

# **Junckerův plán oživení investiční činnosti v EU z r. 2014: reálné výsledky a problémy**

The Juncker 2014 EU investment recovery plan:  
real results and issues

Vladislav Pavlát

## **Anotace**

Článek charakterizuje Junckerův plán z r. 2014 na oživení investiční činnosti v EU, jeho modifikace a problémy spojené s jeho realizací do listopadu r. 2019, kdy byla vyhlášena nová strategie rozvoje EU. V úvodu je komentován výběr pramenů. Článek nepředkládá výsledky kvantitativního výzkumu, avšak vychází z nich při hodnocení výsledků plánu v 1.části výkladu. 2. část článku se zabývá východisky plánu s hlediska teorie mezinárodní ekonomické integrace. 3.část je převážně věnována otázkám vývoje kapitálového trhu v EU (včetně záměrů jeho rozvoje v ČR). Závěrečné úvahy jsou věnovány změnám rozvojové strategie EU a nového plánu investice.

## **Klíčová slova**

Junckerův plán (2014); změny Junckerova plánu (2016); teorie mezinárodní ekonomické integrace; kritika Junckerova plánu; nový plán investic EU

## **Abstract**

The article characterizes the Juncker Plan of 2014 to revitalize investment activity in the EU, its modifications and problems associated with its implementation by November 2019, when a new EU development strategy was announced. The selection of sources is commented in the introduction. The article does not present the results of quantitative research, but it is based on them when evaluating the results of the plan in the first part of the explanation. The second part of the article deals with the basis of the plan in terms of the theory of international economic integration. Part 3 is mainly devoted to the development of the capital market in the EU (including its development plans in the Czech Republic). Final considerations are devoted to changes in the EU development strategy and new investment plan.

## **Key words**

Juncker Plan (2014); Juncker Plan modifications (2016); theory of international economic integration; evaluation of the Juncker Plan; the New Investment plan EU

**JEL:**

F02,F15,B59

## **Úvod**

Když v r. 2014 v Bruselu vznikl plán na oživení investiční činnosti v členských zemích EU, světová krize již skončila, ale v mnoha členských zemích stále trvala recese. Plán na oživení investic v EU na léta 2015 - 2019, který původně předložil předseda Komise EU Juncker, byl schválen orgány EU v následujícím roce. Bylo mj. stanoveno, že průběh jeho realizace bude každoročně hodnocen s tím, že mohou být prováděny jeho úpravy. Nutno poznamenat, že místo označení „plán“ by se spíše hodilo označení „program“ nebo „nástin programu“ - v r.2014 totiž žádný dokument odpovídající obsahu slova „plán“ ještě neexistoval.

V rozsáhlé literatuře zabývající se Junckerovým plánem, souběžně s oficiálním průběžným hodnocením dosažených výsledků později byla uveřejňována řada různých názorů, často velmi kritických. V tomto článku byl vybrán jen omezený počet pramenů, které autor považoval za důležité pro vytvoření představy, s jakými teoretickými i praktickými problémy byla realizace plánu do vypršení pětiletého období spojena. Spolu s oficiálními dokumenty EU (především Komise EU) je v seznamu literatury odkazováno na akademické a tiskové prameny reprezentativní povahy. Použité prameny (Literatura) jsou seřazeny abecedně; v odkazech v textu jsou pro úsporu místa uváděna pouze čísla pramenů ze seznamu.

Článek se zabývá hodnocením hlavních tendencí a problémů, které z nich vyplývají, tj. nepředkládá výsledky kvantitativního výzkumu, avšak odkazuje na ně. Postupně jsou zkoumány tři okruhy: 1. hodnocení průběhu Junckerova plánu během let 2014 -2019, 2. názory na vybrané teoretické otázky spojené s vývojem mezinárodní ekonomické integrace a konfrontací teoretických východisek Junckerova plánu s dosaženými reálnými výsledky a 3. úvaha o potenciálním směru dalšího vývoje unijního kapitálového trhu. Větší část obsah článku je věnována otázkám spojeným s „plánem investic“.

Nutno připomenout, že Junckerův plán z r. 2014 navazoval na všechny předchozí odsouhlasené záměry EU v ekonomické oblasti, jejichž realizací v rámci svých kompetencí byla pověřena

Komise EU. Neměl být jejich revizí, nýbrž měl aktivizovat, intenzifikovat a akcelarovat hospodářskou sféru členských zemí v oblasti investiční činnosti. Proto byl někdy označován za „plán investic“.

Po schválení Junckerova plánu byly jednotlivé součásti tohoto plánu přiděleny v rámci Komise EU jednotlivým organizačním útvarům (direktorátům apod.). Celkový plán měl poměrně složitou strukturu, v jejímž rámci byla pro jednotlivé části volena specifická označení (obvykle v dokumentech uváděná v podobě zkratk). Pro laickou veřejnost v řadě členských zemí to představuje určitou komplikaci mj. z jazykových důvodů, protože mnohdy bývá obtížné nalézat obsahově správný překlad původního názvu z angličtiny. V řadě případů se zejména novináři dopouštějí různých nepřesností. Z jednotlivých částí Junckerova plánu sestává např. tzv. Bankovní unie, nebo Unie kapitálových trhů (Capital Markets Union - zkratka CMU) aj., které bývají někdy prezentovány bez zařazení do původních cílů vytváření Evropské unie. V ekonomické oblasti mezi cíle EU náleží zejména vytvoření společného unijního trhu zboží, kapitálu a osob, a služeb, spojeným s příslušnou infrastrukturou. Součástí tohpto cíle také je zavedení společné měny EU, kterou je EURO. Tento cíl je v dokumentech EU zakotven v podobě *dlouhodobého programu s názvem Ekonomická a měnová unie* (Economic and Monetary Union - EMU). Tento program obsahuje přehled opatření, která mají vést k úplné ekonomické integraci, která zahrnuje ekonomickou, finanční, daňovou a politickou unii. (Literatura-viz: 5, 11., 13.)

