FINANČNÍ INOVACE A HOSPODÁŘSKÉ VÝKYVY V SOUČASNÉ PERSPEKTIVĚ

Martin Janíčko*

Úvod

Pojem *finanční inovace* je obvykle chápán jako vývoj nových finančních produktů – případně pak také procesů – majících rozdílné charakteristiky zejména v oblasti likvidity, rizikovosti a vztahu k regulatornímu rámci dané země či ekonomiky. (Schrieder, Heidhues, 1995) Existují ovšem také finanční inovace, které nemusí mít s regulatorním rámcem v dané ekonomice *stricto sensu* nutně příliš společného. Mezi ně patří zejména produkty mající za následek zvýšení rychlosti (obratu) peněz, jako jsou například kreditní/debetní karty, šeky, bankomaty či internetové bankovnictví (Schrieder, Heidhues, 1995). Podobně například podle Shillera (2009) jsou finanční inovace nezbytnou součástí finančního sektoru, bez níž by nebylo možné jeho fungování. Komplexita nemusí být vždy na škodu, neboť je přirozená vývoji ekonomik a společnosti, které se stávají složitějšími. Shiller uvádí v této souvislosti celou řadu inovativních prvků, které jsou prospěšné pro jejich „spotřebitele" (důchodové anuity, refinancovatelné hypotéky, úvěrová extrakce apod.). V poslední době se ovšem nejčastěji pod pojmem finanční inovace mají na mysli produkty s rozdílnou úrovní tzv. sekuritizace (*securitization*). Jedná se o rozptylování (*dispersion*) rizikových aktiv a jejich úplné či částečné nabalování na aktiva, která s nimi nemusí žádným způsobem souviset, a to ani jejich charakterem, dobou splatnosti či denominací v té které měnové jednotce.

Podle Mertona (1992) je možno obecně rozlišit šest nejzákladnějších funkcí a rolí finančních inovací v ekonomice:

(1) přesunování zdrojů v místě a v čase; (2) sdílení zdrojů (*resource pooling*); (3) diverzifikace, respektive řízení rizika (*risk management*); (4) zvyšování informovanosti pro zkvalitňování rozhodovacího procesu (*decision-making enhancement*); (5) částečné odbourání (problému) morálního hazardu a asymetrických informací (*moral hazard and information asymmetry*); a (6) zjednodušení prodeje či nákupu statků a služeb (*exchange facilitation*).

* Vysoká škola ekonomická v Praze, Národohospodářská fakulta (martin.janicko@vse.cz).
Pracovní verze článku byla publikována v rámci sborníku navazujícího na konferenci VŠMIE s názvem *Úloha inovací v hospodářském cyklu*, pořádanou v září 2010.
Autor by rád vyjádřil poděkování všem recenzentům původní verze článku, jejichž poznámky, náměty a komentáře přispěly k jeho zkvalitnění.

Finanční inovace představují důležitou součást tržního hospodářství téměř od jeho počátků. Jsou spojeny zejména s rozvojem finančního a peněžního trhu v USA, který nastává nejpozději ve druhé polovině 19. století v návaznosti na rozvoj průmyslově-výrobního kapitalismu. Tehdejší situaci samozřejmě nelze srovnávat co do intenzity finančních inovací s obdobím po Druhé světové válce či dokonce se situací po roce 2000. Nicméně již tehdy viděly zejména bankovní domy v možnosti nabízet diverzifikovaná finanční aktiva prostor jak pro zvyšování jejich ziskovosti, tak ale i pro posilování tržních pozic, a s tím spojenou celkovou expanzi peněžně-finančního sektoru (Partnoy, 2009).

Částečně pak i v důsledku rozvíjení nejrůznějších forem finančního kapitálu docházelo k zesíleným vlnám kritiky ze strany socialistických, marxistických, ale i nemarxistických ekonomů vůči kapitalistickému systému v jeho tehdejší podobě a v jeho tehdejším směřování. Jako jistě relevantní příklad tehdejších kritických proudů nechť slouží dílo rakouského (sociálně-demokratického a z pohledu marxistů revizionistického) ekonoma Rudolfa Hilferdinga pod názvem *Finanční kapitál*, které bylo poprvé vydáno roku 1910 (Hilferding, 1910, 1970). Jeho analýzu tzv. fiktivního kapitálu (*fiktives Kapital*) a převádění majetku společností na akciový kapitál (*Aktienkapital*) lze bezpochyby považovat za jednu z prvotních kritik finančních inovací ve 20. století.[1] Zvláště pak Hilferdingem používané pojmy jako *finanční velkokapitál* nebo *finanční buržoazie* jsou pojmy hojně užívané právě zejména ze začátku 20. století. Tyto pojmy jsou zároveň spojené s růstem důležitosti role finančního sektoru v kapitalistické ekonomice, včetně jeho propojování s kapitálem tzv. průmyslovým, a tedy s růstem významu konglomerátních uskupení.[2]

Jedna z prvních pregnantních kritik role finančních inovací v jejich dopadu na zhoršení propadu ekonomiky směřuje do období *Velké hospodářské krize* z konce dvacátých a začátku třicátých let 20. století. Ještě ve dvacátých letech 20. století byla totiž většina aktivit většiny podniků financována (pokud ne vlastním jměním) z bankovních úvěrů. Přičemž lze jistě postulovat, že bankovní úvěry mají oproti jiným formám financování jednu podstatnou výhodu, a sice bilaterální povahu. Jinými slovy je jasné, kdo je v roli věřitele a kdo je v roli dlužníka. Tento vztah je v podstatě determinován pouze na bázi podepsané smlouvy/úmluvy. V následujících letech však došlo v tomto ohledu k jisté „revoluci“. Výrazným způsobem se rozmohl kapitálový trh, a to v čele s produkty typu dluhopisů, investičních certifikátů a jiných cenných papírů, částečně se podobajícím dnes známým komplexním derivátům – jakkoli měly samozřejmě ke stupni jejich dnešní komplexnosti daleko (Partnoy, 2009). Dvacátá léta 20. století jsou obecně charakterizována jako první velký nástup finančního sektoru v ekonomice, který také ale předznamenal jeho prudký relativní i absolutní pád v letech třicátých. (Philippon, 2008)

1 Pregnantní kritiku Hilferdingova přístupu lze nalézt například v Sandleben (2003). Sandleben zejména poukazuje na problém časoprostorového kontextu Hilferdingovy teorie, který je obdobný u Marxe.

2 Hilferding viděl rozvoj finančního kapitálu především jako důsledek změny výrobního systému ekonomiky, kdy nový výrobní cyklus vyžadoval dlouhodobější formy financování. I v tomto směru je pak možno pozorovat rostoucí vlastnickou implikaci některých finančních institucí v produktivním sektoru.

