

## *Přehled*

# **Čtyřicet let zkušeností s Kodexem OECD o liberalizaci pohybu kapitálu**

## *Overview*

### **Forty Years' Experience with the OECD Code of Liberalisation of Capital Movements**

Přehledy jsou překladem výtahů z publikací OECD.

K dispozici jsou zdarma v internetovém knihkupectví OECD na adrese:

[www.oecd.org/bookshop](http://www.oecd.org/bookshop).

Tento Přehled není oficiálním překladem dokumentů OECD.



**ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT**

**ORGANIZACE PRO EKONOMICKOU SPOLUPRÁCI A ROZVOJ**

## Shrnutí a závěry

### 1. Přístup k liberalizaci pohybu kapitálu založený na Kodexech OECD v měnících se globálních souvislostech

Kodex OECD o liberalizaci kapitálových pohybů – jediný existující mnohostranný nástroj, který podporuje liberalizaci kapitálového účtu.

Po čtyřicet let organizace OECD mezi svými členy propagovala postupné uvolňování operací běžných i kapitálových účtů. Od jejího založení v roce 1961 byl její přístup k otevřeným trhům formulován ve dvou kodexech OECD: v Kodexu o liberalizaci kapitálových pohybů a Kodexu o liberalizaci transakcí nemateriální povahy (zahrnující i mezinárodní služby). Z těchto dvou je Kodex o liberalizaci kapitálových pohybů jediným existujícím mnohostranným nástrojem podporujícím liberalizaci kapitálových pohybů. Regulace kapitálových pohybů byla zrušena prakticky ve všech členských státech OECD. Liberalizace kapitálových účtů v oblasti organizace OECD pokročila do té míry, že prakticky ve všech členských státech byla odstraněna regulace kapitálových pohybů. Někteří členové OECD i strany mimo její členskou základnu požádali, aby dlouholeté zkušenosti této organizace s liberalizací kapitálových účtů byly zpřístupněny širšímu okruhu, zejména po přistoupení šesti nových členů (Mexiko, Česká republika, Maďarsko, Polsko, Korea a Slovenská republika) do organizace od roku 1994.

*Hodnotící model OECD umožňuje státům porovnávat domácí směrnice a opatření s těmi, které přijaly ostatní státy.*

Pochopili jsme, že zkušenosti založené na osobitém hodnotícím modelu kodexů OECD pomohou tvůrcům strategie hospodářské politiky v nově vznikajících tržních hospodářstvích při otvírání kapitálových účtů. Obzvláště to platí v dnešních podmínkách, kdy jsou začínající tuzemské finanční odvětví citlivá na potenciálně nestálé kapitálové toky. Členové OECD se s takými riziky potýkali a vytrvali v úsilí uvolňovat pohyb kapitálu. Díky tomu dosáhli podstatných výhod vyplývajících z přístupu k větším fondům finančních zdrojů a rovněž k znalostem a technologii. Přístup OECD se nezakládá na dogmatu nebo politických jednáních, ani na dopodrobna předepisujících doporučeních pro uskutečňování hospodářské politiky. Místo toho představuje platformu vzájemně prospěšného sdílení poznatků, na níž se zkoumají a diskutují individuální i obecné překážky na cestě k otevřeným trhům. Bylo zjištěno, že společné úsilí v různorodém prostředí může silně podnítit úřady k úpravě strategie hospodářské politiky. Díky porovnávání tuzemských předpisů a opatření s těmi, které byly v tomto procesu realizovány jinými státy, získávají země vodítko a podporu v komplexní oblasti strategie finanční liberalizace.

---

*Reforma regulačních mechanismů domácího finančního sektoru a liberalizace kapitálového účtu se vzájemně podněcují...*

---

Tato studie popisuje úlohu OECD při propagaci, posilování a upevňování liberalizačních opatření přijatých jejími členy. Zatímco je zdůrazněna důležitost vhodné makroekonomické strategie – zvláště z hlediska její konzistence se zvoleným režimem směnného kurzu – jakákoliv hloubková analýza makroekonomických strategií v členských krajinách přesahuje rámec této studie. Pozornost se soustřeďuje zejména na úzkou, komplexní vazbu mezi domácí a vnější finanční liberalizací. Tato studie tvrdí, že liberalizace aktivit domácího finančního sektoru i uvolňování regulací vnějších kapitálových toků jsou v převážné míře výsledkem stejných podnětů a tlaků. Jedná se zjevně o dva vzájemně se posilující projevy strategií reformem finanční regulace realizovaných státy, které chtějí získat výhody tržně zaměřeného rozdělování finančních zdrojů, ať už domácího nebo zahraničního původu.

