

Obecné a zvláštní příčiny finanční krize a jejich důsledky pro regulaci jednotlivých segmentů finančních služeb

Jaroslav DAŇHEL – Eva DUCHÁČKOVÁ*

Financial Crisis Changed the Role and Statement of Individual Segments of Financial Services

Abstract

This article is dealt about present financial crisis as a result o credit expansion. Debt problem was mask with financial instrument innovations, namely structured bonds in securing form. By the help of this Instruments were walked around state the regulatory body and postpone assignment of disequilibrium. Part of rating agency in this process is described. Special attention paid to impact of financial crisis on financial market, especially on insurance business. The article calls attention on asymmetry information problem and possible influence and adequacy of regulatory attitudes on return to equilibrium level particularly in EU.

Keywords: *financial crisis, financial instrument innovations, regulatory projects, rating agency, crisis impact to financial market, especially on insurance branch, possibility of state regulatory of insurance market*

JEL Classification: D74, D81, D82, G22

Celosvětová drtivá finanční a hospodářská krize více než rok globálně a osudově poznamenávala fungování finančního systému ve všech jeho sektorech, a dokonce v některých ohledech erodovala i samotná paradigmata ekonomie. Liberální ekonomové teď prožívají obzvláště těžké časy. Krize je zejména politiky přičítána neschopnosti trhu v podmínkách globalizace vracet se po vychýlení zpět do rovnovážné polohy, a tudíž za lék považují zesílení státní regulace.

Položme si tedy nejprve zásadní otázku: Trpí opravdu globální trh chronickou insufiencí korigovat odchylky a mírnit volatilitu ekonomických ukazatelů?

* Jaroslav DAŇHEL – Eva DUCHÁČKOVÁ, Vysoká škola ekonomická v Praze, Fakulta financí a účetnictví, Katedra bankovníctví a pojišťovnictví, W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3, Česká republika; e mail: danhel@vse.cz; duchack@vse.cz

Opravdu již „Smithova neviditelná ruka trhu“ vůbec nefunguje? Současná krize znovu potvrzuje, že z pohledu určité ztráty samoregulační schopnosti je problémový zejména jeden tržní segment – finanční trh, který je mimořádně náchylný k enormně spekulativnímu chování účastníků, jehož zkoumání spadá do oblasti „měkkých“ vědních disciplin, jako je psychologie, sociologie apod. Navíc tento trh svou vysokou autonomností a vnitřní propojeností se stává extrémně neprůhledným s potenciální výraznou asymetrií informace. Suma sumárum: finanční trh v současné době namísto toho, aby reálné ekonomice sloužil, ji ohrožuje.

Současné přenášení krizových jevů z finančních trhů do reálné ekonomiky pak vytváří zcela nové hospodářské prostředí, přinášející kvalitativně nová rizika pro ekonomické subjekty. Nastupující recese spojená se snižováním poptávky znamená pro některá odvětví významné obtíže a s tím související snižování počtu pracovních míst. Za lék jsou znovu, zejména politiky, považovány státní zásahy, včetně v zásadě antiglobalizačních úvah o vhodnosti protekcionismu a autarkie. Někteří ekonomové mluví o definitivním konci života liberálních ekonomických principů.

Je tudíž zřejmě nezbytné si nejprve ujasnit, co je na současné finanční a hospodářské krizi obecné a co je zvláštní. Toto rozlišení je prvoplánovým cílem tohoto článku.

Obecné příčiny současné finanční krize

Obecný, historicky pravidelně se projevující krizový faktor je přehřátí světové ekonomiky v době konjunktury. Jako konjunkturální se jevila dekáda na přelomu milénia, bylo to období silného a stabilního hospodářského růstu při mírné inflaci, s nízkými úrokovými (a rizikovými) sazbami, a hlavně bez výraznějších volatilních výkyvů na finančních trzích. Na trzích s přebytkem likvidity panovala optimistická nálada, tomu odpovídajícím způsobem klesala averze k riziku, investoři se pouštěli do realizace stále výnosnějších, ale i výrazně rizikovějších strategií. Mohutná vlna investiční aktivity vedla k oživení na burze a také k růstu spotřebních a hypotéčních úvěrů, mnohdy pochybné kvality. Pověstná bublina se začala pomalu, ale jistě nafukovat. Rozhodujícím faktorem pak bylo, že tento celosvětový, zejména pak americký hospodářský růst byl založen na masivní úvěrové expanzi, což je na této krizi další, historicky se opakující obecný krizový impuls.

