

Dialog byl veden v úterý 12. dubna 2011 odpoledne v pracovně Petra Musílka na Vysoké škole ekonomické, nám. W. Churchilla 4, Praha 3 – Žižkov.

MS: Rok 1989 byl rokem změny. Vám bylo 24 let. Co jste si od změny sliboval? Zřejmě jste uvažoval, že budete dále působit na akademické půdě?

PM: Rok 1989 a listopad 1989 jsem považoval za šanci pro Československo na návrat do civilizovaného světa po sovětské okupaci v roce 1968, která měla nejen vojenský charakter, ale především se jednalo o myšlenkovou okupaci. Naší republiky byly vnuceny pořádky myšlení, které nám jako národu byly cizí. Byl to především návrat do západní Evropy a s tím související obnova svobody, demokracie a tržní ekonomiky.

... Obecná východiska ...

MS: Dá se hovořit o tom, že se navazovalo na demokratickou tradici z první poloviny dvacátého století? Československo patřilo mezi nejvyspělejší země staré Evropy. Naplnila se očekávání? Tím myslím, zda jste mohl realizovat svůj vlastní životní program?

PM: To ano, jelikož se splnilo hlavní očekávání, to znamená návrat českých zemí do civilizovaného světa. Podařilo se opětovně rozvinout tržní ekonomiku, prvky demokracie a svobody. Lze říci, že očekávání se naplnila.

MS: Jsou lidé, kteří vzývali slovo demokracie, avšak poté, když byli konfrontováni s realitou, byli rozčarováni z těžkostí při osvojování si praktik nového systému. Dá se říci, že učení se demokracii, trvá do dnešních dnů.

... Hospodářské otázky transformace ...

MS: Jak jste vnímal stav hospodářství a možnosti změny? Tím myslím, jakými kroky se mělo začít? Je zřejmé, že rok poté začala zásadní ekonomická transformace, která je spojená s liberalizací, privatizací, devalvací koruny. Jak se s odstupem času díváte na připravený recept, jenž poté dostal název Washingtonský konsensus?

PM: Myslím si, že Washingtonský konsensus neboli šoková terapie, byla poměrně úspěšná, a to z makroekonomického pohledu. Soudím, že šoková terapie mohla být doprovázena rychlejšími kroky v některých mikroekonomických oblastech. Především si myslím, že hned na počátku měla být šoková terapie spojena s privatizací bankovního sektoru. Tam si myslím, že právě otálením při privatizaci bank se zpozdila restrukturalizace podnikového sektoru. Reformy byly úspěšné v makroekonomické oblasti, avšak šoková terapie byla nedostatečná v oblasti mikroekonomické.

MS: Makroekonomická čísla, která byla prezentována ve statistikách, neukázala, že československá ekonomika je na tom špatně ve srovnání s východními zeměmi. Zaostávání společnosti bylo zřejmé. Narazil jste na vhodnost rychlé privatizace bank. Když se slavilo desetiletí od počátku transformace, bylo předními ekonomy a tvůrci řečeno, že privatizace bank, příchod privátního kapitálu do českých bank by znamenalo postupné zavírání podniků. Jak vy uvažujete o tomto argumentu?

PM: To lze těžko říci. Spíše si myslím, že příchod přímých vlastníků do bankovního sektoru by vedl k efektivnější alokaci úvěrových zdrojů a došlo by k rychlejšímu rozvoji podnikové sféry. Těžko říci, zda by vypukla nějaká masová nezaměstnanost, před kterou varovali kritici reformy na počátku 90. let. Spíše oddalování privatizace vedlo k takzvanému ...

MS: ... bankovnímu socialismu ...

PM: ... a v důsledku to vedlo ke snižování konkurenceschopnosti podnikové sféry.

... Přítomnost státu a kontexty ...

MS: *Zde je asi dobré uvést čísla. V roce 1990 asi osm procent podniků bylo v soukromých rukou, v roce 1995 asi 80 procent. Některé společnosti byly na oko „zprivatizovány“, ale byly zprivatizovány tím, že byly poskytnuty úvěry ze státních bank. Soudím, že to byl pan Pavel Mertlík, jenž tento proces označil za privatizaci státního do státního. Vy argumentujete tím, že se mělo postupovat na všech frontách, jinými slovy neprivatizovat pouze výrobní sféru, ale také bankovní systém. Ten byl ostatně charakteristický tím, že měl obrovskou sumu nedobytných úvěrů v aktivech bank.*

PM: Řekl bych, že tvůrci ekonomické transformace nepostihli jednu důležitou věc. Postupně docházelo i v národních ekonomikách vyspělých zemí k transformaci, kterou mohu označit jako přechod od národního kapitalismu ke globálnímu kapitalismu. V české společnosti, v českém hospodářství byly nutné dvě transformace, a to od centrálně plánované ekonomiky k tržní ekonomice, a tam se obávám, že tvůrci ekonomické reformy si mysleli, že je tam možné skončit. Souběžně v sousedním Rakousku, Německu probíhala postupná transformace národního kapitalismu ke globálnímu kapitalismu. To není možné založit pouze na domácích kapitalistech, kteří žádným kapitálem nedisponovali a půjčovali si jej od státních bank. To byla snaha vybudovat v českých zemích kapitalismus devatenáctého století, který by byl dávno překonán.