---

*... a usilují o výhody tržně zaměřeného rozdělování finančních zdrojů.*

---

Revoluce v informačních a komunikačních technologiích (která je hlavním katalyzátorem globalizace) neměla v žádné oblasti tak hluboký efekt jako v aktivitách finančního sektoru. Výsledky jsou patrné na obrovském zvýšení finanční výměny, kvůli němuž je finanční liberalizace nezbytná pro každou zemi usilující o širší účast v globálním ekonomickém systému.

---

*Aktivní účast na dnešních sofistikovaných mezinárodních finančních trzích činí finanční liberalizaci v průběhu času nezbytnou.*

---

S ohledem na novou podobu mezinárodní finanční scény se souvislosti hospodářské politiky v průběhu posuzovaného období zásadně změnilly. Pokroky v komunikační technologii, inovace produktů a také samotný liberalizační proces měly významný dopad na provádění tradičních funkcí finančního systému, a také přinesly institucionální i regulační změny. Rychlé změny v technologii, rozšíření sortimentu produktů a služeb, seskupování a fúze, včetně těch mezinárodních, postavily zákonodárce a regulátory na národní i mezinárodní úrovni před nové výzvy. Během posledních dvou desetiletí výrazně změnilly regulační rámce pro finanční instituce se zvýšeným důrazem na obezřetný dohled a spolupráci národních regulátorů. Protože stále více států dosahuje úrovně ekonomického i institucionálního rozvoje, při kterém mohou být plně integrovány do vysoce rozvinutých mezinárodních finančních trhů, tento trend bude pokračovat. Není již otázkou, zda liberalizovat či ne, ale jakým způsobem prohloubit naše vědomosti v otázce zvládnutí průvodních napětí tak, aby bylo možné maximalizovat hospodářské a společenské přínosy finanční integrace.

---

*Tvůrci hospodářské politiky musí nicméně pamatovat na skutečnost, že dochází k finančním krizím, jak nám to dramaticky připomněla devadesáté léta ...*

---

Bankovní a měnové krize se závažnými ekonomickými a sociálními následky se nezačínají náhodně, nýbrž důsledkem nahromadění mnoha různých tlaků ve finančním systému a dalších částech ekonomiky. Zatímco je již dlouho akceptována skutečnost, že makroekonomická politika – včetně režimu směnného kurzu – je důležitým činitelem v procesu řízení liberalizace, nyní se pozornost zaměřila i na napětí způsobované slabými institucionálními mechanismy nebo selháním výkonné moci. Ačkoliv měnové a bankovní krize rozhodně nejsou novým úkazem, v devadesátých letech se jich vyskytlo relativně mnoho. Ponaučení vyplývající ze zkušeností členů OECD se společnou liberalizací proto musí brát v úvahu nesmírné zvýšení mobility kapitálu během uplynulého desetiletí, které se vyznačovalo také velkými měnovými a bankovními krizemi postihujícími mnohé vznikající tržní ekonomiky včetně některých nových členů OECD.

---

*... takže prevence a řízení krizí se dostaly do popředí zájmů.*

---

Důsledky výkyvů, k nimž došlo v jihovýchodní Asii v roce 1997, vyvolaly mezinárodní finanční krizi, jejíž rozměr byl v mírové době zcela ojedinělý. Prevence a řízení krizí se proto staly klíčovým bodem diskuse o mezinárodní politice v oblasti liberalizace kapitálových účtů. Studie popisuje zkušenosti OECD na pozadí měnících se podmínek strategie hospodářské politiky, současné mezinárodní diskuse a iniciativ směřujících k prevenci krizí.

---

*Diskuse o potřebě nové mezinárodní finanční architektury...*

---

Závažnost a rozsah nedávných mezinárodních finančních krizí vzbudily opětovný zájem o otázky možné souvislosti mezi liberalizací kapitálových účtů a finanční nestabilitou. Studie cituje názory mnoha expertů a účastníků trhu prezentované v důsledku asijské mezinárodní krize, které poukazují na slabou připravenost tvůrců hospodářské politiky a mezinárodního finančního společenství na zvládnutí jednotlivých etap krize. Ozvaly se hlasy dožadující se nové „mezinárodní finanční struktury“, včetně reformy institucí Bretton-Woodského systému, a také obnovení diskuse o kladech a záporech regulace kapitálových toků.