Na konci roku 2007 již začínalo být evidentní, že v této, jinak příznivě se jevící době byly ve světové ekonomice založeny závažné nerovnovážné procesy: docházelo k hrubému porušování základních ekonomických zákonů, zejména v poměru mezi produkcí a spotřebou, tedy dlouhodobým žitím na dluh buď

prostřednictvím veřejných financí, anebo spotřebitelských či hypotéčních úvěrů nad rámec, který je ještě únosný v rámci tržních pravidel. Ekonomika USA s dolarem představujícím světovou rezervní měnu, a tudíž podporujícím neadekvátní spotřebu, s poklesem míry úspor a prudkým nárůstem úvěrových aktivit, ale i další, podobně se chovající ekonomiky se na počátku roku 2009 nacházely ve volném pádu a za uplatňování tohoto životního stylu zaplatily a platí krutou daň. Podstata současné krize je tudíž stejná jako v minulosti: nadspotřeba. Jejím novým projevem je dlouhodobý souběh ekonomických, finančních, institucionálních, politických příčin a její globální povaha. Pavel Dvořák (2008) ji charakterizuje jako globální systemickou finanční krizi, jejíž základní příčinou je dluhový problém, jehož důsledkem je insolvence dlužníků.

Specifické příčiny krize, zejména bublina vytvořená inovativními finančními instrumenty

Jev, který považujeme v současné krizi za zvláštní a pro tuto krizi specifický, je skutečnost, že při ní nedošlo k *runu* na banky ze strany bankovních klientů tak, jak tomu bylo při cyklických propadech až dosud, ale došlo k *runu* na banky od samotných bank, což následně vedlo ke ztrátě likvidity a posléze k zablokování mezibankovního trhu.

Za zvlášť závažný faktor, představující zvláštní, specifickou příčinu krize, považujeme fakt, že dluhový problém byl v masovém měřítku dlouho zakrýván inovativními finančními produkty, zejména strukturovanými úvěrovými instrumenty v sekuritizované podobě. Tyto nové produkty, představující sekuritizaci soukromých dluhů, je možno označit za významnou systémovou změnu na světových finančních trzích. Podle P. Dvořáka (2008) proces sekuritizace soukromých dluhů měl tři zásadní negativní důsledky: ad jedna, napomohl k nadměrné úvěrové expanzi; ad dvě, přispěl k anonymizaci věřitelsko-dlužnických vztahů; ad tři, protože u sekuritizovaných úvěrů není známa věřitelská struktura, při defaultu není jasné, na koho je dluhové břemeno přesouváno, tedy kdo nese vzniklé ztráty. Kvůli složitosti sekuritizovaných úvěrových balíčků neměl nikdo jistotu, kdo co vlastní a jakou to má cenu.

Z konjunkturálního prostředí – vytvořeného na přelomu milénia – vyplývající nezřízeně optimistické, rizikově neaverzní a neadekvátní hordové chování soukromých finančních institucí vytvářelo silný tlak na spekulativní rizikovou alokaci volných zdrojů, což bylo finančními trhy nepřiměřeně dlouho tolerováno. Navíc se v této souvislosti jako nepřiliš účinná ukázala regulatorní opatření, zaměřená na minimalizaci kreditního rizika, finanční instituce včetně renomovaných bank demonstrovaly, jak regulační opatření bylo vcelku snadné inovativními produkty

obejít. Záhy se pak začala projevovat nízká absorpční schopnost trhů ohledně informací o zhoršování nerovnováhy a prvních příznacích krize.

Krizi odstartoval trh rezidenčních nemovitostí ve Spojených státech a ta postupně z globální hypotéční krize přerostla v krizi likviditní, jejímž výsledkem byl *credit crunch* a vysoká nestabilita v bankovním sektoru. Kolapsem byly postiženy i bankovní domy, o kterých donedávna platilo *to big to fail*, anebo *to big to beautiful*, za všechny jmenujme alespoň banku s „modrou krví“ Lehman Brothers, jejíž krach otevřel závažnou otázku o samém smyslu existence samostatného investičního bankovníctví.

Globální problémy na úvěrovém trhu přiměly světové centrální banky k řešení bezprecedentní fiskální expanzí, tedy poskytnutím masivní peněžní výpomoci ohroženým komerčním bankám, s cílem zvýšit potřebnou likviditu finančního systému. V tomto ohledu zejména bezprecedentní zásah vlády USA nesnese srovnání s *New Deal* F. D. Roosewelta z třicátých let minulého století, který byl zatím považován za historicky nejsilnější státní zásah tohoto druhu do ekonomiky.

