

# Hlavní směry mezinárodního úsilí o posílení globální likvidity po finanční krizi 2008/2009

PETR SEDLÁČEK

## The Main Trends in the International Effort to Strengthen Global Liquidity after the Financial Crisis of 2008/2009

**Abstract:** Significant international attention has been directed to the most pressing problem of the financial crisis of 2008/2009 – global liquidity shortages. The use of adequate foreign exchange reserves during the crisis helped alleviate pressures. However, this was only partially effective in a number of important cases. Some countries also needed to rely on external official financing. The aim of this article is to compare and analyse the main sources of official global liquidity – foreign exchange reserves, bilateral swap lines of central banks, regional financial arrangements and IMF resources. To reach effective outcomes in relation to the accumulation of FX reserves and a strengthening of the global financial safety nets, effective international coordination will be necessary.

**Keywords:** global financial safety nets, bilateral swap lines, the IMF lending, foreign exchange reserves, regional financial arrangements, G20, financial crisis.

Finanční krize 2008/2009 znovu potvrdila, že globalizace přináší nejen výhody, ale v prostředí se stále více liberalizovanými finančními účty, rostoucími přeshraničními pohyby kapitálu hrozcími rychlým zvratem a velkou volatilitou vytváří též významná rizika. Podstatou krize 2008/2009 byl optimismus živený vysokým ekonomickým růstem, nízkými reálnými úrokovými sazbami a pochybeními v oblasti finanční regulace, v makroekonomických politikách a v globální finanční architektuře. Nejtěživějším problémem, který tato krize způsobila, bylo, že země byly vystaveny náhlému a prudkému nedostatku globální likvidity a trvalo řadu měsíců, než se tento nedostatek podařilo vyřešit.

Po pádu banky Lehman Brothers v září 2008 se krize začala rychle šířit po celém světě. Poptávka po zahraniční likvidní měně se najednou zvýšila v mnoha zemích jako výsledek náhlého zvratu toků kapitálu. Tyto problémy likvidity se rozšiřovaly četnými cestami – nedostatkem devizové likvidity na mezibankovních trzích, velkými kapitálovými odlivy, kolapsem mezinárodního obchodu a celkovým zhoršením tržní důvěry. Země byly vystaveny náhlému a prudkému nedostatku globální likvidity.

Vzniklo reálné nebezpečí, že se problémy s likviditou rozvinou do krize solventnosti. Vlády a měnové autority jak ve vyspělých, tak i rozvíjejících se ekonomikách přijaly celou škálu různých ad hoc politických opatření. Ke zmírnění negativního vývoje se uvolnila měnová a fiskální politika, oslabil řada měnových kurzů, značné prostředky byly

vydány na podporu finančním sektorům. Avšak v mnoha případech to nebylo dostatečné. Řada zemí využila vlastních devizových rezerv, ale s ohledem na velikost externích šoků musela i přesto přistoupit k vnějšímu oficiálnímu financování. V rámci G20<sup>1</sup> byla ustavena pracovní skupina, která se zabývala otázkami globální finanční záchranné sítě, tj. systémem multilaterálních, regionálních a bilaterálních facilit, jejichž cílem je zmírnit nákladu vyvolanou externími šoky ve formě nedostatku likvidity deviz a náhlého přerušování kapitálových toků.

V odborné literatuře byl v souvislosti s globální likviditou největší zájem zaměřen na vývoj devizových rezerv a jejich optimální výši (Obstfeld – Shambaugh – Taylor 2008; Heller 1966; Wijnholds – Kapteyn 2001; Greenspan 1999; Olivier – Ranciere 2006). Po vypuknutí krize se objevily také první odborné materiály k efektivnosti bilaterálních swapů mezi centrálními bankami (Obstfeld – Shambaugh – Taylor 2009; Aizenman – Pasricha 2009; Goldberg – Kennedy – Miu 2010).

Regionální finanční dohody v kontextu poskytování finanční likvidity byly odbornou literaturou opomíjeny. Některé materiály byly zaměřeny na specifické otázky regionální finanční záchranné sítě a problematiku morálního hazardu, politického stigma a chování finančních trhů (European Commission 2010). Určitá pozornost byla zpočátku věnována regionálním sdružením v kontextu mezinárodní měnové stability (IMF 2010j). Byly publikovány i komplexnější pohledy (Henning 2010; McKay – Volz – Wölflinger 2010).

Cílem článku je přehled a porovnání jednotlivých národních, regionálních a globálních opatření na posílení globální likvidity. Mezi národní opatření řadíme držbu devizových rezerv, ale i prevenci v podobě omezující domácí hospodářské politiky. Regionální opatření zahrnují bilaterální swapové linky mezi centrálními bankami a regionální finanční sdružení. Na globální úrovni budeme sledovat mezinárodní finanční a rozvojové instituce. Text se omezuje na problematiku likvidity a posuzuje efektivitu výše zmíněných opatření na posílení globální likvidity. Nezabývá se prevencí krize jako takové.

K naplnění cíle článku jsou využity zkušenosti jednotlivých zemí i mezinárodních finančních organizací z finanční krize 2008/2009, dostupné odborné publikace, které byly v této souvislosti zveřejněny, a materiály pracovní skupiny G20. Autor čerpá i ze své práce v rámci ad hoc skupiny expertů při Evropské centrální bance.

Struktura práce odpovídá jejímu cíli. V první části je popsán vývoj devizových rezerv před krizí s uvedením hlavních motivů, které vedly k jejich nadměrné akumulaci. Ačkoliv primárním nástrojem prevence krizí zůstává zdravá ekonomika a realizace adekvátní hospodářské politiky, nepodařilo se krizi zamezit, což se projevilo nutností využít devizové rezervy. V mnoha případech však ani vysoká úroveň rezerv nestačila a země musely přistoupit k dalším vnějším oficiálním zdrojům likvidity. Řada tzv. nově vznikajících tržních ekonomik (*emerging market economy* – dále jen EME)<sup>2</sup> dnes považuje devizové rezervy i nadále za optimální protikrizový nástroj, a to i navzdory nákladům, které jsou s tím spojené.

Ve druhé a třetí části jsou popsána v samostatných oddílech jednotlivá regionální a globální opatření na posílení likvidity:<sup>3</sup> bilaterální swapové linky mezi centrálními bankami, regionální finanční dohody, multilaterální rozvojové banky. Zvláštní pozornost je věnována úloze Mezinárodního měnového fondu jako důležitého nástroje na posílení globální likvidity. Je zde charakterizována jejich úloha v průběhu krize i připravované reformy k jejich posílení. Ve čtvrté části stručně zmíníme i možnosti zapojení soukromého sektoru do mezinárodního úsilí o posílení globální likvidity.

## NÁRODNÍ OPATŘENÍ NA POSÍLENÍ LIKVIDITY: DEVIZOVÉ REZERVY

Zdravá ekonomická politika zůstává první a hlavní linií obrany proti externím šokům pro každou zemi. Devizové rezervy poskytují zemím užitečný nárazník obrany v případech náhlého zvratu kapitálových toků. I když akumulace stále větších devizových rezerv je pro řadu zemí z jejich pohledu důležitá, přináší značné náklady. Navíc na globální

úrovni je využívání rezerv neefektivní a nadměrná akumulace může zvyšovat rizika finanční nestability.

Akumulace oficiálních devizových rezerv vzrostla za posledních deset let o 345 %. EME spravovaly okolo dvou třetin světových devizových rezerv, zatímco na konci brettonwoodské éry v 70. letech disponovaly pouze 30 % (IRC Task Force 2010). Tento bezprecedentní vývoj byl výsledkem několika událostí.

Po finančních krizích v polovině 90. let řada asijských EME cítila potřebu pojistit se vlastními silami proti budoucím krizím, protože mnohé z nich byly postiženy finanční nákladem ze třetích zemí, i když jejich ekonomiky byly zdravě řízeny a realizovaly odpovídající makroekonomickou politiku. Podle odhadu autorů Maurice Obstfelda, Jay Shambaugh a Alana Taylora (2009) představoval pojišťovací motiv dvě třetiny z celkové akumulace devizových rezerv, tj. okolo čtyř až čtyř a půl bilionu USD.

V pozadí této tendence stálo přesvědčení asijských zemí, že v době krize v 90. letech 20. století Mezinárodní měnový fond ani další země nereagovaly odpovídajícím způsobem na krizový vývoj v tomto regionu, což přičítaly svému neadekvátnímu zastoupení ve správě a řízení MMF i v mezinárodní finanční architektuře. Pocit zklamání vedl k posílení regionální spolupráce v podobě iniciativy Chiang Mai z května 2000 a v návrhu Japonska v roce 1997 vytvořit Asijský měnový fond, který neuspěl kvůli odporu USA, ale i Číny.

Rychlý nárůst rezerv před vznikem krize nebyl způsoben jenom motivem sebezpojištění, které bylo dominantní, ale též snahou zabránit apreciaci měn a udržet konkurenceschopnost svých sektorů. To umožnilo vytvořit silné přebytky běžného účtu, které v roce 2007 činily podle odhadu (Beck – Fidora 2008) 685 mld. USD.

Typickým představitelem tohoto vývoje je Čína, kde silný růst zpracovatelského průmyslu v důsledku vyšší produktivity práce převyšoval domácí výdaje. Promyšlená politika znemožnila, aby se přebytky běžného účtu a kapitálový příliv automaticky srovnaly pomocí apreciacie kurzu.<sup>4</sup> Výsledkem bylo, že Čína akumulovala v rukou státu zahraniční rezervy okolo 1,7 bilionu USD. V ostatních státech východní Asie byl obdobný vývoj.

Další skupinu zemí, které držely značné rezervy, tvořily ekonomiky s bohatými přírodními zdroji. Rychlý růst cen komodit v posledních letech před krizí zvýšil příjmy zejména na zemích exportujících ropu, kde státní sektor kontroluje export nebo výrazně zdaňuje důchody, které plynou soukromým exportérům.

Ve většině zemí EME převýšily rezervy úroveň danou tradičními kritérii. *Klasickým indikátorem pro posouzení adekvátnosti devizových rezerv je jejich poměr ke krátkodobému zahraničnímu dluhu.* Tento indikátor, který je znám též jako Greenspan-Guidottiho pravidlo, ukazuje schopnost země obsluhovat existující krátkodobý dluh (do jednoho roku) v případě, když se zhorší vnější podmínky financování. To odráželo situaci v 90. letech, kdy banky a společnosti nahromadily velká krátkodobá devizová pasiva, kterými financovaly dlouhodobé investice, jež negenerovaly devizové prostředky. Devizové rezervy tak nebyly dostatečné k financování odlivu krátkodobého kapitálu.<sup>5</sup> Podle MMF (IMF 2010j) činil poměr devizových rezerv ke krátkodobému dluhu v EME v roce 2007 3,5. To vysoko překračovalo tradiční referenční hranici, která se rovná poměru 1.

I podle dalšího tradičního ukazatele, *poměru devizových rezerv k dovozům*, byly tyto rezervy nadměrné. Tento indikátor ukazuje počet měsíců, po které může daná země udržovat stávající úroveň dovozů v případě, kdyby se všechny externí finanční zdroje zastavily. Běžně se za dostatečnou úroveň považují tři měsíce.<sup>6</sup> MMF v roce 2007 konstatoval, že EME svými rezervami pokrývaly devítiměsíční hodnotu dovozů. Tento trend k nadměrné akumulaci rezerv se neprojevil v průmyslových zemích, kde poměr rezerv a dovozů zůstal dlouhodobě okolo hodnoty tří měsíčních dovozů.

O nadbytečné akumulaci devizových rezerv svědčí skutečnost, že výše rezerv převyšovala součet hodnot krátkodobého zahraničního dluhu a tříměsíčních dovozů, jak ukazuje tabulka č. 1.