### **1.K průběhu plnění Junckerova plánu (2014 – 2019)**

Podle prohlášení Komise EU z března 2019 tehdy již bylo 80% předpokládaných opatření hotovo, ale podle stanoviska Komise bylo nutno realizaci zbývajících úkolů urychlit, aby plán bylo možno do konce roku 2019 splnit. Obsahem kompletačních prací, které měly být urychleny, bylo sjednotit a shrnout výsledky všech analýz, které proběhly po r. 2017, kdy byl stav příprav podroben důkladné kontrole, a připravit celkový dokument o jeho splnění. Kompletace celkových výsledků byla mimořádně obtížná: jednotlivé aspekty unijního společného trhu kapitálu byly zkoumány po několika liniích: po linii Komise EU a jejích organizačních složek (různých výborů, podvýborů, speciálních týmů, apod.), po linii Evropských asociací (oborový přístup), i po linii národních vlád členských zemí EU (mohly volit vlastní přístup). Vlastní dokument vydala rovněž Federace evropských burz (FESE),

kteřý obsahoval náměty na úkoly a opatření burz členských zemí této federace ve věci společného unijního kapitálového trhu.

V České republice se přípravami na českou účast ve společném kapitálovém trhu EU zabývalo v rámci svých kompetencí několik ministerstev – zejména ministerstvo financí, ministerstvo průmyslu, ministerstvo místního hospodářství, ministerstvo spravedlnosti, dále ČNB. Rovněž se těmito otázkami zabývaly některé národní asociace v různých oborech. V omezeném měřítku probíhal i výzkum této problematiky v akademickém prostředí. (viz seznam vybraných pramenů). Je nutno připomenout, že zmínka o dané problematice byla ve zkratce obsažena i ve Vládním prohlášení Babišovy vlády (počátkem r. 2018).

Některé významnější dokumenty týkající se rozvoje kapitálového trhu v EU unijního společného kapitálového trhu byly zpřístupněny pro naši veřejnost již během r. 2017, nejvíce z nich však až ve druhé polovině r. 2018. Tato připomínka se týká hlavně ministerstva financí a ministerstva průmyslu.

I když v rámci tohoto článku není pro podrobnosti prostor, je nutno vyzdvihnout do popředí jednu velmi významnou skutečnost – totiž to, že Ministerstvo financí ČR na podzim roku 2019 uplatnilo nový přístup k projednávání dokumentů připravovaných pro vládu ČR, totiž přístup shromažďování připomínek *od zdola nahoru* (bottom-up), a to nejen od vybraných institucí, ale prakticky od široké veřejnosti. Tuto skutečnost nutno hodnotit jako velmi užitečný a nadějný přístup i pro budoucnost. Bohužel doba stanovená pro předložení připomínek byla krátká a byla stanovena v nevhodnou dobu (přes vánoce).

## **2. Teorie a skutečnost**

Fenomén Evropské unie dlouhodobě upoutává pozornost výzkumníků nejen v členských zemích tohoto seskupení, ale fakticky ve většině průmyslově vyspělých zemí světa.

V této druhé části článku je pojednáno o některých kritických místech východisek tzv. Junckerova plánu, podložených teorií mezinárodní ekonomické integrace, teoriemi růstu, výsledky zkoumání infrastruktury společného trhu EU, v konfrontaci s kritickými pohledy na dosavadní reálné výsledky unijního kapitálového trhu.

### *2.1 Výchozí předpoklady původního Junckerova plánu*

Původní dikce plánu byla takřka „učebnicová“: mlčky se předpokládalo, že plán vzniku unijního společného kapitálového trhu (CMU) přinese jen samé *výhody*: lepší fungování a zefektivnění trhu, vyšší zisky pro investory, úspory nákladů pro obchodníky s cennými papíry, nižší náklady obchodování a transferu cenných papírů, atd. Výchozím teoretickým podkladem byly zejména poznatky teorie růstu. Toto vše se předpokládalo, *aniž by se příliš hovořilo o rizicích, s nimiž je spojeno fungování kapitálového trhu.*

Z pragmatického hlediska bylo nezbytné oslovit a získat pro plán všechny kategorie účastníků trhu, investory, obchodníky i širokou veřejnost. V tomto směru byl plán marketingově dobře připraven. Veřejnost ve většině „starých“ členských zemí jej v podstatě bez větších výhrad přijala a podporovala. Výjimkou však byly některé velké burzy, které od počátku zaujímaly zdrženlivá, spíše kritická stanoviska.

V bývalých socialistických zemích byla situace odlišná, protože tyto země se stále musí vyrovnávat se zaostalostí svých kapitálových trhů.

### *2.2 Úspěšnost teorií o mezinárodní ekonomické integraci a ošidnost paradigmát*

Nelze popřít, že počínaje 60tými lety teorie mezinárodní ekonomické integrace se stala jedním z velmi populárních témat v teorii a později také v praxi. Některá paradigmata však jsou podrobována kritice.