MS: *Finsko toto využilo. Je nutné říci, že československá ekonomika byla jednou z nejetatističtějších hospodářství, neexistovali zde drobní podnikatelé, soukromé vlastnictví nebylo.*

PM: Jisté kroky spočívaly v restituci majetku. Dovedu si představit, že restituce majetku, tedy navrácením majetku původním majitelům mohla být rozsáhlejší. Pravděpodobně zdejší elity neměly zájem vracet majetek ve větším rozsahu původním vlastníkům.

MS: *Námítka byla taková, že restituční nároky budou brzdit celý transformační proces.*

... Varianty kroků ...

MS: *Zavést liberalizaci cen, jak tomu bylo v roce 1991, jde jednoduše administrativním nařízením. Otázka majetku je během na dlouhou trať. Vystává podezření, zdali majetek skončí v dobrých rukou, zdali restituenti o něj budou správně pečovat, zdali jej dokážou zhodnotit. 41 let se zde nepodnikalo v tom dobrém slova smyslu. Pokročme dále. Každá reforma se provádí v jistém právním rámci. Jak se díváte na dramatickou novotvorbu, která se týkala i oblasti kapitálového trhu a finančního zprostředkování? Byla vůbec možnost si osvojit zákony, podle kterých se měla provádět reforma? Jistě tam bylo mnoho improvizace. Nebylo možné převzít zákony ze zahraničí?*

PM: Byly v podstatě dvě varianty. Buď si vytvářet vlastní právní prostředí, nebo využít právního prostředí některé země, což se ukázalo jako zřejmě neschůdné. Jediná proveditelná varianta byla vytvářet vlastní právní prostředí. Pochopitelně při tvorbě vlastního právního prostředí docházelo k určitým chybám a později k jejich korekcím. Soudím, že nelze hovořit o totálním selhání při vytváření právního prostředí, i když mnohé zákony prošly mnoha ...

MS: ... *novelizacemi.*

PM: Nakonec si myslím, že právní prostředí se vytvořilo relativně kvalitní, i když přirozeně nestabilní. Lze říci, že jiná varianta v podstatě nebyla než vytvořit nové právní prostředí.

MS: *To znamená, že dovoz práva je iluzí. Tím myslím, že bychom přejali právo německé. Ostatně tvůrci obchodního práva, jako je profesor Jan Dědič, při psaní obchodního zákoníku využívali*

německou inspiraci.

PM: Soudím, že kromě vytvoření vlastních předloh v právním prostředí jsou různé rozsudky soudů, judikáty, a ty lze obtížně dovést ze sousedního Německa.

MS: *Myslel jsem pouze na inspiraci, ta zde však byla.*

PM: Také bych řekl, že se tvůrci inspirovali normami v okolních zemích. Na druhou stranu je velmi důležité, aby soudy vykládaly jednotlivá ustanovení.

MS: *Máme zákon napsaný, schválený, nicméně je otázkou, jak jednotliví aktéři ve společnosti, na trhu si jej vyloží, jak jej interpretují při svém vlastním konání. Nesmíme zapomínat na orgány, které mají zákony vynucovat, jelikož ty jsou důležitým prvkem při ovlivnění chování subjektů na trhu.*

PM: Nejsem ani právník, ani legislativec. Každá právní norma, dle mého názoru, projde určitým testem teprve v praxi, výkladem určitého sporu a poté dojde k doladění. Jednoduše vytváření právního prostředí je během na dlouhou trať. Bohužel neexistuje jednotné, celoevropské právo.

MS: *Zatím ...*

MP: Zatím ne, a proto se občas jde u právních norem metodou pokusu a omylu. Jiná varianta v té době zřejmě nebyla. Nakonec se ukazuje, že na změny byli mnohem méně připraveni právníci, legislativci než ekonomové a lidé z byznysu. Možná právní oblast je obtížnější než si osvojit prvky tržní ekonomiky a podnikání.

... Mezinárodní instituce, poradenství a kontexty ...

