

mezi jednotlivými národními měnami. Touto dominantní měnou v současném mezinárodním měnovém systému je americký dolar. Do jeho postavení v roce 2009 nikterak výrazněji nezasáhla ani finanční krize, která začala o rok dříve. Americký dolar se tak podílel na skladbě světových devizových rezerv ze 62 procent (euro z 27 procent), bylo v něm denominováno 45 procent všech mezinárodních dluhů (v eurech 32 procent), účastnil se 86 procent všech měnových transakcí (euro 38 procent)⁴⁴ a sloužil v té či jiné formě jako kotva pro směnný kurz 66 států světa (euro pro 27 států).⁴⁵

LITERATURA

- Bureau of Economic Analysis. *U. S. Net International Investment Position at Yearend 2009*. Online zdroj: <http://www.bea.gov/newsreleases/international/intinv/intinvnewsrelease.htm>.
- Cohen, B. J. 2004. *The Future of Money*. Princeton and Oxford: Princeton University Press.
- Český statistický úřad. Online zdroj: <http://www.czso.cz/csu>.
- Články dohody Mezinárodního měnového fondu.
- Davies, G. 2002. *A History of Money*. Cardiff: University of Wales Press.
- Department of the Treasury. *Major Foreign Holders of Treasury Securities*. Online zdroj: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Documents/mfh.txt>
- Eichengreen, B. 2009. „The Dollar Dilemma“. In: *Foreign Affairs*. Vol. 88, Issue 5. 53–68.
- Eichengreen, B. 2008. *Globalizing Capital*. Princeton and Oxford: Princeton University Press.
- Eichengreen, B. 1996. *Golden Fetters*. Princeton and Oxford: Princeton University Press.
- Gilpin, R. 2001. *Global Political Economy*. Princeton and Oxford: Princeton University Press.
- Grieco, J. M. a Ikenberry, G. J. 2003. *State Power and World Markets*. New York and London: W. W. North & Company.
- Hall, T. E. a Ferguson, J. D. 1998. *The Great Depression*. Ann Arbor: University of Michigan Press.
- Krugman, P. R. a Obstfeld, M. 2003. *International Economics*. Boston: Addison Wesley.
- Mishkin, F. S. 2010. *The Economics of Money, Banking & Financial System*. Boston: Addison Wesley.
- Oatley, T. 2006. *International Political Economy*. London: Pearson Longman.
- Spero, J. E. a Hart, J. A. 2010. *The Politics of International Economic Relations*. Wadsworth: Cengage Learning.
- World Trade Organization 2010. *International Trade Statistics*. Geneva. Online zdroj: http://www.wto.org/english/res_e/statis_e/its2010_e/its10_toc_e.htm
- Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance.
- Žídek, L. 2009. *Dějiny světového hospodářství*. Plzeň: Aleš Čeněk.

⁴⁴ Vzhledem k tomu, že se měnových transakcí účastní vždy dvě měny, je celkový procentuální součet transakcí všech měn roven 200 procentům.

⁴⁵ Eichengreen 2009. „The Dollar Dilemma“.

KAPITOLA VI.

POLITICKÁ EKONOMIE MEZINÁRODNÍCH FINANČÍ

Bankovníctví, kapitálové toky, finanční krize

V roce 2009, rok po propuknutí světové finanční krize, dosáhl objem mezinárodního obchodu 12,5 bilionu dolarů za rok, objem mezinárodních finančních transakcí však byl ve stejném období v průměru téměř čtyři biliony dolarů za den!¹ Finanční transakce vztahující se čistě k mezinárodnímu obchodu by tak bez problémů šlo – za standardního objemu obchodování na finančních trzích – vyřídit za šest dní, zbylé transakce se z drtivé většiny týkaly převodu finančních aktiv. Už z těchto čísel je zřejmé, že analýza peněz v mezinárodním systému pouze na základě jejich funkce jako prostředku směny usnadňujícího mezinárodní obchod, bez zahrnutí čistě finančních toků, je v současném světě zcela nedostatečná. Současný nepochopení mezi jednotlivými typy transakcí však neexistoval vždy. Jak si ukážeme dále v textu, vlády se především během prvních desetiletí po druhé světové válce snažily klást volnému pohybu kapitálu značné překážky. Postupně však jejich odhodlání dostávalo čím dál větší trhliny a od 70. let došlo na tomto poli mezinárodních vztahů doslova k revoluci.

V minulé kapitole jsme se již dotkli některých témat, jako dluhu, kapitálu a investice. Tyto pojmy mají přímý vztah k funkci peněz nejen jako prostředku směny, ale také jako uchovateli hodnoty. Vztah funkce peněz jako prostředku směny a jako uchovatele hodnoty však není zcela bezproblémový. Je s ním spojena celá řada otázek, které v mezinárodním systému mohou vyvolávat mnoho nových konfliktů, jak se svět ostatně během let po začátku finanční krize v roce 2008 přesvědčil více než dobře. V této kapitole nejdříve přiblížíme problematiku mezičasové směny. Použití peněz při mezičasové směně s sebou přináší řadu možností, ale také několik potenciálních problémů. I když to není v textech tohoto typu úplně obvyklé, rozhodli jsme se v nejnútnejší možné míře seznámit čtenáře se základy fungování bankovníctví – hlavního zprostředkovatele mezičasové směny v hospodářství. Jenom tak lze podle našeho názoru získat smysluplnou představu o způsobu fungování mezinárodního finančního systému a po vazě jeho problémů. Těmto tématům se věnuje druhá část kapitoly.

¹ *Triennial Central Bank Survey*. 2010. Basel: Bank for International Settlements, 7.

MEZIČASOVÁ SMĚNA

Vzhledem k tomu, že peníze mají schopnost uchovávat si v čase svou hodnotu, umožňují plánovat rozhodnutí týkající se spotřeby a výroby směrem do budoucnosti. Jednou z možností, kterak využít této jejich vlastnosti, je získané peníze zadržovat, vytvářet úspory, které budou následně použity buď ke spotřebě, nebo k **investici** v budoucnosti.² Pojem investice má v ekonomii oproti svému použití v běžné mluvě poněkud posunutý význam. Zatímco v běžné mluvě znamená investice koupí jakéhokoli aktiva, které je schopno uchovávat si hodnotu, nebo ji dokonce zvyšovat či přinášet úrok, v ekonomickém žargonu slovo investice znamená pořízení statků a služeb primárně za účelem jejich použití k produkci zboží a služeb.³ Nákup několik let starého domu tak v tomto smyslu není investicí, dům už sloužil ke spotřebě ještě před tím, než jsme si jej pořídili. Stejně tak nákup dříve emitovaných akcií není investicí. Naopak nákup nových strojů, surovin či budov za účelem další výroby investicí je. Stejně tak jako nákup nově emitovaných akcií, pokud firma získané prostředky použije např. na nákup výrobního zařízení. Všechny statky, jejichž primárním účelem je tvorba zisku, se souhrnně nazývají **kapitál**. Pokud mluvíme o kapitálu a máme na mysli jeho hmotnou formu, označujeme jej jako **reálný kapitál** (budovy, stroje). Peněžní prostředky určené k nákupu reálného kapitálu se nazývají **finanční kapitál**. Finančním kapitálem však bývají označovány i finanční prostředky, které přinášejí zisk bez ohledu na to, zda jsou použity k pořízení reálného kapitálu či nikoli. V jejich případě je rozhodující pouze to, že jsou použity k tvorbě zisku.

Zadržování peněz a vytváření úspor je zdlouhavý a nákladný proces. Vzhledem k tomu, že v jeden časový okamžik existuje na světě mnoho lidí,

² Právě zde vzniká ona nesmírně kontroverzní otázka problematičnosti vztahu mezi funkcí peněz jako prostředku směny a uchovatele hodnoty. Neoklasická finanční teorie není v současnosti schopná adekvátního uchopení této kontroverze a vlastně pro ni ani neexistuje. Je to do značné míry důsledek skutečnosti, že v jejím rámci nedochází k rozlišení rizika a nejistoty. Riziko na finančním trhu je číselně vyjádřitelná pravděpodobnost nenaplnění dohody. Nejistota se číselně vyjádřit nedá. Tržní aktéři jsou podle neoklasické ekonomie schopni zhodnotit riziko, které plyne z mezičasové směny. Procentuálně neuchopitelná nejistota neexistuje, a neexistuje tak ani pnutí mezi zmíněnými vlastnostmi peněz. Pokud ale přiznáme existenci nejistoty, pak může docházet ke změnám množství peněz v oběhu na základě rozdílného vnímání nejistoty tržními aktéry. Peníze tak jsou dobrým nebo špatným uchovatelem hodnoty na základě rozhodnutí aktérů trhu používat jich více, nebo naopak méně ve formě prostředku směny. Blíže k této problematice Keynes 1997. *The General Theory of Employment, Interest and Money*; Minsky 2008. *Stabilizing and Unstable Economy*.

³ Např. Mankiw a Taylor 2008. *Macroeconomics*.

kteří peníze mají, ale nemají k dispozici adekvátní možnosti jejich využití, a naopak je také řada lidí, kteří mají možnosti, ale ne peníze, otevírá se prostor pro vznik mezičasové směny a finančního systému. **Finanční systém** je mechanismus, s jehož pomocí se zápůjční kapitál přemísťuje od těch, kteří jej momentálně nepotřebují (spoří), k těm, kteří jej chtějí a mají možnost využít. Podstatou fungování finančního trhu je **mezičasová směna**. Ve své podstatě se jedná o dohodu, v jejímž rámci se jedna strana vzdá okamžitého nákupu zboží a služeb a své finanční prostředky poskytne druhé straně, která je k takovému nákupu zrovna potřebuje. Druhá strana se samozřejmě zaváže zapůjčenou částku vrátit, vzniká tak **dluh**, a většinou navíc přidat poplatek za umožnění využití této částky – **úrok**. Úrok je v tomto smyslu odměnou, kterou dostává věřitel za to, že se na určitý čas vzdal spotřeby. Jinak řečeno úrok je odměnou za odloženou spotřebu. Rozlišujeme nominální úrokovou sazbu a reálnou úrokovou sazbu, reálná úroková sazba je částka, která vznikne odečtením míry inflace od nominální úrokové sazby. Při nízké inflaci lze provést odečet přímo, tj. pokud je v zemi míra inflace pět procent a nominální úroková sazba sedm procent, reálná úroková sazba je rovna dvěma procentům. Při vysokých mírách inflace by podobný postup vedl ke zkreslení.⁴ Technicky je úrok **cenou** v podobném smyslu, v jakém existují ceny za různé zboží a služby, jako např. rohlíky nebo jízdné. Jako ostatní ceny se i úrok na trzích řídí zákony nabídky a poptávky. Tj. pokud je poptávka po kapitálu při dané úrokové sazbě vyšší než nabídka, úroková sazba⁵ se zvyšuje. Naopak pokud je nabídka kapitálu při dané sazbě vyšší než poptávka, úroková sazba se sníží. Trhy tak mají tendenci samy od sebe vyrovnávat jakékoli nerovnováhy, které na nich vznikají.⁶

Na rozdíl od většiny ostatních cen, jejichž výše je opravdu určována silami nabídky a poptávky, je úroková sazba ovlivňována zásahy státu. Ve většině zemí má tuto politiku na starosti **centrální banka**. Pomocí ovlivňování úrokové sazby se centrální banky snaží ovlivňovat množství peněz v oběhu. V demokratických zemích jsou centrální banky od 90. let 20. století většinou politicky nezávislou státní institucí, jejímž cílem je dohlížet na cenovou stabilitu, méně často i na nezaměstnanost.⁷

Je potřeba mít na paměti, že peníze jsou v podstatě nárokem na určité množství statků a služeb odpovídající jejich hodnotě a jsou tak v jistém smyslu pouze vyjádřením hodnoty těchto statků a služeb. V rámci mezičasové

⁴ Detailní vysvětlení problematiky lze nalézt v: Barro 1997. *Macroeconomics*, 249–251.

⁵ Procentuální částka z půjčených peněz, kterou platí dlužník věřiteli.

⁶ Více k problematice mezičasové směny: Barro 1997. *Macroeconomics*, 249–251.