*(a) S kterými teoriemi bývá spojován výzkum tzv. západoevropské ekonomické integrace?*

Dosavadní odborné i akademické výzkumy sice přinesly mnoho poznatků (zejména v oblasti empirických studií, statistických analýz apod.) avšak *nepodařilo se jednoznačně vyřešit řadu podstatných sporných otázek*, jako je např. problém, zda, jak a za jakých podmínek lze zajistit bezpečné a stabilní obchodování cennými papíry a zda a jak lze pomocí nástrojů regulace omezit krátkodobou nestabilitu obchodování.

V akademické literatuře byl studován cíl/účel vzniku CMU s hlediska několika teorií, zejména *s hlediska teorií mezinárodní ekonomické integrace, teorie růstu, optimálního růstu a optimálního udržitelného růstu, dále také s hlediska teorie mezinárodní finanční regulace, teorie internacionalizace a globalizace a s hlediska behaviorální teorie.*

### *(b) Nová periodizace vývoje MEI v Evropě*

Období uplynulých pěti desetiletí přineslo o významu západoevropské integrace mnoho poznatků, které se mnohdy liší s hlediska aplikace různých teoretických východisek, výše uvedených ve výčtu těchto teorií.

S hlediska převládající teoretické orientace výzkum a jeho významnosti, lze toto období rozdělit do pěti období.

1. V období zhruba od konce 60tých let do 80tých let minulého století převládal výzkum různých otázek ekonomické integrace, regionální integrace a jiných forem integrace v Evropě a na ostatních kontinentech; byly propracovány základy teorie MEI a teorie internacionalizace (Literatura viz: 2.,3.).
2. Od 80tých let minulého století až do konce minulého století převládal výzkum s hlediska teorií růstu; byly v něm aplikovány základy teorie růstu, optimálního růstu a optimálního udržitelného růstu v podmínkách probíhající integrace.
3. Od počátku 21. století ve zkoumání západoevropské integrace začaly převládat úvahy o mezinárodní ekonomické a finanční regulaci, a o jejím významu a možnostech, a po vypuknutí světové ekonomické a finanční krize o možnostech aplikace protikrizových opatření.
4. Během cyklické recese znovu začaly vystupovat do popředí teorie internacionalizace, trendu globalizace (resp. de-globalizace ve světovém hospodářství) a o možnostech ovlivňování cyklického vývoje ekonomiky pomocí sofistikovaných regulačních nástrojů a jejich aplikace.
5. Během posledních let se začaly objevovat četné výzkumné práce založené na aplikaci behaviorální teorie.

### *(c) nové pojetí infrastruktury finančního trhu*

Kapitálový trh - ani ostatní komponenty finančního trhu - nemohou fungovat bez tzv. *infrastruktury*, tj. bez zabezpečení činností a institucí spojených s existencí cenných papírů a s jejich fungováním. Tradičně se mezi tyto činnosti dříve řadilo emitování cenných papírů, deponování a správa cenných papírů, platební styk v oblasti cenných papírů a spolu s nimi také subjekty a instituce, zajišťující tyto činnosti; dále pak regulace, stanovící pravidla provádění všech uvedených činností.

V dnešní době k tomuto výčtu nutno připojit i další činnosti a procesy, např. standardizaci cenných papírů a nejnověji pak také digitalizaci veškerého dění týkajícího se cenných papírů.

Tím může být vyčerpán obsah pojmu „užší infrastruktura“ finančních trhů. Kromě výše vyjmenovaných činností lze do tzv. *širší infrastruktury* finančních trhů nutno zařadit i řadu dalších podmínek pro hladké fungování finančních trhů, např. úlohu státu v oblasti daňové, v oblasti finanční a právní regulace; úlohu práva (právo cenných papírů, trestní zákon), podvody na KT; terminologii KT/FT; finanční gramotnost; chování účastníků trhu, psychologii trhu, sociologii trhu; marketing; etické a neetické chování účastníků trhu; statistiky trhů, měření trhu specifickými ukazateli apod.

Velmi důležitý je poznatek, že *komponenty moderní infrastruktury FT se nevyvíjejí rovnoměrně*: některé vlivem inovací v důsledku konkurence v oblasti infrastruktury se vyvíjejí rychleji než jiné, vznikají nové komponenty a jiné zanikají.

*(d) Rozdíly v interpretaci původního pojetí Junckerova plánu investic a jeho kritika*

Již v době přípravy Junckerova plánu byly vzneseny připomínky, zpochybňující některé jeho stránky nebo podávány jiné, doplňující návrhy. S řadou připomínek přišly velké evropské burzy i někteří teoretici ještě před schválením plánu. Některé kritické ohlasy zde jsou dále uvedeny. (Literatura viz: 4.,10.,14.,16.)

Jednou z vážných příčin vzniku poslední velké krize v Evropských zemích bylo to, že banky dominovaly v hospodářství evropských zemí a že takřka neexistovaly možnosti jiného než bankovního úvěrování finančních potřeb podnikatelů (např. cestou akciového trhu). Struktura bankovního sektoru nebyla dostatečně diversifikována. Při formulaci cíle Junckerova plánu v r. 2014 se bohužel příliš jednostranně zdůraznila jeho orientace na kapitálový trh. Jednou z důležitých výtek byla kritika celkového zaměření Junckerova plánu: „..Cílem agendy CMU mělo být umožnit přístup subjektům z EU k nejlepším možným způsobům financování při zachování finanční stability; měly se jej zúčastnit všechny evropské země. V době vzniku Junckerova plánu byl rozšířen názor, že společný trh, v kterém by nebyla Velká Británie nebo jiné státy, které nemají EURO, by byla ekonomicky kontraproduktivní.

