

Z vědeckého života

OHLÉDNUTÍ ZA REFORMAMI, OHLÉDNUTÍ ZA KONFERENCÍ „DVACET LET FINANČNÍCH A BANKOVNÍCH REFORM V ČESKÉ REPUBLICĚ“

Vladimír Tomšík, ČNB, VŠE v Praze

Fakulta financí a účetnictví Vysoké školy ekonomické a Česká národní banka uspořádaly v listopadu 2009 pod záštitou prezidenta republiky Václava Klause konferenci „*Dvacet let finančních a bankovních reforem v České republice*“. Konference se ve třech na sebe navazujících blocích věnovala zásadním ekonomickým a finančním reformám, centrálnímu a komerčnímu bankovníctví a vývoji kapitálového trhu v naší zemi.

Úvodní projev na konferenci měl Václav Klaus, který se ve svém vystoupení věnoval hlavním konturám procesu transformace. Zdůraznil, že transformační kroky nevznikaly ve vzduchoprázdnu: přítomné byly domácí politické tlaky, později se dostavil i vliv subjektů a lobbistů zahraničních. Klaus zdůraznil, že na rozdíl od ostatních transformujících zemí nedošlo v Československu k sanaci bankovního sektoru pomocí inflačního znehodnocení úvěrů a vkladů. Příprava klíčové reformy bankovního systému započala vlastně již před listopadem 1989, protože již bylo připraveno rozdělení monobanky na komerční banky, ke kterému fakticky došlo v roce 1990.

Očištění bankovního sektoru nemohlo být považováno za totální prioritu, banky musely „dýchat“ s ekonomikou. Za rozhodující způsob, jak mezi bankami prosadit konkurenci, byl považován vstup nových subjektů do rodícího se odvětví skutečného komerčního bankovníctví. Preferován byl německý model univerzálních bank před americkým modelem. Co se ukázalo ve zpětném pohledu jako nedocenené, byl razantní nástup a vliv finančního zprostředkování v podobě fondů či zahraničních investičních bank. Z hlediska měnové politiky byla preferována monetaristická doktrína s tím, že podle Václava Klause měla být politika přísná v počáteční fázi (což se také stalo) s postupným uvolňováním ve fázi druhé. Avšak zde byla faktická měnová politika podle Václava Klause v letech 1996–2002 příliš přísná, skokové zpřísnění bankovní regulace v letech 1997 a 1998 bylo chybné. Nárůst objemu špatných úvěrů v tomto období byl důsledkem recese a nikoliv její příčinou.

Důležitou nejistotou v měnové politice bylo stanovení okamžiku, kdy měl být opuštěn fixní kurz. Podobně obtížné bylo stanovit okamžik liberalizace toků na kapitálovém (dnes tzv. finančním) účtu platební bilance. Liberalizace kapitálového účtu byla vynucena naší snahou o vstup do OECD a podle Václava Klause dodnes není jisté, zdali

to nebylo příliš brzy. Uvolnění měnového kurzu bylo vynuceno měnovou krizí v roce 1997, přičemž vláda již předtím na ČNB marně tlačila, aby k uvolnění došlo dříve.

Největší spory se v počátcích transformace vedly o míru devalvace československé koruny. Zatímco Mezinárodní měnový fond tlačil na razantnější devalvaci, domácí kritici naopak chtěli devalvaci daleko menší. Míru devalvace zvolenou na konci roku 1990 Václav Klaus dodnes považuje za jedno z nejobtížnějších politických rozhodnutí vůbec. Měnový kurz nakonec vydržel déle než šest let, což byl mezi transformujícími se zeměmi rekordní výsledek!

Další spor byl sporem o povahu našeho bankovního systému v devadesátých letech a je spojen s termínem „bankovní socialismus“. To je podle Václava Klause pouze politická nálepka a nikoliv analýza faktické situace, protože nikdo nikdy nikomu žádné úvěry nediktovat. Špatné úvěry byly podle něho jednak částečně dědictvím minulosti a jednak nevyhnutelným produktem transformace. Banky dělaly jistě velké chyby, ale ty podle Václava Klause nebyly větší než chyby amerických bank v nedávné době. Levný prodej bank po recesi z let 1997 a 1998 do rukou zahraničního kapitálu byl podle Václava Klause neskutečným úspěchem zahraničních lobbistů a poradců.