---

*... roste podpora politiky zaměřené na využívání standardů, směrnic a nejlepších postupů v zájmu řízení a bezpečné liberalizace kapitálových účtů...*

---

Od té doby bylo věnováno mnoho práce definování a rozvíjení všeobecně platných postupů v klíčových oblastech finanční a hospodářské politiky, které by sloužily k účinné prevenci krizí. Výsledkem je obecná shoda v tom, že aplikování standardizovaných postupů přináší výhody. Standardy samozřejmě nejsou všelékem, ale mohou být základním kamenem ke zdokonalování systému. Prevence krizí může být o mnoho účinnější, pokud se může opřít o včasné rozšíření informací, přiměřená nápravná opatření včetně účinného a obezřetného dozoru a také o dobře fungující instituce. K tomu je nutné poznamenat, že v těchto ohledech existují omezení a překážky. Získávání informací se proto nepodaří vždy

zabezpečit v potřebném časovém rámci. I přes propracovanost systémů včasného varování před nadcházející krizí sestavených monitorujícími úřady může přijít varování až po události samotné, protože informace ve finančním trhu proudí okamžitě. Obezřetný dohled nikdy nemůže být tak důsledný, aby zcela vyloučil nepřiměřené riskování a davové chování finančních institucí. Hlavní je, že institucionální soustava může být posilněna, avšak jen pomalu, protože určí čas trvá, než se nové postupy plně začlení. Proto je na místě, aby tvůrci hospodářské politiky vyvíjeli snahy o udržení tempa reformy.

---

*... a regulace kurzu již není pro státy OECD alternativní strategií.*

---

Studie si všímá, že členové OECD v kontextu rozsáhlejších změn ve výkonu moci a vysoce integrovaných finančních trhů již nepovažují uchýlení se ke kapitálové regulaci za použitelný prostředek. Rovněž stručně pojednává o návrzích na zkvalitnění komunikace s věřiteli a investory a účasti soukromého sektoru při řešení státních dluhů.

---

*Kvalita a fungování institucí je klíčovým faktorem úspěšné liberalizace...*

---

Odchytky v měnových kurzech, struktuře splatnosti závazků a pohledávek v bankovním i podnikovém sektoru a špatný a neefektivní dohled mají za následek nadměrné neshody v rozvaze a jsou podmíněny kvalitou a fungováním institucí v ekonomice. Správně fungující instituce mají klíčovou roli při překonávání tlaků a vnějších otřesů, což dnes obecně uznávají akademici a politikové, kteří se účastní mezinárodní diskuse o hospodářské politice. Zkušenosti z nedávných krizí na nově vznikajících tržních hospodářstvích přinesly lepší pochopení důležitosti dobře vyvinuté institucionální infrastruktury v domácí ekonomice spolu se spolehlivými informačními a regulačními systémy k omezení vnějších hrozeb.

---

*... což si vyžaduje hlubší empirickou studii.*

---

Tato studie dokazuje, že institucionální infrastrukturu a její schopnost odolávat tlakům a otřesům je nutné prozkoumat blíže. Uvádí mnoho obecných indikátorů pro většinu současných členů OECD i pro některé nečlenské vznikající tržní ekonomiky. Zahrnují domácí finanční vývoj, institucionálně-řídící systémy a také přibližné odhady intenzity kapitálové regulace v různých časových obdobích. Tyto indikátory vytváří smíšený obraz, protože až na některé zajímavé výjimky byla domácí a zahraniční deregulace u starších členů OECD odstartována, když existovaly spolehlivé a fungující instituce. Nedávno přijatí členové měli k dosažení přiměřené úrovně institucionálně-řídících struktur před vnější liberalizací méně času, takže absolvovali zrychlený proces současné liberalizace a budování institucí. Ze souhrnného pohledu na hlavní nečlenské státy v Latinské Americe, Africe a Asii nevyplývá žádný jasně rozeznatelný model posloupnosti a bylo zaznamenáno i několik zvrátů liberalizačních opatření.