Nutno si uvědomit, že rozsah a skladba finančního zprostředkování se ve většině zemí podstatně liší. Liší se také zákonodárství o financování korporací. Tvůrčové politiky v EU by měli vzít na vědomí, že struktura finančního zprostředkování se mění jen postupně, a vyžaduje, aby si společnost na změny zvykala postupně. Finanční systém EU zůstává národním a přeshraniční finanční integrace je stále omezena, přestože se již minulosti o vytvoření společného trhu usilovalo. Finanční trhy mohou hrát významnou úlohu při vyrovnávání

finančního rizika v různých regionech i při existenci odlišného zákonodárství. Modely financování nezávisí pouze na chování korporací, ale i na chování majitelů úspor. Kolem 65% zaměstnanosti a přes 55% přidané hodnoty v EU vzniká díky malým a středním podnikům. Pro zvyšování zaměstnanosti však jsou nejdůležitější mladé podniky s rychlým růstem. Další otázkou, o níž se diskutuje, např. je vliv velkých finančních center na kapitálový trh v Evropě, změna v náplni jejich činností a konkurenční boj spojený s geografickými přesuny.

Hospodářská politika EU v oblasti CMU by se - podle kritických názorů mnoha ekonomů - měla koncentrovat zejména na tyto otázky:

- EU by měla zlepšit její systém dohledu. Při dosavadním stavu by hrozilo nebezpečí „stínového financování“ a přenášení finančního rizik finančního systému do jeho méně kontrolovatelných částí. Je nezbytné změnit i shromažďování údajů, které má tendenci k fragmentaci na různé systémy a prvky institucionální architektury.
- EU by měla zvážit vznik dalších regulatorních institucí. Měla by také direktivy odstranit mezery v regulaci a zajistit konsistenci regulování v celé Unii. Mezi opatření v této oblasti patří také regulace, pojišťoven, nový zákon o solventnosti (Solvency 2) a o fondech rizikového kapitálu (VC funds). EU by měla zajistit institucionální změny, aby dosáhla konsistentního a lépe proveditelného donucování všech regulovaných subjektů. Napomáhala tomu činnost ESMA (European Securities and Markets Authority, založená v r. 2011) avšak vývoj jednání o Brexitu zcela zatlačil úvahy o nutnosti rozšíření pravomoci této instituce. Zcela pozměnit je nutno oblast účetnictví a auditu. V r. 2002 se EU rozhodla zavést IFRS v letech 2005-06, avšak stále existují značné rozdíly mezi členskými státy co do implementace a dodržování těchto standardů, podobně jako v jiných otázkách oznamování finančních výsledků (financial disclosure).
- EU by měla lépe integrovat svou finanční infrastrukturu.
- EU by měla podporovat reformu národní solventnosti a finanční restrukturalizaci.
- EU by měla reformovat a přinejmenším harmonizovat zdaňování úspor a investic.
- Ekonomický vliv CMU na EU zčásti závisí na její mezinárodní otevřenosti.
- EU by měla důsledně dodržovat globální standardy.

Kolik reálných výsledků plnění Junckerova plánu do konce r. 2019 přineslo? Bilance by patrně nebyla nejpříznivější, protože nejdůležitější reformy se dosud neuskutečnily, i když řadu



problémů plán vyřešil, nebo alespoň posunul kupředu. Ke konečnému cíli EMU, tj. k úplné ekonomické integraci, která by vyústila i v politickou unii se společnou měnou, je ještě velmi daleko.

Junckerův plán v r. 2014 se vracel k základním cílům smlouvy o EU – připomněl jeho hlavní smysl, jímž bylo uvolnit vnitřní trh uvnitř EU, tj. pohyb zboží a služeb, osob a kapitálu mezi členskými státy EU a prohloubit tím jejich integraci. Pokud jde o pohyb zboží a služeb, bylo dosaženo značných úspěchů v rozvoji vzájemného unijního obchodu odbouráním mnoha celních bariér a jiných překážek volného obchodu. V současné době však – vlivem celkového zhoršení mezinárodní situace - znovu hrozí nebezpečí celních válek.

Podobně také v oblasti volného pohybu osob byl usnadněn pohyb osob uvnitř Unie. V oblasti kapitálu však výsledky nebyly tak zřejmé, a zejména po finanční krizi existovalo množství překážek pro volný pohyb kapitálu, mj. v oblasti platebního styku, zejména však v oblasti investic, na kapitálovém trhu. Proto se Junckerův plán soustředil právě na tuto oblast. Bohužel však nebyl pojímán jako dlouhodobý strategický plán a dílčí realizace se nadměrně vlekly a protahovaly.

*( e ) Proč umírněně optimistický přístup k výzkumu?*

Racionální přístup k realizaci plánu vzniku společného unijního kapitálového trhu znamená být schopen objektivně hodnotit jak jeho *klady, tak i zápory*.

Logicky tento přístup vede k *rozlišení faktorů, které na realizaci daného plánu mohou působit kladně/pozitivně, a faktorů, které na realizaci daného plánu mohou působit záporně/negativně*, tj. které brání jeho realizaci (tzv. bariéry).

Proč je objektivní hodnocení kladů a záporů určitého plánu již v okamžiku jeho zrodu velmi důležité? Odpověď zní: má-li být budoucí realizace plánu úspěšnou, pak – za první, jeho cíl/účel musí být vytyčen na základě předchozí analýzy dostatečného množství objektivních, ověřitelných skutečností (faktů, dat) a za druhé, předkladatel plánu (v našem případě Komise EU), musí být schopen *posoudit poměr mezi kladnými a zápornými potenciálními faktory*, které mohou ovlivňovat průběh realizace plánu po jeho schválení a vyhlášení.