Měnová odluka v roce 1993, ke které došlo velmi krátce po rozpadu federace, byla podle Václava Klause úspěšná. Odluka je však především poučná z toho hlediska, že existence společné měny není pouze otázkou chtění či politické vůle, ale především otázkou ekonomických parametrů. A je to pro nás i poučka pro naše směřování do jiné měnové unie, totiž do eurozóny.

Závěrem Václav Klaus poznamenal, že ačkoliv česká ekonomika zažívá hlubokou recesi, ukázalo se, že bankovní i finanční systém stojí na dobrých základech. A to není vůbec málo.

Na příspěvek Václava Klause tématicky navázal celý panel I „Dvacet let finančních a bankovních reforem v České republice“, který moderoval Vladimír Tomšík. Prvním vystupujícím v panelu byl Pavel Kysilka, který byl jedním z aktérů uskutečněné měnové odluky. Měnová unie mezi samostatnou Českou a Slovenskou republikou byla od samého počátku křehká. Kysilka připomněl výrok posledního federálního předsedy vlády Jana Stráského, podle kterého měnová unie vydrží „do švestek“. I to se však ukázalo jako příliš optimistický odhad, protože měnová unie nepřekonal ani svoji první fázi, totiž fázi získání si elementární důvěry. Hlavními argumenty proti měnové unii nově vzniklých samostatných států bylo očekávání, že slovenská strana ztratí reformní krok a že uvolní fiskální politiku. Ekonomické subjekty v životaschopnost měnové unie nevěřily a v očekávání poklesu teprve budoucí slovenské měny docházelo k přesunům likvidity ze Slovenska do České republiky. Bez elementární důvěry nebylo možné měnovou unii udržet. Navíc při jednáních o měnové odluce slovenská strana vyjevila nejen preferenci vlastní měny, ale i výrazně pokročilejší připravenost v oblasti jejího skutečného zavedení.

Samostatná česká koruna si podle Kysilky během 17 let své existence vydobyla dobré postavení. V roce 1997 si prošla pouze dočasným 10% oslabením, ale dlouhodobě je to měna mimořádně úspěšná. Po snížení inflace a nominálních úrokových měr se stala dokonce nástrojem financování i pro zahraniční subjekty. Úspěšnost české měny tak přirozeně má za následek poměrně malý apetit veřejnosti na přijetí společné evropské měny.

Martin Mandel se věnoval ve svém vystoupení obecnějším otázkám z pohledu monetární makroekonomie. Po stručném připomenutí měnového vývoje v nedávné

historii se zaměřil na vybrané současné problémy měnové politiky. Vzhledem k současnému režimu měnové politiky (cílování inflace) je podstatnou otázkou kredibilita centrální banky. Mandel testoval kredibilitu ČNB pomocí inflačních očekávání finančního trhu. Pokud by tato očekávání nebyla ovlivněna cíli a prognózami ČNB, ale pouze minulou skutečnou inflací, potom by to znamenalo, že centrální banka kredibilní není. Empirická analýza však ukázala, že inflační očekávání jsou z velké části vysvětlena aktuální prognózou a inflačním cílem, zatímco minulé inflace (jejíž vliv poukazuje na přítomnost adaptivních očekávání) ovlivňovala očekávání až překvapivě slabě.

Další často diskutovanou otázkou současné měnové politiky je faktická nezávislost úrokové politiky zejména na úrokových rozhodnutích ECB. Zde se ukazuje, že korelační koeficient mezi českými a evropskými měnověpolitickými sazbami postupně vzrůstal. Pomocí testu Grangerovy časové kauzality lze zamítnout, že by ECB neovlivňovala české sazby.

Konečně posledním vybraným problémem byla otázka, zdali reálný efektivní kurz koruny je spíše stabilizačním nebo naopak destabilizačním prvkem v našem konvergenčním procesu. Zde Mandel pomocí VAR modelu a kointegrační analýzy dospěl k závěru, že efektivní kurz je stabilizačním prvkem. Skutečný spor tak je spíše o tom, zdali tato pozitivní role kurzového vývoje není zastíněna jeho přílišnou střednědobou volatilitou v důsledku „destabilizující“ spekulace.

Vladimír Dlouhý si jako předmět svého vystoupení zvolil zavedení eura v České republice z pohledu ekonoma (naproti tomu Miroslav Kalousek se v následujícím vystoupení věnoval stejnému tématu z pohledu politika). Vladimír Dlouhý na statistických datech charakterizoval dosavadní ekonomický vývoj v eurozóně. Během deseti let fungování eurozóny jednoznačně došlo ke konvergenci v mírách inflace členských zemí a samozřejmě také k sobě konvergovaly úrokové míry. Výsledky z hlediska reálné ekonomiky však již nejsou tak jednoznačné a podobně ani očekávaný vliv na prohloubení mezinárodního obchodu uvnitř eurozóny není podle Dlouhého zcela průkazný. Skutečným testem EMU je však až současná hluboká krize. Během ní se ukázalo, že fiskální koordinace byla mizivá a celá EMU bude nutně čelit divergentním tendencím ekonomického vývoje v jednotlivých zemích.