Na druhé straně, v době *Nového údělu* mají své ideové kořeny vládou USA zřízené soukromé korporace Fannie Mae a Freddie Mac s cílem podporovat hypotéky pro nízkopříjmové skupiny a tyto hypotéky dotovat z výnosů jiné činnosti. Svou konstrukcí tedy byly pozůstatkem z doby, kdy politické cíle byly předsovány před liberální ekonomické zákony, a tedy tyto hybridy v sobě obsahovaly tržní rozpor prakticky hned od počátku svého působení. Ostatně vládní tlaky na poskytování hypoték chudým vrstvám obyvatelstva, jako určitá substitute sociálních dávek, jsou pro demokratické vlády USA charakteristické: naposledy pro Clintonovu administrativu.

Výhrady k tomuto typu řešení injekcemi z veřejných financí spočívají především v otázce, zda masivní fiskální expanze je správným lékem na předchozí dlouhodobou masivní úvěrovou expanzi, kterou definitivně zodpoví až čas. Odpůrci fiskalizace dále uvádějí popření liberálního principu pročištění trhu Smithovou neviditelnou rukou trhu od institucí, které v tržním prostředí evidentně neobstály, a za další jsou výhrady spatřovány v efektu tzv. kasinového kapitalismu, který je v rozporu se základními principy podnikání: v dobách příznivých jsou zisky finančních institucí přivlastňovány soukromě a v dobách nepříznivých jsou ztráty uhrazovány daňovými poplatníky.

V této souvislosti ještě zůstává otevřenou otázkou, do jaké míry mají zmíněné peněžní injekce veřejných financí do ekonomiky původ ve škrtní jiných vládních výdajů, anebo zda jsou to peníze vzniklé výhradně deficitním financováním. Jde-li o druhý případ, pak jde o řešení novým zadlužením, které bude třeba v budoucnu včetně úroku prostřednictvím daní splácet, což bude nutně oslabovat budoucí

ekonomickou aktivitu. Pozitivem masivní socializace důsledků krize a fiskalizace ztrát bezesporu je, že učinily krizi mělčí, druhou stranou mince pak je, že ji prodloužily.

Krize ratingových agentur a její podíl na vzniku finanční krize

Dalším faktor, který z hlediska členění na obecné a zvláštní považujeme za specificky charakteristický pro současnou krizi, je selhání ratingových agentur. Ratingové agentury mají v současném globální světě nezastupitelnou úlohu při snižování informační asymetrie na finančních trzích tím, že pro instituce a instrumenty vydávají objektivní odborná a nezávislá hodnocení jejich bonity. Velká část investorů je na ratingu přímo závislá, neboť prověřování kvality investice samotným investorem je složité a nákladné. Při ohodnocování inovativních finančních instrumentů, ale v některých případech i klasických instrumentů (dluhopisy islandských bank) v posledním období ratingové agentury zcela selhaly, hovoří se o krizi ratingových agentur. Své „nepozorné“ hodnocení v průběhu krize začaly agentury masově měnit, čímž jen dále posilovaly nervozitu a nedůvěru účastníků tržních interakcí. Současná situace tedy znamená otřesení důvěry v ratingovém agentury, a rovněž ve strukturované sekuritizované dluhopisy (přibližně 62 % všech snížení ratingu bylo spojeno s investicemi do strukturovaných aktiv).

Spoléhání se bank a pojišťoven na vysoký rating instrumentů se tudíž ukázala jako zcela neúčinná. Zejména pak v případě strukturovaných cenných papírů tahaly banky a pojišťovny v mnoha ohledech za kratší konec problému asymetrie informace, cenné papíry pojišťovaly podle vstřícného ratingu uděleného příslušnému cennému papíru (renomovanou) ratingovou agenturou, která byla prakticky jediná, kdo byl plně obeznámen s obsahem sekuritizovaného cenného papíru, označovaného jako bonitní. V důsledku těchto skutečností současná podoba činnosti ratingových agentur prožívá svůj neuralgický bod. I když renomované ratingové agentury se ke svému podílu na vzniku krize hlásí a deklarují, jaká opatření pro budoucnost činí, je zřejmé, že v této oblasti bude muset dojít k celkové změně ekonomicko-legislativního rámce v systému hodnocení bonity ekonomických subjektů a investičních instrumentů.