Komise EU – zřejmě pod vlivem ústupu recese a očekávaného nástupu konjunktury v „jádrových“ zemích EU – vsadila na převahu pozitivních faktorů.

V dalším výkladu jsou uvedeny tabulky, v nichž jsou sestaveny pozitivní a negativní faktory ovlivňující plán na vytvoření CMU. Výčet pozitivních i negativních faktorů byl sestaven na základě rozboru vybraných dokumentů EU a s přihlédnutím ke stanoviskům vybraných organizací a institucí činných v oblasti kapitálových trhů (např. FESE, velké evropské burzy aj.). Pro přehlednost je v tabulkách uvedeno pouze 10 kladných a 10 záporných faktorů. Každý z faktorů obsahuje několik sub-faktorů. Faktory nejsou uvedeny v pořadí důležitosti.

Tabulka 1. Faktory ovlivňující vývoj unijního kapitálového trhu

Pozitivní faktory
-optimální udržitelný růst ekonomický růst
-vhodná regulace a dohled nad FT/KT
-finanční gramotnost investorů
-motivační zdaňování cenných papírů
-stabilita vlády
-dynamické (pružné) struktury KT a jejich organizace
-dostatečná kapitalizace KT a jeho likvidita
-přísná etická pravidla a praxe
-dynamická a transparentní standardizace
-digitalizace KT a jeho hlavních funkcí

Negativní vlivy
-Sucha, povodně, vítr
-Příliš překotný a nekoordinovaný rozvoj nových technologií
-Politické neshody o prioritách EU
-Oslabování míry ekonomického růstu, hrozba další krize
-Nedostatek likvidity trhu, ztráta důvěry v investování do cenných papírů
-Obtíže v platebním styku
-Neplacení daní, únik do daňových rájů
-Neefektivní a nedůsledná regulace KT
-Stávky a sociální nepokoje, neregulovaná migrace
-Nedodržování etických zásad a ekonomická a finanční kriminalita

Zdroj: vlastní sestavení (V.P.)

Analýzu „faktorů kladů a záporů“ je užitečné doplnit analýzou *exogenních a endogenních vlivů* a vyhodnocení jejich působení. Důležité je srovnání jejich intenzity. Při zjištění nepříznivého vývoje monitoringem musí následovat korekce vývoje. (Komise EU tuto korekci uskutečnila zejména v r. 2017 a později v březnu a dubnu 2019 byly oznámeny další úpravy.)

V letech po krizi došlo k prohloubení moderních analytických metod. Analýzy byly prováděny důsledněji před aplikací připravovaných regulačních opatření. (Příklad aplikace nových metod: znázornění vztahů mezi různými veličinami nebo mezi institucemi pomocí neuronových sítí, jiná složitější grafická znázornění; aplikace finanční analýzy na makroekonomické úrovni.)

Každý optimismus však má mít své meze. Přílišný optimismus (a podobně jeho opak – přílišný pesimismus) brání jejich zastáncům v racionálním přístupu k faktům. Vážným důvodem pro omezení přílišného optimismu je to, že *plán byl zpočátku prezentován izolovaně od jeho mimoekonomických aspektů*, tj. jeho ekonomická náplň byla přeceňována a jiné skutečnosti podceňovány (zejména exogenní vlivy).

Snahy o vznik CMU rozhodně nelze odtrhovat od reálné skutečnosti, že *jeho realizace probíhá v podmínkách dlouhodobého trendu internacionalizace a globalizace*; na věci nic nemění to, že celková tendence průběhu těchto procesů může být dočasně oslabena.

K tomu ještě přistupuje fakt, že *plán - po úpravách v r. 2017 - má více dimenzí, než se původně počítalo*, což komplikuje jeho konečnou strukturu. Nelze nekonstatovat, že během realizace plánu vcelku jednoznačně *nabývaly většího významu politické aspekty*.

Dnešní hodnocení vytváření CMU vyžaduje, aby byl mnohem větší důraz kladen na *realistickou analýzu, spojenou s interdisciplinárním přístupem* k řešení nejasných nebo sporných problémů.

Pokud jde o *český kapitálový trh, s hlediska EU je zcela bezvýznamný* (co do výsledků, šířky i hloubky). Agitační řeči o tom, že se náš kapitálový trh může stát „finančním tygrem“, které se během posledních dvou let objevily v některých novinářských článcích – byly nerealistické a nezodpovědné. Přesto pronikly prostřednictvím některých poslanců až do českého parlamentu.

### **3. Možnosti dalšího budoucího vývoje**

Reorientace dalšího vývoje EU byla deklarována v projevu nové předsedkyně Komise EU před Evropským parlamentem v listopadu 2019 (Literatura viz: 9.) a nově v lednu 2020 v jejím projevu na Světovém ekonomickém fóru v Davosu (Literatura viz:8).

### *3.1 Formálně deklarované výsledky Junckerova plánu versus současná realita*

Komise EU má – po poměrně složitém jednání od podzimu 2019 – kompletní vedení, poprvé v historii své existence v čele s předsedkyní von der Leyenovou. Ve starém složení Komise fungovala vloni déle, než se zpočátku předpokládalo. Původně se očekávalo, že ještě před koncem r. 2019 budou všechny rozběhnuté projekty vyhodnoceny. Optimisté věřili, že plán CMU bude vyhodnocen jako úspěšný ještě před koncem loňského roku.: již nyní je zřejmé, že Brexit, migrace, klimatické změny, sankce i některé další agendy budou mít v unijních agendách prioritu. Celkově vzato, Junckerův plán pravděpodobně bude sice na papíře považován za splněná, avšak reálně si nejen východoevropské kapitálové trhy, ale ani kapitálové trhy některých dalších zemí příliš nepolepšily.