**Tabulka č. 1**  
**Nadbytečné devizové rezervy ve vybraných asijských EME**  
**a zemích exportujících ropu (v mld. USD)**

	Rezervy	3 měsíční dovozy	Krátkodobý zahraniční dluh	Nadbytečné rezervy (rezervy – 3 měsíční dovozy – krátkodobý dluh)
Čína	1559	254	231	1074
Rusko	420	70	53	297
Saúdská Arábie	276	34	22	220
Tchaj-wan	261	67	26	168
Korea	244	109	3	132
Indie	202	72	15	115
Brazílie	175	37	66	72
Alžírsko	99	10	0	89
Libye	79	6	1	72
Singapur	149	85	40	24
Celkově	3464	744	457	2263

Pramen: Beck – Fidora (2008: 14) a výpočty autora.

Současná krize *zrelativizovala klasická kritéria*. Ačkoliv u řady EME přesáhla výše rezerv tradiční ukazatele – v roce 2008 činily téměř 10 měsíčních dovozů a 475 % krátkodobého vnějšího dluhu –, ani tyto země nezůstaly během krize zcela ušetřeny negativního dopadu a musely využít vnějších zdrojů likvidity. Podle některých ekonomů (například Obstfeld – Shambaugh – Taylor 2008) by měla výše rezerv odpovídat velikosti domácích finančních pasiv (M2), která by mohla být potenciálně konvertována do zahraniční měny a převedena do zahraničí.<sup>7</sup> Přesto mezinárodní odborná veřejnost zatím klasická kritéria využívá (například Beck – Fidora 2008; Ruiz – Arranz – Zavadjil 2008; IMF 2010j; IRC Task Force 2010).

*Hlavní výhodou držby vysokých devizových rezerv* je jejich automatické využití bez kondicionality<sup>8</sup> a politického stigma.<sup>9</sup> Devizové rezervy mají i pozitivní signální efekt, spočívající v tom, že ekonomiky s vyšší úrovní likvidních zahraničních aktiv jsou schopny lépe odolat panice na finančních trzích a náhlým změnám kapitálových toků. Snižují tak pravděpodobnost vzniku finančních krizí a náklady na externí financování. Jejich dostatečná výše ve srovnání se sousedními zeměmi působí příznivě i v soutěži o mezinárodní kapitál, proto jsou často rezervy akumulovány nad svoji optimální úroveň.

Když ale rezervy převyšují potřebnou úroveň, jejich *vysoká akumulace se stává potenciálním rizikem* (pro přehled nákladů spojených s akumulací devizových rezerv viz Smaghi 2010). V ekonomice se začínají projevovat inflační tlaky, přeinvestování, vznikají bubliny aktiv, komplikuje se řízení měnové politiky a dochází ke špatné alokaci domácích bankovních půjček. To ohrožuje zdravý vývoj národních ekonomik.

Řada ekonomů upozorňuje na to, že akumulace devizových rezerv je nákladná, protože se země současně vzdává spotřeby a investic. Kvantifikovat tyto náklady je obtížné a používají se k tomu různé postupy, kupříkladu rozdíl mezi výnosem likvidních rezervních aktiv a vnějšími náklady financování. Například podle odhadu Daniho Rodrika (2006) činí roční náklady pro EME okolo jednoho procentního bodu HDP.

Nadměrná akumulace devizových rezerv ze strany EME není žádoucí ani pro globální ekonomiku, protože může spíše zhoršit nežli zmírnit globální nerovnováhy a vést k nadměrnému přijímání rizik na straně soukromého sektoru, jak se to přihodilo v období před poslední krizí.

Problémem je i vysoká koncentrace držby rezerv v amerických dolarech, jejichž podíl na oficiálních devizových rezervách činí 60–75 %. Uspokojit poptávku po rezervách převážně rezervním aktivem emitovaným jednou zemí je obtížné, když se musí poskytovat adekvátní množství rezervních aktiv zbytku světa a současně dosáhnout fiskální a vnější rovnováhy. Tím se vrací zmodernizovaná verze Triffinova dilematu,<sup>10</sup> kdy rostoucí poptávka po dolarech povede k zadluženosti, která v určité době podkope důvěru investorů je držet.

Rychlá akumulace rezerv způsobená opakovanými přebytky běžných účtů by mohla být i podnětem k protekcionismu v zemích s vysokými deficity. V tomto kontextu není překvapením, že podhodnocená měna většiny EME vyvolala protekcionistické tlaky mezi jejich obchodními partnery. Podle Bini Smaghiho (2010) z 517 protekcionistických opatření přijatých členskými státy G20 mezi listopadem 2008 a lednem 2010 jich bylo 133 zaměřeno vůči Číně.

*Zkušenosti z krize 2008/2009* ukázaly, že řada zemí EME využila devizové rezervy jako součást národní reakce k řešení potřeb bank nebo ke zmírnění dopadu odlivu kapitálu na směnný kurz. Snížení devizových rezerv<sup>11</sup> zaznamenaly z G20 Rusko, Korea, Indie, Mexiko, Indonésie, Turecko, Argentina, Brazílie a Jižní Afrika. Jak však uvádí skupina expertů ECB (IRC Task Force 2010), je překvapivé, že v době krize poklesly světové rezervy pouze o 8 %, pro srovnání během asijské krize klesly rezervy o 25 %.

Některé země upozornily na skutečnost, že finanční trhy byly více znepokojeny mírou snížení rezerv než jejich absolutní úrovní. Korejská republika disponovala například na začátku krize 270 mld. USD. Když však korejské rezervy poklesly na 200 mld. USD, což je úroveň podle většiny kritérií dostatečná, prudce začala depreciovat národní měna won a korejské banky začaly mít velké problémy rolovat<sup>12</sup> své krátkodobé zahraniční dluhy. Teprve když Fed otevřel bilaterální swapovou linku ve výši 30 mld. USD, podařilo se situaci stabilizovat (blíže Kim 2009).

Relativní stabilita EME majících vysoké devizové rezervy během krize utvrdila tyto země o účelnosti poměrně vysoké rezervy udržovat. Například Rusko, Mexiko, Brazílie a další již zdůraznily, že i nadále budou udržovat vysokou úroveň devizových rezerv. I přes relativní náklady spojené s nadměrnou akumulací tyto země upřednostnily předvídatelnost a flexibilitu spojenou s devizovými rezervami, která nemůže být zatím ničím nahrazena. Obava, že v krizi nebudou mít dostatek likvidity, u nich výrazně převyšuje „ztracené náklady z příležitosti“ spojené s vyšší akumulací rezerv. Dle expertů ECB (IRC Task Force 2010) se tento trend již projevil v nárůstu světových rezerv, které už v květnu 2010 dosáhly 8,4 bilionu USD, což převýšilo jejich předkrizovou úroveň.

Vzhledem k tomu, že držba rezerv je vysoce koncentrovaná – šest strategicky významných zemí ovládá okolo 60 % –, budou pro další vývoj světových rezerv významné jejich politické záměry. Prorůstové strategie založené na zahraničním obchodu, kde akumulace rezervy je vedlejším produktem,<sup>13</sup> tyto politické záměry jen posílí.

## **REGIONÁLNÍ OPATŘENÍ NA POSÍLENÍ LIKVIDITY: SWAPOVÉ LINKY A REGIONÁLNÍ FINANČNÍ DOHODY**

Existence devizových rezerv v průběhu krize napomohla částečně zmírnit tlaky, kterými byly postižené země vystaveny, avšak tato forma sebepojištění nebyla zadarmo a v řadě případů musely země využít i externí zdroje. Z těchto důvodů začala mezinárodní diskuse o posílení globální finanční záchranné sítě jako doplnění či případné alternativy k devizovým rezervám. V tomto kontextu byla pozornost zaměřena na bilaterální swapové linky mezi centrálními bankami, regionální finanční dohody, multilaterální rozvojové banky a Mezinárodní měnový fond.

Vývoj regionálních uskupení odráží tendenci k regionální ekonomické integraci a je výrazem i potenciální nespokojenosti s multilaterálními institucemi, jako je MMF. Tato uskupení zahrnují iniciativu Chiang Mai v Asii, Latinskoamerický rezervní fond a integrační uskupení v Evropě a v arabském světě.<sup>14</sup> Latinskoamerická a arabská regionální uskupení jsou významem menší a v průběhu krize nebyla aktivována.

### **Bilaterální dolarové swapové linky**

V průběhu finanční krize vznikl velký tlak na likvidní dolary. Finanční instituce, které byly mezinárodně aktivní, potřebovaly doplnit likviditu v měně odlišné od měny, kterou národní centrální banky byly schopny emitovat, což vyvolávalo nutnost mezinárodní finanční spolupráce.

Expozice evropských bank vůči zahraničním měnám významně narostla v období před krizí (2000–2007),<sup>15</sup> z čehož expozice vůči dolaru činila polovinu tohoto nárůstu. Evropské banky, kterým schází depozitní dolarová základna, byly v rostoucí míře závislé na uspokojení potřeb z tržních zdrojů.

Po pádu banky Lehman Brothers na podzim 2008 se téměř polovina těchto zdrojů dostala pod velký tlak, jak eskalovaly obavy spojené s úvěry a likviditou. Fed proto uzavřel postupně swapové dohody se čtrnácti zahraničními centrálními bankami.<sup>16</sup> Bezprecedentní swapové linky otevřel pro čtyři centrální banky rozvíjejících se trhů ve výši 30 mld. USD. Nejdůležitějším kritériem ve výběru zemí EME byly obchodní vazby a expozice amerických bank v těchto teritoriích. Dalších deset linek otevřel Fed centrálním bankám vyspělých ekonomik.

Systém fungoval tím způsobem, že Fed poskytl dolary zahraničním centrálním bankám, které následně tyto prostředky poskytly svým finančním institucím na základě kolaterální záruky. Fed měl právo schválit nebo odmítnout jakoukoliv žádost čerpat swapové linky.

**Tabulka č. 2**  
**Dolarové swapové linky**

Centrální banka	Velikost swapové linky (mld. USD)	Doba otevření
ECB	bez omezení	13. 10. 2008
Swiss National Bank	bez omezení	13. 10. 2008
Bank of England	bez omezení	13. 10. 2008
Reserve Bank of Australia	30	29. 9. 2008
Reserve Bank of New Zealand	15	28. 10. 2008
Bank of Japan	bez omezení	29. 9. 2008
Bank of Canada	30	29. 9. 2008
Denmarks Nationalbank	15	29. 9. 2008
Sveriges Riksbank	30	29. 9. 2008
Norges Bank	15	29. 9. 2008
Bank of Korea	30	29. 10. 2008
Banco de Brasil	30	29. 10. 2008
Monetary Authority of Singapore	30	29. 10. 2008
Banco de Mexico	30	29. 10. 2008

Zdroj: Goldberg – Kennedy – Miu (2010).

Čerpání z těchto swapových linek dosáhlo na konci roku 2008 téměř 600 mld. USD. Největšími uživateli těchto swapových linek byly s měsíčním zůstatkem koncem roku 2008 ECB ve výši 290 mld. USD, Bank of Japan se 120 mld. USD a Bank of England se 75 mld. USD.

V době ukončení swapových linek (1. února 2010) nedosahovala agregovaná výše půjček ani 10 mld. USD. Centrální banky Kanady, Nového Zélandu, Brazílie a Singapuru swapové linky nečerpaly (Goldberg – Kennedy – Miu 2010).

ECB, Sveriges Riksbank a Swiss Bank ustavily podobné swapové linky k řešení nedostatku zahraničních měn, který se projevil v Evropě. ECB otevřela koncem roku 2008 repo facilitu pro Polsko a Maďarsko (10 mld. EUR a 5 mld. EUR). Čína měla swapovou linku s Argentinou, Indonésií, Malajsií, Jižní Koreou, Hongkongem a Běloruskem.

*Systém swapových linek centrálních bank fungoval dobře* a stal se důležitou součástí instrumentaria centrálních bank při řízení a řešení krize, který překročil tradiční využití v rámci devizové politiky. Byl efektivní při snížení napětí na devizových trzích. Neexistence kondicionality posilovala přitažlivost těchto bilaterálních swapů. Účast ze strany vyspělých tržních ekonomik pomáhala zmírnit i politické stigma. Swapové linky měly pozitivní signální efekt a v některých případech nemusely centrální banky k jejich využití ani přistoupit. To se odrazilo v řadě odborných materiálů (Coffey – Hrung – Nguyen 2009; Aizenman – Pasricha 2009; Goldberg – Kennedy – Miu 2010; G20 2010a).