Projevy finanční krize v odvětví pojišťovnictví, selhání regulatorních projektů

Finanční krize postihla všechna odvětví finančních služeb, tedy včetně komerčního pojišťovnictví. Toto odvětví až do současné doby platilo za osvědčenou konzervativní instituci, umožňující lidské společnosti finančně eliminovat

důsledky nahodilosti. V poslední době však pojišťovnictví reflektuje (s určitým časovým zpožděním) okolní globální volatilní ekonomické prostředí a v některých případech jeho účinnost začíná narážet na bariéru komerčního způsobu jeho provozování. Poslední dekáda totiž pro světové pojišťovnictví nebyla zdaleka tak příznivá, jak se jevila obecně. Podstatné oslabení zdrojů světového pojišťovnictví přinesly na přelomu milénia velké katastrofální škody jednak z tradičních pojišťovaných rizik (povodně, hurikány), jednak z nových nebo modifikovaných rizik (terorismus, SARS, BSE apod.). Pojišťovny a i zajišťovny, jako pojišťovny poslední instance, organizované na komerční bázi, musí dbát o ekvivalenci příjmů a výdajů, a tudíž se musí bránit nekontrolované výši možných výplat škod, za tím účelem nejčastěji stanovují horní hranice (limity) svých plnění. Tím se ovšem výrazně snižuje společenská účinnost pojištění, zejména v případě velkých katastrof, kdy je právě finanční eliminace škod společensky nejpotřebnější. Pojišťovny v pojistných podmínkách také často používají výluky z pojištění a vcelku vlažně se staví k pojišťování nových *emerging* rizik, zejména v oblasti informačních technologií (IT), nových technologií, škod na životním prostředí atd. V poslední dekádě se tudíž intenzivně hledali alternativní formy řešení finančního přenosu důsledků nahodilosti, které by pokryly vzniklou mezeru ve finančním řešení důsledků nahodilosti pojištěním (podrobněji Daňhel, 2005).

V rámci hledání optimálního vícevrstevového a vícezdrojového financování závažných důsledků nahodilosti, zejména přírodních katastrof, se v současnosti nelze obejít bez spoluúčasti veřejných financí. V zemích, které jsou často navštěvované živelními pohromami, se proto v rámci veřejných financí vytvářejí speciální fondy pro určitý stupeň řešení rozsahu živelní katastrofy. V minulé dekádě začalo i intenzivnější využívání například tzv. katastrofických bondů pro rozproštění financování katastrof na celé finanční trhy.

Stabilní vývoj odvětví pojišťovnictví měl v této situaci do budoucna podpořit a zajistit jednak trend mezisektoriální integrace ve finanční sféře, počínaje strategií bankopojištění a vytvářením multifunkčních finančních konglomerátů konče, jednak konkrétní záměr zefektivnění dohledu nad finančními institucemi implementací efektivních nadnárodních regulačních projektů, zvyšujících stabilitu a klientskou bezpečnost ve všech druzích finančních služeb, zejména pak projektu Basel II pro banky a Solvency II pro pojišťovny. Pro toto období byly v souladu s integračním trendem charakteristické zvýšené aktivity v oblasti fúzí a akvizic, které pak v některých případech posouvaly ceny akcií v návaznosti na obecně nízkou úrokovou míru znovu do rekordních výšin, zcela odtržených od fundamentu.

Po výtce nebyly tyto regulační projekty, i když teprve ve fázi postupné implementace, schopny nastupující krizové symptomy indikovat a tak finanční krize, která v bankovním sektoru propukla, se přenesla i na pojišťovny. Pojišťovny

byly expozici nákazy vystaveny dvojím způsobem: jednak možnou riskantnější strategií svých manažerů co do konstrukce pojistných produktů, jednak pádem hodnoty aktiv pojišťovny v portfoliu, kryjícím její pojistně technické rezervy.

Příkladem aplikace riskantní strategie jsou pojišťovny, nabízející pojištění inovativních finančních produktů. Lavina krizové infekce tak strhla největší pojišťovnu dluhopisů – společnost MBIA a další významnou pojišťovnu v tomto segmentu – pojišťovnu Ambac Financial Group, obě ještě nedávno se pyšící ratingem AAA. Podobný osud potkal jinak skvělou neživotní pojišťovnu AIG, až do kolapsu rovněž s ratingem AAA, které stáhly do propasti aktivity jediného oddělení, specializovaného na instrumenty *Credit Default Swap* (CDS). Toto oddělení ovšem svou činnost provozovalo na základě bankovní licence. Obsahem instrumentu je transfer kreditního rizika (platební neschopnosti cenných papírů), tedy vlastně forma pojištění proti finančnímu úpadku emitenta dluhopisů, ovšem oproti klasickým pojistným produktům s jednou nepříjemnou výjimkou: tradiční pojistné produkty jsou předmětem konzervativního státního dohledu, zejména co do výše pojistně-technických rezerv, dostatečných pro krytí pojistných událostí atd.; CDS až dosud nepodléhalo žádnému dohledu či kontrole a regulovalo se samo prostřednictvím International Swap and Derivative Association, jejímiž členy jsou finanční instituce, tedy samotní investoři. Výsledkem byla možnost pojistit si cenné papíry i v případě, kdy finanční instituce příslušné cenné papíry nevlastní.