⁷ Pro Evropskou centrální banku je hlavním cílem udržování stabilní cenové hladiny v eurozóně. Naopak americká centrální banka FED má dva rovnocenné cíle: udržování stabilní cenové hladiny a zároveň nízké nezaměstnanosti.

směny tak jde v posledním důsledku právě o ono zboží a služby. Jinak řečeno, i na finančních trzích se nakonec jedná o směnu zboží a služeb, ale v rámci delšího časového období. Skutečnost, že různé osoby využijí peníze k nákupu v různý čas, je umožněna právě funkcí peněz jako uchovatele hodnoty. Peněžní půjčka je tak pouze vnější podobou mezičasové směny zboží a služeb. Pro zaplacení dluhu je ve většině případů potřeba vytvořit zboží a služby, s jejichž pomocí bude zajištěn peněžní příjem, který následně poslouží k vyrovnání závazků. Pouze subjekty schopné tvorby peněz bez návaznosti na reálnou ekonomiku se mohou tomuto řetězci událostí vyhnout. Těmito subjekty jsou v současné ekonomice pouze národní státy, které mají oficiálně monopol na tvorbu peněz, a dále někteří zprostředkovatelé finančního trhu, kteří tento monopol de facto narušují.⁸ Reálné bohatství vzniká pouze v reálné ekonomice, peněžní ekonomika slouží pouze k zajištění efektivnější produkce a rozdělování v reálné ekonomice.

Výše zmíněné skutečnosti o vyrovnávání dluhů neplatí výlučně pro subjekty působící v rámci mezinárodních ekonomik, ale i mezinárodně. Častým problémem mezinárodních ekonomických vztahů je skutečnost, že si buď samy státy, nebo soukromé subjekty půjčují v zahraničních měnách. Státy tak činí většinou ve snaze o zvýšení vlastní mezinárodní důvěryhodnosti a s cílem bojovat s vysokou domácí inflací. Dluh v zahraniční měně je tak často brán jako závazek státu k provádění rozumné domácí hospodářské politiky. Bohužel většinou bývají právě tyto půjčky zdrojem finančních krizí, ať už kvůli tomu, že se stát odchýlil od závazku provádět rozumnou hospodářskou politiku, anebo protože ekonomiku zasáhl nějaký vnější šok, se kterým se nebyla schopná vypořádat. Často bývají přítomny oba faktory najednou. Podstatou problému je skutečnost, že k umoření dluhu v zahraniční měně je potřeba, aby v rámci zdanitelného národního hospodářství byl v této měně také generován příjem. Např. pokud si stát půjčí v zahraniční měně a použije půjčku pro nákup kapitálového vybavení státní firmy, je potřeba, aby v rámci jeho zdanitelné národní ekonomiky existoval subjekt, který vytváří příjmy v zahraniční měně, které je tento stát schopen získat. Je přitom jedno, jestli se tak děje přímo (státní firma je schopná vyvážet své zboží na zahraniční trhy a takto získané příjmy slouží k uhrazení dluhu) nebo nepřímo (soukromé subjekty mají dostatečné zahraniční příjmy, díky tomu udržují relativně stabilní směnný kurz a stát je schopen jejich zdaněním a následnou konverzí domácích peněz v zahraniční dluh zaplatit). Stát, v jehož měně je denominována největší část mezinárodních dluhů, se tak dostává do obrovské výhody,⁹ protože vláda této země si může do

určité míry dovolit splácet dluhy pouhou tvorbou peněz. Vlády ostatních zemí musí za účelem splácení dluhů denominovaných v zahraniční měně být schopny v rámci své zdanitelné ekonomiky zajistit dostatečný příjem na základě produkce reálných statků, které jsou poptávány (přímo nebo nepřímo) v měně, v níž tyto vlády dluží.¹⁰ Měnu cizího státu prostě nelze beztestně vytvářet jen tak z ničeho.

V reálném světě posledních desetiletí jsou místem, kde vznikají největší nerovnováhy v mezinárodních hospodářských vztazích, právě finanční trhy. Vzniklé nerovnováhy mnohdy vedou až k bouřlivým **dluhovým krizím**, které čím dál častěji a s čím dál větší intenzitou dopadají na různé části světa. Příčiny těchto krizí a vhodné návrhy na jejich řešení a prevenci jsou předmětem vášnivých sporů různých ekonomických přístupů.¹¹ Základ těchto problémů plyne z faktu, že v rámci mezičasové směny vzniká dluh, tj. závazek splacení půjčky v budoucnosti bez jistoty, že k takovému splacení opravdu dojde. Neschopnost splácet půjčku většinou plyne ze skutečnosti, že poskytnuté prostředky jsou často využity k neproduktivním investicím nebo jsou proplýtvány ve spotřebě, např. pro zajištění luxusního života a válečných dobrodružství různých autoritářských elit. Vládnoucí vrstvy často využívaly půjčky k udržení vlastní moci, ať už pomocí přímých úplatků, nebo v podobě uplácení mas obyvatelstva, např. skrze dotované ceny. Země následně nebyly schopné zajistit si dostatečné příjmy v cizích měnách ke splácení dluhu a výsledkem byla dluhová krize.¹²

Z případů zneužití půjček, které byly navíc často politicky motivovány, vznikl v mezinárodních vztazích i etický problém. Mimo skutečnost, že nesplacení půjček často ohrožovalo chod celého mezinárodního finančního systému, je potřeba zdůraznit fakt, že dlužnickým zemím nebyly dluhy po dlouhou dobu odpouštěny ani po demokratických revolucích, které svrhly elity zodpovědné za zadlužení země. Obyvatelstvo muselo dluh splácet, i když byl sjednán často proti jeho vůli. Politicky motivované půjčky a na jejich základě vznikající krize byly charakteristické především pro 70. a 80. léta 20. století a často měly spojitost s probíhající studenou válkou. Jak SSSR, tak USA se snažily zajistit přízeň důležitých rozvojových zemí právě poskytováním politicky motivovaných půjček. Tyto půjčky neměly

¹⁰ Zjednodušeně lze pomocí pojmů z minulé kapitoly také říct, že přebytky na finančním účtu platební bilance (půjčování) lze v rámci delšího časového období splatit pouze pomocí přebytků na běžném účtu platební bilance (tvorbou zboží a služeb).

¹¹ Mezinárodní měnové a finanční vztahy jsou vůbec oblastí ekonomiky, ve které převládá mezi ekonomy značná nejednotnost v názorech, na rozdíl od řady jiných oblastí, jako např. mezinárodního obchodu, které jsou daleko méně kontroverzní. Gilpin 2001. *Global Political Economy*, 243–244.

¹² Oatley 2006. *International Political Economy*, 138–141.

⁸ Blíže tuto skutečnost rozvádí část věnující se bankovníctví.

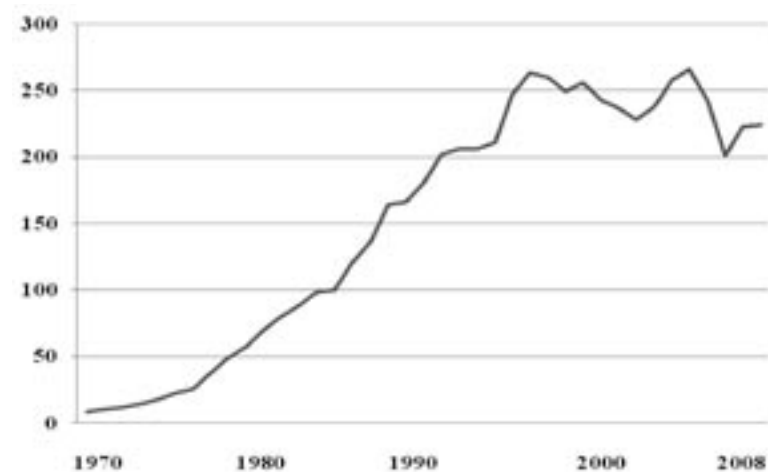
⁹ Strange 1994. „The Structure of Finance in the World System“, 98.

pouze povahu mezistátních dohod, ale často se jich účastnily i soukromé subjekty nebo mezinárodní instituce (Světová banka). V některých případech naopak mezinárodní instituce půjčku z politických důvodů odmítly poskytnout. Státy tímto způsobem byly schopny využít mezinárodní finanční systém k prosazování svých mocenských zájmů.¹³

PŘÍKLAD 12. DLUŽNICKÁ KRIZE V AFRICE

Zadlužení zemí třetího světa zůstává jedním z nejzávažnějších a nejcitlivějších problémů světové ekonomiky. **Současná výše dluhu se pohybuje kolem 3,7 bilionu dolarů.** Přestože největšími dlužníky jsou velké nastupující ekonomiky, jako jsou Rusko, Čína, Turecko a země Latinské Ameriky, **nejcitelněji tato situace zasáhla Afriku.** Její dluh je sice zlomkem celkového dluhu rozvíjejících se a rozvojových zemí, slabý výkon afrických ekonomik nicméně znemožňuje jeho splácení. **V roce 2008 tak činil vnější dluh Afriky kolem 224 miliard dolarů** (v porovnání s 402 miliardami dolarů Ruska v témže roce). Důležitější ovšem je, že v průměru více jak 50 procent exportních příjmů bylo využíváno na dluhovou službu (v případě vybraných zemí se potom jednalo dokonce až o 70 až 79 procent exportních příjmů). Zbývají tak jen **omezené prostředky pro investice**, např. do ekonomické či sociální infrastruktury, což se projevuje nestabilitou soukromého i veřejného sektoru. K umořování dluhů je ke všemu užívána také stále větší část zdrojů z rozvojové pomoci.

Vývoj výše afrického dluhu v miliardách dolarů



Zdroj: WB 2010.

¹³ Woods 2006. *The Globalizers*, 33–36.

Struktura afrického dluhu v letech 1982–1990

	1982	1986	1990
1. Složení dluhu (miliardy dolarů)			
celkový dluh (splacený/zbývajcí)	140,4	207,1	271,5
celkový zbývajcí dluh	69,4	119,7	171,8
oficiální bilaterální dluh	47,6	80,6	112,9
oficiální multilaterální dluh	21,8	39,1	58,9
celkový komerční zbývajcí dluh	71,0	87,4	99,7
komerční dlouhodobé garantované dluhy	45,4	53,7	61,8
komerční dlouhodobé negarantované dluhy	4,7	6,8	8,8
komerční krátkodobé dluhy	20,9	26,9	29,1
2. Celková dluhová služba (miliardy dolarů)			
celková dluhová služba	19,7	22,6	27,4
bilaterální dluhová služba	2,7	4,6	6,6
multilaterální dluhová služba	2,0	4,6	6,3
komerční dluhová služba	15,2	13,4	14,5
3. Klíčové indikátory (%)			
dluhová služba / export	24,1	30,8	30,4
zbývajcí dluh / export	162	291	291
dluhová služba / HDP	6,4	7,8	9,6
zbývajcí dluh / HDP	45,3	71,4	94,6
výše úroků z nedoplatků (v mld. USD)	1,3	4,9	12,9

Zdroj: Enzewe 1993. „The African Debt Crisis and the Challenge of Development“, 36.

Počátky dlužnické krize jsou spojovány se 70. lety. Mimo **politické destabilizace** řady dekolonizovaných zemí se jednalo také o **snadný přístup k levným penězům** (umožněný především obrovskými přebytky zemí OPEC – tzv. **recyklace petrodolarů**). Spouštěcím mechanismem krize byly pak **ropné šoky**, po nichž došlo jednak k omezení příjmů zemí třetího světa v důsledku **propadu světových cen primárních komodit** (do té doby se jednalo o hlavní zdroj příjmů, exportní boom byl provázen zvyšujícími se veřejnými výdaji a dalšími půjčkami). K eskalaci krize přispěly také **protektionistické reakce** ze strany vyspělého světa, prováděné **změnou monetárních politik** směrem k větší restrikci (a tedy zdražením úvěrů). V případě Afriky se přidaly některé další externí faktory, jako **dlouhé období sucha** mezi lety 1981 a 1984, které zdecimovalo zemědělský sektor. Nejdůležitějším vnitřním faktorem byla **nekompetentnost a zkorumpovanost vlád**, které z půjček často financovaly vyzbrojování svých armád. **Dlužnická krize** naplno **propukla v roce 1982**, kdy se razantně snížila ochota komerčních bank poskytovat další úvěry, výrazně se zpomalil růst mezinárodního obchodu a na povrch vytanuly vnitřní problémy dlužnických zemí. Zvýšil se tak podíl **multilaterálního dluhu** (prostředky poskytované mezinárodními finančními institucemi), který byl spojen s **programem strukturálního přizpůsobení** (Programy

strukturální přizpůsobení – SAP). Nastalou situaci potom jen dále zhoršila **neadekvátní opatření** (v podstatě protikladná SAP) ze strany dlužnických zemí. Typicky **expansionistní rozpočtové** (prohlubování vnitřního zadlužení) i **monetární** (zvyšující se inflace) **politiky, utlumení exportu** (nahodnocení měn jako snaha kompenzovat inflaci), **subvencování importů** potravin, hnojiv a paliv (dovozy průmyslových výrobků a konečných produktů byly naopak kvantitativně omezeny). Důsledkem těchto opatření byl jednak **pokles tlaku na úspory**, odtékání kapitálu a obecně neschopnost dostát závazkům dluhové služby.