*Na druhé straně centrální banky neměly záruku*, že budou tyto swapové linky otevřeny. To vyvolávalo mezi potenciálními příjemci nejistotu a obavu, že poskytování likvidity je ovlivněno geopolitickými motivy. Jejich otevření je totiž suverénní rozhodnutí věřitelské centrální banky. Jestliže však země nebude mít důvěru, že během krize bude mít přístup ke swapové lince, bude muset hledat jiné způsoby, jak se proti riziku finančních šoků zabezpečit. Hlavní slabinou je vysoce selektivní přístup k výběru partnerských centrálních bank, s nimiž se uzavírá swapová dohoda, a dočasný charakter swapových dohod. Na tuto skutečnost reagoval Mezinárodní měnový fond ve svých návrzích na úpravu svých úvěrových nástrojů (viz dále).

*Další diskuse se zaměřuje* na otázku, zda by se měl systém swapových linek více institucionalizovat tím, že by centrální banka vyhlásila veřejně závazek otevřít swapovou linku v případě systémové krize. Zastánci této myšlenky tvrdí, že v současném mezinárodním měnovém systému mohou důvěryhodně působit jako věřitel poslední instance pouze největší centrální banky s potenciálně neomezenou mezinárodní likviditou. Na druhé straně *odpůrci* argumentují tím, že předem přijaté veřejné závazky by mohly ohrozit měnovou autonomii, finanční zdraví, mandát a nakonec i povahu těchto institucí. Navíc by to zvýšilo morální hazard na globální úrovni. Zásadní pro další vývoj bude zejména postoj Fedu, kde však nelze očekávat, že bude ochoten působit jako věřitel poslední instance vůči zahraničním institucím, nad kterými nemá žádné dohledové pravomoci. Je proto velmi pravděpodobné, že tyto swapové dohody si zachovají ad hoc povahu a k jejich přeměně na dlouhodobý, předem vyhlášený závazek nedojde.

### **Iniciativa Chiang Mai (CMI)**

Finanční krize v 90. letech 20. století měla hluboký vliv na pohled východní Asie na mezinárodní finanční a měnové uspořádání. Iniciativa Chiang Mai je považována za první krok v procesu regionální finanční integrace, která byla vyvolána asijskou krizí.

Ministři financí států ASEAN,<sup>17</sup> Číny, Japonska a Koreje ustavili v květnu 2000 CMI k podpoře finanční spolupráce ve východní Asii. Skládá se ze sítě bilaterálních swapových dohod k řešení krátkodobých regionálních problémů s likviditou. Tříměsíční swap může být obnoven až sedmkrát, což vytváří fakticky střednědobé financování.

K efektivnějšímu naplňování záměrů se v květnu 2009 ministři financí dohodli s účinností od března 2010 na multilateralizaci Iniciativy Chiang Mai (*Chiang Mai Initiative Multilateralisation – CMIM*).<sup>18</sup> Celková velikost CMIM je 120 mld. USD, z toho 80 %

příspěvku CMIM bylo poskytnuto Čínou, Japonskem a Koreou, zatímco země ASEAN přispěly zbytkem ve výši 20 %. Členské země mohou mít bez programu MMF automatický přístup k 20 % zdrojů a zbytek je podmíněn přijetím programu MMF.

I když byla CMIM během krize k dispozici, nebyla využita. Důvodem mohla být omezená dostupnost fondů bez programu MMF. Otázkou je, proč si tyto země vůbec podobnou podmínku stanovily, když spojují programy MMF s takovým politickým stigmatem. Nabízí se odpověď, že považují kondicionalitu fondu za důvěryhodnou, kterou respektují i trhy.

Dalšímu zefektivnění činnosti CMIM by mělo napomoci i ustavení nezávislého regionálního dohledového úřadu (*ASEAN + 3 Macroeconomic Surveillance Office*) a změny pravidel při využívání kondicionality MMF, když bude země čerpat více než 20 % své kvóty. Ve společném prohlášení z 8. dubna 2010 ministři financí ASEAN souhlasili, že posoudí možné cesty k posílení synergie mezi CMIM a finančními facilitami mezinárodních institucí (ASEAN 2010).

### **Evropský stabilizační mechanismus**

V reakci na krizi hrála významnou roli evropská regionální finanční spolupráce. Myšlenka ustavit regionální instituci k poskytování finanční pomoci se vyvíjela po určitou dobu. V souvislosti s řeckou krizí publikovali hlavní ekonom Deutsche Bank Thomas Mayer spolu s Danielem Grosem z Centra pro evropská politická studia v únoru 2010 návrh na zřízení Evropského měnového fondu (Mayer – Gros 2010). Tuto myšlenku dále podpořili i někteří evropští politici zejména z Německa, Francie, ale také z Evropské komise. Cílem bylo fakticky nahradit Evropskou centrální banku, která nesmí finanční pomoc poskytovat, institucí či mechanismem, který by převzal roli věřitele poslední instance pro členské země. Sama ECB však této myšlence nakloněna nebyla, což bylo zdůvodněno tím, že členské státy by měly tendenci spoléhat se na instituci, která je zaštití, a samy by vyvíjely menší úsilí o zachování zdravých veřejných financí.

Diskuse nakonec vyústila v založení dočasného Evropského stabilizačního mechanismu (sestávajícího z Evropského mechanismu finanční stabilizace a Evropského nástroje finanční stability), který doplnil již stávající Střednědobý nástroj pomoci platebním bilancím nečlenských zemí eurozóny (dále BP nástroj).

### ***Střednědobý nástroj pomoci platebním bilancím nečlenských zemí eurozóny***

Na základě nařízení Rady EU 332/2002 (European Council 2002) může EU poskytnout finanční pomoc členským státům mimo eurozónu při jejich potížích s platební bilancí. BP nástroj ve výši 50 mld. EUR byl v roce 2009 aktivován ve prospěch Maďarska, Lotyšska a Rumunska. Pomoc byla součástí koordinovaných mezinárodních balíčků, které zahrnují rovněž půjčky od MMF, Světové banky, Evropské investiční banky a Evropské banky pro obnovu a rozvoj (a v případě Lotyšska také bilaterální pomoc od některých členských států EU). Poskytnutí prostředků bylo podmíněno předložením ozdravného hospodářského programu, který byl navržen, monitorován a hodnocen společně EU a MMF, i když z formálního hlediska byly schvalovací a rozhodovací procesy EU a MMF odděleny. Toto propojené úsilí stabilizovalo tržní očekávání a posílilo důvěru ve všech třech zemích a zmírnilo obavy z finančního protekcionismu.

EU pod hrozbou destabilizace finančních trhů v důsledku řecké krize odsouhlasila dne 9. května 2010 soubor opatření na podporu států (též v rámci eurozóny), které se dostanou do problémů s financováním.<sup>19</sup> Pomoc EU je doplněna příslibem prostředků MMF a závazkem ECB vstoupit na trh v případě extrémních podmínek (nedostatek likvidity).

### ***Evropský stabilizační mechanismus***

Jádem těchto opatření je dočasný *Evropský stabilizační mechanismus* s prostředky ve výši 500 mld. EUR. Jeho aktivace bude podmíněna plněním přísných hospodářských



podmínek v kontextu společné pomoci ze strany EU a MMF, které budou odpovídat kondicionalitě MMF.

Dočasný Evropský stabilizační mechanismus se skládá z *Evropského mechanismu finanční stabilizace (European Financial Stabilisation Mechanism – EFSM)*, který umožní aktivovat finanční půjčky ve výši 60 mld. EUR, garantované rozpočtem EU pro všechny členské země EU včetně eurozóny. K tomu jsou členské státy eurozóny připraveny poskytnout prostředky až do výše 440 mld. EUR v rámci *Evropského nástroje finanční stability (European Financial Stability Facility – EFSF)*, které budou získány emisí obligací garantované zeměmi eurozóny (Švédsko a Polsko se též budou podílet). Nástroj má časové omezení tři roky a mezivládní charakter.

EFSM a EFSF nejsou permanentní nástroje. EFSM bude pravidelně revidován, aby se zachovala jeho neustálá relevantnost, zatímco EFSF může realizovat nové výpůjční programy pouze do poloviny roku 2013. Bezprostřední reakce trhu byla pozitivní, a to jak u eura, tak i u rizikových aktiv. Dne 7. prosince 2010 byl schváleno poskytnutí finanční pomoci EU Irsku na základě tříletého ozdravného programu (European Commission 2010). EU v rámci facility EFSF, EFSM a bilaterálních dobrovolných půjček<sup>20</sup> poskytne 45 mld. EUR, MMF poskytne 22,5 mld. EUR a Irsko přispěje interními zdroji ve výši 17,5 mld. EUR.

Ve dnech 16.–17. prosince 2010 se Evropská rada rozhodla vytvořit permanentní *Evropský stabilizační mechanismus (ESM)*, který by byl garancí pro finanční stabilitu eurozóny (European Council 2010). V této souvislosti byla v březnu 2011 na Evropské radě schválena změna Lisabonské smlouvy. ESM by měl v roce 2013 nahradit Evropský nástroj finanční stability a Evropský finanční mechanismus stabilizace. Poskytovaná finanční pomoc zemím eurozóny bude podléhat přísné kondicionalitě v souladu s pravidly, kterými se řídí i EFSF. Každá země, která obdrží půjčku, bude realizovat ozdravný program a bude podléhat analýze udržitelnosti dluhu, kterou provedou Evropská komise a MMF ve spolupráci s ECB. Půjčky v rámci ESM budou požívat status preferovaného věřitele a budou podřízeny pouze půjčkám MMF.

V budoucnosti se evropské úsilí zaměří na *posílení ekonomického řízení EU*. V této souvislosti lze očekávat posílení rozpočtové spolupráce, dohledu nad makroekonomickými nerovnováhami a vývojem konkurenceschopnosti i podporu strukturálním prorůstovým reformám (v kontextu Strategie Evropa 2020). Nový dohledový rámec EU, včetně vytvoření tzv. European Systemic Risk Board (ESRB), posílí též prevenci.

## Regionální uskupení Latinské Ameriky a arabských zemí

### *Arabský měnový fond (Arab Monetary Fund – AMF)*

AMF byl vytvořen v roce 1976 Ekonomickou radou Ligy arabských států a má 22 členských zemí.<sup>21</sup> Cílem je náprava nerovnováhy platebních bilancí, podpora kurzové stability a eliminace platebních a obchodních restrikcí, podpora rozvoje kapitálových trhů, koordinace politik. AMF poskytuje úvěry členským zemím, které mají problémy s platební bilancí s různým stupněm kondicionality. Též poskytuje půjčky na rozvojové projekty. Přislíbený kapitál AMF ve výši 2,7 mld. USD je relativně nízký. V období od ustavení až do konce 2009 AMF uskutečnil 146 půjček 14 zemím v celkové hodnotě 5,6 mld. USD. V roce 2009 AMF uskutečnil z důvodu stabilizace dvě půjčky v celkové hodnotě 140 mil. USD. Diverzifikace členské základy – na jedné straně největší producenti ropy a zemního plynu a na druhé straně menší zranitelné země závislé na dovozu energetických surovin – vytváří důvěru, že AMF je schopen nabídnout potřebnou finanční podporu svým členům (blíže viz IMF 2010i).