Zastavme se ještě krátce u problému mezisekteriální integrace a produktové konvergence. Tento trend byl na přelomu milénia považován za pozitivní, upevňující stabilitu a umírněnou volatilitu na finančních trzích. V současné době však musíme konstatovat, že trend koncentrace a mezisekteriální integrace je silně erodován globální časovou a prostorovou kompresí jevů ekonomického světa, a zejména současnou krizí. Lze tedy oprávněně soudit, že vývojové fenomény koncentrace a mezisekteriální integrace mají zřejmě zenit za sebou. Vedle rozpadu některých velkých bankopojišťovacích uskupení (naposledy bankopojišťovny ING) hovoří pro jejich ústup především fakt, že v moderní příjmově polarizované společnosti bohatší skupině klientů již příliš standardizované produkty nevyhovují. Snahou movitějších klientů je získat produkt jim co nejvíce „ušitý na míru“, což je určitým způsobem ve vážném rozporu s hlavní myšlenkou bankopojišťovací balíčkové strategie pro integrovaného poskytovatele služby. Takový produkt na míru na trhu totiž lépe nalezne a sestaví sofistikovaným klientům osobní makléř anebo nezávislý finanční poradce, který se nebude snažit na klienta marketingově působit ve prospěch nějakého určitého produktu, na jehož prodeji je dokonce hmotně zainteresován, anebo standardizovaného produktového balíčku. Není v této souvislosti bez zajímavosti, že Asociace finančních

a investičních poradců České republiky požaduje, aby multifunkčním finančním konglomerátům byla omezena možnost podnikání ve vícero finančních segmentech (blíže viz Gellová, 2009).

Dopad finanční krize na pojišťovnictví má ještě dva aspekty, které z hlediska dopadů na modifikace regulace finančních trhů nemají takovou relevanci, nicméně je nutno je zmínit.

1. Alternativu pro řešení dopadů nahodilosti na ekonomický subjekt vedle transferu rizika na komerční pojišťovnu představuje ještě založení tzv. kaptivní (závislé) pojišťovny, specifické instituce pojistného trhu, vzniklé pro finanční eliminaci rizik pouze zakládajícího subjektu, obvykle velké společnosti. Výhodou řešení kaptivní pojišťovnou je, že v případě nízkého škodního průběhu zůstávají finanční prostředky v rámci holdingu, nevýhodou je nižší stupeň vzájemného vyrovnávání rizik a snížené působení zákona velkých čísel, tyto faktory mohou vést při katastrofální škodě až k insolvenčnímu takto konstruované kaptivní pojišťovny, tedy neúčinnosti takového transferu rizika. Současné krizové finanční klima, kdy sazby komerčních pojišťoven rostou a obchodní společnosti mají problémy s finančními zdroji, nahrává uvažování managementu velkých společností o řešení rizikovitosti své činnosti kaptivními pojistnými operacemi se všemi jeho důsledky.

2. Klienti pojišťoven se v důsledku krize častěji dostávají do finanční tísně a někteří z nich mají tendenci pomoci si k finančním prostředkům morálním hazardem a negativním výběrem. Ve statistikách pojišťoven v posledním období se výrazně zvýšil počet pokusů o pojistný podvod, a to včetně sebepoškozování. Variace na stejné téma je výrazně zhoršený škodní průběh produktů pojištění úvěrů a leasingových smluv, kde se v současnosti klienti s prázdnými peněženkami dostávají častěji do situace, kdy nemohou realizovat další splátky a z titulu pojištění musí nastoupit splácení pojišťovnou.

Důsledky finanční krize pro změny regulace na finančních trzích

Důsledky finanční krize pro změny regulatorního rámce na finančních trzích je druhoplánovým cílem zkoumání v tomto článku. V situacích, kdy se jako v současné době ekonomika propadne na samé dno cyklické sinusoidy, je veřejností požadováno, aby byly strůjci nákazy – finanční trhy přísněji a lépe regulovány (Sarkozy: „málo regulovaný kapitalismus“). Této tezi odpovídá i současný vývoj: Některá postátnění, četná korporativní převzetí a silná expanze státem založených suverénních fondů, u nichž je vzhledem k politickému vlivu obtížné předikovat jejich investiční strategii, prudce posilují úlohu státních aparátů. V současné době se snižuje počet zastánců myšlenky nechat řešení v rukou

tržního systému samotného, tedy chápání recese jako ozdravné terapie a pročištění spontánními tržními procesy.

