

# ***Krizový vývoj v posledních letech a vyhlídka do budoucna – role hospodářské politiky***



EVROPSKÁ UNIE  
Evropské strukturální a investiční fondy  
Operační program Výzkum, vývoj a vzdělávání

**MŠMT**  
MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,  
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY

*„Mám jasný názor a to takový,*

*že nikdo neví, co bude dál“*

*Marc Faber*

*rozhovor pro CNBC, listopad 2011*

# První fáze krize v USA

200 miliard dolarů	158 let	79,9 procenta	700 miliard dolarů	787 miliard dolarů
<p>Až takovou částku přislíbila americká vláda polostátním hypotečním agenturám Fannie Mae a Freddie Mac v rámci záchranného programu, který odstartoval v září. Vláda současně nad těmito ústavami převzala kontrolu.</p>	<p>Po tolika letech zkrachovala 15. září 2008 americká banka Lehman Brothers.</p>	<p>Takový počet akcií v jedné z největších světových pojišťoven American International Group musela převzít 17. září 2008 americká vláda. Centrální rezervní systém Fed v rámci záchrany přislíbil pojišťovně úvěr až 85 miliard dolarů.</p>	<p>Suma, kterou je třeba poskytnout finančnímu systému jako injekci. Prohlásil to někdejší prezident USA George Bush v televizním projevu z 25. září 2008. Dodal, že USA se nachází uprostřed ekonomické krize.</p>	<p>Částka, kterou rozhodla americká vláda napumpovat do ekonomiky v únoru 2009. Peníze měly přinést daňové úlevy a vytvořit tisíce pracovních míst.</p>

# Kurz akcií banky Lehman Brothers

(hodnoty v USD)



# Index Dow Jones 29. září 2008



Za jediný den ztratily americké akcie hodnotu 1,2 bilionu dolarů.  
Tuto hodnotu, převedeno na HDP, tvořila ČR v té době 10 let.

