

## KOMPLEXNÍ POHLED DO SVĚTA FINANČÍ A BANKOVNICTVÍ Z DÍLNY PROF. POLOUČKA

Petr Teplý, IES FSV Univerzita Karlova Praha

---

**Polouček, S. a kol. Peníze, banky, finanční trhy**

Praha : C. H. Beck, 2009. 440 s. ISBN 978-80-7400-152-9

---

Finanční sektor tvoří neodmyslitelnou součást každé ekonomiky. V období probíhající globální krize byl právě finanční sektor významně zasažen, neboť došlo ke krachu významných světových bank jako například pád krach Lehman Brothers v září 2008. Je zřejmé, že analýza financí a finančních trhů je důležitá nejen pro pochopení fungování finančního sektoru a rovněž pro lepší porozumění současné hospodářské krize a zejména pro pochopení exitových strategií vlád a institucí po celém světě, které budou v dohledné době následovat.

Předkládaná učebnice *Peníze, banky, finanční trhy* uvádí čtenáře do problematiky financí a bankovníctví a klade si za cíl „být pomůckou všem, kteří se na cestu získat tento přehled [o financích] vydávají.“ Autorský tým kolem Prof. PhDr. RNDr. Stanislava Poloučka, CSc., uznávaného experta na bankovníctví, se tohoto nelehkého úkolu zhostil zdařile, nicméně existuje určitý prostor pro zlepšení při dalším vydání této knihy, jak je specifikováno níže. Recenzovaná publikace má i svou slovenskou verzi, přičemž tato recenze se zabývá její českou verzí. Svou strukturou a obsahem by se tato publikace mohla v mezinárodním kontextu srovnat například s proslulou publikací *Economics of Money, Banking, and Financial Markets* od F. S. Mishkina, jejíž 9. vydání vyšlo v červenci 2009.

Předkládané dílo komplexně analyzuje problematiku financí v teoretické i praktické rovině, má logickou strukturu a je rozděle-

no sedmi kapitol. První kapitola se věnuje finančnímu systému. Ve druhé kapitole je detailně analyzována problematika peněz, ve třetí kapitole jsou rozebírány úrokové sazby. Čtvrtá kapitola se zabývá cennými papíry a dalšími finančními dokumenty, pátá se zaměřuje na finanční trhy a následně šestá kapitola na finanční instituce. V sedmé kapitole jsou diskutovány mezinárodní finance, jejichž toky se ukázaly jako jeden z hlavních determinantů probíhající krize.

První kapitola uvádí čtenáře do problematiky fungování finančního systému včetně diskuse o regulaci a dohledu nad finančními trhy. Ačkoliv problematika finančního dohledu v podobných učebnicích není obvykle řazena do první kapitoly, důvod pro tuto změnu je pochopitelný, neboť regulátoři finančních trhů finanční systém aktivně ovlivňují. Probíhající krize ukázala výrazné meze-ry v oblasti regulace (ex-ante utváření pravidel) a dohledu (ex-post vynucování pravidel). Jak autoři správně uvádí, otázka optimální regulace a dohledu není v teorii ani praxi zcela vyřešena, což dokládá Tabulka 1-1 (Institucionální struktura dohledu v zemích EU). V rámci Evropy převládá integrovaný dohled, nicméně obvykle mimo centrální banku, v centrální bance je dohled integrován pouze ve 3 zemích – ČR, Slovensko a Irsko (s. 5). Tento přístup má svoje výhody („vše pod jednou střechou“), ale existují i nevýhody, které autoři rovněž diskutují. Jedná se

o konflikt zájmů uvnitř centrální banky, která je zároveň regulátorem i monetární autoritou, přičemž dodržet tyto dva cíle současně se ukazuje jako problematické zejména během krize.

