

NOVÁ KNIHA O SOUČASNÝCH PROBLÉMECH MEZINÁRODNÍHO MĚNOVÉHO A FINANČNÍHO SYSTÉMU

Jana Marková*

Sedláček, P. Mezinárodní měnový systém a globální finanční krize

Praha: Professional Publishing, 2018. 1. vydání. 232 stran. ISBN 978-80-88260-18-9.

Globální finanční krize, která vypukla v roce 1988, překvapila svojí rychlostí a silou, jakou zasáhla finanční trhy prakticky po celém světě a postavila tak mezinárodní společenství před problém, jak tuto krizi zastavit a především, jaká opatření přijmout, aby se snížilo riziko jejich opakování v budoucnosti. Otevřela se diskuse, zda by měl být posílen současný mezinárodní měnový systém, nebo by měl být nahrazen něčím jiným. Nakonec převážil názor, že nejvhodnější cestou bude účinná reforma stávajícího systému.

Recenzovaná publikace posuzuje prizmatem mezinárodního měnového systému ucelený soubor reforem, které byly přijaty v souvislosti s touto krizí. Autor ukazuje, co se podařilo realizovat, a současně hodnotí účinnost přijatých opatření i možné cesty jejich dalšího zkvalitnění. Vzhledem k tomu, že svět bude v budoucnosti nepochybně opakovane čelit krizím, je tato problematika výsostně aktuální a stále otevřená.

Autor rozdělil knihu do dvou samostatných, logicky navazujících částí. V první části, nazvané „Mezinárodní měnový systém“, se zaměřil na tento systém jako celek a v historickém kontextu popisuje jeho vývoj a vliv krizí na jeho formování. Druhá, stěžejní část knihy, s názvem „Reformy jednotlivých částí mezinárodního měnového systému“, obsahuje hlavní reformní kroky realizované po poslední globální finanční krizi, jejichž cílem je zlepšení fungování jednotlivých oblastí mezinárodního měnového systému.

V první kapitole autor vymezuje pojem mezinárodního měnového systému (MMS) a ukazuje na jeho provázanost s mezinárodním finančním systémem (MFS). Vychází při tom z definice Mezinárodního měnového fondu (MMF), podle které je cílem MMS přispívat ke stabilnímu a vysokému globálnímu růstu při současné podpoře cenové a finanční stability. Jedná se o soubor mezinárodně uznávaných pravidel, mechanismů a institucí, které usnadňují mezinárodní platby a jsou fakticky propojeny s platební bilancí. Naproti tomu MFS zahrnuje mezinárodní finanční instituce a jeho součástí je tedy i MMS, který ovlivňuje jeho efektivní fungování. Autor zde poukazuje, vzhledem ke stále větší

* Jana Marková (jana.markova @ vse.cz), Vysoká škola ekonomická v Praze, Fakulta financí a účetnictví.

propojenosti světové ekonomiky, na důležitost vazby mezi oběma systémy a konstatuje, že v současné době řada institucí i ekonomů již hovoří o mezinárodním měnovém a finančním systému a nerozlišují je.

Druhá kapitola pojednává o vývoji měnových systémů, a to od metalických, s vazbou národních měn na zlato a stříbro, až po brettonwoodský měnový systém. Autor se tu neomezuje na pouhý popis mechanismu fungování jednotlivých systémů, ale čtenář má možnost se seznámit s ekonomickým pozadím, které stálo při vzniku a pádu zlatého standardu, brettonwoodského a post-brettonwoodského měnového systému. Ukazuje na hlavní výhody a nedostatky jednotlivých vývojových etap měnových systémů i důvody, jejich postupných modifikací a nakonec i přežití. Právě nedostatky metalických měnových systémů a absence společných postupů při řešení měnových a hospodářských problémů vedly k poznání nutnosti řešit problémy globálního charakteru úpravou mezinárodní měnové spolupráce, v jejímž centru by působila stálá instituce, která by dohlížela nad dodržováním dohodnutých principů této spolupráce. Hlavní principy této spolupráce, včetně jejich nedostatků, autor shrnul do přehledných boxů, což musí přivítat každý čtenář zájímající se o danou problematiku, ale na druhou stranu autorův nadhled, se kterým text sice zpřehlednil a zestručnil, předpokládá určitou znalost fungování Mezinárodního měnového fondu, která je právě tou institucí, jež měla nad mezinárodní měnovou spoluprací dohlížet.