### *3.2 Bude na pořadu dne další etapa prohlubování CMU nebo nikoliv?*

Ani v antických Delfách by se asi nenašla přijatelná předpověď. Je však naprosto zřejmé, že se členským zemím s rozvinutými kapitálovými trhy podařilo přísnější regulací kapitálových trhů dosáhnout základních vyhlášených cílů plánu, zejména pokud jde o kvantitativní stránku vývoje trhu. Pokud jde o bývalé socialistické země východní Evropy, jejich kapitálové trhy dosud stále zaostávají, a jejich reálné výsledky většiny z nich jsou pod evropským průměrem. Mimochodem, ze zemí V4 pouze ČR připravila v na přelomu let 2018 - 2019 ucelenou koncepci rozvoje KT. (Literatura viz:12.)

K nejistotě přistupuje skutečnost, že již nyní existují obavy ze zpomalení ekonomického růstu a z příchodu nového krizového výkyvu. Zaznívají kritické hlasy liberálů, které zpřísnění regulace finančních trhů nikterak netěší. Pravděpodobně však Komise EU v novém složení bude muset v projektu prohloubení KT po jeho modifikaci v té či oné podobě dále pokračovat, protože nynější stav KT a jeho nejbližší perspektiva není příliš příznivá.

### *3.3 Má smysl zabývat se vizemi potenciálního vývoje kapitálových trhů?*

Tato otázka se v posledních letech diskutovala i u nás a stala se vítanou záminkou pro různé politické diskuse.

Odborníci všech vědních oborů dnes většinou zastávají rozumný názor, že bez vědecky podloženého předvídaní budoucího vývoje ve světě se lidská společnost neobejde. Jde však o to, aby si tato společnost sama nepodkopávala základy svého budoucího vývoje, a ten je

dlouhodobě možný pouze v mírových podmínkách. Místo toho lze sledovat znepokojivou skutečnost, že pokračuje všeobecný celosvětový růst výdajů na zbrojení. O tom, že existuje propracovaný „marketing míru“ dnes se u nás bohužel ví jen málo ( Literatura viz: 15.).

Pro český kapitálový trh bude nanejvýš důležité, aby se jeho další vývoj neubíral špatně zvoleným směrem.

#### **4.Závěrečné úvahy**

Vznik a rozvoj kapitálového trhu – od jeho primitivních forem na konci středověku až po dnešní vysoce sofistikované moderní kapitálové trhy - nesporně do vývoje společnosti oproti dřívější ztrnulosti vnesl dynamiku a mnoho nových impulzů. Pod tlakem konkurenčního boje mezi ekonomickými subjekty postupně vzniklo mnoho inovací, až po jeho dnešní produktovou strukturu. Kapitálový trh umožnil zvýšení celkového bohatství společnosti, avšak za cenu jeho nerovnoměrného rozdělení mezi různé společenské vrstvy. Obří globální společnosti a bohatí jedinci dnes disponují absolutně větším bohatstvím než starověcí i středověcí vládci. Skutečnými vládci dnes jsou i v demokratických zemích nejbohatší soukromé subjekty.

Kapitálový trh dnes každému občanovi sice (má-li dostatečné odborné vzdělání, pevné nervy a hodně štěstí) umožňuje, aby vymyslel inovace, které z něho učiní boháče. Vznik sociálních sítí je toho názorným příkladem. Jsou to však spíše výjimky, které potvrzují pravidlo.

Z praktického hlediska (i s hlediska historických zkušeností) však z možností kapitálového trhu nejvíce těží hlavně nejbohatší subjekty, nikoliv „průměrný občan.“ I v nejbohatších ekonomicky rozvinutých státech do cenných papírů investují převážně občané středních vrstev (a v mnoha zemích jako je např. Česko), převážně příslušníci vyšší střední třídy.

V Česku po zkušenostech z kuponové privatizace i při dnešním stavu věcí (viz případ nedávného vstupu Money Bank na pražskou burzu, který byl provázen vyvlastněním většiny drobných akcionářů) většina potenciálních investorů dává *přednost investování do materiálních statků*. To se jen tak nepodaří změnit. Prostě *vstup na kapitálový trh byl, je a bude vstupem do neznáma, rizikovou záležitostí*, což neznamená, že by náš stát neměl zajistit, aby se toto riziko výrazně snížilo a aby se investice do cenných papírů staly přitažlivějšími. Existující

dnešní pokus o rehabilitaci KT v očích většiny společnosti je správným krokem, kterým se pokusíme zmenšit naše dnešní zaostávání za vyspělejšími evropskými zeměmi.

Je však otázkou, zda rozvoj KT v *dohledné době bude moci patřit mezi dlouhodobé priority hospodářské politiky našeho státu*. Při realizaci dosavadních návrhů na obnovu českého KT se totiž budeme pohybovat mezi Scyllou a Charibdou, neboť při majetkové struktuře, kdy většina velkých korporací (akciových společností, holdingů apod.) má své sídlo v zahraničí, o rozdělení zisku rozhodují jen tyto subjekty. Pokud by bylo možné jim znesnadnit odliv dividend do zahraničí, není vyloučeno, že by z Česka odešly. Tato hrozba je dosti reálná. Současná vládní emisní politika emise státních dluhopisů však nyní je (vzhledem k nízkým úrokovým sazbám) až překvapivě úspěšná. Tato otázka je velmi složitá a přesahuje účel tohoto článku, věnovaného Junckerovu plánu. Nesporně však se jí co nejdříve ještě bude nutno důkladně zabývat.