Zároveň začalo také docházet ke zrodu předchůdců dnešních finančních zprostředkovatelů (*financial intermediaries*), kteří měli za cíl snižovat transakční náklady na finančním trhu, informační asymetrii mezi poptávkou a nabídkou, ale také umožňovat rychlejší poskytování potřebných prostředků k podnikání. Řada autorů v tomto smyslu uvádí, že rychlý a skokový nárůst počtu nových produktů obecně určených k financování zapříčinil výraznou hloubku tehdejší krize, jelikož „pomáhal" podnikům zastírat pravé informace o jejich skutečné situaci. Toto zastírání následně výrazně ztížilo roli Fedu, neboť ten nebyl schopen včas reagovat na nastalou situaci, a ačkoli jeho tehdejší role byla podstatně marginálnější než dnes, nepodařilo se mu spekulační bublinu včas zmenšit (Merton, 1992; Baskin, Miranti, 1997 ad.).

Následný rozvoj ratingových agentur měl pak v podstatě oslabit obcházení regulatorního rámce[3], jelikož začaly být podniky posuzovány z hlediska jejich úvěrového portfolia. Ohodnocování úvěrových rizik soukromými společnostmi ovšem nevyhnutelně vedlo k jejich možné ovlivnitelnosti ze strany samotných bank. Banky navíc měly tendenci k nakupování takových aktiv, která byla hodnocena co nejníže v povolené hranici, neboť lépe hodnocená aktiva pro ně skýtala vidinu relativně nízkých výnosů. (Fraine, Mills, 1961) Jejich role se navíc postupem času stala velice diskutabilní a nepřehledná a nepochybně taktéž přispěla k hlubokým ekonomickým výkyvům posledních let. (Blíže viz např. Janíčko, 2011.)

Situace před Druhou světovou válkou předznamenala další vývoj finančních inovací respektive celého finančního sektoru po válce. Opravdový rozvoj finančního sektoru je spojen s obdobím osmdesátých, částečně devadesátých let 20. století a první dekády nového tisíciletí, kdy byly vyvíjeny instrumenty umožňující sdílení rizikovosti mnoha aktiv najednou. V této době také nastává skutečná zlatá éra finančních derivátů, jež do té doby nebyly zdaleka tolik rozšířené a zejména běžně dostupné. Současně rostoucí matematizace ve finančních oborech vedla mnoho ekonomů a zejména matematiků ke snaze o hledání tzv. *optimálních řešení* v podstatě za každou cenu (Crawford, Sen, 1996).[4] Výnosnost povolání finančních a risk analytiků pak způsobila příliv velkého množství nadprůměrně vzdělaných lidí do tohoto sektoru, což vyústilo v obrovskou informační asymetrii na straně poptávky a nabídky vytvářených produktů a služeb. Elegantní vzorce založené převážně na vícenásobných korelacích dodávaly nejen zdání vědeckosti, přesnosti, ale zejména ochrany před rizikem.[5] Nejedná se pouze o přetahování kvalifikovaných pracovníků do ziskovějších příležitostí, ale taktéž o rostoucí kumulaci znalostí a jejich sofistikaci, která je toho logickým důsledkem a funguje jako jistá bariéra vstupu do odvětví. Bariéra, která funguje zejména pro

3 Za *regulatorní rámec* ekonomiky se obecně považuje souhrn pravidel, podle nichž jsou finanční subjekty povinny jednat. Nejtypičtějším a zároveň nejvíce obcházenou regulací je tzv. povinná míra rezerv (PMR), nutící zejména bankovní instituce k obligatorní držbě jistého množství poskytovaných depozit u centrální banky/autority dané ekonomiky. Do regulatorního rámce nicméně lze obecně započítat taktéž bankovní dohled, státní dozor, kapitálovou vybavenost, regulaci vstupu do odvětví apod.

4 Jako analogie zde může sloužit částečná výstavba neoklasické mikroekonomie na optimalizaci za omezení (*constrained optimization*).

5 Vícenásobná korelace je nástrojem používaným ve snaze určit vliv n > 1 nezávisle proměnných na proměnnou závislou. Výsledkem je tzv. *koeficient vícenásobné korelace* nabývající hodnot <-1;1>.

vstup mezi *high-skilled* pracovníky v sektoru (vytvářející modely, software, produkty či procesy). Zároveň tímto přispívá k vytváření *low-skilled* vrstvy pracovníků, na níž jsou kladeny nároky často pouze z hlediska obslužnosti příslušného softwaru, znalosti patřičné nomenklatury či komunikace s klientelou.

Cílem tohoto textu je upozornit na roli finančních inovací v moderních ekonomikách především z potskeynesovského pohledu a z pohledu školy regulace a přispět do debaty o prolínání finančních (nominálních) a produkčních (reálných) veličin v moderních ekonomikách. Zbývající část textu je organizována následovně: v první kapitole je představena v České republice nepříliš známá škola regulace, která se extenzivně věnuje finančním inovacím a regulaci finančního sektoru a jejíž predikce ohledně vývoje kapitalistické ekonomiky v novém tisíciletí se se značnou přesností vyplnily; v kapitole 2 jsou rozebrány finanční inovace a jejich role v kontextu ekonomického vývoje posledních třiceti let; ve třetí kapitole je diskutován možný vliv finančních inovací na amplitudu hospodářského cyklu; v Závěru jsou vyvozena některá bazální hospodářsko-politická doporučení z hlediska regulace finančních trhů v podmínkách zvýšené finančně-inovativní činnosti.

1. Francouzská škola regulace: opomíjený heterodoxní směr ekonomie

Škola regulace[6] je nejen kritickým heterodoxním směrem ekonomického myšlení, nýbrž taktéž směrem značně heterogenním. Její vznik v rámci kruhu *Centra pro ekonomický výzkum a jeho aplikace* − Cepremap[7] lze dávat do souvislosti s tzv. ropnými šoky v sedmdesátých letech dvacátého století. Mezi její zakladatele jsou řazeni Michel Aglietta (Aglietta, 1976), Robert Boyer a Jacques Mistral (Boyer, Mistral, 1978) a Alain Lipietz (Lipietz, 1979) a jejími teoretickými zdroji jsou především marxismus, klasický institucionalismus a částečně i keynesovství. Tato škola je školou zejména analyzující kapitalismus v jeho moderní podobě, včetně regulačních prvků, které jsou v kapitalismu typické. Jedná se především o vyrovnávací mechanismy vytvářené systémem samotným, či mechanismy, které jsou do kapitalismu implementovány zvenku příslušnou hospodářskou politikou nebo jinými, systému samotnému, externími faktory.

Zejména Aglietta (1998) a Boyer (2000) se pak zabývají otázkami vnitřních pnutí kapitalismu a dialektikou, která vede k nahrazování jednoho typu kapitalismu typem jiným. Shodují se na tom, že režim akumulace typický pro tzv. fordismus byl nahrazen režimem volného pohybu kapitálu. Tento nový režim v sobě na jednu stranu nenese inflační tlaky pro ekonomiky, na stranu druhou ovšem brání dostatečné akumulaci a stlačuje disponibilní příjmy populace.[8] Neschopnost a/nebo neochota regulativních autorit na takovýto vývoj reagovat je jedním z příznaků krize systému.

6 Někdy bývá také pro své geografické ukotvení a národnost většiny autorů nazývána „Francouzskou školou regulace“.

7 *Centre pour la recherche économique et ses applications.*

8 Důraz na analýzu chování společenských tříd v ekonomice a na akumulaci je jedním ze společných tematických prvků školy regulace a postkeynesovců.