---

*Zkušenosti členských států OECD s postupnou vnější finanční liberalizací byly celkově pozitivní...*

---

Studie rovněž obsahuje podrobné rozborů zkušeností s liberalizací starších členů OECD a čerstvé zkušenosti šesti nových členů při přebírání a implementaci kodexových závazků. Ze studie plyne, že celkově byly zkušenosti členů s postupnou vnější finanční liberalizací pozitivní. Co se týče dopadu na všeobecnou ekonomickou výkonnost, mezinárodní překážky efektivní rozdělení kapitálu byly odstraněny a možnosti krajín činit rozhodnutí o spoření na přechodné období se rozšířily s větším přístupem ke kapitálu. Otevřenost přílivu zahraničního kapitálu přispěla ke zvýšení konkurenceschopnosti, a tudíž zlepšila i výsledky domácích finančních institucí.

---

*... zlepšila se konkurenceschopnost bankovního sektoru a sektoru obchodních firem a portfolia aktiv jsou různorodější*

---

Příležitosti dostaly také domácí korporace, které mohou vydávat cenné papíry do zahraničí a seznámit se s regulací v oblasti odhalování informací a jinými obchodně-řídícími standardy požadovanými na vyspělých kapitálových trzích. Pro domácnosti a obchodní firmy představuje hmatatelné výhody to, že mohou diversifikovat své portfolia aktiv mimo rizika specifická pro danou krajinu. Jak již bylo uvedeno, ve starších členských zemích byly krize relativně omezené, protože liberalizace se většinou prováděla s procesem deregulace a reformou domácích finančních sektorů.

---

*Nedostatky finančního sektoru byly největší u těch nových členů, u nichž otálení se strukturálními reformami a budováním institucí zavinilo závažné řídicí problémy.*

---

Rozvíjení a zdokonalování systémů finanční regulace a dohledu v šesti nových členských krajinách OECD tvořila klíčovou součást jejich liberalizačního procesu. Mnohé z překážek, které stály od počátku v cestě kompletnější liberalizaci, měly kořeny v nepostačující míře rozvoje a prosazování finančních regulací a dohledu, ale do určité míry rovněž v zachování zastaralých a přespříliš byrokratických a stranných postupů. Bankovní instituce a subjekty na trhu s cennými papíry měly závažné institucionální nedostatky a vládním organizacím chyběla schopnost prosazovat předpisy, které byly vytvořené podle mezinárodních zásad a standardů. Z nových členských zemí střední a východní Evropy pocítily napětí a zátěž v souvislosti s asijskou a ruskou finanční krizí v letech 1997-98 zejména Česká republika a Polsko. Korea i Mexiko zakusily plnohodnotné finanční krize krátce po vstupu do OECD.

---

*Důslednost, úplnost a odhodlání při prosazování ekonomických reforem jsou nezbytně důležité...*

---

Tyto zkušenosti podtrhují potřebu úplnosti ekonomických reforem ve všech částech ekonomiky – napůl liberalizované systémy mohou vyvolat závažné nerovnosti, jejichž řešení si může vyžádat příliš vysokou ekonomickou, finanční a sociální daň. Úplnost a rozhodnost balíčků reforem je v citlivém období vnější liberalizace hlavním činitelem při vytváření důvěryhodnosti, očekávání selhání reformních programů může mít totiž okamžitý záporný dopad na investorovo hodnocení krajiny.

---

*...k nastolení a udržení důvěryhodnosti během liberalizačního procesu.*

---

Velice důležitým faktorem v těchto souvislostech je to, aby vládní organizace po celou dobu reforem vysílaly všem účastníkům tržního mechanismu konzistentní signály ohledně svých úmyslů držet se řízeného procesu liberalizace kapitálového účtu, který se skládá z předem ohlášených etap a je koordinovaný s podpůrnými programy. Maďarsko mezi šesti novými členy vyniká díky mimořádně úspěšné strategii a ohlašování programových záměrů.

---

*Na základě zkušeností starších členů OECD se noví členové vyhýbají znovuzavádění regulací ...*

---

Studie ukazuje, že navzdory závažnosti případných prodělaných krizí se žádný z nových členských států neuchýlil ke krokům snižujícím účinnost kodexů a k odvolání dříve přijatých liberalizačních opatření. Ačkoliv původní členové OECD před několika desetiletími často sahalí po prostředcích omezujících účinnost kodexů, státy se postupně vyhýbaly znovuzavádění regulací tak, jak to bylo patrné při krizích v souvislosti s mechanismem směnných kurzů, které postihly některé starší státy OECD.