V následujícím období se výrazně zvýšil rovněž **poměr zadluženosti vůči HDP**, který se v případě subsaharské Afriky dostal v roce 1990 až na úroveň 110 procent (oproti 45 procentům v roce 1982). Neúnosnost výše dluhové služby přiměla tyto země na půdě Africké unie k přijetí **Africké společné pozice** z roku 1987 (po deseti letech byla aktualizována) a dohodě, že na splácení dluhu nebudou vydávat více jak 30 procent exportních příjmů. Mnoho iniciativ a plánů na řešení dlužnické krize přijaly také věřitelské státy (které zformovaly tzv. **Pařížský klub**), mezinárodní finanční instituce (IMF a WB) a mezinárodní obchodní banky (které zformovaly tzv. **Londýnský klub**). Prvním z nich byl **Bakerův plán** z roku 1985, který byl ovšem (stejně jako následující **Bradyho plán** z roku 1989) zaměřen především na redukci komerčních, nikoli bilaterálních (půjčky od států) a multilaterálních, dluhů nejpostiženějších zemí. Součástí těchto plánů bylo nové, prodloužené rozvržení splátek, uvolnění (komerčních, bilaterálních i multilaterálních) prostředků a prorůstové reformní programy. V **Torontském plánu** z roku 1988 bylo poprvé navrženo odpuštění části (třetiny) dluhu. Obdobně byla koncipována také **Nizozemská** a **Trinidadská iniciativa** z roku 1990. V prvním případě se jednalo o návrh na úplné odpuštění dluhu (odpůrci tohoto řešení upozorňují především na riziko podpory morálního hazardu a nutnost strukturálních reforem), v druhém případě pak o návrh na odpuštění dvou třetin dluhu s pětiročním odkladným obdobím pro splátku zbývajících dluhu v dalších 25 letech při akceptaci kondicionality. V polovině 90. let byla v rámci IMF a WB vytvořena **Iniciativa pro vysoce zadlužené země** (HIPC), prostřednictvím níž měly být při plnění určitých podmínek (bilaterální a multilaterální) dluhy sníženy na udržitelnou výši. K poslednímu důležitému vývoji došlo v roce 2005, kdy byl na **londýnském summitu G20** osmnácti HIPC zemím odpuštěn dluh ve výši 40 miliard dolarů (dohoda z Gleaneagles). Významnou roli hraje také **mezinárodní společenství** a kampaně za úplné odpuštění dluhu jako **Jubilee 2000, Make Poverty History** a **Live 8**.

Zdroje:

- African Common Position on Africa's External Debt Crisis. Declaration of the Third Extraordinary Assembly of Heads of State and Government of the Organisation of African Unity on Africa's External Debt Crisis.* 1987.
- Aluko, F. a Arowolo, D. 2010. „Foreign aid, the third world's debt crisis and the implication for economic development: The Nigerian experience“. In: *African Journal of Political Science and International Relations*, Vol. 4.
- Enzewe, U. 1993. „The African Debt Crisis and the Challenge of Development“. In: *Interconnections*, Vol. 28.

- Federici, S. 2001. „The Debt Crisis, Africa and the New Enclosures“. In: *Midnight Oil: Work, Energy, War, 1973-1992*. Eds. Midnight Notes Collective (1992 eds.). New York: Autonomedia.
- FONDAD 1992. *African Debt Revisited: Procrastination or Progress?* Online zdroj: www.fondad.org
- G20 2010. Online zdroj: <http://www.g20.org/index.aspx>.
- Hrabálek, M. 2006. „Problematika hospodářského rozvoje a zaostalosti“. In: *Mezinárodní politická ekonomie*. Eds. Krpec, O. a Pšejja, P. Brno: IIPS.
- Jubilee 2000. Online zdroj: <http://www.jubileedebtcampaign.org.uk/>
- Make Poverty History. Online zdroj: <http://www.makepovertyhistory.org/takeaction/>
- World Bank Statistics. Online zdroj: <http://data.worldbank.org/indicator/DT.DOD.DECT.CD>.

Od 90. let 20. století jsou pro svět daleko typičtější mezinárodní finanční krize, které nemají svůj původ ve špatných vládních půjčkách, ale spíše ve fungování globalizovaného finančního systému. Státy se do finančních problémů dostávají kvůli potřebě zachránit vlastní bankovní sektor před kolapsem. Vlastní nezodpovědná rozpočtová politika země často (ale ne vždy) nehraje buď vůbec žádnou, nebo jen podružnou roli. Proto je potřeba seznámit se v nejnnutnější možné míře s fungováním bankovního sektoru.

BANKOVNICTVÍ

Finanční systém se skládá z řady částí, v jeho rámci můžeme identifikovat trhy, techniky, regulace, subjekty atd. Úlohou rozvinutého finančního systému je především dosahovat **alokační efektivnosti** tak, aby dostupný kapitál byl použit společensky nejvýnosnějším možným způsobem. V případě nefunkčního finančního trhu vznikají dodatečné transakční náklady, které mohou vést až k situaci, že nebude spuštěna řada potenciálně ziskových projektů, protože pro ně nebudou k dispozici prostředky.

Specifické postavení v rámci finančního systému zaujímají **finanční zprostředkovatelé**, jejich hlavním úkolem v rámci systému je právě minimalizace transakčních nákladů na mezičasovou směnu. S jejich pomocí by se měl dostávat kapitál od těch, kdo jej zrovna nepotřebují a spoří, k těm, co jej mohou a chtějí využít, co nejlevněji. Nejdůležitějším a vzorovým finančním zprostředkovatelem jsou **banky**. Bankovní systém má navíc schopnosti, které mu dávají i značnou politickou moc, a to je především schopnost tvořit peníze. A tak zatímco v minulé kapitole jsme hovořili o státním monopolu na peníze, v této kapitole uvidíme, že tento monopol není úplně stoprocentní a banky jsou schopny přinejmenším značně ovlivňovat celkové množství peněz v oběhu.

Pro pochopení způsobu, jakým bankovní soustava vytváří peníze, nám poslouží následující příklad.¹⁴ Představme si, že stát vytvoří 1000 Kč, tyto peníze vyplatí (dejme tomu jako plat) Petrovi, Petr své peníze vezme a uloží do banky. V závislosti na centrální bankou stanovených **minimálních rezervách** si z této částky musí banka část ponechat, ale část může půjčit dál. Předpokládejme, že stanovené minimální rezervy jsou 10 procent.¹⁵ V tomto případě banka půjčí 900 Kč Martě a 100 Kč si nechá v rezervách. Tímto krokem banka vytvořila v ekonomice dalších 900 Kč. Jak je to možné? Petrem uložených 1000 Kč neleží v bance jenom tak, ale Petr je může libovolně používat, stejně tak jako Marta nyní bude používat nových 900 Kč vytvořených jako dluh. Dejme tomu, že Marta použije půjčených 900 Kč, zaplatí s nimi za poskytnuté zboží nebo službu Martinovi a ten je obratem opět uloží do bankovního systému.¹⁶ Banka si opět ponechá požadovaných 10 procent (90 Kč) a zbylých 810 Kč poskytne ve formě dalšího úvěru, čímž jsou v rámci ekonomiky vytvořeny další peníze. Kolik peněz může bankovní systém tímto způsobem vytvořit? Obecně lze vytvořit dodatečných X procent do 100 procent peněz, přičemž X je dáno rozdílem mezi 100 procenty a mírou povinných minimálních rezerv. Za povinné minimální rezervy lze v extrémním případě považovat všechny peníze, které nevytvořil bankovní sektor. V našem případě jsou minimální rezervy stanoveny na 10 procent a těchto 10 procent může být v absolutním vyjádření nejvýše 1000 Kč vytvořených původně mimo bankovní sektor. Bankovní soustava tak může vytvořit dodatečných 90 procent, tj. 9000 Kč. Celý příklad názorně shrnuje následující tabulka.¹⁷

týden	Jednotlivé operace			Souhrnné údaje		
	vklad	nová půjčka	hotovost v bance	půjčky	peníze	hotovost v bankách
0	1 000	0	100	0	1 000	100
1	900	900	90	900	1 900	190
2	810	810	81	1 710	2 710	271
3	729	729	72,90	2 439	3 439	343,90
4	656,10	656	65,61	3 095,10	4 095,10	409,51
5	590,49	590,49	59,05	3 685,59	4 685,59	468,56
celkem po dokončení cyklu	10 000	9 000	1 000	9 000	10 000	1 000

Zdroj: Keen 2009. *The Roving Cavaliers of Credit*.

Schopnost bank tvořit peníze před nás klade otázku, co všechno vůbec lze považovat za peníze. Tato otázka nemá zcela uspokojivou odpověď. Vzhledem k tomu, že peníze jsou definovány lidským chováním, může se stát penězi téměř cokoli, co splňuje určité vlastnosti. Odpověď na otázku tak může být pouze přibližná, v různé době slouží jako peníze různá aktiva. Právě z těchto důvodů byly definovány tzv. **peněžní agregáty**. Do každého z agregátů jsou zařazeny různé druhy peněz na základě jejich **likvidity**. Likvidita znamená schopnost aktiva přeměnit se rychle a za co nejmenších ztrát na prostředek směny. Nejlikvidnějším aktivem jsou samozřejmě bankovky a mince. Česká národní banka používá následující dělení peněžních agregátů.¹⁸ *Úzké peníze (M1)* zahrnují oběživo, tj. bankovky a mince, a také zůstatky, které lze okamžitě převést na oběživo nebo použít k bezhotovostní platbě, např. jednodenní vklady. „*Střední*“ *peníze (M2)* zahrnují úzké peníze (M1) a navíc vklady se splatností do dvou let a vklady s výpovědní lhůtou do tří měsíců. V závislosti na likvidnosti lze tyto vklady převést na složky úzkých peněz, ale v některých případech se mohou objevit určitá omezení, jako např. nutnost dát výpověď, prodlení, penále nebo poplatky. Definice M2 odráží zájem o analýzu a sledování peněžního agregátu, který kromě oběživa zahrnuje i likvidní vklady. *Široké peníze (M3)* zahrnují M2 a obchodovatelné nástroje emitované sektorem měnových finančních institucí. Do tohoto agregátu patří některé nástroje peněžního trhu, zejména akcie / podílové listy fondů peněžního trhu a repo operace. Vysoká míra likvidity

¹⁴ Podrobný popis tvorby peněz bankovní soustavou lze nalézt např. v: Mishkin 2010. *The Economics of Money, Banking & Financial System*.

¹⁵ Minimální rezervy se různí na základě různých typů bankovních vkladů, takže je nemožné stanovit přesnou míru minimálních rezerv v jednotlivých zemích. Nicméně minimální rezervy pro běžné typy vkladů jsou 10 procent v USA a dvě procenta v EU i České republice.

¹⁶ Pro náš případ nezáleží na tom, jestli je uloží do stejné banky, nebo si vybere jinou.

¹⁷ Celý způsob bankovní tvorby peněz je velmi kontroverzním tématem. Empirický výzkum provedený v této oblasti dokonce naznačuje, že bankovní soustava má ještě větší moc, než prezentuje námi představený klasický scénář tvorby peněz. Na základě získaných dat se jeví jako pravděpodobnější varianta, že banky nejprve půjčují, čímž tvoří peníze a dluh, a rezervy pro poskytnuté půjčky zajišťují až dodatečně. Politika centrálních bank je v tomto jen stěží nezávislá, spíše se dá říci, že daleko více reaguje na předchozí rozhodnutí bankovního sektoru. Kyndland a Prescott 1990. „Business Cycles: Real Facts and Monetary Myth“.