V současné době Evropská unie vstupuje do nové etapy svého vývoje, v které vystupují do popředí jiné priority než dosud. Evropský parlament reorientaci strategie rozvoje EU, předloženou nově zvolenou Komisí EU v listopadu 2019, již potvrdil a schválil.

Předsedkyně Komise EU ve svém projevu v listopadu 2019 jako první a nejdůležitější úkol EU vytyčila péči o ochranu klimatu a životního prostředí; v těchto otázkách bude EU usilovat o to, aby získala světové prvenství a významně tím posílila svou konkurenceschopnost ve světovém měřítku.

Dosažení tohoto cíle však není možné bez revoluční změny v oblasti informatiky, tj. digitalizace, bez promítnutí digitalizace do všech oblastí života společnosti. Leyenová doslova řekla, že „bez digitalizace nebude žádná budoucnost“. Podle jejího názoru „digitalizace umožňuje takové věci, které předchozí generace pokládala za nemyslitelné.“

Úkoly v oblasti digitalizace shrnula do 6 skupin, které jsou zde uvedeny ve stručné podobě: 1. Evropa musí zvládnout klíčové technologie. Mezi ně náleží kvantové počítače umělá inteligence, specializované distribuované decentralizované blokované databáze (blockchains) a kritické čipové technologie. 2. Evropa musí zajistit, aby všichni vědci a kapacity průmyslu se angažovaly ve výše uvedených oblastech v zájmu zvýšení evropské konkurenceschopnosti. 3. Je potřeba zajistit, aby existovaly společné standardy, gigabitové sítě a bezpečné klaudy (clouds) současných a budoucích generací. 4. Data jsou surovinami pro digitalizaci. Je

nezbytné zajistit světová pravidla s jejich nakládáním (která se budou vztahovat také na umělou inteligenci) a ochranu digitální identity 5. Nutno zajistit využívání inovací (dnes jich zůstává nevyužito 85 procent, což je plýtváním). 6. Pro zajištění evropské konkurenceschopnosti je nezbytné vytvořit evropskou soustavu společných evropských předpisů a vybudovat evropskou agenturu pro kybernetickou bezpečnost. (Literatura viz: 9).

Nová strategie rozvoje zahrnuje mimo jiné Nový program investic na období let 2019 – 2027 se již začal realizovat; podle dosud uveřejněných informací jsou výsledky příznivé. (Literatura viz: 7.).

V čem spočívá program InvestEU? „Program InvestEU sloučí několik finančních nástrojů EU, z nichž se v současné době podpora investic EU financuje. Financování investičních projektů v Evropě z prostředků Unie tak bude jednodušší, efektivnější a flexibilnější. Program InvestEU bude mít tři části: fond, poradenské centrum a internetový portál. Bude dále stimulovat tvorbu pracovních míst a podporovat investice a inovace v EU. Program bude fungovat v letech 2021 až 2027 a podobně jako Evropský fond pro strategické investice (EFSI), který je základem Junckerova investičního plánu, bude poskytovat záruku EU na podporu investic a přístupu k finančním prostředkům v Unii. Cílem InvestEU je vygenerovat další investice v hodnotě 650 miliard EUR. Podpora z fondu InvestEU bude směřovat do čtyř oblastí politiky: udržitelná infrastruktura, výzkum, inovace a digitalizace, malé a střední podniky, sociální investice a dovednosti. Jeho předností je flexibilita: bude schopen reagovat na změny na trhu i na časem se měnící politické priority. Poradenské centrum InvestEU bude poskytovat technickou podporu a pomoc při přípravě, rozvoji, strukturování a provádění projektů, včetně budování kapacit. Portál InvestEU se díky snadno dostupné a uživatelsky přívětivé databázi stane místem setkávání investorů a předkladatelů projektů.“ (Literatura viz: 7.)

Mezi důležité poznatky, týkající se ekonomického rozvoje a hospodářské politiky EU spojené s realizací Junckerova plánu v minulém období, patří zjištění, že se dosud podařilo realizovat jen část záměrů ve vytváření CMU a prosadit zamýšlené změny ve struktuře unijního měnového trhu. (Literatura viz: 6.) Ukazuje se, že se nepodařilo se zmenšit rozdíly mezi trhy členských zemí. Nyní se mj. diskutuje o tom, že jednotlivé země by se měly samy rozhodovat i o tom, které specifické vlastnosti jejich KT si zachovají (mohou totiž být využívány i jako konkurenční výhody). (Literatura viz: 1.)

Pravděpodobně bude muset dojít i k přehodnocení některých nedomyšlených nebo vývojem překonaných ustanovení Maastrichtské smlouvy (2005) a Lisabonské smlouvy (2007) *týkajících se zejména třetích zemí* (tj. nečlenů EU). Půjde nejen o pohyb osob (bude nutná nová úprava legální a nelegální migrace, rozlišení „ekonomických migrantů“ od migrantů přijímaných z humanitárních důvodů, úprava některých ustanovení o podnikání subjektů z třetích zemí apod., regulace vstupu dalších zemí do EU a vystoupení zemí z EU, možnosti sjednání pouze celních dohod se zeměmi, které se nechtějí plně integrovat do EU apod.). Orgány Evropské unie již novou orientaci rozvojové strategie koncem roku 2019 veřejně deklarovaly a počítají s její realizací v příštím (pravděpodobně sedmiletém) období. (Literatura viz: 7.) Vytvoření CMU zůstává nadále dlouhodobým úkolem, avšak praxe ukázala, že je nelze nahradit jednorázovými opatřeními střednědobého charakteru, na které byl de facto redukován původní Junckerův plán.