Třetí kapitola se zaměřuje na finanční a měnové krize a jejich dopad na mezinárodní měnový systém. Čtenář se může přesvědčit, že každý krizový vývoj ve světové ekonomice si vynucoval změny v MMS i reformy MMF. Jakékoliv nově navržené změny však narážely na setrvačnost v chování vlád a mezinárodních organizací, zejména z důvodu konfliktu mezi globální stabilitou a národními zájmy a suverenitou. Proto se ne vždy dařilo reformy uskutečnit a často bylo nutné hledat kompromisy. Autor se zabývá dlouhovou krizí v 80. letech 20. století rozpadem socialistického bloku a jeho vlivem na MMS, i když zde se nejednalo o finanční a měnovou krizi. Autor však tuto událost správně zařadil, protože si nelze představit vývoj MMS bez této historické proměny. Speciální pozornost je věnována nové generaci finančních krizí v 90. letech 20. století. V této souvislosti je hodnocena mexická krize, asijská krize i menší krize, které postihly řadu zemí v letech 1998–2003 (Rusko, Brazílie, Ekvádor, Turecko, Argentinu, Uruguay, Pákistán, Ukrajinu). Každá z těchto krizí přinesla nové poznatky, které obohatily pohled na řešení budoucích krizí, neboť jak autor dodává: „I přes řadu přijatých opatření se neočekávalo, že by krize byly minulostí. To potvrdil i následující vývoj.“

Zvláštní pozornost je věnována poslední globální finanční krizi a jejímu dopadu na mezinárodní měnový systém a MMF. Tato subkapitola slouží jako „odrazový můstek“ do klíčové druhé části knihy s názvem „Reformy jednotlivých částí mezinárodního měnového systému“. Následující kapitoly tvoří logicky uspořádaný celek, který přehledně ukazuje vývoj a problémy jednotlivých složek MMS a navrhované změny. Čtenář má možnost vidět, do jaké míry se tyto reformy podařilo realizovat, ale i důvody a překážky, proč dohoda možná nebyla. Autor stál nepochybně před dilematem, jak zachovat srovnatelnou hloubku pohledu všech kapitol. Nelze se divit, že širší a hlubší analýza je věnována reformám Mezinárodního měnového fondu, se kterým byl autor profesně spojen.

Čtvrtá kapitola se zabývá globální správou a řízením (governance) mezinárodního měnového systému. Existující institucionální rámec po vypuknutí krize neumožňoval řešit výzvy, které krize přinesla. Globální finanční krize, která měla svůj původ ve finančním sektoru vyspělých ekonomik, měla díky propojeným finančním trhům a ekonomikám celosvětový dopad. Přijímaná protikrizová opatření na národních úrovních nebyla dostatečně účinná, a proto bylo nutné koordinované mezinárodní úsilí. Chyběl však respektovaný politický vůdce, který by koordinoval politická rozhodnutí a strategii. Americký prezident G. W. Bush byl v roce 2008 na konci svého mandátu a B. Obama měl nastoupit teprve v lednu 2009. MMF byl vzniklou situací rovněž zaskočen a částečně i paralyzován. Autor se zaměřuje na dvě klíčové instituce governance mezinárodního měnového systému, a to na G-20 a MMF. Radu pro finanční stabilitu podrobněji rozebírá až v jedenácté kapitole, která se zabývá hlavními směry reforem ve finančním sektoru. Ústředním hybatelem všech reforem se stala G-20 a to díky tomu, že povýšila svůj formát na nejvyšší politickou úroveň. To umožnilo autoritativně iniciovat změny k obnovení ekonomické a finanční stability. Podrobně jsou rozebrány organizační a politické aspekty tohoto uskupení a uvedeny i hlavní návrhy, které čtenáře provázejí celou druhou částí knihy.

