

## BRILANTNÍ ANALÝZA FUNGOVÁNÍ EUROZÓNY V DUCHU NĚMECKÉHO ORDOLIBERALISMU

DOI: 10.18267/j.polek.1122

**Martin Mandel\***

### Hans-Werner Sinn: V pasti eura

Praha: Centrum pro studium demokracie a kultury, 2016. 175 stran. Z německého originálu *Gefangem im Euro* přeložil Karel Dyba. 1. vydání. ISBN: 978-80-7325-393-3.

V roce 2016 vydalo Centrum pro studium demokracie a kultury překlad knihy *Gefangem im Euro* (V pasti eura), která je založena na rozhovoru profesora Hanse-Wernera Sinna s redaktorem nakladatelství Redline Verlag Jensem Schadendorfem. Zvolená forma knihy může vyvolávat dojem, že snahou diskutujících bylo přístupným způsobem sdělit čtenáři hlavní myšlenky a pohledy současného předního německého ekonoma na fungování Evropské měnové unie. Domnívám se, že z tohoto pohledu by řada čtenářů mohla být „nepříjemně překvapena“, neboť hlubší pochopení této knihy předpokládá poměrně dobrou znalost institucionálních mechanismů eurozóny. Jedná se o text odborný, který vedle některých politických postřehů zejména shrnuje dlouholeté poznatky z výzkumné činnosti autora.

Hans-Werner Sinn je významným představitelem německého ordoliberalismu a hlásí se k myšlenkám Waltera Euckena (str. 36). Německý ordoliberalismus je přístupem spíše pragmatickým než ideologickým. Je to přístup, který připouští zásahy státu do fungování tržní ekonomiky, zároveň však ctí zásady tržní alokace zdrojů a tvrdého rozpočtového omezení na úrovni státu. Přístup Hanse-Wernera Sinna bude na jedné straně vyvolávat nesouhlas u keynesovců a postkeynesovců, zejména pak jeho základní myšlenka, že hospodářská náprava nadměrného úvěrování jižního křídla eurozóny musí jít cestou dočasného vystoupení některých zemí z Evropské měnové unie (EMU) nebo cestou dlouhodobé a nákladné mzdové (cenové) deflace uvnitř eurozóny. Na druhé straně nebudou spokojeni ani zastánci a představitelé rakouské školy, a to zejména s jeho jasnou dlouhodobou prointegrační vizí a s kladným postojem Sinna k bankovní regulaci. Myslím si, že na těchto kontradikcích mezi teoretickými školami je možno v prvním kroku přiblížit a charakterizovat Sinnův „notorický ordoliberalismus“ (str. 73).

Z hlediska objasnění teoretických východisek Hanse-Wernera Sinna je důležité zmínit i jeho postoj k racionalitě člověka, k ekonomickému modelování a k příčinám vzniku krizí. Je zjevné, že Sinnovi není vlastní přístup dnes velice populární behaviorální ekonomie. Jednoznačně se zastává ekonomického modelování, založeného na

\* **Martin Mandel** (martin.mandel@vse.cz), Vysoká škola ekonomická v Praze, Fakulta financí a účetnictví.

předpokladu *homo oeconomicus*. Problém krizí vidí v tom, že „kolektivní iracionalita může vzniknout v důsledku individuální racionality“ (str. 32), pokud není dobře nastaven institucionální rámec. Správné nastavení institucionálního rámce vede ke sladění individuálních a kolektivních zájmů a k dobrému fungování hospodářského systému.

Hodnocená kniha má pevně zvolenou strukturu. V první části rozhovor v „sedmi dějstvích“ přibližuje příčiny a vývoj eurokrize. Ve druhé části je v šesti bodech nastíněno řešení eurokrize a nefunkčnosti Evropské měnové unie. Ve třetí závěrečné části je krátké zamyšlení nad budoucností. Již *Prolog* (str. 13–16) nabízí čtenáři tři klíčové myšlenky. Zaprvé, „nadměrný příliv úvěrů vedl v zemích jižní Evropy k inflaci a zbavil je konkurenceschopnosti“. Zadruhé, nízký kurs eura podporující německý vývoz není pro Německo automaticky výhodou, protože „se nám nepodařilo za náš vývoz kapitálu získat solidní a výnosný majetek v zahraničí“. Za třetí, „politika nemůže dlouhodobě fungovat, pokud nerespektuje ekonomické zákonitosti“. „V diktaturách může trvat mnoho desetiletí, než se pravda prosadí, v demokraciích řadu let.“