Představitelé školy regulace obecně poněkud ironizují představu o alokačních výhodách finanční liberalizace z pohledu kapitálu a investic. Z tohoto vycházející postulát o *„přílivu zvedajícím všechny loďky“* je podle nich záměrnou mystifikací a apologetikou nerovnoměrného *„krájení (všemi) vytvořeného koláče“*. Zejména v posledním desetiletí je podle školy regulace patrný výrazný vliv finančních trhů na celé ekonomiky v rámci vyspělých zemí. Dostupnost úvěru a obrovská inovační aktivita byla podle Aglietty doprovázena vlnou podvodů, korupce a zastírání pravých informací a důležitých ukazatelů. Umělé snižování vnímání rizika byly a jsou charakteristickými prvky takto vytvářeného systému. Podle školy regulace ukázal nový liberální řád spíše neschopnost „samoregulace“, která vedla k opakujícím se finančním krizím v různých částech světa. (Aglietta, 2008)

Představitelé školy regulace dále upozorňují na mnohé doprovodné jevy, které s deregulacemi a finančně-inovativními činnostmi korespondovaly. Mezi ně patří i výrazná změna v rozdělování důchodů v posledních třech dekádách, a to zejména vůči období 1945 až 1970. Podle Aglietty (2006), Amabla (2005), Boyera (2004) a dalších dochází od osmdesátých let v ekonomicky vyspělých zemích a regionech k neustálému tlaku na mzdy směrem dolů a na zisky směrem nahoru.[9] Tento jev je ovlivněn především rozšířením pracovního trhu o levnou pracovní sílu z „východu“ a výraznou deregulací kapitálových toků. (Aglietta, 2008) A zde je podle školy regulace jeden ze zdrojů finančních a dluhových problémů současného vyspělého světa: nedostatek koupěschopné poptávky vedl k levně dostupnému úvěru, který byl navíc záměrně podněcován inovativní činností.

Škola regulace zde v tomto směru vnímá jako revoluční změnu události z konce devadesátých let 20. století. Jakkoli byly banky dříve nuceny nést plné riziko svých kreditních operací a zabezpečovat se vůči němu tvorbou rezerv, vlna využívání derivátových produktů zejména investičním bankám umožnila riziko přenést na jiné subjekty. Toto jim zároveň umožnilo uvolnit dodatečný kapitál na další úvěrování. (Aglietta, 2009; Boyer, Dehove, Plihon, 2004)

Představitelé školy regulace, podobně jako postkeynesovci, považují nově vzniklý postfordovský systém, obecně založený na vysoké finanční integraci, kapitálové mobilitě a provázanosti ekonomik, za vysoce nestabilní. Na rozdíl od postkeynesovců však hledají příčiny jeho nestability v neschopnosti najít nový *modus vivendi* mezi finančním sektorem, reálnou ekonomikou a regulačním rámcem. Jako dříve nepoznaný problém vnímá škola regulace také model založený na vytváření „hodnoty pro akcionáře“ při nízkých mírách zapojení vlastního kapitálu, vnášející další destabilizační prvek do kapitalistického systému. Zároveň považuje za nezbytné, aby byla zavedena precizní regulace finančních trhů, která bude limitovat jak rozsáhlou finanční aktivitu, tak ale také hospodářský růst založený čistě na úvěrech, zadlužení a efektu páky. (Aglietta, 2009)

9 O tomto dobře svědčí fakt, že například v USA již delší dobu průměrná mzda středních tříd zůstává téměř konstantní, ačkoliv dochází k růstu produktivity práce.

2. Deregulace a nová éra inovací

Demontáž regulačního rámce, který byl uveden do chodu zejména po krizových událostech ze třicátých let 20. století, se stala naprosto charakteristickým rysem posledních 30 let. Další *boom* finančních inovací, navázaných mimo jiné i na rozvoj informačních a komunikačních technologií (ICT), přispěl k její výrazné akceleraci v první dekádě nového tisíciletí.

Ještě charakterističtější pro tuto demontáž je ovšem její původ v anglosaském světě (Aglietta, 2009; Miller, 1986). Nejčastěji uváděným motivem finančních inovací bylo lepší propojení mezi finančními trhy a reálnou ekonomikou. Nejčastěji používaným pojmem byla „efektivnost"; tedy efektivnost ve smyslu propojení rozhodnutí o *úsporách* s rozhodnutím o *investicích*, které bylo tak zpochybňováno nejen Keynesem (1936), ale i postkeynesovskými[10] ekonomy (Minsky, 1986). Větší výběr z možností, kde a jak spořit, měl vést k vyšším mírám úspor, a tedy ve svém důsledku i k podpoře investiční činnosti. Moderní finanční inovace měly dále za cíl přizpůsobit se každému spořiteli podle jeho potřeb a vnímání rizika, a výrazně tak zvýšit jeho přebytek. Stejně tak měly ale za cíl přizpůsobit se v tomto ohledu investorům (Tufano, 2002).

Do jisté míry zůstalo ovšem pouze u nadějí, neboť empirická skutečnost byla poněkud odlišná: míra úspor i s vlnou nových inovací prudce klesala, a to zejména v anglosaských oblastech, přičemž totéž, jakkoli podproporcionálně, platilo pro míru investic. Snaha o přiblížení finančního trhu modelově dokonale konkurenčním trhům vyšla v zásadě naprázdno, jelikož přestože docházelo ke snižování transakčních nákladů, rizika informační asymetrie a morálního hazardu se naopak v rozporu s předpoklady neustále zvyšovala (Duffie, Jackson, 1989). Také výnosnost aktiv se ukázala jako relativně stabilní a prakticky neměnná oproti období nižší inovační aktivity.

Hospodářský cyklus[11] se postupem času začal stávat více volatilním a závislým na mírách optimismu či pesimismu v ekonomice, přičemž začal kopírovat stále více volatilní chování na burzách cenných papírů. Například index Dow Jones vykazoval průměrnou roční volatilitu v roce 1970 již relativně vysokých 14 %, na konci let

10 Postkeynesovská škola ekonomického myšlení není v textu detailněji rozebírána, neboť se jedná o školu v odborné sféře poměrně známou. Jejími hlavními charakteristikami jsou především výrazná heterogenita, jejíž základní směry tvoří tzv. horizontalisté a tzv. strukturalisté (v širším pojetí proponenti relativní peněžní endogenity). Mezi nejdůležitější společné jmenovatele postkeynesovců patří důraz na historický čas, zdůrazňování endogenní povahy peněz (zde pak, kromě výše uvedeného dělení na horizontalisty a strukturalisty, dochází k dalším dělením např. na klasické postkeynesovce a cirkuitisty), důraz na efektivní poptávku a její důsledky i pro dlouhé období, nejistotu v jednání ekonomických agentů a odmítnutí koncepce *homo oeconomicus* a řada dalších. Za hlavní představitele školy se obecně považují N. Kaldor, J. Robinsonová, S. Dow, P. Davidson, S. Weintraub, P. Arestis, H. Minsky a L. Wray. Mezi nejvýznamnější představitele cirkuitistů se řadí L.-P. Rochon a M. Lavoie.