MMF, který byl do té doby uznáván jako instituce s klíčovou rolí v MMS, trpěl velkým problémem legitimacy. Protože bylo nutné do řešení krize zapojit i dynamické EMES, převážil zájem na urychlení již započatých reforem interního governance MMF, které měly zlepšit zastoupení nově se rozvíjejících tržních ekonomik. Podrobně je rozebráno úsilí o nápravu tohoto deficitu a směry budoucího vývoje. Autor na základě osobních zkušeností¹ seznamuje čtenáře s přípravou a koordinací postojů Evropská unie na jednáních G-20 a MMF k požadovaným změnám v řídicích strukturách MMF.

Kapitola pátá se věnuje dohledu a koordinaci národních politik. MMF se svým téměř univerzálním členstvím a mandátem dohlížet nad MMS a národními politikami členských zemí, v tomto ohledu zklamal. Globální finanční krize ukázala, že dosavadní dohled není efektivní a neumožňuje včas rozpoznat rizika, která se postupně hromadila. Autor tuto problematiku podrobně rozebírá a ukazuje nové dohledové priority MMF. Efektivnost dohledu však závisí též na tom, do jaké míry budou jednotlivé země ochotny jeho doporučení realizovat. Je zřejmé, že pokud budou MMF věřit, budou jeho doporučení spíše ochotny akceptovat. Autor zde zřejmě nechtěl zacházet do větších podrobností, když zdůraznil především aspekt zvýšení legitimacy MMF, která by měla posílit autoritu a důvěryhodnost této instituce. Bylo by možné uvést i další opatření, případně se zamyslet nad tím, zda je lepší prosazovat doporučení dohledu na dobrovolné bázi nebo pomocí mimořádných konzultací či dokonce sankcí.

1 Jako alternát zástupce ČNB participoval na jednáních podvýboru EFC pro otázky MMF. Působil též řadu let v expertní komisi podvýboru pro zahraniční záležitosti ECB. V roce 2009 se za Českou republiku (v době jejího předsednictví v EU) podílel na jednáních a podvýboru G-20 pro otázky MMF a mezinárodního měnového systému. Dlouhodobě též pokrýval problematiku Mezinárodního měnového fondu, kde se účastnil jeho podzimních zasedání a participoval na vybraných odborných jednání a seminářích.

Zajímavou podkapitolou je otázka koordinace či spolupráce. Krize jasně ukázala, že řešení problémů nutně vyžaduje i spolupráci a určitou míru koordinace národních politik. Úsilí o mezinárodní koordinaci je však většinou epizodní a je silně ovlivněno krizemi. Vlády totiž během nich ztrácejí respekt a důvěru a jejich přirozenou snahou je usilovat o národní řešení bez ohledu na vnější svět. Teprve obava z vysokých nákladů v podobě nezaměstnanosti a poklesu tempa ekonomického růstu je k tomu donutí. Podle B. Bernankeho byl právě mimořádný stupeň mezinárodní koordinace, dosažený mezi politiky, jedním z pozitivních aspektů poslední krize.

Kapitola šestá se zaměřuje na kurzy a kurzové režimy, které poskytují další úhel pohledu na mezinárodní měnový systém. Kurzové režimy leží v samém jádru MMS, ale ekonomové nemají jednoznačnou odpověď na otázku, jaký kurzový režim by byl optimální. Ke stabilitě MMS by mohlo přispět respektování určitých zásad při jejich výběru. Uplatňovaný kurzový režim by měl vést k dosažení domácích makroekonomických cílů (cenová stabilita a udržitelný růst), k usnadnění interakce země se zbytkem systému, k plynulému přizpůsobování vnějších nerovnováh a k ulehčení mezinárodních toků zboží a kapitálu. Jak autor uvádí, MMF v tomto ohledu nemůže příliš do výběru zasahovat, ale může monitorovat konsekvence tohoto výběru a případně doporučovat vhodnější režimy. Kapitola obsahuje i současnou klasifikaci kurzových režimů MMF, které se pohybují od volně plovoucích až k rigidně fixním režimům s řadou modifikací a poukazuje na současný trend směřující k volnějším kurzovým režimům. Přehled kurzových režimů je doplněn tabulkou procentních podílů členských zemí na těchto režimech. Současně však autor uvádí, že přehled přiřazení zemí k jednotlivým kurzovým režimům je poněkud zavádějící, protože nevypovídá o ekonomické váze využití těchto režimů, neboť všechny vyspělé země patří do kategorie volného floatingu.