MS: *Sluší se říci, že lidé, kteří onu transformaci připravovali, byli povětšinou teoretičtí ekonomové z Prognostického a Ekonomického ústavu. Tito lidé znali literaturu o tržní ekonomice. Byli v obraze, jak hospodářství funguje. Je nutné se zeptat na důležitou skutečnost, která vychází z české skutečnosti: Jak se díváte na mezinárodní instituce, jako je Mezinárodní měnový fond, Světová banka? Jde o to, že člověk se může setkat s postojem, že jejich role není dobrá. Vytvářejí doporučení, která se realizují, a ne vždy to dopadá dobře. Washingtonský konsensus byl právě dítětem těchto institucí. Tyto instituce by měly být podle některých již dávno zrušeny. Naše republika však byla do nich krátce po roce 1989 znovu přijata. Jsou to jistě provokující otázky, ale transformace je nabízí.*

MP: Zřejmě se tážete na poradenskou činnost, kdy se snaží radit v různých oblastech. Když jsem byl členem prezidia Komise pro cenné papíry, měl jsem možnost posuzovat jejich činnost, když České republice radily v oblasti zvýšení efektivity penzijních fondů. Soudím, že jejich činnost vychází z mezinárodních zkušeností, z vytvoření jednotného modelu a použití v různých zemích. Mám pocit, že obecně jejich doporučení jsou logická, rozumná, ale v některých případech nedokážou zohlednit specifika jednotlivých zemí a ekonomik, a to tím, že hodně zobecňují a snaží se používat jeden přístup pro různé podmínky. Je na domácí reprezentaci, aby dokázala jejich doporučení, která bývají obecná, vhodně využít pro specifické podmínky země.

MS: *Soudíte, že tyto instituce mají svá opodstatnění. Jsou lidé i v Čechách, kteří jejich funkci zpochybňují a tvrdí, že měly být dávno zrušeny, jelikož svou funkci splnily.*

PM: Myslím si, že v momentu, kdy směřujeme ke globální ekonomice, globální ekonomika bude muset mít i globální instituce. Po určitých změnách by se mohly stát - Mezinárodní měnový fond, Světová banka, Financial stability board při bance v Basileji - zárodkem celosvětových institucí. Soudím, že by bylo nerozumné budovat plně nové instituce. Jsme v období globální ekonomiky a ta musí mít ...

MS: ... vládu.

PM: Ano, globální vládu, globální instituce, globální centrální banku, globální regulátory, globální dozorové instituce ...

MS: *Věříte v opětovné sjednocení na bázi obchodu, kdy národní ekonomiky do jisté míry budou minulostí? Na druhou stranu nepovede sjednocování k větší a větší regulaci? Není lepší si hlídat svou zahrádku než radit a starat se o druhé? Na druhou stranu – globální ekonomika asi potřebuje globální vládnutí.*

PM: Zabývám se problematikou kapitálových trhů, bankovníctvím. V momentu, kdy trhy jsou liberalizovány, nevidím příliš mnoho důvodů, proč by měla být různá pravidla v jednotlivých regionech. Proč by měla být odlišná kapitálová přiměřenost v Evropě, Americe, v Asii? Soudím, že odlišná pravidla pouze podněcují různé arbitráže. Soudím, že pravidla by měla být jednotná. Ideální právě je, aby byl jeden „decision maker“, jenž pravidla vynucuje a nastaví. Z mého pohledu kouzlo podnikání a úspěchu není v obcházení odlišně nastavených pravidel.

MS: *S tím by s vámi souhlasili i liberálové, kteří usilují o soutěžení pravidel.*

PM: Pravidla by měla být stejná a měla by rozhodovat v podstatě efektivnost a manažerské schopnosti mít větší výkonnost, a ne obejít a najít mezery v regulačních pravidlech, která jsou v různých částech světa, pokud možnost podnikání je globální.

MS: *Shodou okolností problém u českého regulačního systému byl, že jednotliví aktéři se snažili obejít normy, najít nedostatek, a to vede i k podkopání důvěry v systém jako celek.*

PM: Dokonce si myslím, že pro malé země by mohlo být výhodné, když některé pravomoci, novotvorbu přenesou na celosvětové instituce. Soudím, že takové země nemají dostatek odborníků pro tvorbu kvalitních pravidel. Navíc to váže obrovské množství kapitálu a dovedností a generuje to obrovské úřady. Toto je oblast, kde by se daly sdílet náklady, pokud někdo nemá zájem tvořit další byrokratické instituce.

MS: *Ostatně takovým pokusem je již Evropská unie. To je kapitola sama pro sebe. Kolik byrokratů tato instituce váže? Na druhou stranu – malé státy se mohou přidat k těm, o nichž si myslí, že mají institucionální uspořádání na slušné úrovni a daná pravidla a instituce fungují. Jako další příklad malé funkčnosti může sloužit Latinská Amerika. Mají zákony, které vycházejí ze Severní Ameriky, avšak hospodářství fungují odlišně. Jinými slovy utvoření formálních pravidel není spásné. Mají tam důležitý význam kulturní zvyklosti. To je příklad i české transformace k demokracii a ke kapitalismu.*

PM: Také tam hraje roli i vynucování pravidel, což v Latinské Americe je na jiné úrovni. Mají tam „kamarádský kapitalismus“. Důležitým prvkem je kvalita a úroveň výrobních faktorů, manažerské dovednosti. Nestačí pouze importovat část systému z fungující společnosti.