Dále jsou zde popsány funkce a druhy finančních systémů, výklad je podpořen celou řadou tabulek a obrázků. Ačkoliv některá data jsou vysoce aktuální vzhledem k datu vydání publikace (např. Tabulka 1-2 Změny rozložení úspor domácností v ČR je k 30. 11. 2008 či Graf 1-4 Změna věkové struktury ve vybraných zemích z června 2009), některé grafy obsahují poměrně neaktuální data zejména s ohledem na probíhající krizi. Příkladem může být Graf 1-2 Podíl úspor a investic na HDP v Japonsku a USA za období 1960-1990. Jedním z příčin probíhající krize v USA byla i relativně nízká míra úspor resp. vyšší sklon ke spotřebě amerických domácností od roku 1997, což není ze zkoumaného grafu pochopitelně patrné. Z tohoto důvodu bych doporučoval zaktualizovat vybraná data v této části v dalším vydání publikace (což se týká například i grafů 1-9 a 1-11).

Finanční zprostředkování je neodmyslitelně spojeno s asymetrickou informací, které se věnuje kapitola 1.5 včetně odkazů na relevantní literaturu jako např. Keynes (1936), Knight (1921) či Stigler (1982). Je třeba zmínit, že výzkum v oblasti asymetrické informace vyústil v několik Nobelových cen – již zmíněný G. J. Stigler v roce 1982, dále J. Mirrlees v roce 1996 a konečně J. E. Stiglitz společně s G. A. Akerlofem a A. M. Spencem v roce 2001. V ekonomické teorii se rozlišují dva druhy asymetrické informace – nepříznivý výběr (např. problém signalizování) a morální hazard (např. problém principál-agent). V dalším vydání učebnice bych doporučoval zmínit i české výzkumníky, kteří se problematikou principála a agenta zabývali v českých podmínkách (např. pro-

blematika bivalentní formy corporate governance během transformace české ekonomiky od Prof. Michala Mejstříka).

Globální krize ukázala, že tyto problémy nejsou jen teoretickými příklady v učebnicích, nýbrž i reálnými problémy a to nejen ve finančním sektoru. Jak autoři správně připomínají, morální hazard se během krize projevil např. ve velkých bankách, jejichž manažeři vědomi si doktríny TBTF (too-big-to-fail, příliš velká k úpadku) podstupovali nepřiměřená rizika, která vyústila ve státní pomoc těmto bankám (viz příklady Citibank, Commerzbank, Fortis, Royal Bank of Scotland atd.). Dále je v této kapitole zmíněn i problém principála a agenta, který spočíval při slabé corporate governance výše zmíněných finančních institucí, neboť akcionáři (principálové) dostatečně nemonitorovali adekvátně manažery (agenty), kteří upřednostňovali ve svůj krátkodobý zájem (odměny za vysoký zisk firmy v daném roce) oproti dlouhodobému zájmu akcionářů společnosti, jejichž zájem je růst hodnoty společnosti v dlouhodobém horizontu.

Druhá kapitola se zabývá penězi a peněžním systémem, který tvoří neodmyslitelnou součást každé ekonomiky. Banky resp. finanční zprostředkovatelé v tomto systému hrají důležitou úlohu, neboť zprostředkovávají peněžní toky mezi deficitními jednotkami a přebytkovými jednotkami. V úvodní části autoři uvádí teoretickou definici peněz jako prostředku směny, účetní jednotky a prostředku uchování hodnoty (s. 39). Empirická „Friedmanovská“ definice souvisí s ekonomickou aktivitou a předpokládá, že „změna nabídky peněz nebo jejího tempa růstu ovlivňuje celkový reálný produkt ekonomiky, úroveň nezaměstnanosti, cenovou hladinu a inflaci“ (s. 40). Čtenář učebnice nepochybně ocení i pasáže týkající se barterové směny a jejího srovnání se směnou s použitím peněz

(Box 2.1), což je důležité pro pochopení peněz resp. podstaty finančního trhu. V této souvislosti bych uvítal explicitní zmínku o tom, že drtivou většinu měnových agregátů tvoří pouze účetní zápisy na účtech bank a hotovost tvoří v průměru pouze cca 10-15 % agregátu M2, což platí pro většinu vyspělých zemí včetně ČR.