11 Vývoj amplitudy hospodářského cyklu je obtížné zcela zmapovat, jelikož byl výrazně odvislý od geografického a časového kontextu dané ekonomiky. Obecné snížení rozkmitu v USA v 90. letech nekorespondovalo s jinými vyspělými zeměmi, kde byl rozkmit výraznější. Od začátku nového tisíciletí pak amplituda zaznamenává postupný pomalý růst a zároveň i vyšší divergenci napříč vyspělejšími ekonomikami (NBER, 2011; OECD, 2011).

devadesátých a na začátku nového tisíciletí již tento ukazatel podstatně přesáhl 20 % (Aglietta, 2008).[12]

Dokonalost finančních trhů byla zpochybněna primárně ze čtyř základních příčin:

1. Snaha o *informační efektivnost*, kdy výnos náhodného aktiva nemůže v průměru převýšit výnos jiného náhodně vybraného aktiva, nebo portfolia náhodně vybraných aktiv, se ukázala jako empiricky neopodstatněná.
2. Efektivnost ohodnocení *fundamentální hodnoty*, tj. schopnost tržní ceny reflektovat hodnotu titulu v dlouhém období, se taktéž nepotvrdila.
3. Efektivnost diverzifikace rizika podle tzv. Arrow – Debreuova teorému, tj. že za určitých podmínek – například existence dostatečně velkého počtu konkurenčních trhů – dochází opakovaně k nastolování rovnovážných stavů na těchto trzích, nebyla empiricky potvrzena, ačkoli zde je třeba spíše hledat důvody nereálnosti předpokladů, které fungování tohoto modelu podmiňují.[13]
4. Alokační efektivnost, tj. alokace kapitálu do jeho nejvýnosnějších použití, se taktéž ukázala jako výrazně nadhodnocená.

Jinými slovy, jakkoli zastánci tezí o efektivnosti finančních trhů proponovali vlny finančních inovací, jejich skutečný dopad na fungování těchto trhů nelze v žádném případě označit za významný. (Aglietta, 2006) V tomto ohledu lze rozlišovat čtyři základní typy tzv. *investorů*, lišící se senzitivitou na pohyby na finančních trzích:

1. Profesionální spekulanty, kteří jsou citliví na nejrůznější i marginální impulsy, které by mohly ovlivňovat ceny na finančních trzích. Finanční spekulace jsou *de facto* jejich zaměstnáním.
2. Další skupinou tzv. investorů jsou agenti, kteří jsou ve svém rozhodování ovlivněni časovým horizontem, jejž si na své operace vyhradili. Jinými slovy, využívají finanční trh pro své potřeby likvidity nebo úspor.
3. Následující rozlišovanou skupinou je skupina modelově naprosto neinformovaných agentů, jejichž vzorec chování by se dal shrnout následujícím způsobem: v případě růstu ceny aktiva jej mají tendenci okamžitě nakupovat, v případě poklesu ceny aktiva jsou tendence prodávat.
4. Poslední skupinou tzv. investorů jsou „udržovatelé portfolia“. Jejich základní snahou je udržovat hodnotu jejich aktiv nad predeterminovaným minimem.

Náchylnost třetí a čtvrté skupiny těchto subjektů rozkmitávat finanční, a tedy částečně také hospodářský cyklus, je enormní. Je zřejmé, že jejich poptávka po finančních aktivech je rostoucí funkcí ceny, ale také lze částečně popsat vzorcem *stádního chování* neboli disociací individuální racionality od racionality tzv. kolektivní. (Rochon, 1999)

12 Zároveň platí, že v obdobích nízkého ekonomického růstu byla pozorovaná volatilita obecně vyšší, což se dá vysvětlovat zejména zvýšenou nejistotou, kde převažuje vnímání rizik „směrem dolů“.

13 Striktně vzato, v případě úplné platnosti Arrow-Debreuova teorému by ani významná část finančního sektoru včetně finančního zprostředkování vůbec neexistovala (nemusela existovat).

Celá řada autorů (Gertler, Kiyotaki, 2010; Krohn, 2011 ad.) dokládá poměrně přesvědčivou empirickou evidenci o tom, že za posledních 60 let (tedy v zásadě v období po Druhé světové válce) se váha finančního sektoru v USA vůči tamnímu HDP neustále zvyšuje. Prakticky ve všech dekádách od roku 1948 předstihoval růst přidané hodnoty vytvořené finančními službami růst agregátní přidané hodnoty, v některých dekádách dokonce o více než 2 p.b. (1999–2009). To samé platí o relativní váze finančních aktiv na celkových aktivech v ekonomice (nepřetržitě až do období finanční krize v roce 2007), ale i zaměstnanosti ve finančním sektoru, která vzrostla z 2,4% celkové zaměstnanosti v roce 1947 na přibližně 4,7% v roce 2009. (Krohn, 2011) Toto společně s explozí obchodů s finančními deriváty po roce 1998 v řádech mnoha bilionů dolarů dokládá nutnost makroekonomie brát finanční sektor jakožto sektor stále více ovlivňující reálné veličiny. Vztah mezi finančními krizemi a krizemi reálnými je tak dále posilován.

Na druhou stranu vztah mezi ekonomickým růstem a růstem finančního sektoru je zjevně komplexnější, než by se mohlo zdát: pro ilustraci ještě v šedesátých letech 20. století byl globálně ve vyspělých ekonomikách vykazován nebývalý hospodářský růst. Výjimkou nebyly ani Spojené státy, které procházely, v nomenklatuře školy regulace, „fordovským stadiem vývoje“. V tomto období byl ale význam finančního sektoru poněkud menší – ve srovnání s obdobím první dekády nového tisíciletí byl vůči HDP dokonce o 50% nižší než v předcházejících obdobích. Naopak překvapivě v letech osmdesátých, kdy zejména americká ekonomika procházela obdobím relativně nízkého hospodářského růstu, finanční sektor přibíral na intenzitě, když jeho podíl na produktu stoupl o 2 p.b. (Philippon, 2008). Situace se otočila opět v letech devadesátých (vysoký růst produkce, ale relativně nižší růst finančního sektoru) a pak změnila svůj charakter v prvních deseti letech nového tisíciletí, kde poprvé za několik dekád relativně stabilní růst do roku 2007 doprovázel *boom* finančního sektoru jak z hlediska přidané hodnoty, tak i z hlediska zaměstnanosti[14] (viz grafy 1 a 2).