Tyto základní myšlenky jsou pak podrobně rozvíjeny v první části *Jak porozumět eurokrizi – drama o sedmi dějstvích*. Sinn nejdříve sebekriticky vysvětluje, proč se od počátku nepřipojil k 155 německým ekonomům – národohospodářům, kteří podepsali výzvu proti vzniku eura. Silně jej ovlivnila negativní zkušenost s vysokou volatilitou kursu DEM/USD, která podle něj měla nepříznivé dopady na alokaci zdrojů do exportních odvětví a na německý hospodářský růst. Pro jeho současný kritický postoj k fungování eurozóny byl klíčový poznatek o ignorování Maastrichtské smlouvy v části klauzule „no bailout“, tj. „za dluhy jedné země není zodpovědná žádná jiná země“ (str. 20). V tomto kontextu poukazuje na problém, že investoři nedostatečně diferencovali země podle jejich rizikovosti. Kritizuje i skutečnost, že někteří ekonomové a politici považují nízké úrokové sazby pro všechny země na úrovni rizikovosti státních dluhopisů Německa za přednost a požadovaný stavební kámen fungování eurozóny. Tyto přístupy podle něj vedly k předlužení jižních zemí eurozóny. Za chybné považuje i nastavení regulace obchodních bank, které pracuje se státními dluhopisy jako s absolutně bezpečnými aktivy (str. 21).

Úvěrová bublina v jižních zemích eurozóny, motivovaná nízkými úrokovými sazbami a způsobem fungování měnové politiky ECB, vedla v Řecku, Portugalsku, Irsku, Španělsku a Itálii k nárůstu mezd a k umělému růstu zaměstnanosti ve státním sektoru nebo ve stavebnictví. Výsledkem tohoto vývoje byla mezinárodní nekonkurenceschopnost, deficity běžných účtů platebních bilancí, předluženost a výsledně hospodářská krize. Sinn zdůrazňuje i skutečnost, že jižní státy Evropy jsou zcela nekonkurenceschopné zejména z pohledu východoevropských zemí, kde je mzda ve výrobní sféře poloviční při vyšší „píli a kvalitě východoevropských pracovníků“ (str. 28).

Významná pozornost je věnována problematice emise peněz. V kontextu s emisní politikou ECB po roce 2008 je použito zjednodušující obrazné přirovnání o „samoobslužné rotače na tisk peněz“. Vlastní výklad je však velice sofistikovaný, rozebírá jednotlivé etapy a nástroje měnové politiky ECB (*Emerging Liquidity Assistance*, *Security Markets Program* a *Outright Monetary Transactions*) a jejího „utajovaného“ spojení s monetizací vládních dluhů ve výše zmíněných zemích a s nerovnováhou mezinárodního platebního systému eurozóny TARGET2. Targetová salda, targetové pohledávky a závazky, targetové úvěry, targetové dluhy jsou klíčové pojmy, které prakticky procházejí celým textem. Sinn byl zřejmě první, kdo ve svých odborných textech upozornil

na problém targetových sald a jejich souvislosti s emisní politikou ECB a saldy obchodních bilancí v širším kontextu. Měnová politika ECB naráží na problém výrazně převážující emise peněz jižním směrem a stahování peněz ze severu. Spojnicí a výslednicí jsou pak podle Sinna čisté importy zboží u jižního křídla a čisté exporty ze strany severního křídla.

V této souvislosti je nutno zmínit kritiku ze strany Paula de Grauwea a Ji Yuemei, kteří považují za hlavní příčinu vzniku deficitů obchodních bilancí zemí jižního křídla přílišnou ochotu německých obchodních bank úvěrově podporovat německý export, neboť hlavní nerovnováhy obchodních bilancí podle nich vznikly již před rokem 2008. Tato kritika, která má i určitý politický osten, není však oprávněná. Sinn podrobně popisuje systémové příčiny a toky soukromého kapitálu ze severu na jih (str. 21–22) mezi lety 2000–2008, které byly příčinou inflace i finančním zdrojem financování deficitů obchodních bilancí jižního křídla eurozóny (str. 23–24).

Sinn dále upozorňuje na negativní skutečnost, že v průběhu finanční a hospodářské krize eurozóny postupně dochází ze strany ECB k neustálému změkčování požadovaného ratingu u přijímaných cenných papírů v rámci emisně úvěrových operací. Podobně je tomu i u přímých nákupů státních cenných papírů, kde kvantitativní uvolňování má podle Sinna „skrytý“ cíl monetizace vládních dluhů. V případě Itálie došlo v letech 2011–2012 k nákupu státních dluhopisů v rozsahu 94 mld. EUR, což „zachránilo italský stát před bankrotem“ (str. 65). V tomto kontextu upozorňuje na skutečnost, že existují dva názorové proudy (str. 101). První skupina subjektů (převážná část ECB, jižní země a menšina německých ekonomů) se orientuje na krátkodobou stabilitu trhů bez ohledu na dlouhodobé dopady. Zastává postoj „účel světí prostředky“. Druhá skupina subjektů trvá na důsledném dodržování hlavních principů Maastrichtské smlouvy a s obavami sleduje dlouhodobé dopady současné měnové politiky ECB.