MS: *To je zřejmé. Je nutné, aby se reprezentanti společenství učili od výkonných společenství, ale poté si na základě zkušeností nechali ušít šaty na konkrétní hospodářství. Asi jedině tak jsou vytvořeny předpoklady pro úspěch.*

... Kapitálové trhy v jejich význam pro hospodářství ...

Pokročme dále. Zabýváte se kapitálovými trhy. Ty mají generovat prostředky pro dobré projekty, které mají schopnost obstát na trhu. Problém minulého zřízení byl vsudypřítomný plán, a vznik kapitálového trhu byl tedy logickým výsledkem obnovení kapitalismu v této zemi. Neočekávalo se od

nej náhodou mnoho? Jde o to, že hospodaření soukromých společností bylo založeno na úvěrech a tento stav do míry trvá. Kapitálový trh není silný ve srovnání s anglosaským kapitalismem. Firmy jdou spíše k bankám, než aby usilovaly o získání prostředků pro svůj rozvoj na kapitálovém trhu.

PM: Postavení kapitálového trhu v ekonomice závisí na mnoha faktorech. Jedním z nich je velikost podniku, charakter vlastnické struktury. V momentu, kdy velké či střední podniky máme ve vlastnictví zahraničních firem a v podstatě jsou to dceřiné společnosti, financování podniků přirozeně probíhá vnitrokoncernovým způsobem. Mnoho německých podniků využívá takzvaný Hausbankprincip, tedy financování prostřednictvím domovské banky. Bylo by možná nerozumné, aby si dceřiné společnosti chodily pro finanční zdroje na kapitálový trh. To je jeden problém. V české ekonomice je mnoho malých podniků a pro malé podniky není příliš výhodné z nákladového hlediska hledat zdroje na kapitálových trzích. Další faktor, který ovlivňuje rozvinutost kapitálových trhů, je role institucionálních investorů. V České republice máme jak nerozvinutý kapitalizovaný důchodový pilíř, v němž penzijní fondy bývají dodavateli kapitálu, tak je zde nedostatek poptávky po různých investičních instrumentech ve srovnání se sousedním Polskem. Tím chybí určitý impuls pro rozvoj kapitálového trhu. V neposlední řadě význam pro rozvoj kapitálového trhu má stupeň ochrany investorů, kdy na českém trhu bylo několik skandálů, což podlomilo důvěru, která se obtížně získává zpět. Je mnoho faktorů. Ani sociální inženýrství s názvem kuponová privatizace nemohlo vést k boomeru kapitálového trhu, jelikož to byla umělá metoda dodání podniků na kapitálový trh. Nešlo to přirozeným způsobem, že by zde společnosti hledaly zdroje pro své projekty.

MS: *Shodou okolností privatizace nevytvořila kapitálový trh, jak jej známe ze zahraničí, ale pouze trh akcií. Nebo si myslíte, že tvůrcům šlo vytvoření skutečného kapitálového trhu?*

PM: Tento problém je těžko posuzovat po více jak dvaceti letech. Sám jsem se nepodílel na modelu kuponové privatizace. Sami její autoři mají odlišný názor. Například doktor Tříška tvrdí, že jim nešlo o vytvoření kapitálového trhu, naopak otec kuponové privatizace Tomáš Ježek zastává opačný názor. Ten tvrdí, že tam byla idea vytvoření kapitálového trhu. Je velmi těžké posoudit, zdali sledovali vlastnickou změnu. Je nutné říci, že jejich postoje se po dvaceti letech velmi liší. Je těžké říci, jaké byly hlavní motivy. Spíše si myslím, že byla snaha o vytvoření zárodku kapitálového trhu, avšak snaha selhala, a proto se tvůrci k tomu nechtějí příliš hlásit.

MS: *My vytváříme kapitálový trh, avšak v hospodářství, které je bez kapitálu? Jak jej generovat? Člověka to vede k domněnce, že se vytvářel prostor pro příchod kapitálově silných společností ze zahraničí.*

PM: Vytvořit kapitál šlo několika cestami. Jednu jste naznačil. Šlo o příliv zahraničního kapitálu, což jsem již na úvod našeho rozhovoru označil za velký nedostatek, že jsme se tomu bránili, jelikož tvůrci reformy měli obavu před jeho přílivem, jenž stejně přišel s časovým odstupem.