Zejména poslední vývoj koinciduje s průlomy v oblasti informačních a komunikačních technologií v devadesátých letech. Lze se tak v tomto směru přiklonit k tezi, že ačkoli mohlo dojít k signifikantnějšímu poklesu transakčních nákladů, naopak došlo ke zvýšení výskytu informační asymetrie, morálního hazardu a rizika nepříznivého výběru, a to především vlivem zvýšení komplexnosti finančních instrumentů na trhu. (Philippon, 2008; Freixas, Rochet, 1997)

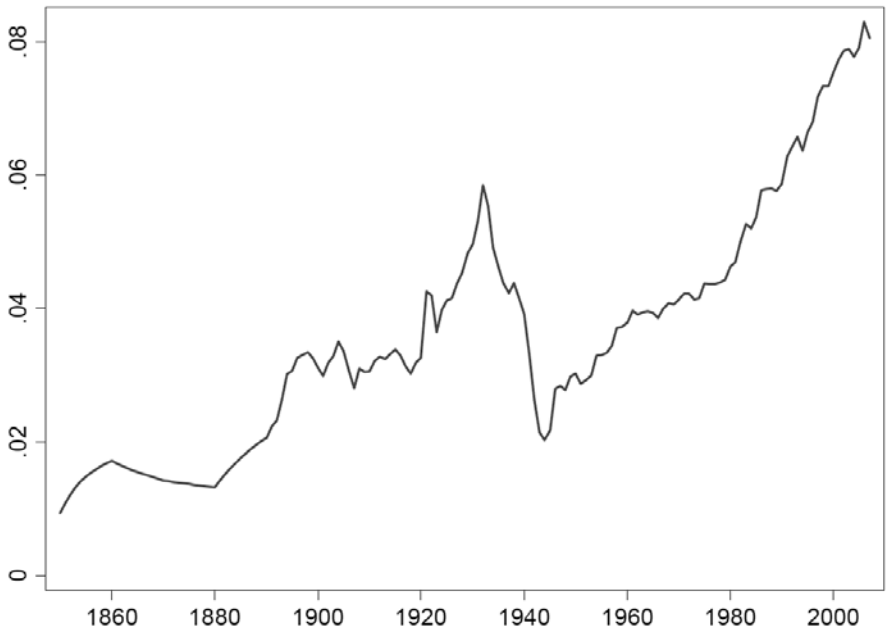
Finanční instituce principiálně nepracují s vlastními, ale s cizími penězi. V případě krachu nebo finanční krize dochází k částečně paradoxní situaci: agenti, kteří mohou být za krach nejvíce zodpovědní například nepovedenými/neefektivními spekulacemi či podstupováním neúměrného úvěrového rizika, mají nejlepší možnost svoje skutečně vlastní peníze ochránit. Existuje tak vrstva subjektů/agentů, kteří na finančních inovacích nejvíce vydělávají, jelikož jsou v postavení *insiderů* (manažeři institucí a jejich vlastníci), dále vrstva podniků, majících jistou vyjednávací sílu, a pak

14 Od začátku osmdesátých let také v USA dochází k divergenci výdělků ve finančním a pojistném sektoru a nefinančním sektoru, přičemž kulminace nastává v roce 2008, kdy průměrný výdělek nefinančního sektoru dosahuje 60% výdělku v sektoru finančních služeb a pojišťovnictví.

vrstva běžných uživatelů, kteří jsou zaprvé značně rozdrobeni a zadruhé mají nízkou vyjednávací možnost. Je zjevné, že poslední skupina je skupinou nestabilitou nejvíce ohroženou.[15] Procesy ve finančním sektoru by se měly posuzovat podle dopadu na tyto 3 skupiny.[16]

Graf 1

Podíl finančního a pojistného sektoru v USA na HDP v letech 1860–2006 (1 = 100 %)



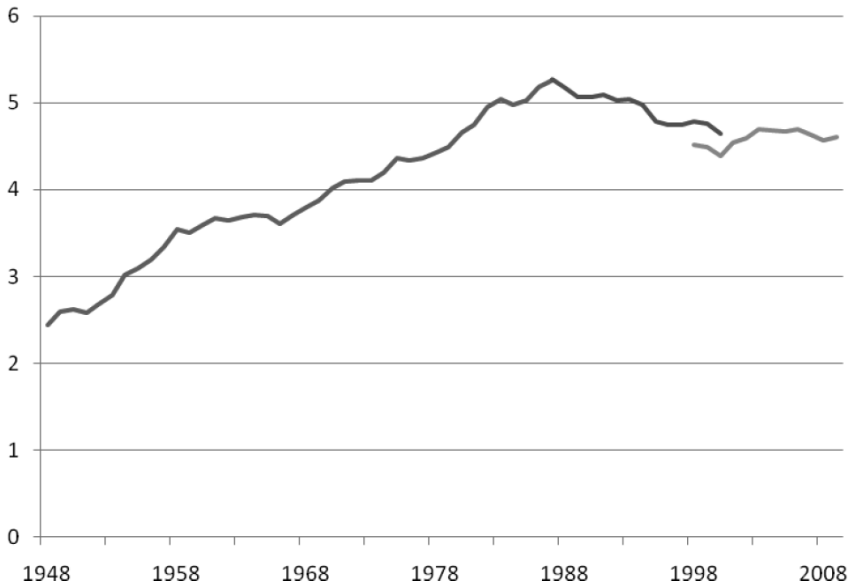
Pramen: Philippon, 2008.

15 Je tomu tak alespoň v krátkém období, neboť v případě persistence nestabilit i ve střednědobém a dlouhodobém horizontu na situaci prodělají všichni.

16 Pokud jde o rozdílnost participace výše zmíněných skupin subjektů, lze, vycházejíc z Duménila a Lévyho (2006), spatřovat určitý problém i v rozdělení aktiv: první skupina (tj. vlastníci a manažeři) získává svojí vlastní část prospěchu, dále drží majetky pro osobní potřebu, a s tím spojenou moc, a také provozní kapitál, s nímž volně podniká. Krize sice způsobí snížení provozního kapitálu finanční instituce, ale její podíl na důležitosti v ekonomice může paradoxně vzrůst (jelikož provozní kapitál není dodáván z osobního majetku vlastníků, ale například finančními injekcemi od státu), a to například koupí zkrachovalých (*ergo* levných) podniků.

Graf 2

Podíl finančního a pojistného sektoru v USA na celkové zaměstnanosti v letech 1948–2009 (v %)



Pramen: Krohn, 2011.

Poznámka: Překryv v letech 1998–2000 je dán přechodem na rozdílnou metodiku posuzování charakteru odvětví: SIC do roku 2002; NAICS od roku 2002.

3. Finanční inovace a amplituda hospodářského cyklu[17]

V kontextu incidence finančních krizí v posledních dvaceti letech je patrné, že finanční inovace zřejmě příliš nepřispěly k vyhlazování finančního rizika, k němuž byly částečně předurčeny.[18] Hlavními důvody pro toto tvrzení jsou nejen důvody výše uvedené, tzn. obcházení regulatorního rámce a problém omezené racionality agentů působících na finančním trhu, ale také problém rozhodování za neurčitosti[19]. Například derivátové produkty, jakožto instrumenty transferu rizika, umožňují ohodnocovat

17 Pod „amplitudou“ hospodářského cyklu zde mám na mysli rozkmit cyklu vůči trendu, tj. dlouhodobé trajektorii jeho vývoje. Pojem „amplituda“ může být též chápán jako průměrná či maximální „odchylka“ od trendu.

18 Zde jde pouze autorovu o ekonomicky-intuitivní domněnku bez reálného ekonometrického podkladu. Rigorózní ekonometrická analýza by byla obtížně proveditelná již jen vlivem množství kontrolních proměnných, který by musel model v důsledku obrovské komplexity problému obsahovat. Autorovi není ani známo, že by podobná analýza byla v soudobé ekonomické literatuře provedena.