### *Latinskoamerický rezervní fond (FLAR)*

V roce 1978 byl pěti andskými zeměmi (Bolívíí, Kolumbií, Ekvádorem, Peru a Venezuelou) ustaven Andský rezervní fond. Když se k němu v roce 1989 připojila Kostarika,

byl přejmenován na FLAR. Uruguay se přidružila v roce 2008. Fond působí jako úvěrové družstvo, ve kterém poskytují centrální banky členských zemí půjčky v poměru k výši svého kapitálového příspěvku. Jeho cílem je: a) podpora platebních bilancí členských zemí formou poskytování půjček nebo garancemi na půjčky třetích zemí; b) zlepšení podmínek pro investování devizových rezerv členských zemí; c) příspěvek k harmonizaci kurzové, měnové a finanční politiky členských zemí. FLAR efektivně poskytoval krátkodobé financování svým členům od svého založení, i když jeho upsaný kapitál je omezený a představuje méně nežli 2,5 mld. USD. V roce 2009 poskytl Ekvádoru velkou půjčku ve výši 480 mil. USD (blíže viz IMF 2010i).

### **Budoucnost regionálních finančních integrací**

Vzhledem k omezenosti finančních zdrojů MMF budou regionální aktivity v kontextu mezinárodního financování významná a stabilizující síla. Jejich výhodou je, že při poskytování společných zdrojů by se mohlo zmírnit stigma, zejména pokud by aktivity zdrojů zahrnovala větší počet zemí najednou. To je klíčová výhoda těchto regionálních uskupení oproti finanční pomoci MMF. Navíc tato uskupení čerpají z důvěrné znalosti regionální situace, mohou posílit vzájemný dohled a v tomto kontextu snižovat i morální hazard.<sup>22</sup> Pozitivně působí i prohloubení dialogu v rámci integračního uskupení.

Spojení *regionálních finančních uskupení s MMF* by mělo řadu výhod. Vzájemná spolupráce by posílila dostupnou likviditu a přitom by se mohlo zmírnit stigma díky zvýšené účasti regionálních vlád na tvorbě programu. Angažovanost MMF by současně vyslala jasný signál tržím, že vláda adekvátně řeší ekonomické potíže. Posílil by se dohled a zaměřilo se licitování s facilitami (podle jejich výhodnosti).

*Určitá nejistota* existuje v souvislosti s charakterem budoucí spolupráce mezi MMF a regionálními uskupeními. Nebudou mít regionální sdružení ambici stát se hlavním mezinárodním věřitelem a nahradit v této funkci MMF? To bude záviset na vybavenosti zdrojů. Zatím pouze CMIM má potenciál se transformovat do plnohodnotného Asijského měnového fondu, ale ostatní regionální sdružení typu FLAR budou muset využívat i vnější zdroje včetně MMF. Nebezpečí se skrývá také v různém nastavení podmínek půjček, aby se neoslabovala kondicionalita MMF. Tím by se eliminoval tlak na potřebné reformy v postižených zemích, což by mohlo vést až k podkopání stability mezinárodního měnového systému.

Z tohoto důvodu se zájem mezinárodní odborné veřejnosti zaměřuje právě na vyjasnění vzájemné dělby práce, která by směřovala k posílení vzájemného působení. Někteří autoři, jako Randall Henning (2010),<sup>23</sup> doporučují zvýraznit ex ante spolupráci, která by byla předvídatelnější a s jasně nastavenými pravidly.

## **GLOBÁLNÍ OPATŘENÍ NA POSÍLENÍ LIKVIDITY: MULTILATERÁLNÍ ROZVOJOVÉ BANKY A MEZINÁRODNÍ MĚNOVÝ FOND**

### **Multilaterální rozvojové banky**

Další pomoc, zejména zemím střední a východní Evropy a nízkopříjmovým zemím, přišla z řady multilaterálních rozvojových bank (*multilateral development bank* – dále jen MDB). Během krize MDB<sup>24</sup> odpověděly na krizový vývoj zvýšením svých půjček (nejméně o 100 mld. USD), zlepšením efektivnosti využití své kapitálové základny, větší flexibilitou a rychlostí pomoci.

Největší část reakce na krizi ze strany MDB byla ve formě rychle uvolňované likvidity. Například Světová banka ve spolupráci s MMF a EK poskytly společnou podporu pro Maďarsko, Rumunsko, Lotyšsko a Ukrajinu. V Indonésii Světová banka s Asijskou rozvojovou bankou schválily podporu rozpočtu ve výši 30 mld. USD s možností odloženého čerpání, jako součást balíku pomoci ve výši 5 mld. USD, který též podpořily regionální

partneři. To byla největší samostatná půjčka MDB Indonésii a jedna z největších jakékoliv zemi.

Krizové půjčky MDB byly poskytovány a koncentrovaly se v několika velkých středně-příjmových zemích. Například IBRD poskytla půjčky Indii, Číně, Brazílii a Mexiku, které představovaly v letech 2009–2010 cca 50 % závazků IBRD. IFC též poskytla plné nebo částečné financování různých programů zemím v Evropě, Střední Asii, Latinské Americe, Karibské oblasti a Subsaharské Africe (blíže G20 2010a).

Hlavní zaměření těchto rozvojových bank však není v dodávání likvidity a jejich ad hoc pomoc je fakticky pouze jednorázová. I když nelze v budoucnosti vyloučit, že opět dojde k jejich většímu zapojení, nemůže být pomoc těchto rozvojových bank považována za systémovou součást ex ante záchranné finanční sítě.

### **Nová role Mezinárodního měnového fondu**

Londýnský a Pittsburský summit G20 v roce 2009 (G20 2009a, 2009b) poskytly nutný politický impulz, který otevřel novou etapu v historii MMF. Londýnský summit potvrdil ústřední úlohu MMF při řešení globální finanční krize, zavázal se k zajištění dostatečných zdrojů MMF a vyzval k reformě úvěrového rámce. Na jeho základě akcionáři MMF posílili na trojnásobek disponibilní zdroje fondu a přijali další opatření k zefektivnění půjček. Ke zvýšení globální likvidity byla alokována zvláštní práva čerpání (*Special Drawing Rights – SDR*), která dosáhla historické výše 317 mld. USD. K ochraně nízkopříjmových zemí fond podpořil finanční plán k mobilizaci dodatečných zdrojů na subvencování koncesního financování. Všechny tyto kroky vedly k rozšíření likvidních zdrojů fondu, které se staly významnou součástí globální finanční záchranné sítě.

### **Reforma zdrojů Mezinárodního měnového fondu**

Na základě svého statutu má MMF poskytovat členským zemím jistotu, že v případě problémů platební bilance mohou využít jeho finanční zdroje. To snižuje paniku investorů v době vypuknutí krize a umožňuje řešit ekonomické problémy za sociálně udržitelného klimatu bez nutnosti přijímat drastická opatření, která by byla politicky obtížně průchodná.

Krize zvýšila nároky na finanční pomoc. I když na začátku krize MMF nestál v čele poskytování potřebné pomoci, jeho úvěrová angažovanost postupně vzrostla ze 14 mld. USD v roce 2007 až na 182 mld. USD v květnu 2010.<sup>25</sup> Čerpání těchto zdrojů však zůstalo za očekávaním a země využily příslibené zdroje pouze ve výši 52,5 mld. USD (IMF 2010m). Na druhé straně lze argumentovat, že již sám příslib zdrojů uklidnil investory před stažením prostředků z těchto zemí.

### **Členské kvóty**

Hlavním zdrojem MMF pro poskytování půjček jsou členské kvóty. Čtvrtina z nich je splacena v rezervních aktivech (konvertibilní měně), zbytek kvót splácení členské země v národní měně. Celkový objem použitelných prostředků z kvót je však výrazně nižší nežli jejich celková agregovaná výše.<sup>26</sup>

Členské kvóty nejsou stanoveny na věčné časy. Každých pět let se provádí jejich všeobecná revize, jejímž cílem je zajistit, aby MMF měl dostatečné zdroje k plnění svého mandátu a aby rozdělení kvót mezi členskými zeměmi odpovídajícím způsobem odráželo vývoj ve světové ekonomice. Poslední, 13. všeobecná revize kvót byla zakončena v lednu 2008 bez požadavku na zvýšení kvót. V roce 2008 však bylo odsouhlaseno ad hoc navýšení kvót o 11,5 %.<sup>27</sup> Ratifikační proces byl dokončen 3. března 2011 a celkový objem kvót vzrostl na 238 mld. SDR (367,2 mld. USD).

Dne 5. listopadu 2010 Výkonná rada MMF souhlasila se zdvojnásobením kvót z 238,4 mld. SDR na 476,8 mld. SDR. Návrh na zdvojnásobení si získal podporu států

G20 a výkonných ředitelů MMF za podmínky, že dojde k odpovídajícímu snížení v bilaterálních úvěrových příslibech v rámci tzv. *Nové dohody o zápůjčce (New Arrangements to Borrow – NAB)*.

Vzhledem k tomu, že navyšování kvót jako hlavního zdroje finanční síly MMF trvá určitou dobu (ratifikační procesy), členské země v reakci na krizi příslibily okamžitě poskytnout úvěrové zdroje ve formě bilaterálních půjček, závazků k nákupu směnek vydaných fondem a ve formě rozšířené a modifikované Nové dohody o zápůjčce.

#### **Bilaterální úvěrové dohody**

Celkové finanční přísliby převýšily 500 mld. USD. Největší položkou byly bilaterální úvěrové dohody, které uzavřely jednotlivé země s MMF. Tento zdroj se hned začal využívat. Některé země daly přednost nákupu směnek. Přísliby na navýšení závazků v NAB vytváří potenciální zdroj, který se uplatní až v další etapě, kdy dojde k ratifikaci této multilaterální úvěrové dohody (viz tabulku č. 3).

**Tabulka č. 3**  
**Příslibené bilaterální půjčky a dohody o nákupu směnek MMF (mld. USD)**

<b>Země – bilaterální půjčky</b>	<b>Částka</b>
Japonsko	100
Norsko	4,5
Kanada	10
Evropská unie	185
Švýcarsko	10
Korea	10
Celkem bilaterální půjčky	319,5
<b>Země – odkup směnek</b>	
Čína	50
Brazílie	10
Rusko	10
Indie	10
Celkem směnky	80
<b>Země – příslib navýšit NAB</b>	
Austrálie	7
Singapur	1,5
USA	100
Saúdská Arábie	10
Chile	1,6
Celkem přísliby do NAB	120,1
<b>Celkem</b>	<b>519,6</b>

Zdroj: IMF Background Report (2009).

Tento velký objem zdrojů měl signalizovat trhům, že MMF má k dispozici dostatečné zdroje, a posílit jejich důvěru aspoň do doby, než dojde k navýšení kvót. Fond již začal tyto vypůjčené zdroje využívat.

### **Multilaterální úvěrové dohody**

K doplnění svých zdrojů MMF využívá dvou multilaterálních úvěrových linek. Všeobecná dohoda o zápůjčce byla uzavřena v roce 1962 a umožňuje fondu vypůjčit si zdroje od jedenácti vyspělých zemí až do výše 17 mld. SDR. Nová dohoda o zápůjčce (NAB) byla ustavena v roce 1997 s 26 členskými zeměmi a tyto zdroje zdvojnásobila na 34 mld. SDR (cca 50 mld. USD). Byla zatím využita jednou ve prospěch Brazílie.

NAB nebyla v současné krizi aktivována, protože byla příliš malá, než aby mohla poskytnout důvěryhodnou podporu zdrojům fondu. Dne 12. dubna 2010 Výkonná rada MMF odsouhlasila text dohody o rozšířené NAB, kde dojde k navýšení z 34 mld. SDR na 367,5 mld. SDR (588,6 mld. USD). Očekává se, že k dosavadním 26 členům se připojí i 13 nových účastníků. Ve střednědobém horizontu by měly být všechny bilaterální půjčky začleněny do rozšířené NAB, která vstoupila v platnost 11. března 2011.

I když současná etapa navyšování celkových zdrojů fondu směřuje k výši jednoho bilionu USD,<sup>28</sup> ani tato výše nemusí být dostatečná vzhledem ke snaze fondu dále posílit svoji roli globálního věřitele poslední instance. Stačí si uvědomit, že hrubý odhad rezerv, které byly akumulovány s cílem sebepojištění, se pohybuje v rozmezí čtyř až čtyř a půl bilionu USD, což je téměř šestkrát více, nežli činí úvěrová kapacita fondu po jejím zdvojnásobení. A fond má snahu co nejvíce tuto nákladnou formu akumulace rezerv omezit.