Příkladem hyperinflace standardně uváděným v ekonomických učebnicích je případ předválečného Německa, autoři však prezentují zajímavý příklad Maďarsko, kde inflace v roce 1946 dosáhla 41 900 biliónů % ( $4,19 \times 10^{16}$  %). Historický exkurs je zakončen výkladem o komoditních penězích a vývoji forem metalických peněz. V kapitole 2.1 autoři analyzují peněžní zásobu a peněžní agregáty, včetně jejich struktur v ČR, Evropě i USA, zaměřují se i na nabídku peněz. Měnové politice je věnována subkapitola 2.2, která obsahuje diskusi o nástrojích a strategiích monetárních politik včetně problematiky cílování inflace. Výklad je doplněn o přehledná schémata popisující příklady zamýšlených dopadů monetární politiky v různých státech. Názným příkladem je transmisní mechanismus měnové politiky Bank of England (Schéma 2-2). Autoři provedli analýzu inflačního cílování, které je prováděno v mnoha centrálních bankách po celém světě včetně ČNB (poprvé bylo inflační cílení aplikováno centrální bankou na Novém Zélandu v roce 1990). Nicméně bych uvítal detailnější diskusi o úspěšnosti resp. neúspěšnosti centrálních bank při provádění inflačního cílení (viz opakované podstřelování inflačního cíle ČNB). V závěrečné části jsou diskutovány základní principy peněžního trhu a vlivu peněz na ekonomiku včetně základních makroekonomických modelů jako IS-LM či AD-AS, které jsou užitečné pro pochopení vztahů úrokových měr a reálné ekonomiky (navzdory jejich zjednodušujícím předpokladům).

Třetí kapitola se zabývá úrokovými sazbami včetně analýzy faktorů, které je ovlivňují. Autoři odvozují Fisherův zákon, který říká, že nominální úroková míra je součtem reálné úrokové míry a inflace. Inflační očekávání jsou důležitá pro determinaci dlouhodobých úrokových sazeb resp. dlouhodobých výnosů ze státních dluhopisů (s. 103). Subkapitola 2.2 popisuje základní strukturu úrokových sazeb, která je ovlivněna především rizikem, likviditou a dobou splatnosti finančních dokumentů. Výnos finančních dokumentů obvykle roste s růstem jejich splatnosti, což je možno graficky zobrazit pomocí výnosové křivky. Autoři správně konstatují, že konkrétní tvar výnosové křivky je dán očekáváním účastníků trhu, preferencí trhu a segmentací finančního trhu. Nicméně bych uvítal detailnější analýzu těchto teorií, což by čtenáři pomohlo lépe pochopit předpoklady a závěry jednotlivých teorií výnosových křivek, které tvoří jeden ze základních pilířů moderních financí (tento můj názor vychází zejména z mé dlouholeté pedagogické činnosti na Univerzitě Karlově). Heterogenita finančních dokumentů implikuje heterogenitu výnosů na finančním trhu, které jsou shrnuty včetně praktických příkladů na s. 107–118. Probíhající globální krize ukázala důležitost centrálních bank nejen v oblasti záchrany finančních institucí formou speciálních půjček, nýbrž i snížením úrokových sazeb s cílem stimulovat ekonomiku. Z tohoto důvodu oceňuji subkapitolu 3.4, která se zabývá praktickými aspekty úrokových sazeb – například Tabulka 3-3 srovnává historické a současné úrokové sazby ČNB a FED, zatímco Tabulka 3-4 shrnuje aktuální výnosy státních dluhopisů v USA, Velké Británii, Německu a Japonsku. Dále je zde popsán český mezibankovní trh včetně pravidel kotace klíčových českých mezibankovních sazeb Prague Interbank Bid Rate (PRIBID) a Prague Interbank Offered Rate

(PRIBOR). Závěr kapitoly obsahuje praktické příklady výpočtů úroků z pohledu bankovního klienta včetně příkladu na výpočet roční procentní sazby nákladů (RPSN).