¹⁸ Minimální rezervy nejsou stanovovány pro všechny druhy peněz jednotně, naopak pro tvorbu některých položek v rámci peněžních agregátů není dokonce potřeba tvořit rezervy žádné.

a cenová jistota zajišťují, že jsou tyto instrumenty blízkými substituty vkladů. Jejich zahrnutí vede k tomu, že M3 jsou méně ovlivňovány substitucí mezi různými kategoriemi likvidních aktiv než „užší“ peníze a díky tomu jsou stabilnější.¹⁹

Podle standardních ekonomických teorií je cílem bank zisk.²⁰ Banky by měly tvořit zisk primárně díky rozdílu mezi úrokovou mírou, kterou jsou zatíženy bankovní úvěry, a úrokovou mírou placenou za vklady v bankách.²¹ Protože povinné minimální rezervy představují pro banky prostředky, které se nedají použít pro tvorbu úvěrů, představují pro banky ušlý zisk. Bankovní sektor se proto logicky snaží o prosazení co nejnižší míry povinných minimálních rezerv, aby tak mohl použít co největší množství prostředků pro vytváření úvěrů. Problémem tohoto systému tzv. **částečně krytého bankovníctví**²² je skutečnost, že banky nejsou najednou schopny uspokojit abnormálně vysokou poptávku po výběru vkladů, v daný časový okamžik mají k dispozici často pouze o něco více, než jsou předepsané minimální rezervy (právě tohle je účel minimálních rezerv). Banky a i celý bankovní systém jsou tak náchylné k bankovním runům, které mohou vést až ke kolapsu celého systému. Tento problém je problémem **nedostatečné likvidity** – banky prostředky pro výplatu svých vkladů mají, ale nemají je k dispozici v požadovaném čase. V tomto případě hraje důležitou úlohu centrální banka jakožto **věřitel poslední instance**. Vzhledem ke své schopnosti tvořit peníze bez ohledu na chování vkladatelů může centrální banka vytvořit dodatečné peněžní prostředky, které pokryjí poptávku, a dojde tak ke stabilizaci situace; po odeznění problémů může centrální banka peníze z oběhu opět stáhnout. Záchrana bankovního sektoru s sebou samozřejmě přináší problém **morálního hazardu**, podle názoru většiny ekonomů jsou společnosti, které vědí, že budou v případě problémů zachráněny, náchylné k podstupování většího rizika, čímž zvyšují riziko krize a potřeby státního zásahu.

Systém částečně krytých rezerv však trpí mimo problémy s likviditou čas od času i problémy se **solventností**. Pokud dojde k nesplacení půjčky,

bankám zůstávají závazky, které musí nějak pokrýt. Za tímto účelem je stanovována **kapitálová přiměřenost** bank – poměr kapitálu, který vložili vlastníci banky, k jejím celkovým aktivům, případně závazkům. Je to právě vlastní kapitál banky, který by měl v případě nouze sloužit k umoření pohledávek, pokud banka má větší množství nedobytných úvěrů. Stejně jako v případě minimálních rezerv tlačí bankovní sektor na minimalizaci požadavků na kapitálovou přiměřenost, protože tímto způsobem je schopen generovat co největší zisk na vynaložený kapitál. Jestliže bankovní sektor není schopen pokrýt ztráty vzniklé špatnými půjčkami, stává se insolventním, zde nemusí pomoci ani dodatečná tvorba peněz centrální bankou a je zapotřebí přistoupit k záchraně bank (bail out) ze strany státu. Rozhodování o tom, zda se v konkrétním případě jedná o krizi likvidity, nebo solventnosti, je velice složité. Banky mají tendenci krize označovat za krizi likvidity, tj. krizi dočasnou, aby se tak vyhnuly hněvu veřejnosti, ale přesto požadovat v případě nutnosti pomoc od státu.²³

Díky schopnosti tvorby peněz získává bankovní sektor jak **vztahovou**, tak **strukturální moc**, přičemž tento fakt bývá poměrně často podceňován.²⁴ Vztahová moc bankovního sektoru plyne ze skutečnosti, že banky se mohou rozhodnout nepůjčit subjektům, které půjčku potřebují, případně její poskytnutí podmínit dodatečnými podmínkami, které nemusí s vlastní transakcí přímo souviset. Banky rovněž mohou některým subjektům poskytovat půjčky za nadstandardně výhodných podmínek. Strukturální moc bankovního sektoru plyne ze skutečnosti, že díky schopnosti částečně kontrolovat množství peněz v oběhu omezuje možnosti státních institucí provádět žádanou hospodářskou politiku. Za krizových situací jsou banky schopné přimět stát k nadstandardnímu zacházení. V případě, že by stát odmítl záchranu bankovního sektoru, musel by se vypořádat s daleko horšími dopady rozpadu finančního systému.²⁵

Schopnost projekce jak jednoho, tak druhého typu moci závisí do značné míry na **typu tržní struktury** v daném sektoru. Například v dokonale konkurenčním tržním prostředí je projekce vztahové moci jen těžko představitelná. Vzhledem ke skutečnosti, že bankovní sektory většiny zemí mají tendenci vytvářet oligopolní stržní struktury,²⁶ je jejich politická váha poměrně vysoká a v čase s koncentrací sektoru nadále roste. V tomto smyslu

²³ Bližší rozbor jmenovaných pojmů viz Mishkin 2010. *The Economics of Money, Banking & Financial System*.

²⁴ Strange 1998. „Finance in Politics: An Epilogue to *Mad Money*“, 108.

²⁵ Ovšem i v tomto případě, jakož i v řadě jiných týkajících se finančního sektoru hospodářství, se názory hlavních ekonomických přístupů velmi různí.

²⁶ Konkrétní data o koncentraci bankovního sektoru viz Spero a Hart 2010. *The Politics of International Economic Relations*, 46.

¹⁹ ČNB. *Harmonizované peněžní agregáty České republiky*. Online zdroj: http://www.cnb.cz/cs/statistika/menova_bankovni_stat/stat_mb_met/stat_mb_harmon_agregaty.html.

²⁰ V reálném světě tomu tak ovšem často není a banky jsou využívány k různým cílům, např. v Japonsku je důležitějším cílem zvýšení tržního podílu, zisk hraje druhotnou roli. Gilpin 2001. *Global Political Economy*, 164–168.

²¹ Není to samozřejmě jediný zdroj zisků bank. Banky mimo svou alokační funkci např. zajišťují pro své klienty provádění finančních transakcí a za tuto službu si logicky účtují poplatky.

²² Ohledně výhod a nevýhod tohoto systému probíhají spory především mezi zastánci dominantní školy neoklasické ekonomie a rakouskou ekonomickou školou. Tyto neshody však jdou za rámec tohoto textu.

je např. koncentrace v rámci amerického bankovního sektoru, ke které došlo od začátku krize v roce 2008, poměrně nebezpečná pro schopnost amerických státních orgánů provádět nezávislou hospodářskou politiku.

V části věnované mezičasové směně jsme se zmínili o výhodách státu, jehož měna je používána jako denominátor pro zahraniční dluhy. Výhody ze silného postavení měny však neplynou pouze státu, ale také domácímu bankovnímu sektoru, který díky tomu získává **výnosy z rozsahu** a dostává se tak do konkurenční výhody oproti bankovním sektorům zemí, jejichž měny nejsou tak privilegované. Konkurenční postavení však není dáno pouze postavením domácí měny na mezinárodních trzích, ale také domácími požadavky na minimální rezervy a kapitálovou přiměřenost. Na silně integrovaných mezinárodních finančních trzích proto existuje silný tlak na postupné snižování jak minimálních rezerv, tak kapitálové přiměřenosti, přitom se argumentuje nutností zajistit konkurenceschopnost domácího finančního sektoru.²⁷

Stejně jako domácí centrální banka hraje díky své roli věřitele poslední instance v případě domácích krizí likvidity roli zachránce finančního sektoru, tak v případě mezinárodní krize likvidity tuto roli může sehrát pouze stát s dominantní rezervní měnou. Řada ostatních zemí se v tomto ohledu dostává do nerovnoprávného postavení a dominantní stát získává v systému značnou strukturální moc. V případě krizí, které se týkají solventnosti, je situace velmi podobná. Pokud domácí finanční sektor dluží značné částky v zahraničních měnách, jsou možnosti státu přijít na pomoc a zachránit domácí subjekty velmi omezené. Ani stát s dominantní rezervní měnou však není zcela bez omezení. Jeho hlavní starostí je zajistit dostatečnou důvěryhodnost vlastní měny, která může být nezodpovědnou politikou silně narušena. Kde přesně je ta hranice, kdy dojde k útěku od dominantní měny, je předmětem sporu. Každopádně je potřeba zdůraznit, že pro to, aby k něčemu takovému mohlo dojít, je potřeba, aby v mezinárodním měnovém systému existovaly **věrohodné alternativy**. Nestabilita spojená s nejistotou ohledně hlavní rezervní měny však může výrazně ohrozit jak ekonomický, tak politický vývoj v mezinárodním systému.²⁸

Ze všech výše zmíněných důvodů je potřeba zajistit globální management mezinárodního měnového a finančního systému. Mimo problémy s vyrovnáváním platební bilance a zajištěním mezinárodní obchodní směny, kterým se věnovala předchozí kapitola, jsme se v této kapitole seznámili s řadou dalších aspektů, které do mezinárodního systému vnášejí mezičasová směna a problémy s ní spojené. Ve všech těchto tematických okruzích

sledují různé státy, zájmové skupiny i jednotlivci své zájmy, které často vedou k podkopávání stability systému. Navazující části představí nejprve rozdělení kapitálových toků, jejich stručnou historii a na závěr problémy, které stojí před současným integrovaným mezinárodním měnovým a finančním systémem.

Typy kapitálových toků

Různé druhy kapitálových toků mají různé dopady na mezinárodní finanční a kapitálové vztahy, proto je potřeba provést jejich základní rozdělení. Z časového hlediska rozdělujeme **kapitál** na **krátkodobý** a **dlouhodobý**. Rozdělení je značně arbitrární. Krátkodobý kapitál jsou prostředky poskytované do jednoho roku, naopak dlouhodobý kapitál je poskytován na období delší než jeden rok. Mnohem důležitější než konkrétní časové rozdělení je chování jednotlivých druhů kapitálu. Krátkodobý kapitál má většinou spekulativní povahu a přispívá ke zhoršení finančních krizí, pokud je přímo nezpůsobuje, naopak dlouhodobý kapitál nemívá spekulativní podobu a jeho účelem často opravdu je tvorba zboží a služeb a následně zhodnocení kapitálu z této činnosti. Toky, které mají podobu dlouhodobých investic, proto bývají mnohem stabilnější.

Na základě původu rozdělujeme kapitál na **soukromý** a **veřejný**. Veřejným kapitálem se nemyslí pouze kapitál poskytovaný státem, ale také ten poskytovaný mezinárodními institucemi. Veřejný kapitál má podobu jak (většinou zvýhodněných) půjček, tak grantů. Často bývá poskytován v rámci mezinárodní rozvojové pomoci. Hlavním koordinátorem těchto toků je Světová banka. Závažným problémem mezinárodní rozvojové pomoci je tzv. **vázaná pomoc**. Státy poskytující vázanou pomoc ji podmiňují tím, že její příjemce musí buď její část, nebo dokonce celou sumu utratit za zboží a služby pocházející ze země, která je původcem pomoci. Tato podmínka samozřejmě může značně snižovat faktický přínos pomoci. Je však potřeba přiznat, že objem vázané pomoci se postupně snižuje. Novým fenoménem v oblasti veřejného kapitálu jsou tzv. **suverénní fondy**. Ty slouží ke strategickým investicím de facto státních peněz na mezinárodních trzích. Mohou mít rozličné cíle – od zajištění zisku přes ovládnutí určitého odvětví či zdrojů surovin po ovlivňování politické a hospodářské situace ve světě.²⁹ Soukromý kapitál je poskytován různými soukromými subjekty od výrobních firem přes finanční zprostředkovatele až po jednotlivce.

²⁷ Strange 1998. „Finance in Politics: An Epilogue to *Mad Money*“, 109–112.

²⁸ Eichengreen 2009. „The Dollar Dilemma“.

²⁹ Spero a Hart 2010. *The Politics of International Economic Relations*, 52.

PŘÍKLAD 13. SUVERÉNNÍ FONDY

Suverénní fondy (sovereign wealth funds – WBFs) jsou fenoménem, na něž se v posledních několika letech soustředila velká pozornost. Zhusta jsou přitom vyslovovány obavy, že WBFs mohou být nástrojem zisku kontroly nad strategickými odvětvími (např. za účelem technologické špionáže) či podryvání ekonomické stability zneprátených států. Je tomu tak proto, že **WBFs jsou tvořeny zahraničními aktivy, která vlastní či ovládají vlády suverénních států, využívající je k dlouhodobým cílům.** Mezi WBFs nepatří devizové rezervy držené centrálními bankami a využívané jako prostředky monetární politiky, ani tradiční veřejné penzijní fondy.

Deset největších suverénních fondů v roce 2008

země	název fondu	rok založení	aktiva (mld. \$)
SAE	Investiční úřad Abú Dhabí	1976	875
Singapur	Singapurská vládní investiční korporace, Temasek Holdings	1981, 1974	430
Norsko	Norský vládní penzijní fond	1996	308
Saúdská Arábie	Saúdskoarabská měnová agentura	–	300
Čína	Čínská investiční korporace	2007	300
Kuvajt	Kuvajtský investiční úřad	1953	234
Rusko	Stabilizační fond Ruské federace	2003	122
Katar	Katarský investiční úřad	2005	50
Alžírsko	Alžírský regulační fond	2000	43
USA (Aljaška)	Aljašský stálý fond	1976	42

Zdroj: WLC 2010.