19 K rozhodování „za neurčitosti“ dochází obecně v situaci, kdy nejsou známy ani možné důsledky rozhodování určitého subjektu, tudíž je zcela nemyslitelné, aby „jim“ byly přiřazeny pravděpodobnosti, jak tomu je v rozhodování za rizika. Je třeba poznamenat, že problém rozhodování za neurčitosti je jedním z ústředních pojmů postkeynesovské kritiky neoklasické ekonomie, jakož i tzv. neokeynesovské syntézy.

pouze rizika známá. Ukazuje se ovšem, že finanční krize jsou v posledních letech způsobeny riziky za současných podmínek těžko předvídatelnými. Rozsah finančních krizí a jejich zvýšená frekvence v 90. letech 20. století tomu napovídají. Z hlediska *makroekonomické stability* proto nelze finančním derivátům přiznat žádná výrazná pozitiva. (Aglietta, 2006)

Boyer, Dehove a Plihon (2004) tamtéž uvádějí, že finanční inovace v novém tisíciletí byly záměrně vytvářeny k ochraně trhu znalých akcionářů a k nadměrné akceptaci rizika od akcionářů trhů neznalých. Komplexita byla tak výrazná, že dokonce experti z MMF či z Banky pro mezinárodní platby nebyli schopni určit, kdo je vlastně konečným nositelem rizika. V tomto smyslu Boyer, Dehove a Plihon (2004) dále logicky vyvozují, že obchodování s podobnými instrumenty koresponduje mnohem spíše s teorií racionální neznalosti než s konceptem mezičasové optimalizace podle teorie racionálních očekávání. Výraznou nevýhodou finančních derivátů, představujících nejznámější finanční inovaci, je ovšem riziko nákazy (*contamination risk*). Toto riziko je zejména spojeno s krachy velkých bankovních domů, jelikož u finančních derivátů dochází k jejich obrovské koncentraci v rozvahách nízkého počtu subjektů. Zároveň má podobu rizika systémového (*systemic risk*).

V souladu s výše uvedenými tvrzeními o akceleraci finančních inovací došlo (podle posledních údajů) od roku 2001 do roku 2007 k nárůstu transakcí s krátkodobými finančními deriváty přibližně o 324 %. Zranitelnost systému byla současně podepřena 1) implikací velkých bankovních domů v těchto operacích; 2) rizikem nákazy způsobeným provázaností finančních trhů a 3) nízkou regulační schopností hospodářsko-politických autorit. (Aglietta, 2008)

Ve stejnou dobu začala enormním způsobem narůstat zadluženost soukromého sektoru, a to v některých vyspělých zemích až o přibližně 90 %. Vezmeme-li v úvahu, že HDP ve vyspělých zemích vzrostlo v průměru přibližně o 23 %, je tento nárůst silně nadproporcionální vůči reálné ekonomické výkonnosti (OECD, 2011; Fed, 2011; Banque de France, 2011) V době, kdy ještě Robert Lucas (2003), Ben Bernanke (2004), Peter Summers (2007) a mnoho dalších mluvili o pozitivním vlivu finančních inovací na vyhlazování hospodářského cyklu v ekonomicky vyspělých zemích a správném nastavení hospodářské politiky v letech 1980 až 2006 (tzv. *Great Moderation*), začalo docházet k nejhlubšímu propadu na finančních trzích za předchozích několik desítek let. V letech 2008–2009 pak tyto proponenty finanční deregulace, liberalizace a finančních inovací překvapila největší ekonomická krize za posledních sedmdesát let.

Již dlouho předtím zněly od postkeynesovců a školy regulace oprávněné obavy o další vývoj vyspělých ekonomik. Prakticky od roku 2000 oba směry upozorňovaly na hrozící výskyt bublin na finančních trzích, vznikající z mnoha nominálních i reálných příčin. Tyto bubliny měly následně vést k brzké finanční krizi. Byli jimi především[20] Baker (2002; PK), Boyer (2004; R), Beams (2004; PK), Amable (2005; R), Aglietta,

20 Zde „PK“ značí *postkeynesovec*, nebo alespoň blížící se postkeynesovství; „R“ značí naopak představitel školy regulace nebo myšlenkově se blížící Škole regulace.

(2006; R), Keen (2006; PK In: Bezemer, 2009), ad.[21] Jak navíc správně v této souvislosti poznamenává Lavoie (2004), finanční krize vede obecně ke krizi ekonomické, ale opak nemusí být vždy pravdou. Tak tomu bylo například v devadesátých letech 20. století v mnoha zemích kontinentální Evropy.[22]

Obecná pozice postkeynesovců se v podstatě opírá o odmítnutí předpokladů křivky LM, který je kodeterminován tzv. fixní (exogenní) peněžní nabídkou. Vytváření neustále obměňovaných finančních instrumentů a jejich využívání (obchodování) na finančních trzích ve skutečnosti centrální bance znemožňuje precizně řídit peněžní nabídku. (Minsky, 1986) Posuzování peněz jako tzv. dluhového instrumentu pak poskytuje postkeynesovcům dobré metodologické východisko pro zkoumání současné kapitalistické ekonomiky a dále umožňuje precizní pohled na motivy držby peněz.

Jak dále uvádí Minsky (1986), intenzita finančních inovací roste v konjunktuře a podstatně snižuje vnímání rizika, přičemž paradoxně zvyšuje jeho systematickou povahu. Tím dochází k divergenci výše rizika a jeho vnímání, což obecně vede ke zvyšujícímu se hazardnímu chování a k racionálně nepodloženým investičním rozhodnutím. Tento řetězec vyúsťuje v konečném důsledku k vytváření tzv. bublin na finančních trzích. Od osmdesátých let 20. století je navíc zcela zřetelná korelace mezi růstem dluhového financování a ziskem z finančních aktivit soukromých společností. Jakkoli není vždy zcela jasné, jakým směrem tento vztah „číst“ (a zda se vůbec o vztah jedná), v tomto případě stav u obou veličin svědčí o celkovém stavu vytváření přidané hodnoty ve finančním sektoru.

Ve fázích recese naopak reálné změny v ekonomice vedou finanční instituce k přehodnocování rizik, které jsou spojeny s poskytováním půjček, a tudíž k jejich výraznému omezení. Tato skutečnost dále prohlubuje recesi a prodlužuje její fázi. (Wolfson, 1996; Duménil, Lévy, 2000) Častým motivem pro změnu ohodnocování finančních rizik finančními institucemi bývá taktéž nutnost odepsat velkou část aktiv, která se ukážou vlivem recese jako tzv. toxická. Stejně tak jako v konjunktuře se jedná o systémový prvek, respektive o prvek zvyšující tzv. systémové riziko, které je spojené především s možným zhroucením celého trhu.[23] Je proto evidentní, a mnoho současných ekonomů toto také potvrzuje, že rozvoj finančních inovací, a s ním spojená

21 Nutno dodat, že Rakouská škola ekonomického myšlení má také řadu zástupců korektně předvídajících bublinu na trhu nemovitostí, například R. Paul (2000), W. L. Anderson (2001, 2003) či H. F. Sennholz (2002). Je třeba ale dodat, že se od postkeynesovců liší nejen, co se týče příčin, ale také co se týče rozsahu, který obecně považují za méně závažný (*downward correction*).