Co se týče potenciálního českého vstupu do eurozóny, potom jeho hlavní pozitiva Dlouhý spatřuje v dopadech na hospodářský růst, kdežto rizika a náklady spatřuje v působení asymetrických vnějších šoků. Z hlediska načasování vstupu považuje Dlouhý za vhodné datum přijetí společné měny rok 2014 za předpokladu, že se nezmění přístupová kritéria. To by mělo poskytnout české hospodářské politice dostatečnou volnost v nejbližších letech, kdy krátkodobé šoky nelze plně vyloučit.

Miroslav Kalousek se věnoval stejnému tématu jako Vladimír Dlouhý, ale tentokrát z pohledu politika. Pro něho není otázkou, zda euro zavést či nikoliv, ale pouze kdy. Jinak tomu podle Kalouska ani být nemůže, pokud máme ctít uzavřené dohody. Podle Kalouska eurozóna prokázala svoji životaschopnost právě během současné krize. Na rozdíl od minulých epizod vnitřní trh nepoznal ve větší míře rozvratné kurzové krize, které vnášely šoky do vzájemného obchodu. Možnost oslabení národní měny během krize nepovažuje Kalousek za férový nástroj hospodářské politiky. Záměrně oslabený kurz je podle něho ve svých důsledcích téměř nerozeznatelný od plošné exportní dotace a plošné dovozní přírážky, což jsou nástroje, které by členská země EU neměla používat vůči svým obchodním partnerům neméně zasažených krizí. Kalousek se také ostře staví

proti jakémukoliv změkčování přístupových kritérií. Uznává, že jejich současná podoba je zastaralá a nemá podstatnou ekonomickou oporu, ale jejich znovuotevření nezaručuje, že by nová kritéria byla lepší. Úsilí o zavedení eura je podle Kalouska v tomto okamžiku totožné s úsilím o věrohodnou konsolidaci veřejných rozpočtů. Ostatní obavy ze zavedení eura jsou podle něho až druhořadé.

V panelu II „Dvacet let komerčního bankovníctví v České republice“, který byl moderován Petrem Dvořákem, se účastníci věnovali vývoji komerčního bankovníctví v České republice a jeho blízkým vyhlídkám. Jiří Kunert shrnul sice krátkou, zato však na události velmi bohatou historii komerčního bankovníctví od počátku reformy. Jeho pohled na vývoj bank se v mnoha bodech příkře lišil od pohledu Václava Klause. Vzhledem ke zrodu nových firem prakticky od nuly a vzhledem k chronické podkapitalizaci bývalých státních podniků byla role bankovních úvěrů naprosto zásadní. Na rozdíl od rozvinutých ekonomik ale podle Kunerta nízká kapitálová vybavenost firem vedla k tomu, že úvěry nabyly spíše povahy rizikového kapitálu vkládaného do podnikání. Vyčlenění obchodních bank z bývalé Státní banky Československé bylo prvním krokem k formování bankovního sektoru. Nově vzniklé velké banky si však nesly jisté monopolní výhody, které jim umožňovaly transformovat se na normální banky a zvýhodňovaly je proti novým malým bankám. Nové české banky vznikaly na vypůjčených penězích, neměly dobré zázemí ani vrcholový management. Manažeři v malých bankách se podle Kunerta nechali korumpovat dobrými platy a luxusními vozy a tak přihlíželi, jak akcionáři odčerpávají prostředky z bank pro vlastní účely. Podle Kunerta byla omylem i částečná privatizace bank kupónovou metodou s držením většinového státního podílu. Podle Kunerta měly být české banky prodány co nejdříve do rukou zahraničních bank, protože by zde potom byl větší tlak na správnou alokaci úvěrů.

Co se týče bankovního dohledu, tak podle Kunerta ten banky spíše pouze doháněl vzhledem k velmi dynamickému rozvoji bankovních služeb. Dnes je ale již funkční, nezávislý a profesionální. V současnosti je zejména v zahraničí patrné volání po dokonalejším dozoru. Podle Kunerta je ale regulace dostatek. Problém byl ten, že tato regulace nebyla vykonávána správně. Budoucí vývoj bankovníctví bude ve znamení návratu ke kořenům, jeho deglobalizaci a re-regulaci. Centricita klienta bude rozhodující v bankovním podnikání.