Objem kapitálu soustředěný ve WBFs za posledních několik let strmě vzrostl a před nástupem krize dosáhl v roce 2007 prozatím svého maxima, cca pěti bilionů dolarů (tj. např. více než HDP Číny). V roce 2009 došlo v důsledku krize k poklesu asi na **3,5 bilionu dolarů**, což je stále více než trojnásobek v porovnání se začátkem dekády (jeden bilion dolarů v roce 2000). Historie WBFs přitom sahá až do 50. let 20. století, kdy byl založen první WBF – Kuwaiti Investment Board, v němž Kuvajt shromažďoval přebytky z prodejů ropy. **Dvěma typickými zdroji WBFs jsou** tedy zmíněné **příjmy z exportu energetických surovin** (ropy a zemního plynu) a **přebytky obchodní bilance** obecně. Zdrojem však mohou být např. také odvody přispěvatelů (zpravidla pokud se jedná o WBF, který je využíván pro financování penzijního systému). **Počet WBFs se odhaduje mezi 32 a 56**, přičemž v případě některých zemí je existence WBF spíše předpokládána (Rovníková Guinea, Írán). **Nedostatečná transparentnost je největším problémem mnoha WBFs.** Mezi držitele WBFs patří jak **vysokopříjmové ekonomiky a demokratické státy** (Norsko, USA, Kanada ad.), tak **chudé země** (Súdán) a **nedemokratické režimy** (státy Perského zálivu). Rovněž jejich **velikost se značně**

různí – od necelých dvou miliard dolarů (Súdán, Ázerbájdžán, Sv. Tomáš) po **600 miliard dolarů (Spojené arabské emiráty)**. Jde-li o regionální rozložení, asi **46 procent prostředků WBFs je drženo zeměmi Blízkého východu**, 29 procent ostatními asijskými zeměmi, třetí velkou skupinou jsou fondy Ruska, Norska a afrických zemí. WBFs přesto nepatří ani zdaleka k největším držitelům kapitálu v globální ekonomice. Mají sice již větší podíl než hedgeové fondy a předstihnou zřejmě objem zlatých rezerv, ale stále jsou výrazně menší než fondy penzijní a v porovnání se soukromým kapitálem i světovým produktem jsou pouhým zlomkem (viz graf).

Globální distribuce kapitálu (v miliardách dolarů)



Zdroj: Balin 2008. *Sovereign Wealth Funds: A Critical Analysis*

WBFs lze považovat za symptom jedné z významných **tendencí globální ekonomiky**, a sice **nerovného tempa růstu** vyspělého a rozvíjejícího se světa. S tím logicky souvisí **změna distribuce bohatství** (a dalšího růstového potenciálu) a také **zvyšování kontroly některých států nad tímto nově vytvořeným bohatstvím**. Zmiňované obavy z možného využití WBFs k mocenským účelům se dosud neopírají o žádný precedens. Naopak, **chování WBFs je dosud velmi obezřetné**, i pokud se jedná o země jako Čína nebo Rusko. **WBFs například neinvestují u svých „tradičních nepřátel“** – Čína na Tchaj-wanu nebo Saúdská Arábie ve Íránu. Dalším příkladem může být čínská investice do menšinového podílu ve skupině Blackstone (USA) v roce 2007, kdy se Čína dokonce vzdala svých hlasovacích práv – na celé investici (tři miliardy dolarů) navíc v důsledku krize prodělala cca 30 procent. **V USA do technologicky „citlivých“ odvětví investovali především jejich „spojenci“**, jako Tchaj-wan, Jižní Korea nebo Singapur. Jak Čína, tak Rusko navíc Ministerstvu financí USA sdělily, že v příštích pěti letech se budou vyhybat strategickým investicím. WBFs (všechny z TOP 10, vyjma singapurského WBF

a Temasek Holdings) také explicitně uvádějí, že nebudou investovat ve strategických odvětvích (jako energetika, telekomunikace a národní aerolinky). Obecně potom investují spíše do rizikových, vysokovýnosových investic v liberalizovaných sektorech. WBFs se rovněž více **soustřeďují na rozvíjející se trhy**. Čína tak např. investovala cca čtyři miliardy dolarů do nigerijských energetických společností, afrických telekomunikačních firem nebo latinskoamerických exportérů komodit. Navíc země OECD (USA, Japonsko, velké ekonomiky EU) zpravidla mají ochranné mechanismy umožňující přezkum a eventuálně i blokaci a zrušení zahraničních investic. K výraznému pokroku došlo také ve věci mezinárodní regulace WBFs přijetím tzv. Principů ze Santiaga z října 2008. **Využití WBFs k politické konfrontaci** je tak zatím **značně nepravděpodobné**. Větší riziko tak představují možné ekonomické důsledky jako **destabilizace finančního trhu** (netransparentnost, špatný management investic a korupce) a **protektionistické reakce** ze strany hostitelských zemí. Prospívají naopak tím, že **dodávají likviditu na rozvíjející se trhy**, popřípadě **vyvažují poklesy hospodářského cyklu** či **období nižších cen energetických komodit**. Uvádí se také, že přispívají ke **zvyšování vzájemné závislosti** (interdependence), což může mít pro světovou ekonomiku kladné i záporné důsledky.

Nedávné významné akvizice WBFs

WBF	společnost	podíl	náklady	sektor	země
Čína	Blackstone group	10 %	3	finanční	USA
	China Railway Corporation	–	0,1	stavební	Hongkong
	Morgan Stanley	10 %	200	finanční	USA
	ANZ	–	0,6	finanční	Austrálie
	Barclay's	3 %	–	finanční	Velká Británie
SAE	EADS	3 %	–	letecký průmysl	Francie, Německo, VB
	Citigroup	–	7,5	finanční	USA
	China Development Bank	3 %	–	finanční	Čína
Katar	London Stock Exchange	20 %	–	finanční	Velká Británie
	J. Sainsbury	25 %	1,5	velkoobchod	Velká Británie
Singapur	UBS	–	10	finanční	Velká Británie
	Barclay's	5 %	19	finanční	Velká Británie
	China Construction Bank	4 %	–	stavební	Čína

Hlavní akvizice WBFs během krize – leden 2007 až prosinec 2009

WBF	akvizice	objem/podíl	
		mld. \$	%
CIG Singapur	UBS	9,8	8,6
Abú Dhabí IA	Citigroup	7,6	4,9
GIC Singapur	Citigroup	6,9	4,4
Čínská investiční korporace	Morgan Stanley	5	9,9

Temasek Holdings	Merill Lynch	5	11,3
Katarský investiční úřad	Barclays	3,5	7,7
Kuvajtský investiční úřad	Merill Lynch	3,4	7
Kuvajtský investiční úřad	Citigroup	3	1,6
Čínská investiční korporace	Blackstone	3	10
Korejská investiční korporace	Merill Lynch	2	4,3
Temasek Holdings	Barclay's	2	1,8
Temasek Holdings	Standard Chartered	2	5,4
Saúdskoarabský WBF	UBS	1,5	2
Abú Dhabí IA	Carlyle Group	1,4	7,5

Zdroj: Balin 2008. *Sovereign Wealth Funds: A Critical Analysis*, 3; WLC 2010, 7.

Zdroje:

Baghat, G. 2010. „Sovereign Wealth Funds: An Assessment“. In: *Global Policy*, Vol. 1, No. 2.
 Balin, B. J. 2008. *Sovereign Wealth Funds: A Critical Analysis*. Washington: The Johns Hopkins University School of Advanced International Studies.
 Schönberg, S. 2008. „Sovereign Wealth Alarm“. In: *International Economy* (Winter).
 Truman, E. M. 2010. *Sovereign wealth funds: Great or salvation?* Washington: Peterson Institute for International Economics.
 WLC – Wharton Leadership Center. 2010. *The Brave New World of Sovereign Wealth Funds*. Philadelphia: University of Pennsylvania.

S ohledem na povahu kapitálu rozlišujeme **přímé zahraniční investice**, **portfoliové investice** a **ostatní investice**. Smyslem přímých zahraničních investic je zajistit účast na rozhodování o záležitostech společnosti, nebo ji ovládnout. Mohou mít podobu jak převzetí již existující společnosti, tak vybudování nové firmy na zelené louce. Jako přímá zahraniční investice se většinou uvádí investice nad 10 procent podílu společnosti. Jako portfoliové investice se označují koupe do 10 procent podílu společnosti. Mnohem důležitější je však účel takto provedené investice. Smyslem portfoliových investic je vytváření zisku beze snahy podílet se přímo na řízení společnosti. Pod ostatní investice spadají všechny další druhy investic, například bankovní půjčky nebo nákup dluhopisů.³⁰

POLITICKÁ EKONOMIE MEZINÁRODNÍCH FINANČNÍCH KRIZÍ

Stejně jako banky i státy se mohou dostat do krize likvidity či solventnosti. Aby tomu předešly, snaží se státy občas regulovat toky kapitálu a zavádět

³⁰ Grieco a Ikenberry 2003. *State Power and World Markets*.

kapitálové kontroly. S jejich pomocí jsou schopné ovlivňovat, kolik a jaký typ kapitálu do země vstoupí. Abychom ale blíže pochopili mechanismus, s jehož pomocí dochází k mezinárodní krizi likvidity nebo mezinárodní insolventnosti země, je potřeba se poněkud blíže podívat na fungování domácí ekonomiky. Původcem těchto krizí může být stejně tak soukromý jako i státní sektor národního hospodářství. Častá chyba při povrchní analýze těchto krizí má původ ve skutečnosti, že není brán v potaz rozdíl mezi deficitem veřejných rozpočtů a nerovnováhami platební bilance (dlouhodobými deficitem běžného účtu).

V politické diskusi bývají problémy s deficitem sektoru vlády spojovány s problematikou deficitů běžných účtů platební bilance (viz příklad Řecka). Jaký je tedy vztah těchto dvou položek? **Deficit vládního sektoru** znamená, že vláda za dané období utratí více, než jaké budou její příjmy, na dodatečné výdaje si pak musí půjčit, přičemž si může půjčit jak v domácí, tak v zahraniční měně. V případě, že si půjčuje výhradně v domácí měně, kterou je schopna kontrolovat, nemůže vláda technicky zbankrotovat. Stát může vždy své obyvatelstvo dodatečně zdanit (využít politickou moc), případně může umazat část svého dluhu pomocí inflace. Ačkoli daňová nebo vysoce inflační politika vlády může vést k nepřijatelně vysokým nákladům pro domácí hospodářství (Zimbabwe), případný státní bankrot, vyhlášený kvůli dluhu denominovanému v domácí měně, je ve své podstatě politickým rozhodnutím, nikoli ekonomickou nutností. Ze stejného důvodu může vláda zachránit i domácí finanční sektor, pokud jsou jeho problémy způsobeny nesplácením dluhů v domácí měně.