Sinn se staví značně kriticky i k otázkám záchranných fondů EFSF (resp. ESM), k myšlence společného eurobondu a bankovní unie. Rozkrývá podstatu těchto nástrojů a poukazuje na skutečnost, že všechny tyto nástroje mají konečný efekt v přenesení nákladů z předlužených jižních zemí na německého daňového poplatníka. Jinými slovy řečeno, odmítá tzv. mutualizaci – socializaci dluhů a ztrát na úrovni EMU, jejíž náklady nakonec zaplatí daňoví poplatníci ze zemí dobře hospodařících (např. str. 23 a 103). Všechny své závěry opírá o konkrétní kvantitativní údaje. Ztráty v bankách v jižním křídle odhaduje na 650 mld. EUR, přičemž vlastní kapitál bank, efektivně využitelné prostředky z fondu ESM a bankovního stabilizačního fondu jsou v tomto směru zcela nedostačující.

Zcela zásadní analytické postřehy se týkají reálné ekonomiky. Sinn poukazuje na ztrátu konkurenceschopnosti jižního křídla jak na již zmíněném vztahu vývoje nominálních mezd a produktivity práce, tak i na zcela nepřijatelných změnách struktury tvorby HDP. V případě Francie uvádí významný pokles podílu zpracovatelského průmyslu na celkové přidané hodnotě. Srovnává 10% podíl v případě Francie s 22% podílem v případě Německa. Tento pokles je pak kompenzován umělým nárůstem zaměstnanosti ve státním sektoru, který však neprodukuje žádný export (str. 155).

Po analýze příčin krize eurozóny následuje část druhá *Jak ukončit krizi jednou provždy*, věnovaná systematicky uspořádaným návrhům na její řešení. Tato část zahrnuje šest základních bodů. Ve zkratce vyjádřený obsah jednotlivých bodů je následující: konference o dluzích jako základní krok pro jejich následné částečné odpuštění, rychlý odchod předlužených zemí z eurozóny, řešení ztrát zadlužených zemí zástavami

a dávkami z majetku, nové uspořádání Eurosystemu s cílem zabránit úvěrovým bublinám, koncept „dýchacího“ eura s jasnými pravidly pro vstup i výstup z EMU a společná pravidla bankrotu pro státy eurozóny.

Za hlavní problém Sinn považuje nárůst zahraničních dluhů, nikoliv tedy pouze státních (vládních) dluhů, jak je v médiích často zjednodušeně prezentováno. Zahraniční dluh země je agregovaným vyjádřením zadluženosti všech sektorů a je zároveň spojen s dlouhodobými deficity běžných účtů platební bilance. O vystoupení z EMU se hovoří v kontextu s Řeckem, Portugalskem a Španělskem. Tyto země podle něj potřebují depreciaci (devalvaci) přibližně o 30 % (str. 125–126). Jako příklad úspěšně zvládnuté finanční a hospodářské krize (mimo oblast EU) je uváděn Island, který po oslabení národní měny k USD o 50 % nastartoval po dvou letech dynamický hospodářský růst.

I v této části je podrobně řešeno fungování emisní politiky ECB (resp. Eurosystemu). Po zkušenostech německých zástupců v ECB Sinn klade důraz na změnu hlasovacích pravidel. „Hlasy zemí se musí vážit podle počtu obyvatel, podle jejich HDP nebo podle výše jejich ručení“ (str. 138). O snížení úrovně minimálně požadované kvality zástavy při emisních úvěrových operacích musí podle jeho názoru rozhodovat ECB kvalifikovanou většinou tvořenou dvou třetinovým podílem na kapitálu ECB. Následují i další tvrdé avšak logické systémové požadavky. ECB nesmí nakupovat žádné dluhopisy vydávané státy a nesmí ani takové nákupy ohlásit (str. 142). Do doby založení federace musí být záporná targetová salda (vznikající v rámci mezinárodního platebního systému TARGET 2) vyrovnávána ve zlatě nebo v obchodovatelných cenných papírech (str. 143).