MS: *To byly privatizované banky ... Tam byl velký impuls.*

PM: Přímý prodej českých podniků nejen Čokoládoven, Škody, ... a proto bych si dovedl představit mnohem větší objem zahraničních investorů. Mohla se provést částečná transformace depozit, kdy míra úspor byla poměrně vysoká i v období centrálně plánované ekonomiky, a to na produkty kolektivního investování, které vznikaly již na počátku devadesátých let. Poté však tato myšlenka byla zdiskreditována neefektivní regulací ...

MS: *... investičních a privatizačních fondů.*

PM: A to v polovině devadesátých let. Soudím, že tam byl velký zdroj. Za třetí bych uvedl, že privatizační fondy, jak někteří navrhovali, mohly být spojeny s reformou důchodového systému, a to

již v devadesátých letech. Vytvořil by se poměrně silný segment institucionálních investorů portfoliového typu. Nyní bychom možná nemuseli řešit problém důchodové reformy, když mnozí zahraniční experti jako Oldřich Kýn nám navrhovali již počátkem devadesátých let spojení privatizace s důchodovou reformou, což bylo té době odmítáno.

MS: *Je námitka, že kdyby se cosi podobného stalo s penzijními fondy jako při privatizaci, tedy zpronevěry, byla by velká nespokojenost, jelikož lidé by přišli o peníze. Tam je otázka jasné regulace a stíhání přečinů. Dá se říci, že to nepochopili lidé, kteří měli tyto záležitosti na starosti, tedy jak lidé od státu, tak ze strany aktérů na kapitálovém trhu. Jednou z podmínek přechodu na tržní systém byla privatizace. Sám jste její část nazval sociálním inženýrstvím.*

PM: Kapitál nelze nahradit technickými operacemi.

... Otazníky nad kuponovou privatizací ...

PM: Ukázalo se, že kuponová privatizace měla nesporné výhody - rychlost provedení, jednoduchost, ale měla i nevýhody, ...

MS: *... nepřinesla kýžený kapitál. ...*

PM: Ano, také know - how, odpovědnost. Ukazuje se, že tyto důležité vlastnosti se nedají uměle vytvořit. Kapitál, který přiveze know - how, odpovědnost a finanční prostředky, sem jednoduše doputoval s časovým zpožděním. Proto nebyla prakticky ve vyspělých zemích jako metoda kuponová privatizace použita, i když byla zvažována.

MS: *Byl teoretický koncept?*

PM: Soudím, že Kanada byla zemí, kde to mělo být testováno. Vyspělé země, které také v podstatě dělaly privatizaci, znaly tuto metodu, avšak znaly též její nevýhody oproti přímé privatizaci.

MS: *Velké státy neprošly tak zásadním privatizační vlnou. Při kuponové privatizaci se zřejmě mělo více uvažovat, jak se posléze budou rozprostřené podíly na kapitálu propojovat, aby se vytvořilo efektivní vedení. Zde velkou pozici zde hrály investiční fondy, které byly vlastněny státními bankami. Toto vzájemné propojení zadělalo na budoucí obtíže. Dalším faktorem bylo to, že lidé zde neměli patřičné zkušenosti s tím, co je kapitálový trh, k čemu slouží. K vlastnictví jednotlivých akcií přišli jako slepí k houslím, pokud užiji české rčení.*

PM: To je typické pro zemi, kde kapitalismus byl přerušeno. To je další rys kuponové privatizace. Investory se stala široká, masová veřejnost. Avšak i ve vyspělých zemích veřejnost masově neinvestuje přímo do akcií. Nanejvýš kolem dvaceti - třiceti procent. Ostatní obyvatelé investují nepřímou, a to prostřednictvím institucí kolektivního investování, kde mají profesionální správce. Představa přímého ovlivňování je velmi iluzorní. Investování je doménou bohatých osob, které se dokážou orientovat a ochránit svůj majetek. Myslím si, že ve vyspělých zemích, pokud nastanou podvodné transakce a nepoctivé praktiky, osoby, které tam vložily svůj kapitál, začnou vyvolávat poptávku po efektivnější ochraně a regulaci. Čeští DIKové, kteří tam „nevložili“ žádný majetek, ani nevyvolali poptávku po efektivnější regulaci, vynucování pravidel a po ochraně. Proto se také stalo, že i po vlně skandálů mnoho tvůrců této metody, kteří však také odmítali přísnější regulaci, v podstatě zůstalo na politickém kolbišti a nebyli z něj vytlačeni. Ve vyspělých zemích by neměli šanci, jelikož tlak okradených investorů by je ze systému vytlačil, pokud by nebyli ochotni více bránit jejich majetek a jejich zájmy.