Jiná situace nastává v případě dluhu denominovaném v zahraniční měně.³¹ Základní důvody pro vydání dluhopisů v zahraniční měně jsme již zmínili dříve (mohou být i další). Pokud vláda nebo rozsáhlé části domácího hospodářství dluží v zahraničních měnách, může během finanční krize národní hospodářství zbankrotovat i technicky, v případě že zahraniční investoři odmítnou vládě nebo domácím soukromým subjektům dále půjčovat. Půjčováním si v zahraničí zvyšuje vláda nerovnováhu v platební bilanci a často přispívá ke zvyšování deficitů běžného účtu. Tímto způsobem může přispívat ke vzniku finanční a měnové krize, či ji dokonce sama způsobit.³² Do problémů se ale může dostat i vláda, která je schopná dlouhodobě hospodařit s vyrovnanými rozpočty, a to v případě, že se do krize dostanou části domácí ekonomiky, které se zadluží v zahraničních měnách. Příčiny tohoto zadlužení mohou být opět různé, mezi nejčastější

patří snaha o využití nižších úrokových sazeb, a tudíž levnějších půjček na zahraničních trzích. Z různých důvodů (důvěryhodnost, způsob provádění monetární politiky) existují v různých zemích různé úrokové sazby. Soukromé subjekty využívají těchto rozdílů ve snaze o maximalizaci zisku mj. i ve formě tzv. **carry trade**. Tato technika není žádnou novinkou, ale stává se stále větším problémem ve světě po propuknutí světové finanční krize v roce 2008. Spočívá v získání půjčky v zemi s nízkými úrokovými sazbami a v investici získaných prostředků v zemi s vyššími úrokovými sazbami s cílem získávat přímo na tomto **úrokovém diferenciu**. Takto prováděné kapitálové toky mají čistě spekulativní podobu.³³

Vláda je často nucena k pokusům o záchranu domácí ekonomiky a během ozdravování dochází ke znárodnění soukromých dluhů. Způsob vypořádání se s dluhy má důležité redistribuční dopady, a je tak navýsost politickým tématem. Tyto problémy jsou navíc znásobeny skutečností, že dluhové krize tohoto typu jsou téměř vždy doprovázeny měnovými krizemi s dalšími redistribučními dopady.³⁴

Při odpouštění dluhů dochází ke zřejmé redistribuci směrem od věřitelů k dlužníkům. Jednostranné odmítnutí splácet dluhy má však pro stát dlouhodobé negativní dopady. Dojde ke zpochybnění jeho pověsti jako důvěryhodného partnera a zahraniční investoři se budou velmi zdráhat do země znovu investovat. Stát se tak svým rozhodnutím připraví o řadu potenciálně přínosných investic a dojde ke snížení alokační efektivity jeho finančního systému. I přes tyto skutečnosti nebylo vyhlášení státního bankrotu v minulosti zase tak výjimečným jevem. To se ale změnilo se spuštěním Brettonwoodského měnového systému, který přesně stanovoval pravidla pro vyrovnávání platebních bilancí a umožňoval státní kontroly kapitálových toků jako prevenci proti finančním krizím. Ty tak byly až do 70. let 20. století poměrně výjimečnou záležitostí. Od 80. let však světové hospodářství zakusilo celou řadu mezinárodních finančních krizí. Hlavní institucí, která dostala řešení podobných krizí na starost, je IMF. Standardním způsobem řešení krize je pomoc státu v krizi od IMF, který působí jako **mezinárodní věřitel poslední instance**. Svou pomoc ale IMF podmiňuje

³³ Firmy však mohou takto získané prostředky použít i pro reálné investice. Navíc podle řady ekonomů má i samotná spekulace pozitivní dopady na hospodářský vývoj, spekulanti mají snižovat riziko a zvyšovat informovanost tržních subjektů. Je samozřejmě otázka, nakolik spekulace opravdu mají tyto pozitivní dopady, nebo spíše způsobují opak. Každopádně rozlišení spekulativních a reálných investic je poměrně obtížné a případné regulační snahy proti sobě musí vážít potenciální ztrátu efektivity trhů kvůli jejich vyšší regulaci a stabilitu hospodářského rozvoje. Rozsáhlé pojednání o skutečných přínosech finančního sektoru předkládá Turner a kol. 2010. *The Future of Finance*.

³⁴ Viz předchozí kapitola věnující se vyrovnávání nerovnováh platební bilance.

³¹ Nebo v měně, kterou daný stát nemůže kontrolovat. Euro je domácí měnou všech států eurozóny, ty nad ní ale nemají kontrolu.

³² Příkladem může být Mexiko v polovině 90. let nebo Řecko v současnosti.

splněním řady podmínek. Adekvátnost těchto podmínek je předmětem vášnivých sporů mezi různými společenskými skupinami i státy.³⁵

Pokud dojde k finanční krizi a je rozhodnuto, že zahraniční dluhy nebudou odpuštěny, existují pouze omezené způsoby jejich zaplacení. Stát musí především dosáhnout přebytku na běžném účtu platební bilance, aby měl jak získat zahraniční měnu, s jejíž pomocí může dluhy splácet. Dosažení přebytku na běžném účtu nás vede opět k problémům s vyrovnáváním nerovnováh platební bilance, o kterých pojednávala předchozí kapitola. Problematika mezikasové směny však vnáší dodatečný redistribuční problém mezi domácími dlužníky a zbytek národní ekonomiky. Pokud se ekonomika přizpůsobí pomocí depreciace / devalvace kurzu, dojde k faktickému nárůstu dluhu (je dlužen v zahraniční měně, která posílí) a břemeno vyrovnání platební bilance dopadne především na dlužníky. Pokud se domácí hospodářství přizpůsobí pomocí deflace, pocítí negativní dopady většina domácí ekonomiky (včetně zaměstnanců – deflace v jejich případě znamená snížení mezd), situace mezinárodních dlužníků se při domácí deflaci nijak zhoršit nemusí. Je potřeba zdůraznit, že vysoký zahraniční dluh nemusí nutně vést k dlužnickým krizím a zahraniční investice opravdu mohou způsobit hospodářský růst a mezinárodněpolitické pozvednutí země. Příkladem jsou USA, které měly během svého bouřlivého vývoje v 19. století jeden z největších zahraničních dluhů. Stát tak může svůj dluh zaplatit hospodářským růstem, národní ekonomika může z dluhu „vyrůst“. Rozhodující je především struktura zahraničních investic a způsob jejich použití. Zvážíme-li všechny redistribuční dopady zmíněné v obou kapitolách, nepřekvapí, že mezinárodní finanční problémy jsou politicky nesmírně výbušným tématem, které nemá jednoznačně správné řešení (i přesto, že některá řešení jsou jistými společenskými skupinami předkládána jako jediná možná).

HISTORIE KAPITÁLOVÝCH TOKŮ

V 19. století byly kapitálovým tokům kladeny poměrně malé překážky. Většina přeshraničních toků měla podobu dlouhodobého kapitálu, především portfoliových investic. Subjekty z nejvyspělejších zemí investovaly obzvláště v nových teritoriích osídlených většinou bílým obyvatelstvem nebo do nově se rozvíjejících částí starého kontinentu.³⁶ Investice do kolonií byly

poměrně omezené. První světová válka znamenala narušení kapitálových toků a přestavění celé tehdejší struktury věřitelů a dlužníků. Z věřitelských zemí, které byly do té doby dominantní, jako Velká Británie a Francie, se stali dlužníci. Pro Spojené státy znamenala válka přesně opačný posun – a z velkého dlužníka se stal významný věřitel. Postupně se obnovující kapitálové toky byly silně narušeny velkou hospodářskou krizí a následnými masivními státními zásahy do finančního trhu. Druhá světová válka pak znamenala další propad. Na jejím konci tak něco jako světový finanční trh vlastně neexistovalo.

Od konce druhé světové války až do 70. let je možné svět charakterizovat jako systém mnoha národních finančních systémů, které od sebe byly do značné míry odděleny státními regulacemi, především kontrolami na pohybech finančního účtu platební bilance. Velkou roli hrála i skutečnost, že měny velké většiny zemí nebyly vůbec konvertibilní. Proto nepřekvapí, že většinu kapitálových toků v této době tvořily veřejné toky. Především se jednalo o americkou pomoc válkou postiženým zemím v rámci Marshallova plánu. I v dalších letech hrála mezi kapitálovými přesuny prim primá mezinárodní pomoc, buď ve formě mezistátních dohod, nebo pomocí mezinárodních institucí. Čím dál větší roli v 50. a 60. letech přebírala Mezinárodní banka pro obnovu a rozvoj.³⁷ V průběhu 50. let došlo ke zvýšení investic z evropských zemí směrem do jejich kolonií, tato snaha o udržení koloniálního panství se však ukázala jako nedostatečná a předem odsouzená k nezdaru.³⁸

Finanční systém, tak jak jej známe v současnosti, se začal rozvíjet postupně od 60. let 20. století. Nejdůležitějším motorem byla expanze amerických bank do zahraničí. Hlavní příčinu této expanze lze hledat ve snaze amerických bank vyhnout se rozsáhlé domácí regulaci, která byla důsledkem zákonodárství přijatého za velké hospodářské krize. Během první poloviny 30. let došlo ke kolapsu amerického finančního sektoru, zkrachovaly tisíce bank a vkladatelé přišli o velkou část svých úspor. Stát na to zareagoval velmi přísnou regulací finančního sektoru, která tak byla v následujících desetiletích v mnoha ohledech přísnější, než jak tomu bylo ve stejném období zvykem v Evropě. Ke skutečné revoluci na poli mezinárodních financí ale došlo až ve spojitosti s první ropnou krizí v první polovině 70. let.

couzský kapitál směřoval spíše na východ, především do sovětského Ruska. Židek 2009. *Dějiny světového hospodářství*, 56–57.

³⁷ Její pozice byla dále posílena vznikem Mezinárodní rozvojové agentury, která byla vybudována jako odpověď na probíhající dekolonizační procesy a jejími klienty jsou nejchudší země světa.

³⁸ Oatley 2006. *International Political Economy*, 313–316.

³⁵ Podrobnou analýzu způsobu vzniku podmínek IMF lze nalézt v: Woods 2006. *The Globalizers*.

³⁶ Britský kapitál přitékal především do USA a financoval např. stavbu železnic. Fran-

Centrem finanční revoluce 70. let byla londýnská City a jejím hlavním nástrojem byly **eurodolarové trhy**. Eurodolarové trhy se týkají nejrůznějších finančních transakcí, které jsou prováděny na území určitého státu, ale nikoli v jeho domácí měně. Eurodolarový trh v Londýně měl např. podobu dolarových vkladů Sovětského svazu v britských bankách.³⁹ Výhodou takto prováděných operací je skutečnost, že nebývají regulovány dozorujícími státními orgány. Velká Británie usilovala už od konce druhé světové války o obnovu postavení Londýna jakožto dominantního světového finančního centra. Londýnský eurodolarový trh tak nejen že nebyl regulován, ale byl britskou vládou zpočátku i podporován, což ve svém důsledku napomohlo konkurenceschopnosti britského finančního sektoru, ale nahlodalo do té doby existující mezinárodní finanční uspořádání.⁴⁰ Během ropné krize začaly státy exportující ropu díky jejím rostoucím cenám dosahovat mnohem větších příjmů, než byly schopny absorbovat, a ukládaly své prostředky do evropského bankovního sektoru. Tyto prostředky následně tekly především do rozvojových zemí, které se při svých snahách o industrializaci musely vypořádat s rostoucími cenami ropy a rostoucími deficity běžných účtů platební bilance. Tento finanční cyklus byl prvním opravdu mezinárodním finančním trhem od rozpadu toho předešlého během 30. let 20. století. USA a Velká Británie na to jako první státy reagovaly uvolněním svých kapitálových kontrol.

Počátkem 80. let se svět dostal do první skutečné mezinárodní dluhové krize za několik desetiletí. Hlavními aktéry byly státy Latinské Ameriky, kvůli problémům s hospodářskou strategií nahrazování dovozu, kterou do té doby prosazovaly, a kvůli zhoršujícím se **směnným relacím**⁴¹ (především vlivem rostoucích cen po druhém ropném šoku) se tyto země dostávaly do dlouhodobých potíží s běžným účtem platební bilance, k jehož pokrytí si musely půjčovat u zahraničních bank. K propuknutí krize rovněž výrazně přispělo razantní zvýšení úrokových sazeb americkou centrální bankou na přelomu 70. a 80. let, což ve svém důsledku prodražilo mezinárodní půjčky z dvou procent na začátku 70. let na 18 procent o desetiletí později. Řada zemí se kvůli tomu dostala do situace, kdy nebyla schopná dostát svým závazkům. Krize značně otrásla tehdejšími kapitálovými toky. Hlavní rolí při řešení této a i následných krizí byl pověřen IMF, který postiženým zemím poskytl další půjčky. Jejich získání ale bylo podmíněno přijetím **programu**

strukturálního přizpůsobení, který měl zajistit adaptaci domácích ekonomik. O dopadech těchto politik se stále vedou spory. Z politicko-ekonomické perspektivy je podstatné, že bylo rozhodnuto o neodpuštění dluhů.⁴² Vzhledem k tomu, že se v případě této krize jednalo především o státní dluhy, náklady na přizpůsobení dopadly především na obyvatelstvo dlužnických zemí.