## Literatura

1. AN ASSESSMENT OF THE JUNCKER'S INVESTMENT PLAN1. [online] General Conference Oslo, Norway 6-9 September 2019. Available from: <https://ecpr.eu/Filestore/PaperProposal/38fb8a6c-0702-4e62-ba53-3a7e9bf87722.pdf>
2. BALASSA, B. (1962). The Theory of Economic Integration. London: Richard & Urwin. (Retr. 16.06.2019)
3. BOLAÑOS, A. B. (2016). A step further in the theory of regional integration: A look at the Unasur's integration strategy. Working paper GATE 2016-17, <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-01315692/document>, [accessed 29.1.2019].
4. CAMISÃO, ISABEL, MAIOR, PAULO. Policy failure or policy success. An assessment of the Juncker's Investment Plan1. [online] General Conference Oslo, Norway 6-9 September 2019. Available from: <https://ecpr.eu/Filestore/PaperProposal/38fb8a6c-0702-4e62-ba53-3a7e9bf87722.pdf>
5. EC EUROPA. A New Start: European Commission work plan to *deliver jobs, growth and investment*. EU Commission Press Release Database, 16 December 2014 – Strasburg. [https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/juncker-political-guidelines-speech\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/juncker-political-guidelines-speech_en.pdf)
6. EC Europa. Investment Plan results. Breakdown of results by country and sector from the European Fund for Strategic Investments (EFSI). [online] November 2019. Available from: [https://ec.europa.eu/commission/priorities/jobs-growth-and-investment/investment-plan-europe-juncker-plan\\_en](https://ec.europa.eu/commission/priorities/jobs-growth-and-investment/investment-plan-europe-juncker-plan_en)



- 7.EC. EUROPA. The InvestEU Programme (2021-2027).  
[https://ec.europa.eu/commission/strategy/priorities-2019-2024/jobs-growth-and-investment/investment-plan-europe-juncker-plan\\_en](https://ec.europa.eu/commission/strategy/priorities-2019-2024/jobs-growth-and-investment/investment-plan-europe-juncker-plan_en)
- 8.EC. EUROPE. Keynote speech by President von der Leyen at the World Economic *Forum* Davos, 22 January 2020 European Commission - Speech /20/102.  
[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH\\_20\\_102](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_20_102)
- 9.EC. EUROPE. Speech in the European Parliament Plenary Session. Ursula von der Leyen President-elect of the European Commission. Strasbourg 27 November 2019.  
[https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/president-elect-speech-original\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/president-elect-speech-original_en.pdf)
- 10.ELANIDOU, SOPHIA. Juncker Plan's results may be overstated, auditors say. [online] 29. 1. 2019. EURACTIVE. Available from: <https://www.europeanceo.com/industry-outlook/juncker-investment-gives-small-and-medium-sized-companies-a-boost/>
- 11.EU COMMISSION (2015). *Action plan on building a capital market union*. [https://ec.europa.eu/info/publications/action-plan-building-capital-markets-union\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/action-plan-building-capital-markets-union_en)
- 12.GOVERNMENT OF THE CZECH REPUBLIC (2018). National Strategy for the Development of the Capital Market in the Czech Republic 2019 – 2023. Draft, <https://www.businessinfo.cz/app/content/files/engdocs/national-strategy-cz-capital-market.pdf>, [accessed 29.01.2019].
- 13.JAMET, J.- F. The Design of Economic and Monetary Union. ECB Central Banking Seminar 2019 Frankfurt, 1 July 2019.  
[https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/shared/pdf/20190701\\_CBS2019/ecb.CBS2019\\_Jamet\\_The\\_design\\_of\\_%20Economic\\_and\\_Monetary\\_Union\\_presentation.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/shared/pdf/20190701_CBS2019/ecb.CBS2019_Jamet_The_design_of_%20Economic_and_Monetary_Union_presentation.en.pdf)
- 14.Jenkins, P. Can the EU's failed Capital Markets Union be revived? Financial Times, November 4. <https://www.ft.com/content/d7140246-fc07-11e9-a354-36acbbb0d9b64>
- 15.NEDELEA, A.M.,NEDELEA, M. O. Marketing Peace for Social Transformation and Global Prosperity. December, 2018| University of Suceava, Romania. Pp.304. ISBN13: 9781522574644. |ISBN10: 1522574646.|DOI: 10.4018/978-1-5225-7464-4.
- 16.RIOS, BEATRIZ. Goodbye Juncker Plan, hello Investeu, Europe's new Investment Fund, 7. 6. 2018. EURACTIVE. [online]. Available from:  
<https://www.euractiv.com/section/economy-jobs/news/goodbye-juncker-plan-hello-investeu-europes-new-investment-fund/>
- 17.VÉRON, N., WOLFF, G. B.. (2016). Capital Markets Union: A Vision for the Long Term. *Journal of Financial Regulation*, Vol. 2, No. 1.

### **Kontaktní údaje**

Doc. Ing. Vladislav Pavlát, CSc.  
Katedra financí  
Fakulta ekonomických studií  
Univerzita administrace a financí  
Estonská 500  
Praha 10, PSČ  
Česká republika  
Email: volny.cz

