatě stále běží spor mezi integrovaným a specializovaným institucionálním rámcem a mezi sektorovým a funkcionálním přístupem k regulaci a výkonu dohledu. Např. Babouček a kolektiv, str. 276.*

11) *Tomáš Plhoň, str. 66.*

12) *Singer Miroslav, str. 7.*

LITERATURA:

1. Baboček, Ivan a kol. Regulace činnosti bank, BIVS, Praha, 2005, ISBN 80-7265-071-8.
2. Balšán, Richard, Wyplocz, Charles. Ekonomie evropské integrace. Praha : Grada publishing, 2008. ISBN 987-80-247-1807-1.
3. Daniel Pavel, Behaviorální finance 1, Úvod do problematiky, <http://zpravy.kurzy.cz/149252>.
4. Daniel. Pavel. Behaviorální finance 2, Historie a nejvýznamnější představitelé, <http://zpravy.kurzy.cz/149588>.
5. Pavelka a kolektiv. Bankovníctví, Bankovní institut, kapitola 6. Principy řízení komerčních bank.
6. Plhoň, Tomáš. Děravý obojek z Basileje. Ekonom 37 z 16. – 22. 9. 2010.
7. Shefrin, Hersh. A Behavioral Approach to Asset Pricing Theory, 2005. Elsevier; 2nd edition in 2008, ISBN: 978-0-12-374356-5, 618 stran.
8. Winter, Miroslav. Kam směřuje bankovní regulace: názor ČNB, 9.11.2010, www.cnb.cz, 23 stran, prezentace pro KPMG.
9. Tomšík, Vladimír. Regulace a dohled nad finančními trhy, 22. 11. 2010, www.cnb.cz, 21 stran, prezentace pro sněm Komory auditorů ČR.

doc. Ing. František Pavelka, CSc.
Vedoucí katedry bankovníctví a pojišťovnictví
Bankovní institut vysoká škola
fpavelka@bivs.cz

Socioekonomické a humanitní studie

Studies of Socio-Economics and Humanities

1/2011 Volume 1

**PŘIPRAVUJEME
(PREVIEW)**

**INFORMACE PRO AUTORY
(INFORMATION FOR AUTHORS)**

Socioekonomické a humanitní studie je vědecký časopis, jehož posláním je výraznějším a aktivnějším způsobem prezentovat výsledky vědeckov-
zkumné práce a aktivit Bankovního institutu vysoká škola.

Články publikované v tomto periodiku mají charakter statí, diskusních pří-
spěvků nebo recenzí, odrážející aktuální stav bádání v oblasti společen-
ských a humanitních věd. Předpokládá se, že příspěvek nabízený k uveřej-
nění nebyl dosud nabídnut jinému vydavateli. Jednou ročně bude přílohou
časopisu sborník příspěvků z vědecké konference.

Obsah rukopisů posuzují anonymně minimálně dva nezávislí recenzenti
a projednává redakční rada časopisu. O výsledku recenzního řízení uvědomí
písemně autora redakce. Na uveřejnění příspěvku neexistuje právní nárok.

(Podrobné pokyny najdete na webové stránce [http:// www.bivs.cz/sehs](http://www.bivs.cz/sehs))

*Studies of Socio-Economics and Humanities is a scientific journal. Its mis-
sion is to present the results of scientific research work and activities of the
Banking Institute / College of Banking in a stronger and more active way.*

*Manuscripts published in this journal have the character of articles, di-
scussion papers and reviews, reflecting the current state of research in
social sciences and humanities. It is assumed that the contribution offer-
ed by the publication has not yet been offered to another publisher. Once
a year there will be published proceedings of the conference as a supple-
ment of the journal.*

*Index of manuscripts is judged anonymously by at least two independent
reviewers and discussed by the editorial board of the journal. The editor in-
forms the author about the outcome of the review process. There is no le-
gal entitlement to the publication of the paper.*

(Detailed instructions can be found at <http://www.bivs.cz/sehs>)