Nejinak je tomu i v Evropské unii. Po vcelku ostrých odborných i politických diskusích dal letošní červnový summit hlav států zemí EU 25 pokyn k přípravě nové architektury regulace dohledu nad finančními trhy. Následně pak ministři financí se ještě ten samý měsíc shodli na reformě regulace finančního sektoru a dohledu nad ním. Základním kamenem pro tato rozhodnutí je zpráva, kterou na počátku roku zveřejnila skupina zřízená z iniciativy Evropské komise, vedená bývalým šéfem Mezinárodního měnového fondu de Larosièrem, která je však dle názoru mnoha odborníků (např. Jakoubek, 2009) analyticky dosti mělká a spíše než pro závažné rozhodnutí měla být podkladem pro další odbornou diskusi.

Zprávě je především vytýkáno, že se nezabývala otázkami zjednodušení a konsolidace dohledových institucí na národní úrovni, kterých je v EU několik desítek, vážným problémem se v současnosti jeví otázka vzájemné provázanosti projektů pro jednotlivé segmenty finančních trhů (Basel II, Solvency II, MiFID, IFRS atd.), jejichž cíle jsou v podstatě společné, nicméně je sledují každý z trochu jiného úhlu pohledu a výsledkem je zatím značná celková nekonzistence. Společný finanční trh zemí EU funguje jen v příznivých dobách, v časech nepříznivých hradí ztráty ve finančním sektoru daňoví poplatníci té země, ve které vznikly problémy. Příběh poboček islandských bank ve Velké Británii je jasným důkazem porušení pravidla, že rozhodovací pravomoc má mít ten subjekt, který nese odpovědnost a za default platí. Chybí analýza chyb a selhání regulatorních projektů a dohledových institucí v době před vypuknutím krize, chybí vyčíslení nákladů na vznik nových institucí, statuty, a hlavně, jak už bylo zmíněno, vymezení role poslední instance a nositele odpovědnosti za případná selhání.

Ambiciózní plán vybudování panevropských dohledových institucí, jehož „cílem“ je zabránit opakování finanční krize, obsahuje především prvky přísnější regulace bank, pojišťoven a finančních institucí vůbec. V rámci této myšlenkové konstrukce vzniknou dva nové panevropské regulatorní a dohlížetelské orgány: *Evropská rada pro systémová rizika*, sestavená z centrálních bankéřů a národních regulátorů, jejímž úkolem bude monitorovat informace o makroekonomickém vývoji a „obezřetnostní“ situaci v jednotlivých segmentech trhu a vytvořit efektivní systém včasného vyrovnání, a *Evropský systém finančního dohledu*, jehož úkolem bude zlepšit dohled nad finančními skupinami, podnikajícími v zemích EU, ale každá z jejich částí spadá pod jiný národní dohled a regulaci. Paradoxní na tom je ovšem hlavně již zmíněný fakt, že národní orgány v tomto konceptu ponесou odpovědnost a v případě defaultu budou hradit ztráty, ale panevropské orgány budou mít pravomoc, a tudíž budou rozhodovat. Výstižně to nedávno vyjádřil guvernér Bank of England Marvín King: finanční instituce jsou

nadnárodní dokud žijí, když umírají, stávají se výsostně národními. Ve hře jsou další návrhy na regulační zpřísnění: politici Sarkozy a Merkelová požadují limitovat velikost bank a regulovat v současnosti hojně diskutované bonusy bankéřů.

Začíná být stále více zřejmé, že pravidla volného trhu se budou stále více dostávat do rozporu s dohledovou intervenční politikou. Jeden příklad za všechny: Komerční pojišťovny se stále obtížněji vyrovnávají s enormním rozsahem přírodních a jiných katastrof poslední doby, které vznikly z tradičně pojistitelných nebezpečí (hurikány, povodně atd.) a pro úhradu jejich důsledků je nutno stále více využívat vícezdrojové financování. Za této situace je tudíž nanejvýš sporná snaha Evropské komise, aby se komerční pojišťovny více angažovaly na úhradě škod na životním prostředí, které mohou být rovněž enormní. Zaznívají i nároky na pojišťování IT rizik apod., přičemž nad těmito snahami visí otazník, zda by tato pojištění neměla být povinná. V současné etapě krize však lze pojišťovněm spíše doporučit soustředění se na *core business*, tedy na pojišťování tradičních rizik, které do značné míry „pojistně technicky“ (kalkulačně) znají a jejich projevům rozumějí.