---

*... v obdobích akutních finančních otřesů.*

---

Kromě toho, že regulace mají po dokončení významné části liberalizace omezenou účinnost, je důležitým důvodem to, že subjekty mezinárodního trhu vnímají takové zásahy negativně. Stát, který obnovuje regulace dříve liberalizovaných transakcí, v budoucnu nepocítí jenom zúžení zahraničních úvěrových možností, ale bude také čelit potenciálně dlouhotrvajícím překážkám rozvoje a postavení domácího finančního trhu a vazeb s jinými finančními centry. K doplnění hodnocení celkových zkušeností starších a nových členů OECD jsou v příloze prezentovány studie jednotlivých krajin. Tyto studie zahrnují zkušenosti s paralelní deregulací ve Finsku, reformou domácího finančního sektoru ve Francii a otevřením vnějšího kapitálového účtu v Portugalsku s cílem zvýraznit rozdíly v přístupu a podobnosti překonávaných potíží. Co se týká nových členů, bylo vypracováno stručné hodnocení měnové krize, kterou prošla Česká republika v roce 1997. Tento případ názorně ukazuje mimořádnou důležitost vytváření moderních metod úvěrů a řízení rizik v bankovním sektoru a taktéž zabezpečování efektivního dohledu nad bankovním sektorem během liberalizace.

## 2. Shrnutí do jednoho celku – poučení a závěry

---

*K dosažení úspěšné vnější liberalizace je nutné věnovat pozornost jak výhodám, tak i rizikům volného přístupu k zahraničnímu kapitálu a peněžním trhům.*

---

Tváří v tvář rozmanitosti otázek a aspektů hospodářské politiky, které se dostávají do popředí v diskusi o otevírání kapitálového účtu, je hlavní mít na mysli základní a dosud nezpochybněnou výhodu liberalizace kapitálových účtů: poskytuje přístup na mezinárodní kapitálové trhy, což dává státu možnost financovat různé druhy sociálních a ekonomických obecně prospěšných aktivit bez ohledu na omezení kladená výší úspor, které je domácí ekonomika schopna vyprodukovat. Klíčová otázka tedy je: Jakým způsobem se tyto dodatečné finance využívají? Z odpovědi na tuto otázku je možné vytvořit náhled na slabiny, které mohou souviset s nárůstem vnější zadluženosti – ty se promítají do nevyrovnané bilance, míry průhlednosti a otevřenosti těchto informací, řízení rizik a účinnosti dohledu zainteresovaných finančních zprostředkovatelů, právního rámce pro vymáhání smluvních závazků, registrace a vymahatelnosti záruk a jiných nároků, konkursních řízení, postupů řízení ve veřejném a soukromém sektoru atd.

---

*Nutným předpokladem je šíření informací...*

---

Z toho ihned vyplývá, že prvním poučením je fakt, že v procesu otevírání kapitálového účtu je nesmírně důležité poskytování a šíření informací. Tržní subjekty, dohlížející instituce a tvůrci strategie hospodářské politiky musí mít potřebné informace, aby bylo možné zabezpečit efektivní rozdělení kapitálu, předvídat nahromadění nesrovnalostí v rozvaze a zamezit mu a vypořádat se s případnými nedostatky a odchylkami ve fungování kontrolních a řídicích mechanismů.

---

*...které zajistí úplnou dostupnost informací a transparentnost při určování rizik a upevní důvěru.*

---

Tyto informace zahrnují údaje, které umožňují investorům posoudit průhlednost a výpovědní hodnotu zveřejněných finančních výkazů a auditů a zhodnotit jejich soulad se standardy regulací a dohledu. Informace o makroekonomických principech a hospodářské politice státu, který usiluje o výhody mezinárodních trhů, musí být šířeny včasné a konzistentně, aby se předcházelo davovému chování. K identifikování potencionálních i skutečných slabin systému a včasnému přijetí nápravných opatření jsou nutné další konkrétní údaje.



---

*Srdce každého finančního systému je v jeho institucionální a informační infrastruktuře a jeho schopnostech dodržovat dlouhodobé závazky...*

---

Druhým ponaučením, které se v mezinárodní diskusi o liberalizaci kapitálových účtů začíná uznávat jako ověřený fakt, je mimořádná důležitost institucí – jejich kvalita a fungování a také jejich schopnost odolávat otřesům a napětím. Zdá se, že srdce každého finančního systému je v jeho institucionální a informační infrastruktuře a jeho schopnostech dodržovat dlouhodobé závazky, bez kterých není možné nepředvídatelnost zakalkulovat ve formě obchodovatelného rizika. To se týká zejména právního a smluvního mechanismu, avšak vysoké standardy řízení veřejného a soukromého sektoru jsou zásadní také pro porovnávání sociální infrastruktury státu. Role státních zřízení, právních systémů, majetkových vztahů a dalších institucionálních prvků vyššího řádu, které se vyvíjejí velmi pomalu, se také stávají předmětem zkoumání v kontextu finanční liberalizace.