V 80. a 90. letech pokračovala internacionalizace finančních trhů, které v 90. letech dosáhly skutečně globální podoby. Od této doby jsou finanční trhy asi nejlepším příkladem fenoménu globalizace. Jejich rozmach ve zmíněném období byl dán na jednu stranu dalšími finančními deregulacemi. Velká Británie deregulovala své trhy už v roce 1986, ostatní evropské státy zrušily své kapitálové kontroly a provedly deregulace domácích finančních trhů převážně až během první poloviny 90. let spolu s přijetím Maastrichtské smlouvy. USA zrušily své kapitálové kontroly už v 70. letech, ale významné deregulace domácích finančních trhů se kvůli obavám z návratu velké hospodářské krize podařilo prosadit až ve druhé polovině 90. let. Velká část rozvojových zemí byla přinucena zrušit kapitálové kontroly v důsledku programů strukturálních přizpůsobení IMF. Hlavním tahounem deregulace mezinárodních finančních trhů byly ale jednoznačně USA, které tuto strategii přijaly už za prezidenta Reagana, Clintonova administrativa toto úsilí ještě dále vystupňovala. USA přijaly postupně řadu mezinárodních smluv, v rámci kterých si zajistily omezení, či dokonce zrušení kapitálových kontrol u řady zemí, např. Japonska v 90. letech nebo Chile začátkem 21. století.⁴³

Druhou příčinou masivního nárůstu mezinárodních finančních toků byl **technologický rozvoj a finanční inovace**. Díky nástupu nových komunikačních technologií se finanční trh stal časově a místně neomezeným, a tedy skutečně globálním. Spoustu měn, komodit, dluhopisů, akcií a jiných aktiv lze obchodovat prakticky 24 hodin denně na různých místech světa, transakce jsou sotva otázkou vteřiny. Finanční inovace přinesly nové nástroje, jako např. **deriváty**, což je soubor finančních nástrojů, které jsou odvozeny od podkladového aktiva. S jejich pomocí tak lze sázet na cenové pohyby prakticky čehokoli, což některé pozorovatele vedlo k označení současného mezinárodního finančního trhu jako globálního kasina.⁴⁴ Všechny

³⁹ O'Brien 2004. *Global Political Economy*, 235.

⁴⁰ Strange 1990. „Finance, Information and Power“, 76.

⁴¹ Směnné relace udávají poměr mezi vyváženým a dováženým zbožím a službami. Zhoršující se směnné relace znamenají, že si za stejné množství vyvezených statků nakoupíme méně dovážených statků.

⁴² Bankovní sektor rozvinutých zemí, který byl původcem většiny půjček, prokázal svou silnou mocenskou pozici, když se dokázal zorganizovat ve formě tzv. Londýnského klubu a zajistit si splacení poskytnutých půjček. Dlužnické země i přes několik pokusů podobného kroku nebyly schopny.

⁴³ Spero a Hart 2010. *The Politics of International Economic Relations*, 42–43.

⁴⁴ Strange 1997. *Casino Capitalism*.

tyto inovace měly podle jejich zastánců vést ke zvýšení efektivity finančních trhů, jestli se tak opravdu stalo, je předmětem sporu. Naopak jisté je, že svět se od 80. let musí vypořádávat s větší volatilitou na mezinárodních finančních trzích a zničujícími finančními krizemi. Mezi nejvážnější patří měnová krize v západní Evropě z počátku 90. let, která posílila skepsi Velké Británie k přijetí eura, mexická krize z roku 1994, masivní asijská finanční krize z roku 1997 a její rezonance v Rusku v roce 1998. Do seznamu lze zařadit i českou finanční krizi z roku 1997, která měla ale z mezinárodního hlediska pouze lokální charakter. V novém tisíciletí můžeme jmenovat např. argentinskou krizi z let 2001 až 2002 a samozřejmě globální finanční krizi, která začala v USA v roce 2008 a rozšířila se do mnoha zemí světa. Krize se od sebe v řadě ohledů liší, přesto se v nich dá identifikovat určitý trend. Na rozdíl od krizí v 80. letech se vlády států dostávají do mezinárodní platební neschopnosti ne kvůli svým vlastním přemrštěným půjčkám, ale kvůli potřebě zachránit zadlužený finanční sektor domácího hospodářství. Např. ani zodpovědná rozpočtová politika a proexportní růstová strategie nedokázaly ušetřit finanční krize Jižní Koreu.⁴⁵ Způsob řešení krizí se ale v podstatě nezměnil, hlavní hasičem problémů je stále IMF, který předepíše nadále velmi podobná opatření. Ovšem i IMF částečně změnil během globální finanční krize svůj postoj a uznal přínos kapitálových kontrol, které do té doby zuřivě odmítal.⁴⁶

PŘÍKLAD 14. ASIJSKÁ FINANČNÍ KRIZE

Finanční krize, která v letech 1997 a 1998 postihla země jihovýchodní Asie, byla význačná hned v několika ohledech. **Postihla nejrychleji rostoucí ekonomiky** (tzv. **asijské tygry**) a byla doprovázena do té doby historicky největší finanční pomocí. Tato krize zasáhla rozvíjející se svět nejcitelněji od roku 1982 (od vypuknutí dlužnické krize) a její průběh i dopady do značné míry ovlivnila skutečnost, že byla **zcela neočekávaná**. Dotčené ekonomiky (Thajsko, Indonésie, Malajsie, Filipíny, Tchaj-wan, Singapur, Jižní Korea, Hongkong a s jistými výhradami také Japonsko) se těšily **dlouhotrvajícímu růstu HDP s průměrným tempem mezi pěti a devíti procenty**, který byl **tažen prudce se zvyšujícím exportem**. Dalším společným znakem byla **velmi vysoká míra úspor (až 40 procent HDP)**, **vysoká míra investic** a obecně **dobré makroekonomické politiky**. Důsledkem tohoto pozitivního vývoje byl však také **vznik realitní bubliny**, reagující právě na rychlý růst a dostatek peněz v ekonomice.

⁴⁵ Chang 2007. *Bad Samaritans*, 135–144.

⁴⁶ International Monetary Fund. 2010. *Control on Capital Part of the Policy Mix, Says IMF Staff*. Online zdroj: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2010/POL021910A.htm>.

Vývoj HDP/obyvatele (v dolarech) před krizí, během ní a po ní

	1996	1997	1998	2002	2006
Hongkong	24 701	27 170	25 507	24 285	27 699
Indonésie	1 170	1 095	478	928	1 643
Jižní Korea	12 249	11 235	7 463	12 094	19 707
Malajsie	4 774	4 623	3 249	4 159	5 998
Filipíny	1 159	1 127	874	951	1 350
Singapur	25 214	25 255	20 982	21 152	32 960
Thajsko	3 001	2 473	1 822	1 991	3 116
Japonsko	36 861	33 774	30 508	30 745	34 149

Zdroj: WB 2010.

V roce 1996 se ovšem růst exportních příjmů zpomalil kvůli poklesu poptávky na hlavních exportních trzích a zvyšující se konkurenci Číny. Akciové trhy zaznamenaly pokles v důsledku anticipace poklesu zisků v průmyslovém sektoru. Thajsko a Malajsie byly navíc zatíženy vysokými deficity běžného účtu platební bilance. Ten byl způsobený i nepřiměřenou spotřebitelskou poptávkou, stimulovanou obrovským objemem přitékajícího zahraničního kapitálu a také negativní bilancí výnosů ze stejného důvodu. Indonésie, Jižní Korea, Thajsko i Singapur rovněž trpěly velkou mírou zadlužení (s krátkodobou splatností) vůči svým devizovým rezervám. **Měny těchto zemí** (mezi nimi také Thajsko) **byly navázány na koš zahraničních měn dominovaný americkým dolarem**. Protože dolar sílil, **snižovala se konkurenceschopnost exportů Thajska** (baht posiloval), což **dále snižovalo hodnotu akciového trhu. Realitní bublina následně praskla**. V této fázi se nicméně zdálo, že **pád bahtu z července 1997**, který je označován za začátek krize, bude izolovaným incidentem. Ostatní ekonomiky totiž dosud nezaznamenaly obdobný vývoj. Již brzo se však ukázalo, že **krize se přelila** také do dalších zemí. Po devalvaci tchajwanského dolaru v říjnu (propady hodnoty měn následovaly také v Malajsi, Singapuru a na Filipínách) totiž došlo ke **spekulativnímu útoku na hongkongský dolar** (předpokladem spekulantů byla strukturální podobnost obou ekonomik) a krize se následně rozšířila do **Jižní Koreje**. Tím nabyla globálního charakteru, protože korejské banky poskytovaly půjčky po celém světě. V Jižní Koreji zkrachovalo také několik významných průmyslových konglomerátů (tzv. chaebol; mj. také skupina Kia), což jen dále snížilo důvěru v bankovní systém, který byl na ně navázán (model podobný japonskému keiretsu). V první polovině roku 1998 se destabilizovala nejen ekonomická a finanční, ale také **politická situace v Indonésii**. Suhartova vláda byla po 32 letech u moci nucena odstoupit. Poslední fáze krize byla spojena s **výrazným hospodářským zpomalením Japonska** (o více jak pět procent v prvním kvartálu roku) a **nastupujících ekonomik** (především Ruska a Brazílie). V ně investoři ztratili důvěru a krize se do těchto zemí posléze **přelila**. K obnovení předkrizové životní úrovně (měřeno HDP/obyvatele v roce 1996) potom v případech jednotlivých zemí dochází až mezi lety 2003 (Jižní Korea) a 2006 (Thajsko).

Propady akciových indexů během krize

akciový index	maximum (datum)	minimum (datum)	změna
SET (Thajsko)	1 412,91 (2. 2. 1996)	207,65 (3. 9. 1998)	-85,30 %
Korea Composite index	842,28 (14. 10. 1996)	280,00 (16. 6. 1998)	-66,76 %
KLSE (Malajsie)	1 265,37 (26. 2. 1997)	286,20 (2. 9. 1998)	-77,38 %
Tchaj-wan SE 100	10 116,84 (26. 8. 1997)	5 474,79 (5. 2. 1999)	-45,88 %
Jakarta SE (Indonésie)	742,09 (9. 7. 1997)	256,06 (22. 9. 1998)	-65,49 %
Hang Seng (Hongkong)	16 673,30 (25. 6. 1997)	6 660,42 (13. 8. 1998)	-60,05 %
Nikkei-225 (Japonsko)	20 679 (25. 6. 1997)	12 880,00 (9. 10. 1998)	-37,67 %
Srovnání			
DAX 30 (Německo)	6 186,09 (20. 7. 1998)	3 861,89 (8. 10. 1998)	-37,57 %
DOW Jones 30 (USA)	9 338 (17. 7. 1998)	7 539,10 (31. 8. 1998)	-19,26 %

Zdroj: Asijská krize 1997/1998 a finanční kolaps v Rusku.

Pokud jde o samotné **příčiny krize**, na první pohled se může zdát, že jediným jednotícím znakem byla geografická blízkost zemí. V regionu byly totiž jak vysoko-, tak nízkopříjmové ekonomiky, exportující jak hi-tech, tak primární suroviny, obdobně se lišila rovněž organizace jejich průmyslu. Jednou z příčin bylo **nadhodnocení měn způsobené vazbou na dolar a přílivem zahraničních investic** (v první polovině 90. let to bylo v průměru pět procent HDP; v případě Thajska v roce 1995 to bylo dokonce 13 procent). V důsledku se přebytky obchodní bilance postupně vytrácely (to neplatilo pro všechny země, např. Singapur udržoval výrazné přebytky). Devizové rezervy těchto států nebyly dostatečně velké k tomu, aby umožňovaly překlenout období sníženého přílivu zahraničního kapitálu. Další a pravděpodobně hlavní příčinou byla **slabost finančního sektoru**, který se začal dostávat do problémů se splácením **dluhů termínovaných na krátké období** (před začátkem krize byla doba splatnosti 70 procent dluhů jeden rok a méně; v Thajsku činily cca 50 procent kapitálových toků mezi lety 1990 a 1996), které investoři ve chvíli hospodářského poklesu odmítli refinancovat. Velmi důležitá byla také pozice **bankovníctví**, které de facto fungovalo jako **nástroj průmyslové politiky**. **Vlády** těchto zemí proto **bankám garantovaly pomoc v případě potíží** (tzv. bail out), což management bank přirozeně povzbuzovalo v rizikovém jednání (fenomén morálního hazardu). Ve chvíli ekonomického poklesu se tak **banky uchýlily k více rizikovým a krátkodobým půjčkám**, přičemž tento trend byl dále posílen **expanzivní politikou USA** a deregulací finančního trhu v Evropě, odkud peníze do těchto ekonomik s **vyššími úrokovými sazbami směřovaly** (přesun byl zprostředkován vazbou na dolar). Po nástupu krize navíc Japonsko coby největší věřitel přistupuje k měnové restrikcii. Po pádu thajského bahtu začínají postupně prudce devalvovat také ostatní měny, v důsledku čehož dochází k **masivnímu odlivu kapitálu z regionu a skokovému zvýšení zadluženosti**. **Výsledkem** byl propad HDP, razantní zvýšení nezaměstnanosti, pád směnných kurzů i akciových trhů a vážné sociální dopady (zvýšení chudoby).

Zdroje:

Asijská krize 1997/1998 a finanční kolaps v Rusku. Online zdroj: <http://www.penize.cz/15902-asijska-krize-19971998-a-financni-kolaps-v-rusku>
 Eichengreen, B. 1998. *Understanding Asia's Financial Crisis*. New York City: Saint John's University.
 Radelet, S. a Sachs, J. 1998. „The Onset of the East Asian Financial Crisis“. *Brookings Paper*, Vol. 28, No. 1
 Radelet, S. a Sachs, J. 1998. *The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects*. Cambridge: Harvard Institute for International Development.
 Woo, T. W. 2009. *Lessons from the Asian financial crisis, and the prospects for resuming high growth*. Oakland: University of California.