Regulaci se budou svou vlastní vinou nuceny podvolit i ratingové agentury. Pro budoucí období bude zcela nezbytné, aby přesněji definovali jednotné metody a postupy ratingu a posílily svou nezávislost včetně odstranění konfliktu zájmů z krátkodobého a dlouhodobého hlediska. V Evropské unii budou moci fungovat jen ty agentury, které budou mít v EU své sídlo, aby mohly podléhat místní regulaci. To například konkrétně znamená, že nejvýznamnější americká ratingová agentura pro pojišťovny a zajišťovny A. M. Best bude muset do Evropy. Intenzivní diskuse probíhá i ohledně problému konfliktu zájmů, například o placení poplatku za rating namísto emitenta investorem, anebo o návrhu zřídit *Evropskou ratingovou agenturu*, které by konflikt zájmů odstranila eliminací konkurence.

Z dosavadní historické zkušenosti však zatím plyne, že obecně po zpřísnění regulace stejně vždy po určité periodě dojde k dalšímu nafukování bubliny v určitém segmentu finančního trhu, a tedy znovu dojde ke krizi. V tomto kontextu je nezanedbatelným faktem také skutečnost, že současná krize vznikla na nejregulovanějším segmentu finančního trhu – trhu bankovním. Navíc, současná rozsáhlá regulační aktivita evropské exekutivy vyvolá nepochybně v klientech finančních institucí zcela mylný dojem, že napříště už bude regulace tak dokonalá, že riziko negativního vývoje, a tedy i finančních ztrát je prakticky nulové.

V této souvislosti je otevřenou otázkou, zda i model Solvency II v oblasti řízení rizik by si i při již plné implementaci poradil s mimořádnými či nepravděpodobnými událostmi současné finanční krize a zda z tohoto důvodu jej nebude třeba modernizovat. Každopádně model Solvency II v mnohém ohledu silně

spoléhá na pojistně matematické modely závislé na historických datech (Ducháčková, 2007), přičemž se všeobecně zapomíná, že matematika není dialektickou metodou poznání, a tudíž některé problémy, související s predikcí pojišťovacího byznysu, není schopna řešit. Externí svět je nepředvídatelný a zcela objektivní ocenění rizik neexistuje. Navíc tu stále platí základní metodologický rozpor tohoto typu predikce – jak učinit budoucnost předmětem vědeckého zkoumání, když jako předmět ještě neexistuje. A rozhýbat minulé podmínky, které zobrazují subtilní matematické modely, do budoucnosti, se zatím žádnému finančnímu či pojistnému matematikovi nepodařilo.

Robert Holman (2009) požaduje, aby regulace napříště neobsahovala prvky procykličnosti, které mohou působit ve směru ještě dalšího rozkolísání finančních trhů; podle jeho názoru regulatorní projekty (Basel II) významné prvky procykličnosti obsahuje. Regulace by měla být jednoduchá, transparentní a důsledně vyžadovaná.

V této souvislosti není nezajímavé, že v roce 2007 na základě provedeného průzkumu Centrem pro studium finančních novinek v New Yorku a společností PricewaterhouseCoopers byl sestaven žebříček třiceti tří rizik, jejichž realizace se nejvíce obávají komerční pojišťovny. Na prvním místě to je *přílišná regulace* a až na druhém místě *živelní pohromy* (za rok 2008 již byly na prvním místě *důsledky krize* pro pojišťovny).

Za regulatorní riziko je považováno především přehlížení soukromé charakteru regulovaných subjektů, některé státní orgány se stále chovají tak, jako kdyby regulovaly státní subjekty. Časté přizpůsobování se změnám předpisů jde na úkor přizpůsobování se tržním změnám a je dosti nákladné a ve svém důsledku může i vést k výrazné distorzi vybraných právních vztahů, podnikatelského, konkurenčního prostředí apod. Jsme názoru, že to platí z důvodů, které jsme popsali v předchozím textu, i pro projekt Solvency II přes jeho schválení Evropskou komisí. Týká se to možného neindikování specifických příčin současné krize, zejména zamezení obcházení potřebné konzervativní regulace inovativními spekulativními finančními instrumenty a modernizace způsobu hodnocení bonity finančních institucí a finančních instrumentů vůbec.

V současném složitém globálním světě je regulace ekonomických aktivit na trzích – zejména pak na trzích finančních, náchylných ke spekulativnímu chování účastníků interakce, jako tradiční obecné příčiny krize – nezbytností. Neměla by však nahrazovat kvalitu kvantitou. Měla by nejprve zjednodušit a konsolidovat dohledové instituce na národní úrovni, tedy ty, které ponese eventuelní důsledky (zachraňovací náklady) a teprve pak budovat nadnárodní dohledové orgány (HAMPL, 2009), nikoliv naopak. Regulace by měla být profesionální, koordinovaná, trvající na transparentci trhů. Nalezení adekvátní polohy tržně konformní regulace je imperativem dneška.