Podrobněji se souvislostem dohledu a vývoje makroekonomiky věnoval Miroslav Singer. Po stručném přehledu ekonomického vývoje v polovině devadesátých let analyzoval podrobněji dvojí krizi z let 1997 a 1998 – krizi bankovního sektoru a krizi měnovou a s ní související hospodářskou recesi. Co se týče bankovní krize, Singer považuje za chybu, že privatizace velkých bank byla odsunuta za období 1994-1995. Tento odklad stál ekonomiku podle jeho odhadu asi 15% tehdejšího ročního HDP. Navíc skokové znehodnocení kurzu a dramatické zvýšení úrokových sazeb představovalo šok, jehož rozměr nebývá ani dnes běžně simulován v zátěžových testech bank. Krize měnová a krize reálné ekonomiky byla způsobena jednak podceněním rizik způsobených přehřátím ekonomiky a jednak nezvládnutím strategie exitu z fixního měnového kurzu.

Během deseti let od krize došlo k radikálnímu zlepšení jak tuzemského bankovního sektoru, tak i makroekonomického rámce. Bankovní sektor v naší ekonomice není zdrojem šoků, ale naopak je jeho tlumičem. Rizikem pro finanční stabilitu však podle Singera může být přenesení dohledu na panevropskou úroveň, aniž by to bylo doprovázeno odpovídající fiskální či daňovou odpovědností.

Michal Mejstřík se zabýval pozicí českých bank v rámci regionálních konsolidátorů. Připomněl, že české banky jsou plně integrovány do skupin velkých zahraničních bankovních domů – v roce 2008 již 97 % bilanční sumy českého bankovního sektoru bylo kontrolováno zahraničními subjekty. Míra bankovního zprostředkování v České republice roste, pořád ale zdaleka není ještě na úrovni obvyklé pro západoevropské země. To znamená, že banky mají u nás (stejně jako v ostatních zemích střední a východní Evropy) ještě velký prostor k růstu. Současná krize a s ní související změny v bankovníctví v zahraničí silně ovlivní i bankovníctví u nás vzhledem k propojenosti českých bank se západoevropskými finančními skupinami. V průběhu krize se ukázalo, že velké banky nebyly ochotny riskovat „downside“ svého podnikání. Jedním z možných způsobů, jak zabránit doktríně „Too-big-to-fail“, je podle Mejstříka segmentovat velké hráče tak, aby je bylo možné v případě pádu rychle rozdělit.

Kamil Janáček ilustroval vývoj českého bankovníctví na příkladu Komerční banky. Ta započala svoji činnost s 10 osobními počítači a především s portfoliem úvěrů, z nichž by podle dnešních hledisek bylo 85 % hodnoceno jako pochybné nebo ztrátové. Dynamický růst poptávky po bankovních službách spolu s příznivými úrokovými maržemi ale bance umožnily vytvářet dostatečné opravné položky i rezervy a dokonce do roku 1997 vykazovat zisk. I to bylo typické pro ostatní velké české banky. Stejně jako v ostatních bankách došlo k prudkému nárůstu nesplacených úvěrů v roce 1997 a na Komerční banku těžce dopadlo i skokovité opatření ČNB z roku 1998, které požadovalo 100% rezervní krytí ztrátových úvěrů, které byly jištěny nemovitostmi. Toto opatření bylo zavedeno v nejméně vhodnou dobu a podle Janáčka přispělo k tomu, že česká ekonomika se ocitla v situaci credit crunch. Když bylo konečně v roce 1999 rozhodnuto o privatizaci, bylo čím dál jasnější, že banka bude neprodejná, pokud nedojde k očistění jejího portfolia. Přes nemalé sanační náklady však podle Janáčka byl čistý výnos z vlastnictví a prodeje Komerční banky pro stát kladný. Na rozdíl od Kunerta se Janáček domnívá, že nebylo možné od počátku privatizovat stoprocentně či masově pomocí zahraničního kapitálu. Ten se totiž vždy orientoval na přesně vybrané podniky a velké banky až do konce devadesátých let nebyly ve spektru jeho zájmu.

Transformace měla podle Janáčka vedle nesporných přínosů i své náklady a bylo jen logické, že jejich část dopadla na bankovní sektor. Při srovnání s ostatními postkomunistickými zeměmi však tyto náklady byly jedny z nejmenších.