### **Reforma úvěrového rámce MMF**

S úsilím o posílení zdrojů se dostala do popředí i otázka přístupu k těmto zdrojům. Ne-ní tajemstvím, že MMF po vypuknutí krize nebyl prvním a hlavním dodavatelem likvidity, ale byl to americký Fed se svými swapovými linkami. Tato skutečnost urychlila reformu. Na jaře 2009 byl zreformován úvěrový rámec MMF, který umožňuje lepší přístup ke zdrojům fondu. Byly ustaveny dva nové nástroje s charakterem pojištění (viz dále) a zdvojnásobily se přístupové limity na čerpání ze 100 % a 300 % kumulovaně na 200 % a 600 %.

Nová úvěrová politika by měla umožnit co nejplynulejší přístup ke zdrojům s minimální kondicionalitou, aby se mohly stát důvěryhodnou alternativou sebepojištění formou devizových rezerv.

### **Nové úvěrové nástroje s charakterem pojištění**

Největší změnou bylo zřízení *Flexibilní úvěrové linky (Flexible Credit Line – dále jen FCL)*. O přístup k tomuto preventivnímu nástroji může požádat země, která má silné fundamenty, realizuje zdravou hospodářskou politiku a v době žádosti nemá problémy s platební bilancí. Po splnění kvalifikačních kritérií má země právo kdykoliv o čerpání požádat. Přístup ke zdrojům je založen na ex ante kondicionalitě.<sup>29</sup> Již se nevyžaduje schválení ozdravného programu. To je doslova revoluční průlom do praxe MMF (blíže IMF 2010n).

Tomuto rozhodnutí předcházely složité diskuse, zda je tento druh preventivního nástroje pro fond nezbytný. Řada zemí upozorňovala na morální hazard,<sup>30</sup> ale i na signální riziko, že je ekonomika potenciálně zranitelná, požádá-li o pojišťovací nástroj, protože investoři by se mohli obávat nejhoršího. Zastánci naopak upozorňovali, že v případě, že by byla ustavena, země by nemusely držet nadměrné rezervy k sebepojištění, nebylo by potřeba regionálních swapových dohod a snížila by se nejistota investorů při vypuknutí paniky, že devizové rezervy se rychle vyčerpají. Investoři by tak nemuseli podléhat stádnímu chování a i přes odchod některých investorů by to nevyvolalo nekontrolovatelný útěk kapitálu. Finanční tlak a nejistota na finančních trzích odpůrce tohoto nástroje umlčely.

Doposud využíly FCL pouze Polsko, Mexiko a Kolumbie v celkové přislíbené hodnotě cca 80 mld. USD. Reakce trhů na tyto nástroje byla pozitivní a ve všech těchto zemích poklesl spread. Kolumbie 7. května 2010 prodloužila platnost FCL ve výši jedné třetiny objemu původní FCL.

V lednu schválila Výkonná rada MMF další dvouleté FCL pro Mexiko a Polsko.

Přístup k tomuto nástroji pouze třemi zeměmi ukazuje, že tato úvěrová linka zřejmě byla zatížena i nadále problémem politického stigmatu. Byly též obavy, že kvalifikační kritéria nejsou dostatečně předvídatelná a že země, která přistoupí k FCL, bude čelit nejistotě, zda tato facilitata bude prodloužena, či ne. Fond již schválil určité modifikace.<sup>31</sup>

Pro země, které by se nekvalifikovaly k FCL, fond dne 30. srpna 2010 odsouhlasil založení *Preventivní úvěrové linky (Precautionary Credit Line)*, která je určena pro členské země s odpovídající hospodářskou politikou, které však nespĺňují zcela všechna kvalifikační kritéria FCL. Tento alternativní nástroj má ex post kondicionalitu zaměřenou na odstranění slabin, které způsobily, že se nekvalifikovaly pro FCL.<sup>32</sup>

Novinkou v této oblasti bylo též rozhodnutí poskytnut jako preventivní nástroj tradiční překlenovací úvěr s nadlimitním přístupem (*High Access Precautionary Arrangements – HAP*). V době krize byl o tento nástroj jako o alternativu FCL omezený zájem. Během krize jej využíly pouze tři země.

Finanční krize ukázala na nebezpečí finanční náklady, která se velmi rychle a s nebyvalou prudkostí šířila a postihla i zdravé ekonomiky. V reakci na určitou nejistotu ohledně budoucího poskytování likvidity formou swapových linek centrálních bank MMF navrhl zřídit globálně koordinované poskytnutí likvidity systémovým zemím v podobě *Globálního stabilizačního mechanismu (GSM)*.<sup>33</sup> Tento mechanismus by byl aktivován pouze v případě systémových událostí s cílem poskytovat finanční pomoc, aby se země mohly vyrovnat s velkým odlivem likvidity. Zřízení GSM by fakticky posunulo MMF k úloze věřitele poslední instance GSM.

Skutečnost, že by existovala solidní a dostatečně důvěryhodná úvěrová linka klíčové skupině zemí, by mohla potlačit vznikající krizi, anebo nákazu, která se v době krize rychle šíří. Umožnilo by to řešit problematiku stigmatu spojeného s obavou, že trhy negativně zareagují na zemi, která jako první požádá o FCL. Většina členské základny však zatím tento návrh nepodporuje. Diskuse o tomto novém mechanismu je v úplných začátcích a bude potřeba vyjasnit řadu dalších otázek, než lze očekávat konkrétnější pokrok.

### **Zvláštní práva čerpání**

Alokace zvláštních práv čerpání (*Special Drawing Rights – SDR*) vede k rozšíření rezerv členských zemí a tím k odlehčení tlaku na čerpání zdrojů MMF. SDR totiž umožňují členským zemím, které mají problémy s platební bilancí, směnit SDR za dolary, eura či jinou konvertibilní měnu, a tím posílit svoje devizové rezervy. SDR mají fakticky vlastnosti podobné swapovým úvěrovým linkám, protože umožňují jeho držitelům přístup k zahraniční likviditě.

V roce 1967 bylo na konferenci v Riu rozhodnuto vytvořit zvláštní práva čerpání. Toto rozhodnutí vedlo k přijetí Prvního dodatku Dohody, který vstoupil v platnost v roce 1969. Cílem bylo vytvořit nové rezervní aktivum mezinárodního měnového systému jako doplněk k americkému dolaru a zlatu. V letech 1970–1972 bylo alokováno 9,3 mld. SDR a v období 1979–1981 se navýšila zásoba SDR o dalších 12,1 mld. SDR.

V roce 1997 Rada guvernérů schválila návrh Čtvrtého dodatku Dohody, který by umožnil jednorázovou speciální alokaci SDR. Předpokládalo se, že by se zdvojnásobila stávající zásoba na 42,8 mld. SDR, a tím by všechny země, včetně těch, které na dřívějších alokacích neparticipovaly, měly stejný poměr výše SDR ke svým kvótám. V důsledku amerického nezájmu se až do současné krize nedařilo pro tento dodatek získat potřebnou 85% většinu hlasů (Sedláček 2008).

Na summitu G20 v Londýně v dubnu 2009 byla podpořena všeobecná alokace SDR ve výši 250 mld. USD a zazněla výzva k urychlení ratifikace Čtvrtého dodatku Dohody (G20 2010d). Členská základna MMF tuto výzvu schválila a všeobecná alokace SDR v ekvivalentu 250 mld. USD (161,2 mld. SDR) vstoupila v platnost 28. srpna 2009 a speciální jednorázová alokace v rozsahu cca 32 mld. USD (21,5 mld. SDR) dne 9. září 2009. Díky těmto alokacím se zdesetinásobila výše alokovaných SDR na celkovou kumulativní hodnotu 318 mld. USD (204 mld. SDR) (IMF 2010). Přesto i po tomto navýšení činí výše alokovaných SDR pouze necelá 4 % globálních devizových rezerv, což je výrazně nižší nežli v 70. letech, kdy tento poměr dosáhl 8,4 %.

Toto bezprecedentní navýšení SDR znovu otevřelo diskusi o úloze SDR v globální ekonomice. Hlavní názorové proudy se dnes dělí do tří skupin. *První skupina*, kterou reprezentuje především Francie a některé EME,<sup>34</sup> doporučuje alokovat SDR v době krize a stáhnout je zpět, když se finanční podmínky zlepší. To by vytvořilo proticyklický prvek v řízení světové likvidity. Dočasná alokace SDR v dobách globálních potíží s likviditou by byla zajímavá varianta, ale současná pravidla vyžadují 85% většinu k přijetí i zrušení alokace. Tím se fakticky SDR, které jsou jednou alokovány, stávají permanentní likviditou. Řešením by bylo předem dohodnout automatické stahování, ale to by vyžadovalo změnu Dohody o MMF.

*Druhá názorová skupina*, kterou reprezentuje většina EME, navrhuje pravidelné alokace SDR, které by zmírnily světovou poptávku po mezinárodních rezervách. K tomu by byly zapotřebí pravidelné alokace SDR v rozsahu 150–200 mld. USD ročně. I kdyby tyto alokace byly v souladu s dlouhodobou potřebou likvidity, určitě by vyvolaly inflační očekávání.

*Třetí skupina zemí*, v čele s Německem, patří sem i ČR, je k alokaci SDR obezřetná a upozorňuje na všechna rizika s tím spojená – morální hazard a nebezpečí inflace. Navíc alokace SDR není bez nákladů.<sup>35</sup> Úvodní alokace sice neovlivní čistou pozici SDR v rozvaze centrálních bank, protože zvyšuje jak aktiva, tak současně pasiva. Avšak měnová rizika mohou nastat, jestliže si centrální banky nakoupí SDR. Výměna SDR za volně směnitelné měny způsobí zvýšení čisté pozice SDR v rozvaze centrální banky a tím vzroste i úroveň měnového rizika a expozice vůči němu může být významná.

Některé země doporučují úlohu SDR ještě výrazněji posílit – kromě Číny například i Francie (blíže viz Sarkozy 2011). V březnu 2009 guvernér Lidové banky Číny Zhou navrhl, aby se *SDR stala klíčovou rezervní měnou mezinárodního měnového systému*. Tím složil velkou poklonu původnímu návrhu Keynesa, který ve 40. letech doporučil zavedení mezinárodní měnové jednotky Bancor, založené na hodnotě 30 reprezentativních komodit. Zhou tak nepřímo kritizoval současný mezinárodní měnový systém, který je založen z velké části na americkém dolaru. V této souvislosti by státy měly aktivněji využívat v mezinárodním měřítku SDR jako platidla. Ke zlepšení hodnoty SDR by mohlo přispět i začlenění dalších důležitých měn, včetně čínské měny, do koše měn SDR.<sup>36</sup> Tento čínský návrh by měl závažné implikace a vyžadoval by podporu na nejvyšší politické úrovni.

Pozadí tohoto návrhu je však mnohem prozaičtější. Podle propočtu Eswara Prasada (2010) tvoří okolo 70 % devizových rezerv Číny dolarová aktiva. S ohledem na vysoký americký rozpočtový deficit – v roce 2010 ve výši 1,6 bilionu USD a během příštího desetiletí téměř 9 bilionů USD – by mohl negativní sentiment trhů vyvolat odklon od amerických cenných papírů a způsobit výrazný pokles jejich hodnoty. To by způsobilo Číně významné ztráty. Pokud bude Čína pokračovat v akumulaci rezerv dosavadním tempem okolo 400 mld. USD ročně, nebude schopna najít alternativní bezpečné investice, které by se vyrovnaly americkým vládním obligacím. Proto je logické, že by uvítala všeobecné zvýšení úlohy SDR, které by jí umožnilo přesunout riziková americká aktiva do aktiv deminovaných v SDR.