Specifickou oblastí, která si prošla svou dluhovou krizí, je Afrika. Na rozdíl od ostatních finančních krizí především 90. let, v nichž hrál hlavní roli krátkodobý soukromý kapitál, se africká krize týkala především veřejného kapitálu a z tohoto důvodu měla i velmi odlišný průběh. V absolutních číslech se v případech afrických zemí nejednalo o nijak závratné částky, a proto nebyly jejich finanční problémy ani příliš pocítovány světovou ekonomikou. V relativním vyjádření však bylo dluhové zatížení velmi vysoké. Věřitelé byli sdružení v tzv. **Pařížském klubu**, jednalo se o vlády rozvinutých zemí a významné mezinárodní finanční instituce (IMF, Světová banka). Krize se pomalu táhla od 80. let, po mnoha letech pokusů o restrukturalizaci afrických ekonomik pomocí programů strukturálních přizpůsobení, které nepřinesly hmatatelný výsledek, se nakonec vlády věřitelských zemí rozhodly k odpuštění bilaterálních dluhů. Odpuštění dluhů od IMF a Světové banky bylo dojednáno později, v současnosti spadá pod **Mezinárodní iniciativu pro odpuštění dluhů**, schválenou zeměmi G8 v roce 2005.⁴⁷ Odpuštění dluhů není automatické a i nadále je vázáno na splnění určitých podmínek. Nicméně v rámci programu došlo k významné redukci zadlužení rozvojových zemí, které jsou tak oproti situaci z 90. let výrazně méně relativně zadluženy než země vyspělé.⁴⁸

MANAGEMENT MEZINÁRODNÍHO SYSTÉMU V OBDOBÍ INTEGROVANÝCH FINANČNÍCH TOKŮ

Současný stav mezinárodních financí by se dal charakterizovat následovně. Objem kapitálových toků ve světě narostl za posledních několik desetiletí astronomickým způsobem. Jejich velikost jde mimo intervenční schopnosti

⁴⁷ Iniciativa navazuje na starší Iniciativu pro vysoce zadlužené země.

⁴⁸ Oatley 2006. *International Political Economy*, 350–355.

každého jednotlivého národního státu. Tyto toky mají v drtivé většině původ u soukromých investorů, mají převážně krátkodobý charakter a jsou relativně nestabilní, což vede k vysoké volatilitě mezinárodního finančního trhu. Ta se zvýšila po propuknutí globální finanční krize, která s sebou přinesla řadu dalších problémů. Existuje riziko, že se státy v krizi budou snažit přenést náklady na přizpůsobení na ostatní země ve větší míře než obvykle. V souvislosti s tím hrozí riziko návratu politiky „ožebrač svého suseda“ v podobě měnových válek skrze umělé manipulace s kurzem měny (např. pomocí politik kvantitativního uvolňování).

Vlivem globalizace mezinárodního finančního trhu a dopadů globální finanční krize je na začátku 21. století důležitější než kdy jindy, aby fungující mezinárodní měnový a finanční systém zajistil základní atributy, bez kterých nemůže plnit svou roli. Systém by měl především zajistit **vyrovnávání platebních bilancí států, mezinárodní likviditu a důvěru**. O jeho reformě se hovoří prakticky od rozpadu Brettonwoodského systému, avšak výsledky pokusů o reformy byly vždy přinejlepším polovičaté. Podle některých v současné době vládne v mezinárodních měnových a finančních vztazích ne-systém, který je důsledkem nárůstu moci trhů a úpadku moci státu.⁴⁹

V případě vyrovnávání platebních bilancí existuje v mezinárodním prostředí do značné míry anarchie, státy si mohou zvolit z široké škály kurzových režimů. Neexistují mezinárodně dohodnutá pravidla vyrovnávání nerovnováh, pouze několik více či méně ustálených zvyků. Mezi ně patří role IMF při poskytování pomoci zemím s vážnými poruchami platební bilance, podmíněnost čerpání pomoci od IMF a skutečnost, že za špatné dluhy nese zodpovědnost dlužnická země, nikoli věřitel. Měny většiny hlavních světových hráčů vůči sobě plavou a nerovnováhy jsou v jejich případě vyrovnávány pomocí pohybů měnových kurzů. Skupina nejvyspělejších demokratických zemí se čas od času pokouší intervenovat na měnových trzích a zajistit tímto způsobem alespoň částečné narovnání nerovnováh platební bilance (na základě různých platforem – G10, G7 a především G5), ale účinnost těchto kroků se s relativním úpadkem Západu a masivním nárůstem globálních finančních toků snižuje. Důležitou výjimkou ze systému volně plovoucích kurzů nejdůležitějších světových ekonomik je Čína, která udržuje svůj kurz víceméně fixní, i když v některých obdobích povoluje jeho mírné posilování. Řada rozvojových států i menších relativně vyspělých ekonomik má svou měnu navázanu na některou z nejdůležitějších světových měn a jsou daleko náchylnější k čerpání pomoci od IMF.

V systému existují zásadní nerovnováhy volající po řešení, které se ale již delší dobu nedostávají. Příkladem jsou masivní deficity obchodní

bilance USA, trvající už desetiletí, a na druhé straně přebytky na tomtéž účtu u zemí jižní a východní Asie, především Číny. Podobným problémem jsou trvalé obchodní přebytky severních států EU a deficity jejího jižního křídla. Vzhledem k trvalé fixaci kurzů těchto států mezi sebou a přijetí společné měny je vzájemné přizpůsobení se této skupiny zemí na základě pohybu kurzu téměř vyloučeno⁵⁰ a musí dojít v případě krize buď k odpuštění dluhů, nebo k bolestné deflaci u deficitních zemí. Systém, který by v těchto případech přinesl určitá pravidla, na jejichž základě by došlo k vzájemnému přizpůsobení deficitních (např. skrze fiskální restriktci) a přebytkových (např. pomocí monetární expanze) zemí, je nesmírně obtížné prosadit i v rámci tak provázané skupiny zemí, jako je EU, natož v celosvětovém měřítku.

V oblasti mezinárodní likvidity se svět za posledních čtyřicet let téměř nezměnil. Od té doby, co prezident Nixon ukončil navázání dolaru na zlato, pozice americké měny nikterak neoslabila, spíše naopak. Spolu s dolarem slouží v omezené míře k zajištění mezinárodní likvidity i další rezervní měny, jako euro nebo jen, ale pozici dolaru nejsou prozatím schopny výrazněji ohrozit.⁵¹ Oficiálně slouží jako mezinárodní věřitel poslední instance IMF, jeho zdroje jsou ale omezené, na rozdíl od centrální banky není schopen vytvářet peníze pouze na základě svého vlastního rozhodnutí. Jeho finanční kapacity podléhají rozhodnutí členských států fondu. V souvislosti s globální finanční krizí došlo k významnému navýšení prostředků fondu. De facto ale zajištění globální likvidity závisí na instituci s oprávněním vytvářet globální rezervní měnu – americký dolar, jeho správa spadá do pravomoci americké centrální banky – FED, což ji činí jednou z nejmocnějších institucí současného světa.

V případě zajištění důvěryhodnosti globálního finančního systému lze od konce 80. let pozorovat určitý posun v mezinárodní koordinaci. Významným milníkem bylo přijetí **Basilejské dohody I** (Basel Accord I, v češtině se dohody označují jednoduše jako Basel I–III) Basilejskou komisí pro bankovní dohled v roce 1988. Dohoda mezi tehdejšími nejvyspělejšími zeměmi byla přijata na nátlak USA, které se obávaly tlaku zahraniční konkurence na svůj silně regulovaný domácí finanční sektor, a stanovovala např. minimální požadavky na kapitálovou přiměřenost bank a jejich minimální rezervy. Basel I v průběhu let zastarala a v roce 2004 byla vydána nová dohoda – **Basel II**, která je v současné době v mnoha zemích v procesu implementace. V reakci na globální finanční krizi se pracuje na její další aktualizaci – **Basel III**. Problémem basilejských dohod je jejich poněkud výběrová implementace v různých zemích světa.

⁴⁹ Gilpin 2001. *Global Political Economy*, 239.

⁵⁰ Znamenalo by de facto vystoupení státu z eurozóny.

⁵¹ Eichengreen 2009. „The Dollar Dilemma“.

Zvýšená snaha o globální management finančních a měnových záležitostí je patrná od asijské krize. V roce 1999 byla dosavadní G7/G8 rozšířena na **G20**, byly tak reflektovány změny v rozdělení moci i postavení zemí ve struktuře světové ekonomiky. Ještě před rozšířením své základny na dvacet států skupina nejvyspělejších zemí ustanovila **Fórum pro finanční stabilitu**, které mimo zástupce národních států sdružuje i reprezentanty nejvýznamnějších světových finančních institucí. Fórum se soustředilo především na problematiku „zahraničních finančních center“ (daňových rájů), kapitálových toků a dále na vysoce spekulativní finanční subjekty (hedgeové fondy). Díky novým výzvám ve světové ekonomice bylo v roce 2009 tematické zaměření fóra rozšířeno a instituce byla přeměněna na **Radu pro finanční stabilitu**. I přes zde zmíněné iniciativy nedošlo na poli globálního managementu k výraznému posunu, hlavní sporné body se nepodařilo vyřešit a setkání G20 většinou končí u obecných proklamací a bez hmatatelných výsledků.⁵² Management mezinárodního měnového a finančního systému tak představuje pro mezinárodní vztahy jednu z nejdůležitějších a zároveň nejobtížnějších výzev 21. století.

LITERATURA

- Barro, J. R. 1997. *Macroeconomics*. Cambridge and London: MIT Press.
- ČNB. *Harmonizované peněžní agregáty České republiky*. Online zdroj: http://www.cnb.cz/cs/statistika/menova_bankovni_stat/stat_mb_met/stat_mb_harmon_agregaty.html
- Eichengreen, B. 2009. „The Dollar Dilemma“. In: *Foreign Affairs*, Vol. 88, Issue 5. 53–68.
- Gilpin, R. 2001. *Global Political Economy*. Princeton and Oxford: Princeton University Press.
- Grieco, J. M. a Ikenberry, G. J. 2003. *State Power and World Markets*. New York and London: W. W. North & Company.
- Chang, H.-J. 2007. *Bad Samaritans*. Bloomsbury Press: London.
- International Monetary Fund 2010. *Control on Capital Part of the Policy Mix, Says IMF Staff*. Online zdroj: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2010/POL021910A.htm>
- Keen, S. 2009. *The Roving Cavaliers of Credit*. Online zdroj: <http://www.debtdeflation.com/blogs/2009/01/31/therovingcavaliersofcredit/>
- Keynes, J. M. 1997 *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Amherst, NY: Prometheus Books.
- Kyndland, F. a Prescott, E. 1990. „Business Cycles: Real Facts and Monetary Myth“. In: *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Vol. 14, No. 2. 3–18.
- Mankiw, N. G. a Taylor, M. P. 2008. *Macroeconomics*. New York: Worth Publishers.
- Minsky, H. P. 2008. *Stabilizing and Unstable Economy*. New York: McGraw-Hill.
- Mishkin, F. S. 2010. *The Economics of Money, Banking & Financial System*. Boston: Addison Wesley.

- Oatley, T. 2006. *International Political Economy*. London: Person Longman.
- O'Brien, R. 2004. *Global Political Economy*. Basingstoke: Palgrave.
- Spero, J. E. a Hart, J. A. 2010. *The Politics of International Economic Relations*. Wadsworth: Cengage Learning.
- Strange, S. 1997. *Casino Capitalism*. Manchester: Manchester University Press.
- Strange, S. 1998. „Finance in Politics: An Epilogue to *Mad Money*“. In: *Authority and Markets*. Eds. Tooze, R. a May, C. New York: Palgrave Macmillan. 87–102.
- Strange, S. 1990. „Finance, Information and Power“. In: *Authority and Markets*. Eds. Tooze, R. a May, C. New York: Palgrave Macmillan. 71–86.
- Triennial Central Bank Survey*. 2010. Basel: Bank for International Settlements.
- Turner, A. a kol. 2010. *The Future of Finance*. London: London School of Economics and International Finance.
- Woods, N. 2006. *The Globalizers*. Ithaca: Cornell University Press.
- Židek, L. 2009. *Dějiny světového hospodářství*. Plzeň: Aleš Čeněk.

⁵² O'Brien 2004. *Global Political Economy*, 249–250.