22 Podobně argumentuje například i Boyer (2004). Mezi země, kde se finanční krize přelila v krizi hospodářskou, patří například Mexická krize z let 1994–1995, Thajská krize z roku 1997, která se následující rok rozšířila do dalších jihoasijských zemí jako Jižní Korea, Malajsie, Indonésie a Filipíny. V roce 1998 zažilo finanční krizi taktéž Rusko a Brazílii, v roce 2001 Argentinu a v roce 2002 opět Brazílii. Všechny tyto země mají jako společný jmenovatel jejich předchozí vstup do světového finančního systému s volnými kapitálovými toky. Z vyspělých zemí lze jmenovat například Norsko v letech 1987–1988, Finsko v letech 1989–1993, Švédsko mezi roky 1991–1993 a Japonsko v letech 1992–1993

23 Oproti tzv. systémovému riziku rozlišujeme ještě tzv. specifické riziko, které je dáno specifickou povahou dlužníků v mnoha možných charakteristikách, kterými se vyznačují. Lze také ještě kromě tohoto rizika odlišit riziko spojené s rentabilitou, které spočívá v asymetrické povaze rentability dluhu v rámci trhu, jehož pravděpodobnost zisků a ztrát lze aproximovat například Gaussovým (normálním) rozdělením.

deregulace finančních trhů, zvyšuje amplitudu hospodářského cyklu. Jestli toto nebylo patrné v letech 1980–2007, hluboká finanční a hospodářská krize z let 2008–2009, následující po obrovské akceleraci inovativní činnosti ve finančním sektoru od počátku nového tisíciletí, je toho poměrně přesvědčivým důkazem.

Na druhou stranu, nejedná se pouze o rozvoj finančních inovací jako takový(ch), ale taktéž o jejich využití v *primárně* neproduktivních aktivitách typu finančních a bankovních spekulací, které zejména přerozdělují vytvořený produkt. Jejich relativní nárůst zejména v kontextu snahy o individuální pokrytí rizik je pak zřejmým charakteristickým prvkem posledních let, vnášející systémové riziko do celého ekonomického systému.

Závěr

V textu byly rozebrány finanční inovace a jejich možný dopad na krátkodobé ekonomické výkyvy. V dnešní době jsme dospěli k obdobnému stanovisku postkeynesovců, francouzské školy regulace, ale částečně i ekonomie hlavního proudu z hlediska jejich vlivu nejen na nominální, ale i na reálné veličiny. Jakkoli lze jejich mikroekonomický dopad považovat za pozitivní, a to ve smyslu zvyšování spotřebitelského přebytku, dopad na makroekonomickou stabilitu lze označit za rozhodně negativní, jelikož finanční inovace vedou k jejímu soustavnému narušování. Jsme tudíž svědky speciálního případu klamu z kompozice (*composition fallacy*). Jednotlivé směry ekonomického myšlení se v tomto smyslu liší pouze důrazem na příčiny, které zmiňovanou nestabilitu způsobují. Hlavním projevem této makroekonomické nestability je pak vychýlená amplituda hospodářského cyklu nad rámec jeho průběhu v případě, že je „finančně“ inovativní aktivita na nízké – respektive nižší – úrovni. Toto bylo demonstrováno v souvislosti s poslední finanční a hospodářskou krizí, kde velká část ekonomů hlavního proudu byla nucena v jejich diskursu ohledně finančních inovací obrátit argumentaci téměř o příslovečných 180°.

Podle řady autorů je nyní zejména z důvodu excesivního chování v recesích a konjunkturách, které ve svém důsledku vede až ke ztrátám dlouhodobé růstové schopnosti dané ekonomiky, třeba intenzivnější a sofistikovanější regulace finančních trhů, která by takovéto tendence limitovala. Pro finanční „(i)novátory“ by pak mělo být obtížnější obcházet regulatorní rámec dané země či ekonomiky. Zde ovšem existuje jistý problém, neboť se stále jedná o tzv. *ad hoc* regulaci a navíc regulaci rizik dopředu známých.

Finanční sektor je sektorem velice kreativním a produktivním, pokud jde o jeho inovativní činnost, a proto má před regulačními autoritami „předstih“ *ex definitio*. Je proto opodstatněné tvrdit, že by regulatorní autority měly vnímat finanční stabilitu více jako veřejný statek. Nicméně zřejmě i zde platí známé a dnes i poměrně často citované motto filozofa G. Bergera z francouzské „perspektivistické“ školy: *„Čím rychleji jedete, tím dále musí vaše světla svítit.“* Motto, které nebylo dodržováno při obrovské akceleraci finančně-inovativní činnosti v období od roku 1990 do období finanční a ekonomické krize v letech 2008–2009.

Literatura

AGLIETTA, M. La sortie de la récession promet d´être lente. 2009. [cit. 14. 12. 2011]. www.alternatives-economiques.fr/michel-aglietta----la-sortie-de-la-_fr_art_838_42525.html.

AGLIETTA, M. Le capitalisme de demain. Note de la Fondation Saint-Simon, 1998.

AGLIETTA, M. Macroéconomie financière. Paris : La découverte, collection Repères, 2008.

AGLIETTA, M. Régulation et crises du capitalisme. Paris : Calmann-Lévy, 1976.

AMABLE, B. *Les cinq capitalismes.* Paris : Seuil, 2005.

ANDERSON, W. L. Recovery or Boomlet? Mises Institut. 2003. http://mises.org/daily/1265. [cit. 6. 1. 2012].

ANDERSON, W. L. The Party is Over. Mises Institut. 2001. http://mises.org/daily/617. [cit. 6. 1. 2012].

BANQUE DE FRANCE. [cit. 18. 12. 2011]. www.banque-france.fr/la-banque-de-france/actualites.html.

BASKIN, J. B. ; MIRANTI, P. J. Jr. *A History of Corporate Finance.* New York : Cambridge University Press, 1997.

BEAMS, N. Greenspan testimony points to deepening US fiscal crisis. 2004. [cit. 2. 1. 2012]. www.wsws.org/articles/2004/feb2004/gpan-f16.shtml.

BERNANKE, B. The Great Moderation. 2004. [cit. 19. 12. 2011]. www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/default.htm.

BEZEMER, D. J. "No One Saw This Coming": Understanding Financial Crisis through Accounting Models. [Munich Personal RePEc Archive Paper, 2009].

BOYER, R. Is a financial-led growth regime a viable alternative to fordism? A preliminary analysis. *Economy and society*, 2000, vol. 29, no. 1, s. 111–145.

BOYER, R. Théorie de la régulation, 1. Les fondamentaux. Paris : La découverte, collection Repères, 2004.

BOYER, R.; DEHOVE, M.; PLIHON, D. *Les crises financières.* Paris : La Documentation Française, 2004.

BOYER, R.; MISTRAL, J. Accumulation, inflation, crises. Paris : PUF, 1978.

CRAWFORD, G.; SEN, B. *Derivatives for Decision Makers.* New York : John Wiley, 1996.