Na druhé straně USA nebudou chtít ztratit pozici amerického dolaru jako hlavní globální rezervní měny, což již indikovaly vyjádřením, že silný dolar je nejen v jejich zájmu,

ale i v zájmu celého světa. Tato situace je pro ně výhodná, protože požívají mimořádná privilegia. Země, která je hlavním dodavatelem globální rezervní měny, má značný geopolitický vliv, který jí umožňuje realizovat svoje diplomatické a vojenské záměry. V ekonomické oblasti získává ražebné z emise globální měny. Má více makroekonomického prostoru pro realizaci své politiky díky větší likviditě svých trhů a schopnosti si půjčovat ve své vlastní měně v zahraničí za nižší náklady. To jí přináší kapitálový zisk, když měna depreciuje vůči finančním partnerům. V této souvislosti Richard Clarida (2009) odhaduje, že USA měly před krizí čistý kapitálový zisk z postupného oslabování dolaru, který převyšoval jeden bilion USD.

USA považují potenciální odklon Číny od amerických cenných papírů ze hrozbu, protože by to mohlo vyvolat negativní tržní reakci s dopadem na USA. Z těchto důvodů americká administrativa usiluje o větší začlenění Číny i dalších strategicky významných EME do nadnárodní spolupráce cestou zvýšení jejich podílu na globálním governance.

Americká administrativa hraje klíčovou roli v podpoře Číny a dalších strategicky významných EME při posílení jejich pozice v MMF i v Radě pro finanční stabilitu (*Financial Stability Board*) a významně napomohla též ustavení neformálního uskupení G20 jako globálního politického vůdce.

Aby se však SDR mohla stát významnou součástí globální likvidity a efektivně posílila GFSN, je nutné významně rozšířit objem oficiálně alokovaných SDR. K tomu bude potřeba silná politická podpora, protože každá alokace vyžaduje 85% hlasovací sílu, která musí souhlasit, že je nutno doplnit dlouhodobou globální potřebu rezervních aktiv, a přitom to nesmí mít inflační nebo deflační dopad. To vytváří velkou překážku.

Zvýšená alokace současně vytváří tlak na většinu zemí, které mohou být vyzvány v rámci designačního mechanismu<sup>37</sup> poskytnout volně směnitelné měny výměnou za SDR až do dvojnásobné výše jim alokovaných SDR. Protože SDR představují levný zdroj financování bez kondicionality, nesou riziko, že by mohly být využity místo ozdravných ekonomických reforem. Proto řada těchto zemí nemusí jejich další navyšování podpořit.

## ZAPOJENÍ SOUKROMÉHO SEKTORU

Termín zahrnutí soukromého sektoru není doposud v ekonomické literatuře pevně definován. Lze rozlišit dvojí pojetí. Podle širšího pojetí se tím rozumí veškeré financování, které poskytují zahraniční soukromí věřitelé příslušné zemi v krizi, ať již dobrovolně, nebo ne. Podle užší definice se zahrnutí soukromého sektoru vztahuje výlučně na příspěvky, které nejsou dobrovolné. Soukromý sektor se obvykle nezapojuje do řešení krizí spontánně, i když z hlediska společného zájmu by to mohlo být racionální.

Po asijské krizi byla problematika zahrnutí soukromého sektoru posuzována v kontextu případů restrukturalizace státního dluhu, což se odrazilo v návrhu MMF na zavedení *Mechanismus na restrukturalizaci státního dluhu (Sovereign Debt Restructuring Mechanisms – SDRM)* a zavedení *doložek kolektivního vyjednávání* do smluv o dluhopisech. Málo se však změnilo v otázce zapojení soukromého sektoru v kontextu nedostatku likvidity, který je typický pro krize spojené s odlivem kapitálu.

Vzhledem k tomu, že SDRM byl na základě negativního stanoviska trhů odmítnut, navrhl tehdejší guvernér Banque de France Jean-Claude Trichet ideu kodexu dobrého chování při řešení restrukturalizace dluhu. Postupně byla tato původní myšlenka modifikována do „Principů stabilizace toků kapitálu a spravedlivé restrukturalizace dluhů v nově vznikajících tržních ekonomikách“, které stanovují návod chování dlužníků a věřitele. Tyto principy jsou dobrovolné a nezávazné. Klíčovými cíli jsou podpora transparentnosti a včasné předávání informací, úzký věřitelsko-dlužnický dialog, jednání v dobré víře a spravedlivé zacházení (Sedláček 2008).

V současné krizi, i navzdory tlaku, kterému musely čelit EME, bylo pouze relativně několik málo případů restrukturalizace dluhu, které zahrnuly i státního emitenta během



roku 2008. Většina aktivit proběhla plynule, transparentními jednáními a v dobré víře, při níž byl základem společný zájem dlužníků a věřitelů na spořádaném řešení.

### **Iniciativa ke koordinaci evropských bank**

Když v roce 2008 globální krize zachvátila svět, řada nově vznikajících tržních ekonomik v Evropě byla značně zranitelná z důvodu vysoké úrovně soukromých dluhů vůči zahraničním bankám a expozici vůči zahraničním měnám. Vznikly obavy, že se zahraniční banky budou snažit snížit své ztráty na minimum a rychle se z těchto zemí stáhnou. Za těchto okolností bylo chování bank důležitým klíčem k udržení makroekonomické stability. Minulé krize jasně ukázaly, že neochota zahraničních bank rolovat své půjčky a udržovat obchodní a další úvěry má potenciál přivodit státní platební neschopnost a útok na měnu. Odliv kapitálu ze střední a východní Evropy by měl potenciál v tomto regionu eskalovat celkovou finanční krizi.

S ohledem na tato rizika iniciovaly Evropská banka pro obnovu a rozvoj, MMF, Evropská komise a ostatní mezinárodní finanční instituce proces, který měl vyřešit problém kolektivního konání. První setkání se uskutečnilo v lednu 2009 ve Vídni. Během krize 15 bank přijalo závazek rolovat svoje dluhy v pěti zemích – Bosně, Maďarsku, Lotyšsku, Rumunku a Srbsku, což významně přispělo k udržení stability (bližší IMF Survey Magazine 2009).

Úloha soukromého sektoru při řešení krizí bude i nadále předmětem živého zájmu. Řecká krize dala impuls ke znovuposouzení úlohy MMF při restrukturalizaci státního dluhu, do popředí se dostaly návrhy na zdanění finančního sektoru, který by se měl podílet na financování vlastních potíží.

Efektivní zapojení soukromého sektoru by mělo být klíčové s ohledem na zvyšující se velikost soukromých kapitálových toků, omezenou dostupnost oficiálního financování a potřebu zachovat odpovídající podněty k omezení morálního hazardu. Již v minulých krizích se snažily jak dlužnické země, tak mezinárodní komunita přesvědčit soukromý sektor, aby se do řešení krizí zapojil. Takové přesvědčování je velmi delikátní. Je zřejmé, že oficiální sektor by měl podporovat neporušitelnost dohod a ochranu věřitelských práv. Ale současně by měl zajistit, aby všichni investoři nesli i následky svých rozhodnutí. Věřitelé musí počítat s rizikem ztráty, když vyhodnocují své investice.

\* \* \*

Nejtěživějším problémem finanční krize 2008/2009 byl náhlý nedostatek likvidity. Řada zemí v době krize využívala jako první linii obrany vlastní devizové rezervy. Jejich výhodou je, že jsou flexibilním, snadno přístupným nárazníkem proti vnějším šokům, nevytvářejí dluh s nutností ho později splatit a představují pozitivní faktor pro hodnocení ratingu mezi zeměmi. Navíc jejich využívání není spojeno s politickým stigmatem a ani s morálním hazardem. Vysoká akumulace devizových rezerv je však od určité úrovně značně nákladná.

V současné době dochází k obnovenému růstu devizových rezerv, zejména v zemích EME, což je způsobeno tím, že držba rezerv je vysoce koncentrovaná – šest strategicky významných zemí jich ovládá okolo 60 % – a jejich politické záměry mít dostatečnou výši rezerv jsou pro další vývoj důležitým determinanem.

Velikost externích šoků však způsobila, že kromě devizových rezerv bylo třeba využít i vnější zdroje, které by doplnily devizové rezervy. Mezinárodní společenství v této souvislosti zaměřilo pozornost na globální finanční záchrannou síť jako důležitou součást oficiální globální likvidity. Její potenciální význam bude záviset na velikosti a míře důvěryhodnosti zdrojů, které by mohly být v případě systémové finanční krize uvolněny. To bude vyžadovat společné mezinárodní úsilí a velkou politickou podporu.

Bilaterální swapové linky mezi centrálními bankami se ukázaly jako významný zdroj oficiální globální likvidity. Trend k větší ex ante institucionalizaci však nelze očekávat,

protože americký Fed nebude ochoten se předem formálně zavázat, že otevře úvěrové swapové linky ve prospěch jiných centrálních bank, nad kterými nemá kontrolu. Proto zde bude vždy určitý element nejistoty v poskytování této formy likvidity, což na druhé straně působí příznivě na omezení morálního hazardu.

Regionální finanční uskupení budou hrát důležitou roli vzhledem k tomu, že MMF bude vždy disponovat pouze omezenými zdroji. Jejich výhodou je navíc hlubší znalost specifických regionálních otázek a menší obavy z politického stigma. Zefektivnění spolupráce těchto regionálních uspořádání s MMF umožní navýšit dostupné finanční zdroje a posílit dohled s pozitivním signálním efektem.

Ústřední roli v globální finanční záchranné síti by měl hrát MMF. V této souvislosti MMF významně navýšil své zdroje a vytvořil nové úvěrové linky. Jeho posílená role věřitele poslední instance nutně vytváří nebezpečí morálního hazardu, a proto bude potřeba souběžně posílit jeho dohled. Hlavní podmínkou, aby se SDR stala významnou součástí globální likvidity, je jejich výrazné navýšení. K tomu bude potřeba velká politická podpora, která však není garantovaná.

<sup>1</sup> Skupina G20 byla ustavena v roce 1999 a sdružuje 19 systémově významných vyspělých a rozvíjejících se ekonomik – Argentinu, Austrálii, Brazílii, Kanadu, Čínu, Francii, Německo, Indii, Indonésii, Itálii, Japonsko, Mexiko, Rusko, Saúdskou Arábii, Jižní Afriku, Korejskou republiku, Turecko, Velkou Británii, USA – a EU.

<sup>2</sup> Odborný název se zatím neustálil a většinou se používá termín *nově vznikající tržní ekonomiky, rozvíjející se nebo vynořující se ekonomiky*. Obdobně je to s jejich klasifikací. Každá instituce se v této klasifikaci liší a často i uvnitř instituce jsou rozdíly. MMF dělí členské země do dvou skupin: vyspělé ekonomiky a vynořující se a rozvojové ekonomiky. V souvislosti s devizovými rezervami fond skupinu EME osamostatnil tak, že do skupiny vynořujících se a rozvojových ekonomik nezahrnul nízkopříjmové země (tj. země, které se kvalifikují pro „Facilitu na snížení chudoby a na podporu růstu“. Výjimkou bylo 13 zemí – Indie, Pákistán, Angola, Srí Lanka a několik malých evropských států a některé malé ostrovní země). Podle této klasifikace se skupina EME skládá z 87 zemí. Tuto klasifikaci využívá i tento článek.

<sup>3</sup> Regionální a globální opatření na posílení likvidity bývají souhrnně nazývána *globální finanční záchranná síť (global financial safety net – GFSN)*. Ustálená definice zatím neexistuje, ale podle pracovní skupiny G20 ji tvoří systémy, nástroje, mechanismy nebo dohody, které pomáhají zemím vypořádat se s externími šoky, vedoucími k náhlé změně kapitálových toků a vysoké finanční volatilitě, včetně krize likvidity.

<sup>4</sup> Odhady značného podhodnocení čínské měny v letech 2000–2007 se pohybovaly v rozmezí 20–60 %. Odstranění tohoto podhodnocení by snížilo čínský přebytek běžného účtu o 6–12 procentních bodů. HDP nebo o 150–300 mld. USD (Mattoo – Subramanian 2008).