Snad nejvíce diskutovaným aspektem MMS je vývoj kurzů hlavních mezinárodních měn. Důležitým předpokladem dobře fungujícího MMS jsou totiž kurzy, které budou v rozumné míře stabilní a v souladu s ekonomickými fundamenty. Od roku 1973 jsme však svědky, že kurzy mezi hlavními měnami široce fluktovaly, což bylo sice částečně odrazem spekulativních útoků, ale především vychylováním kurzů od ekonomických fundamentů. Autor konstatuje, že v důsledku neexistence jednotné uznávaného modelu pro stanovení optimální úrovně kurzu MMF svá doporučení nemůže efektivně prosazovat. Může pouze sledovat členské země, vyhodnocovat a předávat informace o potenciálních dopadech jejich kurzové politiky. Řada ekonomů proto navrhovala zavést určité normy či hranice, mezi kterými by se mohly kurzy pohybovat. Ale tento názor nebyl členskými státy akceptován.

Kapitola sedmá se věnuje globálním nerovnováhám. Současný mezinárodní měnový systém není schopen iniciovat přizpůsobení mezi deficitními a přebytkovými zeměmi. Země mají velkou diskreci při realizaci domácí politiky a jejího výběru. Problémem je asymetrické přizpůsobení. Zatímco země s přebytkem běžného účtu nejsou pod tlakem, aby se přizpůsobily, země s deficitem, dříve či později nemají jinou volbu. Pokud trhy dospějí k závěru, že deficit dané země je neudržitelný, odmítnou její přístup na trh a její financování. To způsobí krizi a přinutí země snížit svoji agregátní poptávku. Výsledkem

je, že globální ekonomika vykazuje deflační či kontrakční sklony. Autor zde rozebírá dopady těchto nerovnováh, historické trendy a ukazuje i na jejich současný vývoj. MMF se nevydal cestou závazných norem týkajících se výše běžných účtů, ale výrazně upravit svůj dohled nad národními politikami členských zemí. Do jaké míry bude tento způsob dobrovolného omezování národní diskrece úspěšný, uvidíme až v dalším vývoji.

Kapitola osmá se zaměřuje na kapitálové toky. Hlavní výzvou dneška je, jak posílit jejich pozitivní dopady a přitom zabránit rizikům finanční nestability a neudržitelného růstu. Velké a volatilní kapitálové toky byly příčinou volatility kurzů, vyvolávaly nadměrnou akumulaci rezerv a byly zdrojem nekontrolovatelného růstu úvěrů a cen. Výsledkem tohoto vývoje byly a jsou opakující se finanční krize. V první části autor analyzuje příčiny a dopady přílivu a odlivu kapitálu. Jako integrální součást reformy MMS doporučuje přijmout rámec pro řízení kapitálových toků. MMF zmírnil svoji dlouhodobou podporu neomezenému kapitálovému pohybu a akceptuje právo zemí chránit se před negativními následky volatility kapitálových toků, dokonce i kapitálovou kontrolou. Dle autora by bylo logické, kdyby MMF rozšířil svůj mandát i na finanční účet (*zatím ho má pouze na běžný účet*), ale v tom naráží na odmítavý postoj členské základny. Ani po krizi se nezměnila práva a povinnosti členských zemí MMF. Proto hlavním úkolem MMF bude v dalším období monitorování vývoje i přijímaných opatření a předkládání doporučení členské základně. Zajímavou podkapitolou je restrukturalizace státního dluhu. Předpokladem efektivního fungování MMS je poskytovat mechanismus pro řešení nadměrného zadlužení státu s jasnými ex ante pravidly. Čtenář má možnost se seznámit s vývojem této problematiky i s posledními návrhy a možnostmi MMF podílet se na řešení problémů zemí s neudržitelným dluhem.