MS: *Péče o majetek je jedna z charakteristik, na kterých je založena západní kapitalistická civilizace.*

PM: Lidé majetek dostali, avšak DIKové jej jako svůj majetek nechápali, jelikož jej dostali zdarma. Pokud jej dostanete zdarma, přestávají fungovat přirozené principy, které jsou vlastní soukromému vlastnictví. Proto jsem to nazval, že to byl projekt sociálního inženýrství. To proto, že nebyl přirozený. Pokud máte správu majetku po staletí, staráte se úplně jinak, než když jej dostanete zdarma.

MS: *Dá se říci, že tvůrci transformace si trochu „kupovali“ lidi? Já jsem dal tisíc korun za kuponovou knížku, a za ni mi Viktor Kožený nabízel desetinásobek, pokud mu dáte podíl, který jste získali skrze privatizaci kuponovou cestou. Zde je problém, že kuponová privatizace zakryla i jiné formy privatizace, které probíhaly.*

PM: Soudím však, že velkou roli měla kuponová privatizace. Dovedu si představit řadu zásadních nedostatků. Ono se to lehce řekne po dvaceti letech, kdy je zcela evidentní, že správa tohoto projektu mohla být efektivnější.

... Restituce ...

PM: Myslím si, že by bylo dobré dát menší podíl v privatizačních metodách, daleko více bych preferoval restituce. Majetek by se měl vrátit tomu, kdo jej vlastnil. Ten není možné zcizit, poté udělat někde čáru a říci, že tomu nevrátíme, a tomu ano.

MS: *Řekl bych, že se to vztahovalo k roku 1948. Dodnes je to otázka sporná. Někteří lidé se stále dožadují svého majetku, dokonce jsou soudy.*

PM: Podotkl bych, že kritéria byla velmi nejasná.

... Vznik institucí kapitálového trhu ...

MS: *Svou roli v tom hrála rychlost a také síla jednotlivých aktérů nejen v politice. Někdo říká, že na to nebyl čas. Pokud se člověk podívá na procesy v tvorbě politiky a norem, jak to chodí v dnešních dnech, a porovná to s tím, co bylo v počátcích, musí pozorovatel říci, že lidé měli hodně napilno a je logické, že práce nebyla bez chyb. Otázkou je schopnost přiznat chyby, ty napravit a pokračovat dále. Zde je nutné asi uvést jednu důležitou skutečnost, že během několika let od počátku transformace se vytvořila burza a lidé měli možnost obchodovat s cennými papíry firem, které byly součástí privatizačního procesu. Jak se díváte na skutečnost, že Česká republika se stala jednou z prvních zemí, co se týče držitele počtu akcií na osobu?*

PM: To bylo čistě produktem zvolené metody kuponové privatizace, když bylo na trhy alokováno více jak 1 700 podniků a akciových společností, fondů. Vzhledem k této účasti se velké procento obyvatel stalo držiteli akcií. Poté následoval proces, kdy lidé začali vyprodávat a vyměňovat, vyprodávat své akciové podíly za hotovost, a využívali získané prostředky k pořízení dlouhodobých statků domácího užití, či dokonce k okamžité spotřebě. Podíl akcionářů následně výrazně poklesl. To byl v podstatě krátkodobý jev v důsledku metody rozdělení státního majetku.

MS: *Pražská burza se počtem obchodovaných akcií řadila k Londýnu. Problém byl ten, že lidé, kteří byli v Londýně, věděli o kvalitativních rozdílech obou trhů. Dá se říci, že byl zásadně jiný. Zdejší akcie byly převážně nelikvidní a časem z trhu vyřazovány. Další zvláštností transformace bylo, že zde vedle Pražské burzy byl RM Systém.*

PM: Shodou okolností ta dualita byla zachována do současnosti. U RM Systému došlo pouze k rozšíření názvu na MR Systém česká burza cenných papírů. To vše pro implementaci směrnice MIFID. Na jejím základě má statut jako Burza cenných papírů Praha.

MS: Máme dvě burzy, a k čemu? V Americe máte v New Yorku NYSE, AMEX, NASDAQ. Je nutné, aby v tak malé zemi existovaly?

PM: To je pozůstatek privatizace. Burzu si vytvořily banky a představitelé kuponové privatizace chtěli pokračovat v jakémisi podnikání. Z kuponových míst byl vytvořen právě RM Systém.

MS: RM Systém je systém registračních míst.

PM: Tím si vytvořili trh pro obchodování. Nakonec se ukázalo, jaký trh má standardní charakter. Je to burza, která je založena na prostřednících. Burza má 99 procentní podíl na obchodech.

MS: To proto, že se tam obchodují velké objemy?

PM: To máte všude na světě, že burzy z velké části mají velkoobchodní charakter a rozhodující roli hrají institucionální investoři. Tím se dosahují úspory z rozsahu.

MS: Právě bývalý RM Systém, česká burza, je institucí pouze pro drobné investory.