Poslední blok konference – panel III „20 let kapitálového trhu v ČR“, který byl moderován Petrem Musílkem – se věnoval kapitálovému trhu v České republice. Vzhledem ke specifitě tohoto trhu se jednotliví řečníci více či méně dotýkali právní úpravy jeho fungování a historickému vývoji legislativy v této oblasti u nás. Prvním řečníkem byl Jan Dědič, který připomněl starou římskoprávní zásadu: totiž, že čím zkaženější je stát, tím více zákonů potřebuje. Další římskoprávní zásada je, že zákony mají být jednoduché, aby si je mohli zapamatovat i ti nezkušení. Dnešní tendence ke stále podrobnější regulaci je však v rozporu s touto zásadou. Původní úprava kapitálového trhu zákonem o cenných papírech o zhruba čtyřiceti paragrafech se rozrostla na více než 200 paragrafů v dnešním zákoně o podnikání na kapitálovém trhu. Pravidla se často mění, jsou až příliš podrobná. Platí přitom, že čím jsou pravidla podrobnější, tím bývá snazší je obejít. Česká republika by nyní podle Dědiče spíše potřebovala zklidnění a zpřehlednění práva v oblasti kapitálového trhu.

Podle názoru Dědiče by se právní úprava kapitálového trhu měla více opírat o základní principy. Nemá smysl stanovovat povinnosti, které stát ani nemůže kontrolovat. Základním předpokladem faktického fungování regulace je, že regulované subjekty se s regulačním opatřením ztotožní a že budou chápat jeho účel. Důraz na detailní a podrobnou úpravu kapitálového trhu je příznačný pro kontinentální Evropu a logicky ovlivňuje i českou právní úpravu. Měli bychom se však podle Dědiče nad tímto vývojem pozastavit a posoudit, zdali další regulace práv a povinností účastníků kapitálového trhu jim nesvazuje ruce takovým způsobem, který by mohl ve svém důsledku jakýkoliv kapitálový trh v České republice zcela eliminovat.

Velmi kritický byl příspěvek Tomáše Ježka, který se zamýšlel především nad situací kapitálového trhu před vznikem Komise pro cenné papíry. Legislativa byla zpočátku netečná k regulaci sekundárního trhu, neřešil se insider trading, self-trading apod. Na sekundární trh bylo přijato ex offo velké množství kupónově privatizovaných společností s velmi malou likviditou a snadno manipulovatelnými kurzy. Společnosti navíc neplnily informační povinnosti. V roce 1997 byl proveden delisting 1400 společností, mnoho z nich změnilo akcie na listinnou podobu a docházelo k neprůhlednosti vlastnictví. Za těžce vadný považuje Ježek tehdejší zákon o investičních fondech z roku 1992, protože povýšil správce fondu na fakticky jeho majitele. Díky ledabylému přístupu Ministerstva financí ČR (tehdejšího regulátora) vzniklo až 500 obchodníků s cennými papíry. Představitelům burzy však začalo být zřejmé, že kapitálový trh bez silného a respektovaného dozoru nemá budoucnost a tedy ani burza sama by neměla perspektivu. Burza si tak stanovila paradoxní úkol – začala se starat o vznik authority, které by vlastně i ona sama podléhala. Ministerstvo financí však bylo ke zřízení Komise původně nepřátelsky naladěné, jeho tehdejší vrcholní představitelé totiž podle Ježka razili vadnou a nebezpečnou teorii, že kapitálový trh má být ponechán bez dozoru a bez regulace alespoň do té doby, než dojde ke koncentraci kapitálu. Tato teorie byla podle Ježka důsledkem tzv. falešného liberalismu, vláda podle něho mylně považovala výslednou koncentraci kapitálu za vyšší hodnotu, než je dobrovolnost převodu vlastnictví. Po spuštění Komise pro cenné papíry došlo postupně k přelicensování obchodníků s cennými papíry, ke zlepšení informační povinnosti a k otvírání podílových fondů.

Závěrem Tomáš Ježek poznamenal, že používání kapitálového trhu ve velkém měřítku nemůže být výsledkem ničeho menšího než hlubokých a pozvolných změn ve finanční kultuře národa.