DUFFIE, D.; JACKSON, M. Optimal Innovation of Futures Contracts. *Review of Financial Studies*. 1989, vol. 2, no. 3, s. 275–296.

DUMÉNIL, G.; LÉVY, D. *Crise et sortie de crise. Ordre et désordres néolibéraux.* Paris : Presses Universitaires de France, 2000.

DUMÉNIL, G.; LÉVY, D. La finance capitaliste: rapports de production et rapports de classe. In *La finance capitaliste*. Paris : Presses Universitaires de France, 2006.

FED. [cit. 18. 12. 2011]. www.federalreserve.gov.

FRAINE, H. G.; MILLS, R. H. Effects of Defaults and Credit Deterioration on Yields of Corporate Bonds. *The Journal of Finance*, 1961, vol. 16, no. 3, pp. 423–434.

FREIXAS, X.; ROCHET, J.-C. *Microeconomics of Banking.* Cambridge : MIT Press, 1997.

GERTLER, M.; KIYOTAKI, N. Financial Intermediation and Credit Policy in Business Cycle Analysis. In FRIEDMAN, B. M.; WOODFORD, M. (ed.). *Handbook of Monetary Economics.* Chapter 11. 2010, s. 547–599.

HILFERDING, R. *Le capital financier. Étude sur le développement récent du capitalisme.* Paris : Éditions de Minuit, 1910 (1970).

JANÍČKO, M. Finanční inovace a amplituda hospodářského cyklu: současný pohled. In BECK, J. (ed.). *Úloha inovací v hospodářském cyklu.* Praha : VŠMIE, 2010, s. 117–126.

JANÍČKO, M. Les agences de notation dans l´ambiguïté. Nouvelle Europe http://www.nouvelle-europe.eu/node/1328. [cit. 26. 12. 2011].

KEYNES, J. M. *The General Theory of Employment, Interest and Money.* Orlando, Florida : HBJ Edition, 1936 (1964).

KROHN, G. A. The Rise and Evolution of the Financial Sector in the United States. Prepared for the Workshop in Macroeconomic Research at Liberal Arts Colleges, held at Vassar College. http://blogs.vassar.edu/macroworkshop/files/2010/11/Paper-GregoryKohn.pdf. [cit. 22. 12. 2011].

LAVOIE, M. *L´économie postkeynésienne.* Paris : La découverte, collection Repères, 2004.

LUCAS, R. J. Macroeconomic Priorities. 2003. http://home.uchicago.edu/~sogrodow/homepage/paddress03.pdf. [cit. 9. 12. 2011].

MERTON, R. C. Financial innovation and economic performance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1992, vol. 4, no. 4, s. 12–22.

MILLER, M. H. Financial innovation: The last twenty years and the next. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 1986, vol. 21, no. 4, s. 459–471.

MINSKY, H. *Stabilizing an unstable economy.* New Haven : Yale University Press, 1986.

OECD STATISTICS. http://www.oecd.org/document/0,3746,en_2649_201185_46462759_1_1_1_1,00.html [cit. 18. 12. 2011].

PARTNOY, F. Historical Perspectives on the Financial Crisis: Ivar Kreuger, the Credit-Rating Agencies, and Two Theories about the Function, and Dysfunction, of Markets. *San Diego Legal Studies Paper*. 2009, no. 10–009, s. 431–443.

PAUL, R. A Republic, If You Can Keep It. 2000. www.todaysamericandream.com/rp_republicifyoucankeep.html. [cit. 3. 1. 2012].

PHILIPPON, T. The Evolution of the US Financial Industry from 1860 to2007: Theory and Evidence. [NBER Working Paper Series No. 13405]. 2008.

ROCHON, L.-P. *Credit Money and Production: An Alternative Post Keynesian Approach.* Cheltenham : Edward Elgar, 1999.

SANDLEBEN, G. *Nationalökonomie und Staat. Zur Kritik der Theorie des Finanzkapitals.* Hamburg : VSA-Verlag, 2003.

SENNHOLZ, H. F. The Fed is Culpable. http://mises.org/daily/1089. [cit. 3. 1. 2012].

SHILLER, R. In defence of financial innovation. 2009. *Financial Times.* www.ft.com/intl/cms/s/0/c4a-74ba2-ab83-11de-9be4-00144feabdc0.html#axzz1iofAeCL1. [cit. dne 11.12.2011].

SCHRIEDER, G.; HEIDHUES, F. Reaching the poor through financial innovations. *Quarterly Journal of International Agriculture*. 1995, vol. 34, no. 2, s. 132–48.

SUMMERS, P. What caused the ´Great Moderation´? International evidence from a regime switching model with time-varying transition probabilities. *Economic Review*. Federal Reserve Bank of Kansas City, 2007.

TUFANO, P. Financial Innovation [Draft version]. Boston (MA) : Harvard Business School, 2002.

WOLFSON, M. A Post Keynesian theory of credit rationing. *Journal of Post Keynesian economics*. 1996. vol. 18, s. 443–470.

FINANCIAL INNOVATIONS AND ECONOMIC FLUCTUATION FROM THE PRESENT PERSPECTIVE

Abstract: Financial innovations should be regarded as a substantial element in the functioning of modern economies and financial sectors. However, their general impact is to be assessed from the present perspective, essentially depending on their particular behaviour and the role they play in the economy. Most importantly, this text follows both the Post-Keynesian and the Regulation School logic, trying to clarify business cycle volatility with respect to the intensity of innovative activities in the financial sector. The article also discusses some hypothetical causal relationships between the 2007-2008 financial and economic crisis and financial innovation activities, largely accelerated in intensity over the preceding two decades. As it is clearly demonstrated, the "Great Moderation" argument has not been entirely confirmed and a number of mainstream economists have ultimately been forced to adjust their respective approaches towards the functioning of modern economies.

Keywords: financial innovations, business cycle amplitude, Post-Keynesian economics, Regulation School

JEL Classification: G01, G28, E32, E44

EISLER, J.; KUNST, J.; ORAVA, F. *Ekonomika dopravního systému*. 1. vyd. Praha : VŠE, Nakladatelství Oeconomica, 2011. 286 s. ISBN 978-80-245-1759-9.

Hospodárný a účelný dopravní systém státu není možné vytvářet agregací druhů dopravy, ale identifikací hlavního článku a od něj odvozené funkce ostatních doprav. V předkládané publikaci se autoři pokusili popsat principy vytváření dopravního systému ČR v podmínkách tržní ekonomiky, svobodného přístupu k dopravním službám i k volbě druhu dopravy včetně individuálního motorismu. Jsou vysvětleny provozně ekonomické činnosti v jednotlivých druzích dopravy, dále je pojednáno o úloze potřeb jak v ekonomice, tak v dopravě. Je definován a popsán dopravní systém, přeprava osob a věcí v dopravním systému i provozování dopravy v tržní ekonomice. Na to navazuje výklad ekonomiky a managementu dopravního podniku. Součástí komplexního pohledu na dopravní systém je trvale udržitelný rozvoj. Nakonec jsou definovány společenské náklady dopravy a jednotlivé aspekty harmonizace nákladů dopravní infrastruktury.