---

*... přestože ani kvalitní instituce a moudré řízení nemohou vyloučit možnost krize, neboť v tom hrají roli také vnější otřesy a nevyvážená makroekonomická politika.*

---

Další výzkumy by měly být zaměřeny na zkoumání vazeb mezi domácí a vnější liberalizací a na úlohu institucí v kontextu liberalizace. V současném kritickém období není možné vyvozovat, že ekonomiky s vhodnými institucionálními a řídicími mechanismy a přiměřeně rozvinutými finančními sektory jsou schopné přejít k úplné liberalizaci kapitálových pohybů s nulovým rizikem vzniku měnové krize. Musí se uvážít soulad fiskální a monetární politiky a politiky směnného kursu, stejně jako síla eventuálního vnějšího otřesu. Ukazatele prezentované ve studii představují pokus o měření odolnosti institucí a domácích finančních sektorů vůči možným napětím při otevírání kapitálového účtu. Avšak mezi členskými i nečlenskými zeměmi OECD se vyskytují příklady států se zdánlivě dostatečnou kvalitou institucí a rozvoje finančního sektoru, které se nicméně po otevření svých kapitálových účtů ocitnou v krizových situacích. To ale nepopírá význam správně fungujícího institucionálního rámce ani potřebu dodatečného zkoumání úlohy a hodnocení institucí, jak bylo doporučeno výše.

---

*Postupné přijímání liberalizačních opatření může být správnou strategií pro státy, které postrádají adekvátní podpůrné instituce a náležitý dozor nad domácími bankami.*

---

Nabízí se proto otázka, zda státy, které postrádají žádoucí podpůrnou institucionální soustavu a dostatečně vyspělé domácí finanční sektory, by měly liberalizaci odložit, nebo se rozhodnout pro postupné rušení regulací. Jestliže lze najít vhodné a uskutečnitelné rozdělení liberalizace kapitálových pohybů do etap, které by odpovídalo okolnostem a řešilo případná rizika, mohlo by jít o správnou volbu strategie, třebaže po dosažení rozhodující části liberalizace existují možnosti obcházet zbylé regulační bariéry, jak jsme ukázali v předchozích odstavcích. Přístup odvíjející se od kodexů OECD upřednostňuje úplnou svobodu přímých investic a portfoliové investice do vlastního jmění s následnými dlouhodobými toky souvisejícími s úvěrovými cennými papíry. Většina členských zemí se rozhodla uvolnit regulace operací s neobchodovatelnými finančními úvěry a vklady až nakonec a ponechat regulace operací s deriváty vykonávanými nebankovními subjekty v zájmu ochrany proti spekulaci. S některými odchylkami tomu tak bylo i u nových členů OECD. Někdy namísto realizace přímých zahraničních půjček podnikovým sektorem docházelo k tomu, že špatně řízené domácí banky s nedostatečným dohledem nadměrně spoléhaly na zprostředkování zahraničních fondů. To vedlo k chybnému rozpoznání a rozložení rizik a ke vzniku značně nestabilní bilance.

---

*Rozdělení liberalizace do etap se nejlépe osvědčilo  
v podmínkách omezené finanční sofistikovanosti.*

---

Je nutné si nicméně uvědomit, že strategie počátečního podporování dlouhodobých toků vlastního kapitálu a utlumování méně stabilních toků za účelem úprav krátkodobých portfolií, účinkuje nejlépe v podmínkách relativně nízké finanční sofistikovanosti. Již před rozšířením nových nástrojů a technik finančního inženýrství na současných trzích bylo těžké jakýmkoliv ekonomicky smysluplným způsobem rozlišovat mezi dlouhodobými a krátkodobými kapitálovými toky. Krátkodobé úvěry jsou často reinvestovány v opakujících se intervalech a vypůjčovatelé s nimi počítají ve svých finančních plánech. Dlouhodobé nástroje lze umístit v krátké době na sekundárních trzích. V případě přímých investic měl investor několik desetiletí možnost si půjčovat oproti svému majetku a snižovat zásobu domácí měny prostřednictvím promptních a termínovaných transakcí. V současnosti existuje nespočetné množství způsobů modifikace splatnosti jednotlivých investic v závislosti na hloubce a likviditě konkrétního trhu.