Ve čtvrté kapitole jsou popisovány finanční dokumenty, což je novátorský název v české ekonomické literatuře, neboť anglický termín „financial instruments“ se obvykle předkládá jako finanční instrumenty. Po základních charakteristikách a klasifikaci finančních dokumentů jsou následně popsány majetkové cenné papíry (akcie, záložní listy, depozitní stvrženky a podílové listy), dlužnické cenné papíry (dluhopisy, státní pokladniční poukázky, hypoteční zástavní listy, depozitní certifikáty a komerční papíry, směnky a investiční certifikáty) a deriváty (forwardy, futures, opce a swapy). Z pedagogického pohledu bych chtěl vyzdvihnout část 4.3.6 Investiční certifikáty, neboť toto téma není v české odborné finanční literatuře úplně pokryto, a dále Schéma 4-2 na straně 180, které přehledně srovnává investiční certifikáty s tradičními finančními dokumenty podle rizika a výnosu. S ohledem na současné problémy finančních trhů mi však v této kapitole schází alespoň stručná zmínka o kreditních derivátech (např. credit default swaps, „CDS“) či strukturovaných produktech (např. collateralized debt obligations, „CDO“), které přispěly k narušení důvěry ve finanční trh a které způsobily světovým – a to nejen finančním – institucím nemalé ztráty.

Pátá kapitola se zabývá finančními trhy v teoretickém i praktickém pojetí. Úvod kapitoly nabízí teoretický popis finančních trhů (jejich podstatu a funkce, členění, regulaci, dělení podle stupně jejich rozvinutosti), další část je věnována praktickému pohledu na české i zahraniční trhy. Tato kapitola navazuje na předešlé kapitoly a prohlubuje znalosti čtenáře zejména v oblasti peněz (Kapitola 2), úrokových sazbách (Kapitola 3) a finančních dokumentech (Kapitola 4). Subkapitola 5.1.3

se věnuje regulaci finančních trhů, což je v současnosti velmi diskutované téma po celém světě, a doplňuje tak pasáž o regulaci v rámci první kapitoly. Autoři popisují historický vývoj regulace finančních trhů, hlavní důraz však dávají na současný stav v USA, EU a České republice. Jak autoři správně uvádí, základní kámen pro jednotný evropský finanční trh byl vytvořen v roce 2000, kdy byl v Lisabonu schválen Akční plán finanční služeb (FSAP). V oblasti regulace kapitálového trhu v EU je aktuální Směrnice o trzích finančních nástrojů (Markets in Financial Instruments Directive, „MIFID“), která byla v ČR aplikována k 1. 7. 2008 (s. 217). V této souvislosti bych uvítal, kdyby autoři zmínili i kritiku MIFIDu, neboť tato direktiva nevzbudila pouze „oficiální“ pozitivní reakce (např. u ČNB a dalších regulatorů), kritika se ozývá od účastníků českého i evropského finančního trhu. Zbývající části páté kapitoly se zaměřují na burzovní a mimoburzovní trhy, a praktické aspekty oceňování a kotace cenných papírů. Pro lepší orientaci čtenáře je uvedena celá řada tabulek a obrázků, které popisují český i světový finanční trh. V dalším vydání učebnice bych doporučoval doplnit pasáž o regulaci mimoburzovních (OTC) trhů s deriváty resp. otázku vytvoření centrální vypořádací protistrany (CCP), která by měla snížit riziko vypořádání mezi účastníky obchodování a usnadnit lepší monitoring derivátových operací.

V šesté kapitole jsou komplexně rozbrány finanční instituce, tj. subjekty, které vytváří finanční dokumenty, obchodují s nimi a zprostředkovávají pohyb zdrojů mezi účastníky trhu. Tato kapitola popisuje i příčiny a základní charakteristiky probíhajících změn ve finančním sektoru. Výklad začíná historickým exkurzem do vývoje finančních institucí, kdy původním účelem komerčních bank, které „tradičně“ nabízely základní finanční dokument, umožňující pružný a efektivní platební