V kritickém tónu se nesl i příspěvek Petra Koblíce, který za ústřední problém české burzy považuje nedostatek domácích investorů. Ten vyvrcholil na přelomu let 2000 a 2001 a byl podle Koblíce výsledkem naprosté deziluze domácích investorů z vývoje v druhé polovině devadesátých let. Z původních téměř 6 milionů potenciálních investorů – „kupónových akcionářů“ – zbyly do roku 2001 sotva dvě tisícovky drobných investorů, kteří pravidelně obchodovali. Velmi nestandardně se u nás vyvinul i podíl domácích institucionálních investorů – jejich podíl je i nyní pouze kolem 5 %, což je i v regionálním srovnání žalostně málo.

V současnosti se již drobní domácí investoři na trh vracejí a tvoří až 20 % objemu obchodů. Otočení trendu Koblíc připisuje vzniku zákonného povinného odkupu, přelicensování fondů a obchodníků s cennými papíry, zlepšení dohledu atd. Podle odhadů burzy se zvýšil počet drobných investorů za posledních osm let 30-krát, stále je však ještě nesrovnatelně menší než v Rakousku a jiných srovnatelně velkých ekonomikách.

Koblic sice uvedl, že o rozvoj kapitálového trhu v České republice nemá vážnější obavy, ale přesto je mnoho oblastí, které je možné stále zlepšovat. Například skutečnost, že všechny emise IPO jsou organizovány skrze uměle založenou matku v Nizozemí nebo Lucembursku, svědčí o tom, že emitenti se chtějí vyhnout českým soudům, správním orgánům, českému právu – a to jistě není uspokojivý stav.

Posledním řečníkem v tomto bloku i na konferenci byl Dušan Tříška, jehož vystoupení bylo do značné míry protikladné k názorům zejména Tomáše Ježka. Tříška Komisi pro cenné papíry považuje za hlavního nepřítele a dnešní právní stav v oblasti kapitálového trhu považuje za svým způsobem horší než v počátcích transformace. Ke kupónové privatizaci se Tříška hlásí, a to nejen k jejím začátkům, ale i ke všemu, co následovalo. Detailněji se ve svém vystoupení věnoval zejména otázce investičních privatizačních fondů. Připomněl z dnešního hlediska naprosto fascinující tempo přijímaných změn: například mezi uveřejněním „Postupu pro zakládání investičních privatizačních fondů“ a ukončením přijímání žádostí o založení investičních privatizačních fondů bylo pouze 107 dní. Tříška se však k institutu investičních privatizačních fondů stavěl kriticky, mimo jiné i proto, že neexistuje způsob, jak zaručit důvěryhodnost investičních privatizačních fondů. Podle Tříšky ke koncentraci majetkových práv mělo dojít nikoliv apriori na půdě investičních privatizačních fondů, ale až ex post, tj. na sekundárním trhu s akciemi. Již na podzim 1990 ale bylo jasné, že z politických důvodů bylo nutné, aby ve schématu kupónové privatizace byli nějakí zprostředkovatelé. Role investičních privatizačních fondů byla dále zkomplikována tím, že experti EU prokázali neschopnost rozlišit standardní instituce kolektivního investování od privatizačních fondů, jejichž funkce měla být úplně jiná (vykonávat corporate governance v privatizovaném podniku). Výsledkem bylo zcela chybné omezení procentuálního podílu, jaký privatizační fondy mohou držet v jednom privatizovaném podniku. Názory odborné veřejnosti však mohly být vyslyšeny pouze v případech, kdy nenarušily politickou shodu. A tak se podle Tříšky mohlo stát, že některé racionální názory musely být obětovány ve prospěch postupu vpřed. Tříška také připomněl, že díky kupónové privatizaci mohly být nejširším skupinám obyvatel hned na počátku transformace vysvětlovány nejdůležitější instituce tržní ekonomiky.

Konference jako celek ukázala, že časově krátká historie ekonomických reforem, reforem bankovníctví a finančních trhů v České republice byla velmi bohatá na události, jejichž interpretace je dodnes předmětem mnoha diskusí i sporů. Tyto diskuse, rozdílné názory, či dokonce spory, jsou velmi zajímavé nejen z hlediska historického, ale i z hlediska vývoje budoucnosti. Ani dnes není zcela jasné, kterým směrem se bude nebo by se měla ubírat regulace kapitálového trhu, anebo způsob a povaha regulace bank. A koneckonců i zdánlivě historické úvahy o správném načasování výstupu z fixního kurzu nebo o krátké existenci česko-slovenské měnové unie jsou velmi poučné pro dnešní praktickou hospodářskou politiku a pro budoucnost celé české ekonomiky, zejména pak pro budoucnost samostatné české měnové politiky.