---

*Jakmile dojde k dosažení rozhodující úrovně v ekonomickém  
vývoji a liberalizaci, obcházení zbylých regulací v obdobích  
napětí je snazší.*

---

V obdobích napětí, kdy mezinárodní společnosti všeobecně ztrácí důvěru k obchodování, by mohly hrozící katastrofu zastavit pouze drakonická opatření. Některé státy si tyto skutečnosti uvědomují, a zvolily proto cestu rychlé a úplné liberalizace téměř všech toků, přičemž se spoléhají především na to, že silný, bedlivý dohled a zvýšená transparentnost díky dostatečné dostupnosti a rozšíření relevantních údajů vyhodnotí a eliminují rizika ve vztahu k pohybům krátkodobého kapitálu.

---

*Zkreslující důsledky trvalé kapitálové regulace jsou obecně  
známy...*

---

Bývá proto často kladena otázka, zda jsou jako ochrana před očekávanými finančními problémy potřebné dodatečné prostředky v podobě regulací krátkodobých toků. To se liší od obhajování regulací v podobě trvalých článků hospodářské politiky během dlouhého období. Obecně se nyní uznává, že ke takové regulaci mají zkreslující účinky zejména s ohledem na ochranu domácích finančních institucí před zahraniční konkurencí, oslabování disciplíny politických činitelů, volné užívání moci dle uvážení byrokratů a podporování vypočítavého jednání privilegovaných zájmových skupin.

---

*... ale existují i důkazy, že některé formy regulace mohou dočasně prodloužit strukturu dat splatnosti kapitálových příjmů.*

---

Z dočasných regulací toků krátkodobého kapitálu jsou nejvíce obhajovány ty regulace, které ovlivňují přítok kapitálu. Jejich obhájci tvrdí, že tyto regulace mohou být odůvodněné jako součást nebo podpora finančních opatření a za jistých okolností přinesly žádané výsledky. Regulaci odlivu kapitálu jsou obecně připisovány jen malé nebo vůbec žádné účinky, a mohou být dokonce i kontraproduktivní, protože signalizují nedostatek efektivní hospodářské politiky či dokonce paniku institucí zápasících s krizovou situací.

---

*Členové OECD považovali regulace kapitálu za málo účinné již v sedmdesátých letech. Dnes již nejsou považovány za jednu z alternativ strategie.*

---

Dvě skutečnosti vyplývající ze zkušeností zemí OECD se ne vždy promítají v mezinárodní diskusi: Za prvé, výskyt krizí není v žádném případě novým jevem omezujícím se na vznikající tržní ekonomiky, ale doprovázel proces liberalizace již od jeho počátku. Za druhé, členové OECD již vyjádřili své hluboké rozčarování nad regulacemi uvalenými v sedmdesátých letech s cílem omezit toky krátkodobého kapitálu vzhledem k jejich klesající účinnosti. Státy OECD – v Evropě i jinde – v minulosti čelily řadě těžkých měnových krizí, zejména v sedmdesátých letech po zřícení Bretton-Woodského systému a prvním ropném šoku, začátkem osmdesátých let toho byly příkladem Francie a Itálie a na začátku devadesátých let severské státy a také Evropský měnový systém. Nicméně tyto zkušenosti z krizí byly poměrně omezené, protože liberalizace se prováděla zejména spolu s reformou domácích finančních sektorů v podmínkách, v nichž byly k dispozici spolehlivě fungující instituce.

---

*Odhodlání členů OECD vytrvat v procesu liberalizace i přes možnost občasně finanční nestability...*

---

Odhodlání členů OECD vytrvat v procesu liberalizace navzdory možnosti občasně finanční nestability nebo narušení ukazuje, že přijetí nápravných opatření, která vyhovují požadavkům volného finančního trhu, představovalo lepší strategickou volbu, jež poskytla pevnější záruky budoucí ekonomické stability, než je tomu v případě návratu ke kapitálové regulaci.