PM: Ten hrál roli při výprodeji akcií, kdy se domácnosti zbavily darovaných akciových titulů.

... Neexistence emisí ...

MS: Domníváte se, že tyto dvě instituce mají své opodstatnění? Lze tvrdit, že jsou to ve své podstatě instituce, které nepřinášejí podnikům, jež jsou na nich obchodovány, tolik potřebný kapitál? U nás prakticky neexistují primární emise: IPO – initial public offering.

PM: Občas máme počáteční veřejné nabídky, ale máme jich poměrně málo. To souvisí s faktory, které byly zmíněny dříve. Máme malé podniky, máme podniky ve vlastnictví v zahraničních akcionářů, máme stále málo efektivní ochranu investorů a jako jedna z posledních zemí nemáme realizovanou kapitálovou verzi důchodové reformy, kde by penzijní fondy hrály důležitější roli a vyvolávaly poptávku po nových emisích.

MS: Domníváte se, že by bylo možné, aby se na českém trhu objevily emise Škoda Auto Mladá Boleslav, AVG či jiné softwarové společnosti, jako je Unicorn, Škoda Plzeň? Posledně zmiňovaná byla součástí burzy.

PM: Z toho, co jste jmenoval, je mnoho firem dceřiných společností a u nich nevidím velkou logiku. To proto, že samotnému managementu to komplikuje konsolidované účetnictví, informační povinnosti. Obchodování akcií dceřiné společnosti tedy nepřináší příliš mnoho užtku.

MS: Ukázkovým příkladem je Komerční banka. Ta je vlastněna francouzskou bankou Société Générale a je stále obchodována na sekundárním trhu.

... Otázka regulátora kapitálového trhu ...

MS: Posuňme se dále. Působil jste tři roky v prezídiu Komise pro cenné papíry. Sama instituce byla vynuceným dítětem, jelikož se počalo volat po větší regulaci kapitálového trhu. To proto, že tato ekonomika měla zkušenosti s praktikami, které nejsou běžné, či lépe řečeno poškozují jméno kapitálového trhu. Jak se díváte na tuto instituci? Shodou okolností tato instituce skončila v roce 2006 a byla sloučena s Českou národní bankou.

PM: Je zřejmě důležité, na jakých myšlenkách tato instituce byla založena. Duchovním otcem této instituce byl Tomáš Ježek. Na jedné straně je velmi liberálním ekonomem, na druhou stranu si

uvědomuje, že tržní ekonomiky a zejména kapitálové trhy jsou náchylné k tržním selháním, zejména k výskytu informační asymetrie. Hlavním motivem regulace je snižovat informační asymetrii. To proto, že v momentu, kdy je enormně vysoká, vznikají náklady a emitovat či investovat do cenných papírů v podmínkách vysoké informační asymetrie je iracionální, vede to k vysokým nákladům. Vede to k tomu, že se primárně rozvíjí úvěrový trh, a kapitálový trh skomírá. Hlavní ideová myšlenka fungování Komise pro cenné papíry byla napravovat tržní selhání ve formách informační asymetrie. Toto bylo realizováno prostřednictvím mnoha nástrojů po dobu téměř osmi let. Komise používala nástroj vynucení informací emitentů. Kapitálové trhy jsou náchylné k realizaci nepoctivých praktik. Vyhledávání a trestání osob – které provádějí nepoctivé praktiky, „insider trading“, manipulace s cenami, rozšiřování nepravdivých investičních doporučení – je obtížné. Regulace není žádný administrativní nástroj, jak si do dnešních dnů někdo myslí. Někdo zastává názor, že regulace se rovná nástroji centrálně plánované ekonomiky. To je velký omyl. Regulace kapitálového trhu je nastavení pravidel, vynucování pravidel a zejména napravování tržního selhání. Pravomoci převzala poté Česká národní banka. Zdá se, že si osvojila myšlenkovou ideu, na které fungovala Komise pro cenné papíry. Mnozí vedoucí představitelé z bývalé komise nyní zastávají v České národní bance klíčové pozice. Soudím, že mnozí z nich tam v politice komise pokračují.

MS: *Dá se říci, že tato instituce dle vás splnila svou funkci a nyní v ní pokračuje centrální banka? Jak smýšlíte o modelu, že nezávislá státní instituce, jako je centrální banka, spravuje vše? Tím myslím jak bankovní dohled, měnovou politiku, kapitálový trh. V rozvinutém světě mají Spojené státy svou komisi pro cenné papíry a také federální rezervní systém.*

PM: Jde o mnoho věcí. Za prvé jde o uspořádání výkonu měnové politiky a výkonu dohledu, přičemž dohled může být integrovaný, či dezintegrovaný. Ve světě funguje mnoho modelů. Některé země používají spíše variantu, kdy je měnová politika oddělena od výkonu regulace a dohledu, to používá většina zemí. V České republice se zdá, že se k tomuto modelu přiklonila, když bylo vysoce pravděpodobné, že ztratíme vlastní měnu a přejdeme na euro. Podmínky se poněkud změnily. Soudím, že je to řešitelný problém. Mezi výkonem měnové politiky a výkonem dohledu existuje „čínská zeď“. Právě tuto variantu některé země používají.