<sup>5</sup> Problémem tohoto ukazatele je, že krátkodobý dluh není jediným typem kapitálových toků, který je vysoce volatilní. Navíc země jsou vystaveny nejen odlivu kapitálu od nerezidentů, ale též od vlastních rezidentů.

<sup>6</sup> I tento tradiční ukazatel se ukázal problematický. Několik EME od roku 1990 liberalizovalo své finanční účty platební bilance, a staly se tak v rostoucí míře náchylnější na velké a volatilní toky kapitálu, čímž se adekvátnost rezerv ve spojitosti s obchodem značně snížila.

<sup>7</sup> I nadále schází analytické zdůvodnění všech stávajících měřítek pro optimální velikost devizových rezerv. Poslední výzkumy se opírají o různé ekonometrické modely, které kalibrují optimální výši rezerv na základě minimalizace celkových nákladů nebo na základě rovnosti mezních nákladů a přínosů. Tyto výsledky ukazují, že by se měla optimální výše rezerv k HDP pohybovat mezi 6 a 30 %. MMF by měl v letošním roce zveřejnit vlastní výzkum v této oblasti s doporučením, jak optimální výši devizových rezerv počítat.

<sup>8</sup> Podmínky spojené s realizací programů MMF, které musí země splnit, aby mohla finanční pomoc čerpat.

<sup>9</sup> Země, která požádá MMF o pomoc, fakticky přiznává neúspěch své hospodářské politiky, případně možný krizový vývoj. Proto se v této souvislosti hovoří o politickém stigmatu, které je spojeno s finanční pomocí MMF.

<sup>10</sup> Okolo roku 1964 zásoba zahraničních oficiálních pohledávek vůči americkému zlatu poprvé převýšila zlaté krytí dolaru. Od tohoto okamžiku byla důvěryhodnost standardu zlaté dolarové devizy pochybná, protože USA nemohly již fakticky garantovat zlatý obsah amerického dolaru. Tento stav byl v ekonomické literatuře nazván Triffinův paradox (dilema) po belgickém ekonomovi, který jako první identifikoval osudný nedostatek brettonwoodského systému.

<sup>11</sup> Údaje jsou za období od března 2008 do srpna 2009.

<sup>12</sup> Neformální ujednání, v nichž se zahraniční banky zavážou dočasně udržovat danou úroveň úvěrové angažovanosti vůči zemi zasažené bankovní krizí.

<sup>13</sup> Politici představitelé fakticky cílí produkt a inflaci. Jestliže je produkt pod svojí potenciální úrovní, oslabí devizový kurz ke stimulaci zahraničního obchodu a akumulace rezerv se stává vedlejším produktem kurzové politiky. Maurice Obstfeld, Jay Shambaugh a Alan Taylor (2008) odhadli, že před krizí byla tato část devizových rezerv ve výši jedné třetiny až poloviny celkových devizových rezerv.

- <sup>14</sup> Severoamerická rámcová dohoda (North American Framework Agreement), která byla ustavena v roce 1994 Mexikem, Kanadou a USA jako paralelní finanční dohoda k Severoamerické dohodě o svobodném obchodu (NAFTA), není v článku uvedena. Tato dohoda není formální regionální finanční uskupení, ale síť bilaterálních swapů, jejichž cílem je likvidní podpora centrálním bankám členských zemí k odvrácení tlaku na kurz a finanční nestabilitu v kontextu prohloubené ekonomické integrace NAFTA. V krizi 2008/2009 Fed ustavil bilaterální swapové dohody s Bank of Canada a Banco de Mexiko, ale mimo rámec NAFTA.
- <sup>15</sup> Banky v eurozóně, Velké Británii a Švýcarsku měly dle odhadu v rozvahách expozici vůči 8 bilionům USD (BIS 2010).
- <sup>16</sup> Dočasné reciproční měnové dohody neboli bilaterální swapové linky zahrnují dvě fáze transakcí. V první fázi zahraniční centrální banka, když potřebuje likvidní dolary, prodá svoji měnu Fedu za dolary. Fed tuto zahraniční měnu drží na účtu, který je otevřen u této zahraniční centrální banky. Dolary poskytované Fedem jsou naopak uloženy na účtu, který má zahraniční centrální banka u Federální rezervní banky New York. Ve druhé fázi na základě dohody mezi zahraniční centrální bankou a Fedem odkoupí zahraniční centrální banka zpět svoji měnu za dolary od Fedu ve stanoveném termínu a za stejný měnový kurz v době nákupu dolarů. Za swapované dolary zahraniční centrální banka uhradí Fedu tržní úrok.
- <sup>17</sup> Brunej, Kambodža, Indonésie, Laos, Malajsie, Myanmar, Filipíny, Singapur, Thajsko a Vietnam.
- <sup>18</sup> Dne 3. května 2009 na Bali se ministři financí ASEAN + 3 dohodli na řídicím mechanismu a realizaci plánu na multilateralizaci CMI. Dohody o bilaterálních swapových linkách budou transformovány do jediné regionální dohody o sdružení zdrojů.
- <sup>19</sup> Již předtím dne 2. května 2010 se tzv. Euroskupina (složená z ministrů financí eurozóny a Evropské komise) rozhodla podpořit Řecko společnými bilaterálními půjčkami ve výši 110 mld. EUR (z toho 30 mld. EUR poskytne MMF).
- <sup>20</sup> Dobrovolné bilaterální půjčky států mimo eurozónu – Velké Británie (3,8 mld. EUR), Švédsko (0,6 mld. EUR) a Dánsko (0,4 mld. EUR).
- <sup>21</sup> Alžírsko, Bahrajn, Komorské ostrovy, Džibuti, Egypt, Irák, Jordánsko, Kuvajt, Libanon, Libye, Mauritanie, Maroko, Omán, Západní břeh a Gaza, Katar, Saúdská Arábie, Somálsko, Súdán, Sýrie, Tunisko, Spojené arabské emiráty, Jemen.
- <sup>22</sup> Morální hazard jak na straně věřitelů, tak i dlužníků dominoval politickým diskusím v souvislosti s velkými záchrannými balíky a byl argumentem proti nárůstu mezinárodní pomoci formou poskytování likvidity. Řada studií se věnovala relevanci této otázky a doporučovala například lepší koncipování kondicionality v programech MMF. Některé poslední studie však naznačují, že pomoc v oblasti likvidity může ve skutečnosti posílit (spíše než oslabit) zájem vlád na realizaci žádoucích, i když nákladných reformních opatření.
- <sup>23</sup> Henning doporučuje jasnou dělbu práce, v níž by ústřední roli hrál MMF. Tato spolupráce by se řídila souborem zásad, který by regionální sdružení akceptovala – soulad se závazky vyplývajícími z Dohody o MMF, vzájemná transparentnost finančních a měnových pravidel, stejná kondicionalita atd.
- <sup>24</sup> World Bank (IBRD, IFC), Asian Development Bank, African Development Bank, American Development Bank.
- <sup>25</sup> V dalším období se příslibné zdroje snížily. V lednu 2011 činila výše příslibných zdrojů 137,4 mld. SDR.
- <sup>26</sup> Pouze členské země s dostatečně silnou platební bilancí mohou být vyzvány, aby se podílely na financování druhých členských zemí.
- <sup>27</sup> Na výročním zasedání MMF/SB v Singapuru v září 2006 byla přijata rezoluce o kvótách a reprezentaci (IMF 2006), která se stala základem reformy kvót v roce 2008. Podle této rezoluce se v první fázi zvýšila kvóta čtyřem nejvíce podprezentovaným zemím (Číně, Korejské republice, Mexiku a Turecku). Ve druhé fázi byl přijat nový model výpočtu kvót a na jeho základě byla následně upravena kvóta 54 zemím. První kolo navýšení již vstoupilo v platnost pro Čínu, Koreu, Mexiko a Turecko. Druhé kolo ad hoc navýšení pro 54 členských zemí o 9,55 %, které bylo ukončeno v prvním čtvrtletí 2011, navýšilo zdroje kvót o 30 mld. USD.
- <sup>28</sup> Na základě dohody členských států MMF by po realizaci navýšení kvót v rámci 14. všeobecné revize mělo dojít k odpovídajícímu snížení částky, která je k dispozici v rámci NAB z 367,5 mld. SDR na 129,1 mld. SDR. Výsledně by celková částka, kterou bude MMF disponovat, měla zůstat konstantní ve výši 605,9 mld. SDR (cca 960,3 mld. USD). To bude posouzeno v nadcházející revizi NAB, která by měla být dokončena do listopadu 2011, ale zatím není jasné, do jaké míry se bude toto snížení úvěrového závazku v NAB realizovat.
- <sup>29</sup> Fond schválí přístup země k FCL, když dotyčná země bude: a) mít velmi silné ekonomické fundamenty a institucionální politický rámec; b) realizovat zdravou hospodářskou politiku; a c) demonstrovat odhodlání v realizaci této politiky pokračovat.
- <sup>30</sup> K omezení morálního hazardu by musely být přijaty tři záruky: spolufinancování ze strany pojištěnce; stimuly, které by odrazovaly od využití tohoto pojištění; a určitá forma kontroly chování pojištěnce. Tyto podmínky však nové facility nespĺňují.
- <sup>31</sup> Cílem těchto modifikací je zvýšit využitelnost a atraktivnost při současném zachování kvalifikačního rámce. Výkonná rada MMF schválila zdvojnásobení doby čerpání FCL na 24 měsíců, které by mělo zvýšit předvidatelnost dostupného financování v rámci FCL. Současně odstranila implicitní horní limit čerpání ve výši 1000 % kvóty, čímž se výrazně posunula možnost čerpání k výši finančních potřeb členských zemí.
- <sup>32</sup> Kvalifikační rámec je založen na podmínkách FCL, kde členská země musí splňovat nejméně tři z pěti oblastí, které jsou zahrnuty v kritériích FCL. Zbývající nedostatky budou řešeny v rámci ex post kondicionality, včetně kvantitativních výkonostních kritérií.

- <sup>33</sup> V rámci GSM by MMF jednostranně nabídl úvěrové linky skupině zemí, které budou realizovat odpovídající politiku, budou pro finanční stabilitu systémově významné a členské země se budou moci rozhodnout, zda tuto nabídku přijmou; fond by aktivoval i ostatní nástroje pro dodání likvidity zemím se zdravými fundamenty a přijal dle potřeby celou škálu dalších opatření, včetně aktivace Nové dohody o zápůjčce či alokace SDR.
- <sup>34</sup> Většina zemí EME stažení alokovaných SDR nepodporuje.
- <sup>35</sup> Ztráty by zaznamenaly centrální banky, které by emitovaly měnu, již by na základě požadavku směnily za SDR, jestliže by jejich vlastní úrokové sazby byly vyšší nežli úrok SDR.
- <sup>36</sup> V roce 1974 byly SDR vyjádřeny jako koš 16 nejvíce užívaných měn. V roce 1981 se koš zúžil na pět měn a v roce 1999 se tento koš zmenšil na čtyři měny – americký dolar, euro, japonský jen a libru šterlinků.
- <sup>37</sup> Výměna SDR za konvertibilní měnu se může uskutečnit v rámci dobrovolného mechanismu nebo v rámci designace Mezinárodním měnovým fondem. Více než dvě desetiletí pracoval trh SDR na dobrovolném základě. V případě, že není dostatečný počet dobrovolných kupců, MMF může určit členskou zemi se silnou pozicí platební bilance, aby směnila konvertibilní měny za SDR.