Devátá kapitola se zaměřuje na globální síť finanční záchrany (GFSN). V době krize se z finančních trhů doslova „vypařila likvidita“ a finanční zprostředkovatelé a centrální banky po celém světě usilovně hledaly „tvrdou“ měnu. Jedním ze základních úkolů MMS je zajistit poskytování adekvátní likvidity zemím, které čelí jejímu dočasnému výpadku. Z hlediska efektivnosti by asi byl nejlepším řešením tržně založený pojišťovací mechanismus, ale vzhledem k jeho velmi obtížné implementaci je to nereálné. G-20 na svém summitu v Soulu v roce 2010 potvrdila jako jednu ze svých priorit posílení GFSN. Cílem je zajistit přístup všem zemím k mezinárodní likviditě za odpovídajících podmínek v zájmu zabezpečení stability mezinárodního měnového systému. Jsou tu podrobně rozebrány jednotlivé oblasti GFSN na národní, bilaterální, regionální a multilaterální úrovni. Na národní úrovni se jedná o devizové rezervy. Autor ukazuje motivy jejich akumulace i důvody jejich prudkého nárůstu. Uvádí výhody i nevýhody jejich držby a rovněž i důvody, proč nadměrná akumulace rezerv není žádoucí jak z hlediska globálního, tak i z hlediska negativních dopadů na danou zemi. V této souvislosti zmiňuje i státní investiční fondy a jejich význam pro zefektivnění držby devizových rezerv. Na bilaterální úrovni jsou popsány swapové linky centrálních bank, jejich minulý a současný vývoj. Autor zde uvádí i informace, které se jen obtížně dohledávají. Máme možnost seznámit se s finančním uspořádáním na regionální úrovni, kde skupina států v regionu příslibí podporu členům, kteří trpí nedostatkem likvidity. Autor charakterizuje

skupinu neevropských regionálních finančních dohod, kde za nejperspektivnější považuje asijskou „Chiang Mai Initiative Multilateralisation“. Druhou samostatnou skupinou jsou finanční facility Evropské unie, kde je podrobně popsán jejich vývoj. V tomto kontextu je větší pozornost věnována Evropskému stabilizačnímu mechanismu. Je zajímavé vidět, jak se tyto mechanismy podílely a s jakým výsledky na pomoci zemím eurozóny – Irsku, Portugalsku, Řecku, Kypru a Španělsku a zemím mimo eurozónu – Maďarsku, Lotyšsku, Rumunsku.

Na multilaterální úrovni je hlavní pozornost zaměřena na MMF, který v době krize řešil svoji nedostatečnou vybavenost zdroji. Díky tlaku G-20 došlo ke zdvojnásobení členských kvót a k přijetí bilaterálních půjček. Fond též reformoval svoji úvěrovou politiku a zavedl některé úvěrové facility bez následného programu, jenom s ex ante kondicionalitou, což byla téměř revoluce v jeho dosavadní činnosti. Možná by bylo vhodné v této kapitole též zmínit, co je dnes považováno za globální likviditu. Čtenáře by nepochybně zajímalo, jak na posílení zdrojů MMF participovala ČR.

Desátá kapitola se zabývá mezinárodními měnami. Autor si klade otázku, zda může být MMS i nadále založen pouze na dominanci jedné měny – americkém dolaru. Stále rostoucí poptávka po amerických dluhopisech snižuje jejich výnosy pod jejich tržní rovnovážnou hodnotu. To ovlivňuje kalkulace veřejných projektů a vytváří stimuly po vyšších deficitech. To by mohlo vyvolat prudký odklon od dolarů s negativními dopady na kurzy a bohatství a rozvrátit hladké fungování mezinárodních plateb s implikací pro globální finanční stabilitu. Nízké výnosy též mohou nutit investory hledat výnosy v jiných rizikovějších aktivech.

Oproti dominanci jedné měny autor uvádí tři možné alternativy. Systém s více měnami, kde by žádná nebyla dominantní, systém, který by využíval multilaterální měnu SDR, nebo novou rezervní měnu v duchu keynesovského Bancoru.

Autor však nepředpokládá, že by dominance dolaru v MMS brzy skončila. Ve střednědobém a delším období však očekává postupnou diverzifikaci, která bude založena na více rezervních měnách, včetně eura. V této souvislosti jsou prezentovány i dvě zajímavé otázky – internacionalizace renminbi (RMB) a budoucnost eura. Autor uvádí, že zařazení RMB do koše SDR byl sice důležitý krok při podpoře užívání RMB jako mezinárodní rezervní měny, ale daleko důležitější bude, jak se podaří této čínské měně získat důvěru centrálních bank a mezinárodních trhů. Co se týče budoucnosti eura, tak ta je podle německého ekonoma Issinga závislá na vývoji čtyř ukazatelů, které charakterizují postavení mezinárodní měny v devizových rezervách centrálních bank, v mezinárodních finančních transakcích, v národním peněžním oběhu a kurzových režimech jako referenční měna. Zatím postavení eura ve všech sledovaných ukazatelích roste nebo je alespoň stabilní, což vypovídá o tom, že o jeho budoucí významné roli v MMS není pochyb.