MS: *Jak vidíte budoucnost kapitálového trhu? České domácnosti většinu svých finančních aktiv drží v podobě úspor. Málo investorů jde stejnou cestou jako Američané, kteří mají třetinu aktiv v akciových investicích a jim podobných instrumentech. Myslíte si, že je to výsledek nešťastného způsobu privatizace a z ní získané zkušenosti v devadesátých letech?*

PM: Více než v projekty sociálního inženýrství věřím v přirozený „instinkt“ domácností. V Americe přirozený „instinkt“ je. Na kapitálových trzích lze efektivně spravovat kupní sílu na období důchodového věku či případně financování výraznějších výdajů, jako je zdravotní péče nebo výdaje na vzdělávání dětí či na pořízení nákladnějších statků domácího užití. V delším období jsou nejvýkonnějšími instrumenty akciové instrumenty. Ty můžete pořizovat do svého portfolia individuálně, kolektivním způsobem, nebo investováním do penzijních fondů. Tím, že je v Americe slabý státní pilíř důchodového zabezpečení, nezbyvá americkým rodinám nic jiného než si individuálně vytvářet pomocí různých instrumentů kapitálového trhu prostředky na výraznější výdaje či na období důchodového věku. Před českými domácnostmi léta bylo maskováno a zamlčováno, že státní průběžný systém či jiné sociální systémy se dostávají do neřešitelné situace. Opět zde bude přirozený návrat k osobní odpovědnosti českých domácností. Stát nebude dlouhodobě schopen poskytovat takovou důchodovou ochranu, takovou ochranu v oblasti zdravotnictví či nebude schopen financovat vzdělávání jejich dětí. České domácnosti si budou muset vytvářet soukromé úspory. Nejlepší cestou je investování na kapitálových trzích. Řekl bych, že česká ekonomika je příliš malá a české domácnosti budou investovat do amerických, německých nebo čínských akcií. Myslím si, že nemá cenu rozlišovat mezi českým, evropským či globálním trhem. Budou investovat na kapitálových trzích do různých instrumentů. Budou pouze měnit strategii podle svých motivů, které bude nutné

nechat na jednotlivých osobách.

MS: *Dá se říci, že český kapitálový, respektive akciový trh může zaniknout?*

PM: Ne že by zanikl, ale sroste. Bude se integrovat tak, jako se integruje německý trh do globálního trhu, jako se integruje švýcarský, francouzský, americký, čínský ... Postupně sroste do globálního kapitálového trhu. Nikoho nebude překvapovat, že investuje do zahraničních instrumentů.

... Omyly a nedostatky ...

MS: *Jaké vidíte hlavní omyly a nedostatky při budování českého a kapitalismu a demokracie? Zmínil jste pomalou privatizaci bank, neúčinnou regulaci.*

PM: Omyly z pohledu nedávných dvaceti let? Je poměrně jednoduché kritizovat, a cosi jiného být aktivním hráčem v období, kdy rozhodovaly mnohé politické zájmy. Lidé, kteří rozhodovali, neměli dostatek informací. Největší omyly vidím v nedostatečném zohledňování mezinárodních zkušeností. Mohli bychom vyjmenovat několik třetích cest, které byly v České republice možná z důvodu mnoha okolností realizovány. Řekl bych, že česká specifika jsou jedním z problémů. Druhý je nedostatečná role zahraničního kapitálu, nedostatečné zapojování do mezinárodních struktur. Osobně bych prosazoval větší integraci do evropských či světových struktur, a ne neustálé kritizování různých byrokracií z Bruselu. Totéž platí v oblasti školství. Měli bychom připravovat naše děti, že budou muset obstát v mezinárodní konkurenci. Jistě je nepochopitelné, že některé předměty na základních a středních školách neprobíhají ve světovém jazyce, jako probíhají v Nizozemsku, Skandinávii, ve Švýcarsku. Obyvatelstvo kromě mateřského jazyka plynně mluví alespoň jedním světovým jazykem. Cílem státu je pro domácí lidi vytvořit podmínky, aby byli konkurenceschopní. Dané země dávno „pochopily“, že absolventi švédských škol nebudou používat pouze švédštinu.

MS: *Kéž by si tuto skutečnost lidé uvědomovali. Kéž bychom mohli mít vnímavé politiky, kteří nebudou hledět na okamžitý prospěch. Děkuji vám za čas věnovaný tomuto ohlédnutí.*