---

*... poskytuje záruky budoucích výhod.*

---

V podmínkách existence podpůrné institucionální soustavy a strategie hospodářské politiky přináší mezinárodní pohyblivost kapitálu významné makroekonomické výhody a zvýšení výkonnosti: umožňuje lepší rozdělení a produktivní využití světových úspor, zabezpečuje likvidnost při výkyvech domácích příjmů, snižuje investiční riziko díky diversifikaci portfolií a poskytuje signály z mezinárodních trhů, které jsou prospěšné pro realizaci makroekonomické politiky. V posledních desetiletích tvořila liberalizace kapitálových pohybů integrální součást regulačních reforem se zaměřením na zlepšení řízení v podnikovém i veřejném sektoru a ustanovení transparentních postupů ve všech oblastech ekonomiky.

### 3. Rozšiřování a sdílení zkušeností OECD

---

*Komplikovanost strategie a výjimečnost jednotlivých národních poměrů...*

---

Z přehledu odborných pramenů vyplývá, že problematika liberalizace kapitálového účtu není dostatečně chápána a zůstává diskutabilní na makroekonomické i mikroekonomické úrovni. Různé teoretické pohledy prezentují při aplikaci na otevření kapitálových účtů velice odlišné důsledky, přičemž empirické studie zatím nepřinesly žádné přesvědčivé závěry. U analýz minulých krizí výzkum bezpochyby identifikoval společné činitele, ale je zjevné, že žádné dvě krize dosud nikdy nebyly stejné co do poměrů a opatření postižených států.

---

*... velmi znesnadňuje sestavování návodů k řešení*

---

To znamená, že mikroekonomický přístup je při pokusu o hlubší poznání výhod a nákladů liberalizace kapitálového účtu zřejmě nevyhnutelný a že normativní pravidla pro pořadí postupné liberalizace nemusejí být obecně použitelná.

---

*Zkušenosti OECD představují sdílené vzájemně prospěšné poznatky získané na principech Kodexu o kapitálových pohybech...*

---

Význačný hodnotící proces, který OECD uplatňuje při zkoumání zemí s různorodým pozadím, může být významnou pomůckou pro tvůrce strategie finanční liberalizace, protože bere v úvahu specifika jejich poměrů, ale zároveň umožňuje sdílet zkušenosti nashromážděné v zemích s podobnou nebo odpovídající strategií hospodářské politiky. Přístup OECD se spoléhá na proces sdílení vzájemně prospěšných zkušeností, při němž si státy porovnávají domácí nařízení a opatření se standardy zakotvenými v liberalizačních kodexech a s pokrokem dosaženým zeměmi na přibližně stejné úrovni. Státy tak získávají vodítko a také podporu pro řešení mnoha komplexních otázek strategie ve vztahu k vnější finanční liberalizaci.

---

*... které by se daly uplatnit i na nečlenské státy prostřednictvím podobného srovnávacího přístupu.*

---

Tato forma opodstatněné mezinárodní spolupráce založené na liberalizačních kodexech OECD může být významnou pomůckou pro tvůrce strategie hospodářské politiky v nečlenských zemích, které se snaží otevřít své kapitálové účty. Organizace OECD je odhodlána sdílet zkušenosti s otevíráním kapitálových účtů v nejširší možné míře a spolupracovat s nečlenskými zeměmi a mezinárodními organizacemi při analýze výhod a výzev, které přináší liberalizace kapitálových pohybů.

## **Obsah anglické verze publikace**

*(bez příloh, tabulek, grafů a seznamu textových polí):*

### **Obsah**

#### **Shrnutí a závěry**

#### **I. Institucionální soustava a diskuse o strategii hospodářské politiky**

#### **II. Úloha OECD při prosazování zásad volného pohybu kapitálu**

Tento *Přehled* je překladem výtahu z těchto publikací:  
*Forty Years' Experience with the OECD Code of Liberalisation of Capital Movements*  
*Code de l'OCDE sur la libération des mouvements de capitaux: Quarante années d'expérience*

© 2002, OECD.

Publikace jsou k prodeji při pařížském centru OECD: 2, rue André-Pascal, 75775 Paris Cedex 16, FRANCE a na internetové adrese [www.oecd.org/bookshop](http://www.oecd.org/bookshop)

*Přehledy* jsou zdarma k dispozici v internetovém knihkupectví OECD na adrese [www.oecd.org/bookshop](http://www.oecd.org/bookshop)

*Přehledy* připravuje Odbor pro legislativu a překlady, Direktoriát pro veřejné záležitosti a komunikaci.

E-mail: [rights@oecd.org](mailto:rights@oecd.org)  
Fax: +33 1 45 24 13 91



© OECD 2003

Reprodukce tohoto Přehledu je povolena pouze při uvedení copyrightu OECD a názvu originální publikace.