Celá kniha je završena částí třetí *Zamyšlení nad budoucností eurozóny*. Sinn je z dlouhodobého pohledu přesvědčen o výhodnosti vzniku evropského státu dle modelu Švýcarské konfederace. K tomuto postoji jej vede jak jeho vnitřní přesvědčení založené na osobních zkušenostech, tak i hospodářské důvody. Současné problémy v této části diskutuje zejména v kontextu vztahu Německa a Francie. Vidí odlišnou motivaci Německa a Francie, kterou výstižně přirovnává k situaci, kdy „jeden partner miluje a chce se ženit a druhý partner by se rád dostal k partnerovým penězům“ (str. 152). Zdůrazňuje historickou integrační motivaci Francie, která „se pouze chtěla zbavit diktátu marky a současně mít možnost získat nižší úroky ze svých dluhů“ (str. 167). Zcela zásadně proto odmítá představy Francie o vzniku fiskální a transferové unie ještě před vznikem společného evropského státu. Zejména se jedná o zmíněný společný eurobond, společné financování bankovních insolvencí a představu společného evropského pojištění nezaměstnanosti (str. 156). Zároveň konstatuje, že „euro prokázalo Francii medvědí službu, když v ní samotné, ale ještě více v zemích jejich klientů v jižní Evropě vyhnalo nahoru inflaci“ (str. 168).

Přečtení knihy zřejmě povede čtenáře k zamyšlení, zda je možno sladit kritický analytický pohled, který přesně a výstižně ukazuje na závažné nedostatky fungování eurozóny, s výslednou vizí o společném evropském státě. Pomineme-li skutečnost, že identifikace se společným státem je vždy méně problémová u občanů z větší země než u občanů z menších států (např. zkušenost Česko-Slovenska), zdá se, že vznik společného státu by předpokládal významné strukturální a institucionální změny u zemí jižního křídla, včetně změny individuálních občanských postojů k základním ekonomickým (tj. tržním) pravidlům. Představa některých ekonomů, že problémy jsou v nízké spotřebě Němců a že je možno rovnováhu v eurozóně nastolit zvýšenou inflací v Německu, je zcela naivní a zejména věcně chybná. Má snad Německo díky této politice ztratit konkurenceschopnost mimo eurozónu? Bude proto zajímavé (a bohužel pro Evropu zřejmě i osudové)

sledovat, jakým směrem Německo, Francie, Itálie a další země vykročí směrem z pasti eura.

Hodnocená kniha ve formě rozhovoru vtáhne čtenáře do děje a jsem přesvědčen, že každý bude mít chuť si ji přečíst „v jednom zátahu“. Text se dobře čte a nikde nedrhne i díky profesionálně odvedenému překladu prof. Karla Dyby. Zvolený způsob výkladu ve formě rozhovoru s sebou nese i nečetné drobné nedostatky – některé myšlenky se vícekrát opakují a některé části jsou naopak méně vyargumentované (např. str. 145–147). Celkově se však jedná o knihu, kterou si určitě se zájmem přečte i ekonom, který jinak čte pouze impaktované články a working papery centrálních bank.

## NEJLEPŠÍ PUBLIKACE ZA ROK 2015 PODLE FINANCIAL TIMES, THE ECONOMIST A SKUPINY BLOOMBERG

DOI: 10.18267/j.polek.1123

---

**Samy Metrah\***

---

### **John Kay: Other People's Money: The Real Business of Finance**

Public Affairs, 2015. 1. vydání. 352 stran. ISBN: 978-1610396035.

V posledních letech se obnovila debata o struktuře soudobých finančních systémů a jejich stabilitě. Stejně tak vyvstala debata o roli, jež by měly plnit soudobé regulační orgány při zajištění jejich bezproblémové činnosti. V tomto smyslu recenzovaná publikace poskytuje kritické zhodnocení fungování finančních trhů, jejich role jakožto primárního původce či nejspíše viníka nejdelší ekonomické krize posledních let, a v neposlední řadě také poskytuje návrhy na jejich reformu. Nicméně autor této recenze je na vážkách, zdali se kniha *Other People's Money: The Real Business of Finance* dá považovat za objektivní, tj. „pozitivistickou“, kritiku dané problematiky, neboť jednotlivé kapitoly oscilují svým obsahem od relativně „suché“ analýzy chování a motivací účastníků finančních trhů k novodobé verzi *Malleus Maleficarum* s tím rozdílem, že předmětem jsou „alchymisté“ bankovní a finanční profese, jež své unikátní postavení, které jim propůjčují finanční trhy, využívají ke svým krátkozrakým a sobeckým zájmům. Nicméně svým osobitým způsobem autor, profesor John Kay, umožňuje náhled na fungování systému, jemuž se v soudobých hospodářstvích přikládá tak vysoký význam. Rozhodně musíme zmínit přijetí této knihy, neboť získala ocenění nejlepší publikace za rok 2015 dle *Financial Times*, *The Economist* a skupiny Bloomberg.

John Kay je profesorem ekonomie na St. John's College a v současné době hostujícím profesorem na London School of Economics and Political Science. Jak sám uvádí, jeho životní zkušenosti ho zavedly nejen na akademickou půdu, ale také do zasedacích

---

\* **Samy Metrah** (s.metrah@gmail.com), Vysoká škola ekonomická v Praze, Fakulta financí a účetnictví.