## Literatura

- Aizenman, Joshua – Pasricha, Gurnain K. (2009): Selective SWAP Arrangements and the Global Financial Crisis: Analysis and Interpretation. *NBER Working Paper 14821*, Cambridge, 14. 5. 2011, <<http://www.nber.org/papers/w14821>>.
- Beck, Roland – Fidora, Machael (2008): The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets. *Occasional Paper Series*, No 91, European Central Bank, 14. 5. 2011, <<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp91.pdf>>.
- Bergsten, Fred C. (2009): A Blueprint for Global Leadership in the 21st Century. Washington: Peterson Institute for International Economics, 14. 5. 2011, <<http://www.iie.com/publications/papers/paper.cfm?ResearchID=1323>>.
- BIS (2010): The Functioning and Resilience of Cross-Border Funding Markets. Bank for International Settlements, *CGFS Papers*, No. 37, BIS.
- Calvo, Guillermo (2009): Lender of the Last Resort: Put It on the Agenda. 14. 5. 2011, <<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3327>>.
- Clarida, Richard (2009): With Privileges Comes...? 6. 11. 2010, <<http://www.pimco.com/LeftNav/Global+Markets/Global+Perspectives/2009/With+Privilege+Comes+Clarida+Oct+2009.htm>>.
- Coffey, Niall – Hrung, Warren B. – Nguyen, Hoai-Luu (2009): The Global Financial Crisis and Offshore Dollar Markets. In: *Economic and Finance*, Vol. 15, No. 6, October 2009, Federal Reserve Bank of New York, 16. 5. 2011, <[http://www.newyorkfed.org/research/current\\_issues/ci15-6.html](http://www.newyorkfed.org/research/current_issues/ci15-6.html)>.
- European Commission (2010): The practical experience of the EU with regional financial safety nets in addressing issues of moral hazard, stigma and the behaviour of financial markets. Brussels, 29 July 2010, ECFIN(2010)/E2. [Interní zdroj].
- Goldberg, Linda S. – Kennedy, Craig – Miu, Jason (2010): Central Bank Dollar Swap Lines and Overseas Dollar Funding Costs. *Staff Report No. 429*, January 2010, Federal Reserve Bank of New York, 16. 5. 2011, <[http://www.newyorkfed.org/research/staff\\_reports/sr429.html](http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr429.html)>.
- Greenspan, Alan (1999): Currency Reserves and Debt, Remarks before the World Bank Conference on Recent Trends in Reserves Management. 16. 5. 2011, <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1999/19990429.htm>>.
- Gros, Daniel – Mayer, Thomas (2010): How to deal with sovereign default in Europe: Create the European Monetary Fund now! *CEPS Policy Brief*, Vol. 2010, No. 202, s. 1–10.
- G20 (2010a): Progress Report: Financial Safety Nets Expert Group co-Chair's Paper. [Interní zdroj G20].
- G20 (2010b): Global Financial Safety Nets Experts Group co-Chair's Paper. [Interní zdroj G20].
- G20 (2010c): Financial Safety Nets: Interim Report to G20 Finance Ministers, June 2010. [Interní zdroj G20].
- G20 (2010d): The Global Plan for Recovery and Reform. 2 April, 2009, 16. 5. 2011, <<http://www.g20.org/Documents/final-communique.pdf>>.
- Heller, Robert H. (1966): Optimal International Reserves. *Economic Journal*, Vol. 76, No. 302, s. 296–311.
- Henning, Randall C. (2009): US Interest and the International Monetary Fund. *Policy Brief*, June 2009, Washington: Peterson Institute for International Economics. 16. 5. 2011, <<http://www.piie.com/publications/interstitial.cfm?ResearchID=1232>>.
- Henning, Randall C. (2010): Connecting Regional and Multilateral Financial Institutions. Peterson Institute for International Economics, November 2010, 16. 5. 2011, <[http://www.piie.com/publications/chapters\\_preview/3870/07ie3870.pdf](http://www.piie.com/publications/chapters_preview/3870/07ie3870.pdf)>.
- IMF Background Report (2009): 20th Meeting of the International Monetary and Financial Committee, October 2009. [Interní materiály MMF].
- IMF (2009a): Initial Lessons of the Crisis. 14. 5. 2011, <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/020609.pdf>>.
- IMF (2009b): Initial Lessons of the Crisis for the Global Architecture and the IMF. 14. 5. 2011, <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/021809.pdf>>.
- IMF (2009c): Lessons of the Global Crisis for Macroeconomic Policy. 14. 5. 2011, <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/021909.pdf>>.

- IMF (2009g): Review of Fund Facilities – Analytical Basis for Fund Lending and Reform Options. 14. 5. 2011, <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/020609a.pdf>>.
- IMF (2009h): GRA Lending Toolkit and Conditionality: Reform Proposals. 14. 5. 2011, <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/031309a.pdf>>.
- IMF (2009ch): Lessons of the Financial Crisis for Future Regulations of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management. 14. 5. 2011, <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/020409.pdf>>.
- IMF (2010i): The Fund's Mandate – The Future Financing Role – Reform Proposals. 14. 5. 2011, <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/062910.pdf>>.
- IMF (2010j): Reserve Accumulation and International Monetary Stability: Strategy. 14. 5. 2011, <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/041310.pdf>>.
- IMF (2010m): Key Issues. Lending. International Monetary Fund. 14. 5. 2011, <<http://www.imf.org/external/np/exr/key/lending.htm>>.
- IMF (2010k): Reserve Accumulation and International Monetary Stability: Supplementary Information, Strategy. 14. 11. 2011, <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/041310a.pdf>>.
- IRC Task Force on IMF Issues (2010): Strengthening the International Monetary System: Reserves. [Výstup skupiny expertů Výboru pro mezinárodní vztahy ECB].
- Mattoo, Aaditya – Subramanian, Arvind (2008): Currency Undervaluation and Sovereign Wealth Funds: A New Role for the World Trade Organization. *PIIE Working Paper 08-2*. Washington: Peterson Institute for International Economics.
- Wijnholds, Onno de Beaufort – Kapteyn, Arend (2001): Reserve Adequacy in Emerging Market Economies. *IMF Working Paper No. 01/143*, Washington: IMF.
- Kim, Kyungsoo (2009): Global Financial Crisis and Korean Economy. 16. 5. 2011, <[http://www.frbsf.org/economics/conferences/aepc/2009/Panel\\_Kim.pdf](http://www.frbsf.org/economics/conferences/aepc/2009/Panel_Kim.pdf)>.
- Mateos y Lago, Isabelle – Duttagupta, Rupa – Goyal, Rishi (2009): The Debate on the International Monetary System. *IMF Staff Position Note*, 14. 5. 2011, <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0926.pdf>>.
- McKay, Julie – Volz, Ulrich – Wölfinger, Regine (2010): Regional Financing Arrangements and the Stability of the International Monetary System. *Discussion Paper*, 13/2010, Frankfurt: Deutsches Institute für Entwicklungspolitik.
- Obstfeld, Maurice – Shambaugh, Jay C. – Taylor, Alan M. (2008): Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves. *CEPR Discussion Paper* 6693.
- Obstfeld, Maurice – Shambaugh, Jay C. – Taylor, Alan M. (2009): Financial Stability, Reserves and Central Bank Swap Lines in the Panic. *NBER WP*, No. W14826.
- Olivier, Jeanne – Ranciere, Romain (2006): The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications. *IMF Working Paper*, WP/06/229, 14. 5. 2011, <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06229.pdf>>.
- Prasad, Eswar S. (2010): The US-China Economic Relationship: Shifts and Twists in the Balance of Power, February 25, testimony presented at the Hearing on U.S. Debt to China: Implications and Repercussions. Washington: Peterson Institute for International Economics, 14. 5. 2011, <<http://prasad.dyson.cornell.edu/doc/policy/USCESRCTestimony.Rev01Mar10.pdf>>.
- Reinhardt, Carmen M. – Rogoff Kenneth S. (2008): Is the 2007 US Sub-prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison. *American Economic Review*, Vol. 98, No. 2, s. 339–344.
- Reinhardt, Carmen M. – Rogoff Kenneth S. (2009): *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press.
- Rodrik, Dani (2006): The Social Cost of Foreign Exchange Reserves. *International Economic Journal*, Vol. 20, No. 3, s. 253–266.
- Ruiz-Arranz, Marta – Zavadjil, Milan (2008): Are Emerging Asia's Reserves Really Too High? *IMF Working paper*, WP/08/192, 14. 5. 2011, <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08192.pdf>>.
- Sedláček, Petr (2008): *Mezinárodní měnový fond ve 21. století*. Praha: C. H. Beck.
- Smaghi, Bini L. (2010): Reserve accumulation: the other side of the coin. Speech at the 5th High-level EMEAP-Eurosystem Seminar, Sydney, 10 February 2010, 16. 5. 2011, <<http://www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp100210.en.html>>.
- Truman, Edwin M. (2009): The IMF and the Global Crisis: Role and Reform. Remarks Delivered to the Tulsa Committee on Foreign Relations on January 22, 2009, and to the Dallas Committee on Foreign Relations on January 23, 2009. Washington: Peterson Institute for International Economics, 14. 5. 2011, <<http://www.iie.com/publications/papers/truman0109.pdf>>.
- UN (2009): Recommendations of the Commission of Experts of the President of the General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System. 29 April, New York: General Assembly, UN.
- Zhou, Xiaochuan (2009): Reform of the International Monetary System. 16. 5. 2011, <<http://www.bis.org/review/r090402c.pdf>>.

## Dokumenty

- ASEAN (2010): Joint Ministerial Statement of the ASEAN + 3 Finance Ministers' Meeting. 8 April 2010, 16. 5. 2011, <<http://english.peopledaily.com.cn/90001/90777/90851/6970812.html>>.

- European Council (2002): Council Regulation (EC) No 332/2002 of 18 February 2002 establishing a facility providing a medium-term financial assistance for Member States' balances of payments. 16. 5. 2011, <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2002:053:0001:0003:EN:PDF>>.
- European Council (2010): European Council Conclusions – 16–17 December 2010. EUCO 30/10, 14. 5. 2011, <[http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ec/118578.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/118578.pdf)>.
- G20 (2009a): G20 London Summit. 2 April 2009, 16. 5. 2011, <[http://www.g20.utoronto.ca/summits/2009\\_london.html](http://www.g20.utoronto.ca/summits/2009_london.html)>.
- G20 (2009b): Leaders' Statement, G20 Pittsburgh Summit. 24–25 September 2009, 16. 5. 2011, <[http://www.g20.org/Documents/pittsburgh\\_summit\\_leaders\\_statement\\_250909.pdf](http://www.g20.org/Documents/pittsburgh_summit_leaders_statement_250909.pdf)>.
- IMF (2006): Resolution on Quota and Voice Reform Adopted by the Board of Governors on the Occasion of the Fund's Annual Meeting in Singapore in September 2006. Resolution 61–5, 18 September 2006, 16. 5. 2011, <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/032108.pdf>>.
- IMF (2009d): Factsheet: IMF Borrowing Arrangements. 16. 5. 2011, <<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/gabnab.htm>>.
- IMF (2009e): A Factsheet: How to Increase the IMF's Lendable Resources. April 2009, 14. 5. 2011, <<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/imfresources.htm>>.
- IMF (2009f): Participants in New Arrangements to Borrow and Potential New Participants Discuss Expansion and Reform of IMF Credit Line. Press Release No. 09/143, 14. 5. 2011, <<http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2009/pr09143.htm>>.
- IMF (2010l): Factsheet: Special Drawing Rights. 31 January 2010, 14. 5. 2011, <<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sdr.htm>>.
- IMF (2010n): Factsheet: The IMF's Flexible Credit Line. 5 October 2010, 14. 5. 2011, <<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/fcl.htm>>.
- IMF Survey Magazine (2009): Agreement with Banks Limits Crisis in Emerging Europe. *IMF Survey Magazine*, 28 October 2009, 16. 5. 2011, <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2009/INT102809A.htm>>.
- Sarkozy, Nicolas (2011): Address by the President of the French Republic. Press conference to present the presidency of the G20 and G8. Elysée Palace-Monday, 24 January 2011, 16. 5. 2011, <[http://www.g20-g8.com/g8-g20/root/bank\\_objects/Dossier\\_de\\_presse\\_G20G8\\_version\\_anglaise%5b1%5d.pdf](http://www.g20-g8.com/g8-g20/root/bank_objects/Dossier_de_presse_G20G8_version_anglaise%5b1%5d.pdf)>.

### **Poznámka**

Článek vznikl v rámci projektu Interní grantové agentury Vysoké školy finanční a správní č. 7720/2010.