Samostatnou otázkou, kterou si autor též položil, je, jaká by mohla být role SDR a případně nové nadnárodní měny typu keynesovského Bancoru. Autor dochází k závěru, že úvahy o systému založenému na SDR či na uměle vytvořené globální měně jsou spíše teoretické. Diskuse o nich se však vždy při vzniku krizí otevírá, a je tudíž dobré se seznámit s argumenty pro a proti.

Poslední, jedenáctá kapitola se věnuje hlavním směrům reformy mezinárodního finančního systému. Vývoj ve finančním systému má zejména s ohledem na jeho velikost a komplexnost významný dopad na globální ekonomickou a finanční stabilitu. To představuje potenciál k ovlivnění efektivního fungování MMS. Proto se stala reforma finančního sektoru významným bodem celé mezinárodní komunity.

Na summitu G-20 ve Washingtonu v roce 2008 byl schválen akční plán, který byl následně na dalších summitech doplňován. V Londýně v roce 2009 bylo důležitým krokem vytvoření Rady pro finanční stabilitu (FSB), hlavního fóra pro koordinaci regulace a globálního finančního dohledu. MMF a FSB byly určeny jako klíčové instituce pro udržování globální finanční stability. Reformy se dotkly jak pravidel, tedy regulatorní oblasti, tak i dohledu. Oba aspekty byly důležité, protože původ krize byl nejen v nedostatečných pravidlech, ale i v laxnosti dohledu při jejich vynucování.

Díky pocitu určité přeregulovanosti, která by mohla vést k neefektivnosti a k regulatorní arbitráži ze strany trhů, autor uvádí, že se možná budeme zamýšlet nad možnostmi zjednodušení regulace a nad otázkami proporcionality, tj. přizpůsobení regulace povaze, velikosti a složitosti bank a dalších subjektů finančního sektoru. Nepochybně by si tato problematika zaslouhovala podrobnější výklad i analýzu, které by ale přesahovaly cíle, který autor ve své knize sleduje.

Závěrem je možné říci, že publikace reaguje na současné aktuální problémy mezinárodní měnové a finanční stability, které jsou doprovodným jevem procesu globalizace světové ekonomiky. Autor uchopil toto velmi komplikované téma s velkým nadhledem odborníka, který se v dané oblasti profesně již řadu let pohybuje. Publikace je vhodnou nabídkou informací pro čtenáře s širší společenskovední erudicí či orientací, neboť se jim tak dostává možnost seznámit se s problémy měnové a finanční stability v celosvětovém kontextu. I když je text srozumitelný a přehledný, pochopení všech kapitol knihy, jednotlivých závěrů i podrobných analýz je podmíněno alespoň částečnou znalostí důvodů vzniku, původních záměrů a funkcí institucí, které hrají důležitou roli v mezinárodním měnovém a finančním systému. Na druhé straně je nutné zdůraznit, že čtenář získá prostudováním recenzované publikace poměrně podrobné informace a povědomí o uvedené problematice. K silným stránkám knihy patří bezpochyby mimo jiné historický přístup autora, který umožňuje pochopit kořeny současných krizí a procesů na mezinárodních finančních trzích.

Publikace se pro svou vysokou odbornou úroveň a obsáhlý faktografický materiál může stát vhodným doplňkovým studijním materiálem nejen pro vysokoškolské studenty ekonomického zaměření, kteří se touto problematikou hlouběji zabývají, ale může být přínosná i široké odborné veřejnosti, jejíž zájem se orientuje na mezinárodní ekonomické vztahy. Pozitivně hodnotím i množství odkazů na použité prameny, což jistě ocení čtenáři, kteří by se chtěli citovanou problematikou zabývat zevrubněji.