styk: depozita na požádání“ (s. 268). Je uveden i názorný příklad, kdy v reakci na zákaz úročení depozit v USA byly v roce 1980 zavedeny tzv. NOW účty (Negotiate Withdrawal of Accounts), čímž americké banky tuto regulaci obešly. V subkapitole 6.4 jsou popsány komerční banky a investiční banky, je zařazena i část o bankovním mimo bilanci (off-balance sheet banking), jehož význam se ukázal během probíhající krize. Mezi hlavní mimobilanční (podrozvahové) položky patří deriváty, přísliby úvěrů, záruky a akreditivy. Zvláštní část je věnována spořitelním a družstevním záložnám, ve kterých měli čeští občané uloženo více než 10 mld. Kč ke konci roku 2008 (Tabulka 6-7). V závěrečné části šesté kapitoly jsou analyzovány pojišťovny, penzijní fondy, otevřené a podílové fondy a další finanční instituce. Autoři si všímají i hedgových fondů (Box 6-12), zajištěných fondů (Graf 6-21) a také jednotek kolektivního investování (UCITS). Pro další vylepšení publikace bych doporučoval detailnější diskusi o výhodách a nevýhodách regulace institucí stínového bankovníctví jako jsou např. hedgové fondy, private equity, SPVs apod.

Závěrečná sedmá kapitola se věnuje mezinárodním financím z teoretického i praktického pohledu. Mezinárodní finance plní několik funkcí ve světové ekonomice – zejména vytváření měnových, úvěrových, platebních a jiných finančních podmínek pro mezinárodní obchod. Úvodní subkapitola uvádí čtenáře do historických souvislostí mezinárodního obchodu včetně informací o bimetalismu, zlatém standardu a Brettonwoodském měnovém systému. Nové uspořádání mezinárodního trhu bez vazby na zlato a s plovoucími kurzy hlavních měn přetrvává do dnešních dnů (s. 341). Tabulka 7-1 výstižně shrnuje jednotlivé vývojové etapy mezinárodního měnového systému od 70. let 19. století do současnosti. Vertikální i horizontální struktura platební bilance je

diskutována v subkapitole 7.2 včetně analýzy výnosnosti přímých zahraničních investic v ČR, která se v letech 2003–2007 pohybovala v rozmezí 10,2–13,4%. Devizový trh, který je celosvětovým největším finančním trhem, a devizové kurzy autoři rozebírají v následující části, ve které jsou uvedeny i základní typy devizových transakcí včetně ukázky výpočtu termínového devizového kurzu. Závěrečná podkapitola 7.4 se zabývá historií i současností evropské měnové integrace, jež obsahuje také analýzu Maastrichtských konvergenčních kritérií. V této souvislosti bych chtěl upozornit na objektivnost prezentovaných analýz, neboť autoři uvádí nejen úspěchy evropské Hospodářské měnové unie ale i její neúspěchy. Podobně je proveden objektivní rozbor výhod a nevýhod vstupu Slovenska do Eurozóny (s. 400).

Z pedagogického hlediska bych chtěl vyzdvihnout zejména celistvost a logické uspořádání díla, autoři svůj výklad začínají od vysvětlení základních pojmů financí, které uvádí čtenáře do dané problematiky, a následně přechází ke složitějším a komplexnějším tématům. Pro snazší orientaci čtenáře každá kapitola obsahuje shrnutí, klíčová slova a kontrolní otázky pro procvičení látky. Dále bych chtěl upozornit na velké množství dat, schémat, obrázků a tabulek, které názorně doplňují teoretický výklad problematiky financí a bankovníctví. Pro vylepšení publikace bych doporučoval zapracování výše uvedených komentářů, zejména aktualizaci vybraných dat a obrázků.

Celkově se dá konstatovat, že vytyčený cíl publikace – poskytnout čtenáři přehled o základních pojmech a souvislostech ze světa financí – se podařilo naplnit. Autoři prokázali svou širokou teoretickou i praktickou znalost dané tematiky a publikace si tak nepochybně najde pozitivní odezvu nejen u studentů, nýbrž i odborníků z akademické, veřejné i podnikatelské sféry. ■