Závěr

Současný globální svět je charakteristický časovou a prostorovou kompresí jevů, souvisejících se současnou světovou finanční a hospodářskou krizí, což se projevuje jak utvářením nového ekonomického prostředí, tak modifikováním samotného obsahu tradičních ekonomických kategorií. V současné krizi lze vystopovat obecné opakující se příčiny krize, zejména konjunkturální přehřátí světové ekonomiky a masivní úvěrová expanze a s ní související nadspolečnost, tak i zvláštní příčiny, kterými byly především kreace inovativních finančních instrumentů a selhání ratingových agentur. Co se týče obecných příčin je těžké dělat jakoukoliv predikci. Trh svými mechanismy k obnovení globální rovnováhy bude v tomto ohledu moci působit jen omezeně, nelze tedy odůvodněně předpokládat, že se změní postavení dolaru jako hlavní rezervní měny, mimo působení trhu zůstane problém vývoje zadlužení vlády USA, problém uvolňování kurzu čínské měny atd. Navíc, střídání investorského optimismu a pesimismu patří neoddelitelně ke svobodnému trhu a dotýká se všech odvětví, jak jsme již konstatovali, a nejvýrazněji se tento fenomén projevuje na finančních trzích.

Specifické, zvláštní příčiny krize by se již v budoucnu opakovat neměly, na ně jsou zaměřeny přísnější regulační přístupy. Ovšem novátorské rizikově neaverzní postupy investorů, a tedy i kreace zcela nových typů bublin v optimistickém investorském období, kdy finanční instituce a i ratingové agentury podceňují kreditní rizika, lze jen stěží pro budoucnost zcela vyloučit.

V devadesátých letech nastoupené trendy mezisektoriální integrace a implementace efektivnějších regulačních projektů procházejí v posledním období závažnými korekcemi. Strategie mezisektoriální integrace má již zřejmě svůj zenit za sebou.

Finanční krizí prokázaná neschopnost regulačních projektů i konkrétních modelů řízení rizik poradit si s mimořádnými nebo nepravděpodobnými událostmi vyvolává potřebu jejich přehodnocení a modernizace. Týká se to zejména, jak již bylo zmíněno, zvláštních, specifických příčin krize: zamezení obcházení potřebné konzervativní regulace inovativními spekulativními finančními instrumenty a modernizace způsobu hodnocení bonity finančních institucí a finančních instrumentů vůbec. Zásadní otázkou pak je hodnocení současných exekutivních aktivit k zextenzivní regulaci. Regulace by měla být kvalitnější, tj. profesionální, koordinovaná, trvajících na transparentnosti trhů. Samotný kvantitativní nárůst regulace se nejeví jako cesta z krize.

Literatura

- CEP (2008): Americká finanční krize. [Sborník textů č. 71/2008.] Praha: Centrum pro ekonomiku a politiku.
- DAŇHEL, J. (2005): Quality Changes in Commercial Insurable Risk. *Acta oeconomica*, č. 4, s. 113 – 120.
- Deloitte Touche Thomatsu (2007): Take a Balanced Approach. What does MiFID Mean to You?. <http://www.deloitte.com/assets/Dcom-SlovakRepublic/Local%20Assets/Documents/sk_mifid_brochure_160407.pdf>.
- DUCHÁČKOVÁ, E. (2007): Rizika pojišťovacích institucí a jejich řízení. *Auditor*, *XIV*, č. 4, s. 11 – 17.
- DVOŘÁK, P. (2008): Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize. Praha: C. H. Beck.
- JANÁČEK, K. (2008): Návyková zadluženost. *EURO*, č. 44, s. 54 – 56.
- HOLMAN, R. (2009): Budoucnost kapitálové regulace bank. *Bankovníctví*, č. 5, s. 18 – 19.
- GELLOVÁ, M. (2009): Regulace a realita. In: Finanční trhy a jejich regulace – vývoj a současný stav. [Sborník z konference.] Praha: VŠFS.
- HAMPL, M. (2009): Proč EU opět staví dům od střechy? *EURO*, č. 35, a, 76 – 77
- JAKOUBEK, J. (2009): Finanční krize – sekuritizace a ratingové agentury. [Bakalářská práce.] Praha: VŠE v Praze.
- JAKUB, F. (2009): Regulace – cesta z krize? In: Finanční trhy a jejich regulace – vývoj a současný stav. [Sborník z konference.] Praha: VŠFS.
- Slovenská asociácia poisťovní (2007): Rebríček poisťovních rizík vedie prílišná regulácia. *Poistné rozhlady*, č. 3, s. 1.