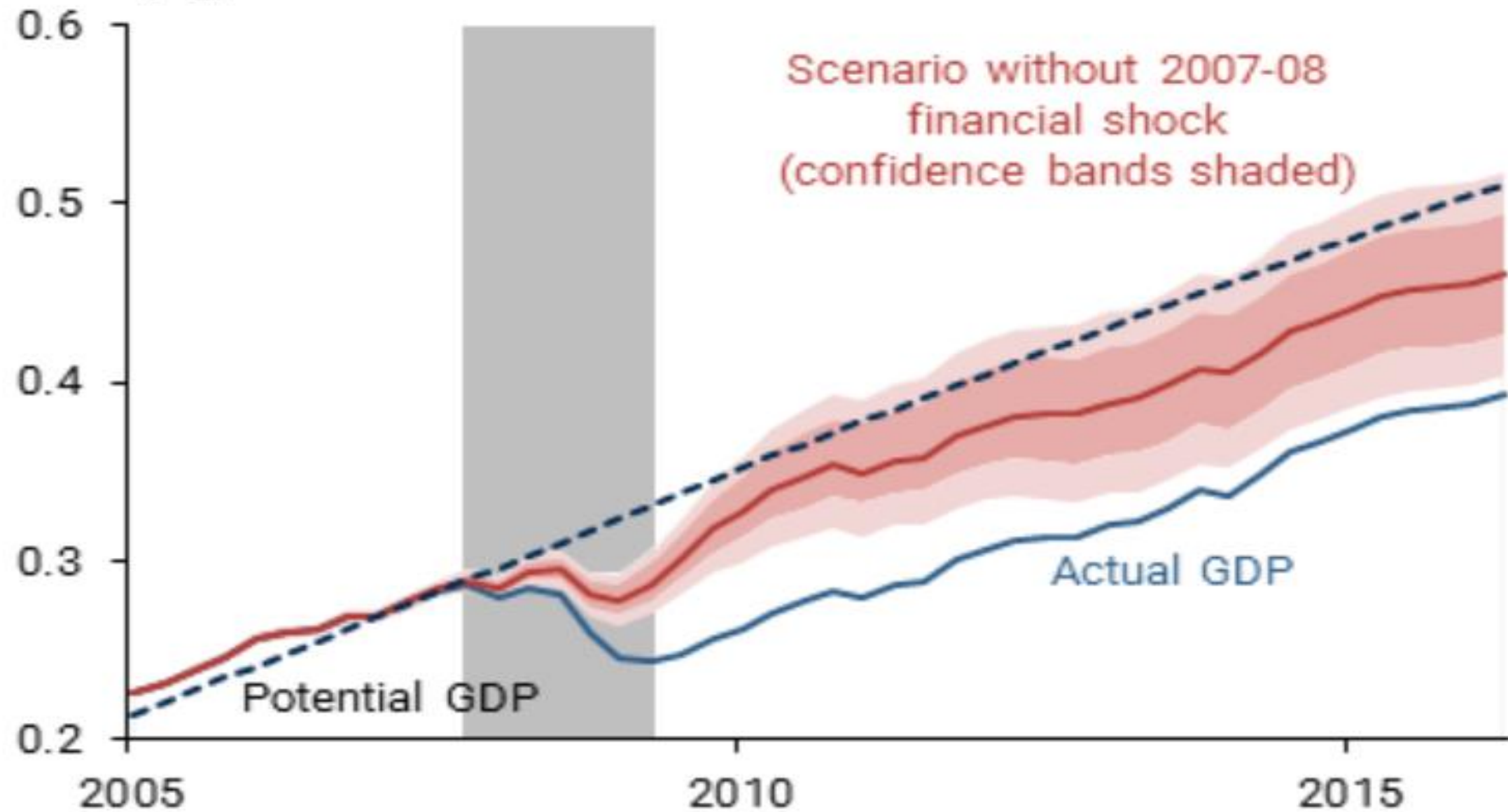
# Vývoj akciového indexu S&P 500

(hodnoty v bodech)

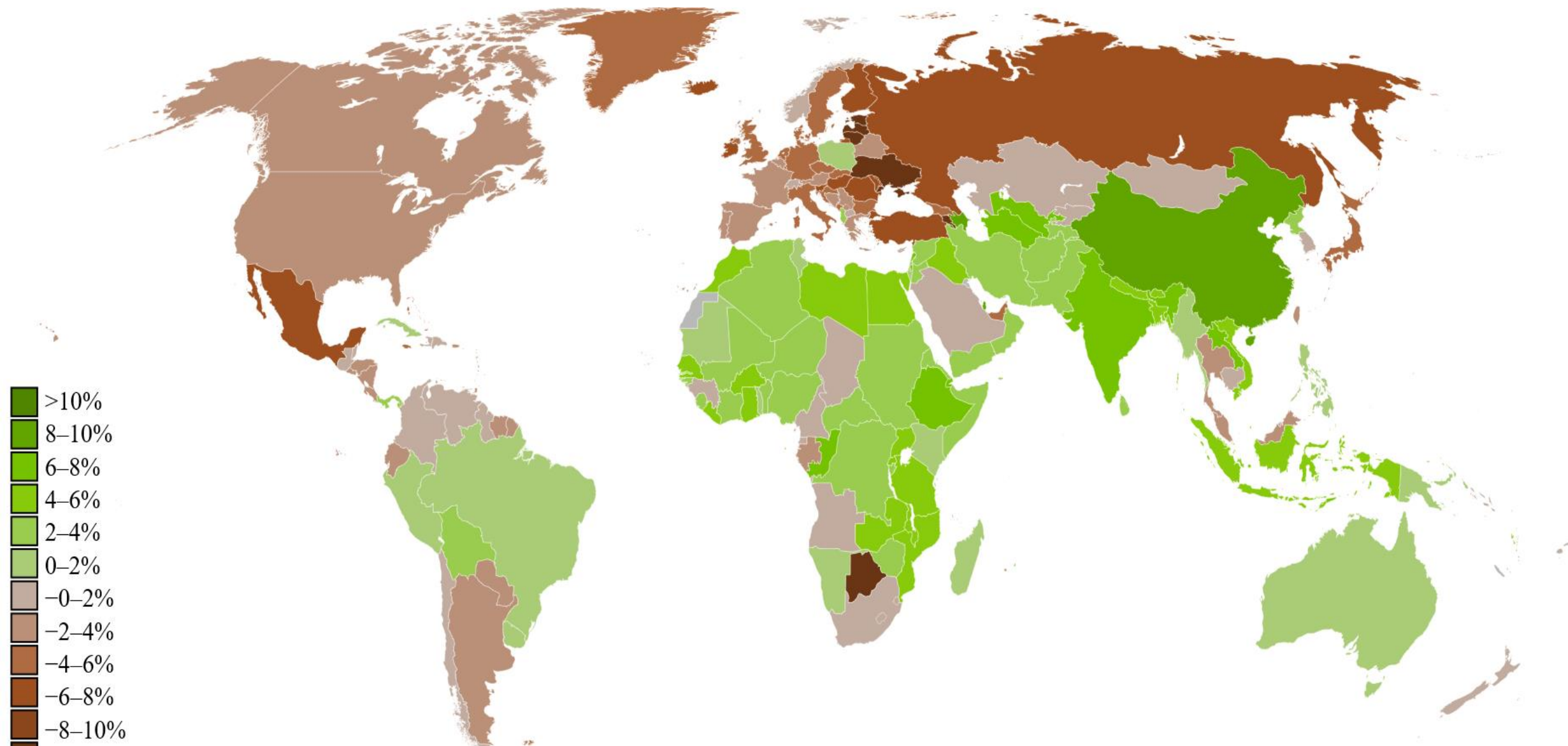


## B. Real GDP

Index (log)



Reálná změna [HDP](#) ve světě v roce 2009 (zelená znamená růst, hnědá pokles)

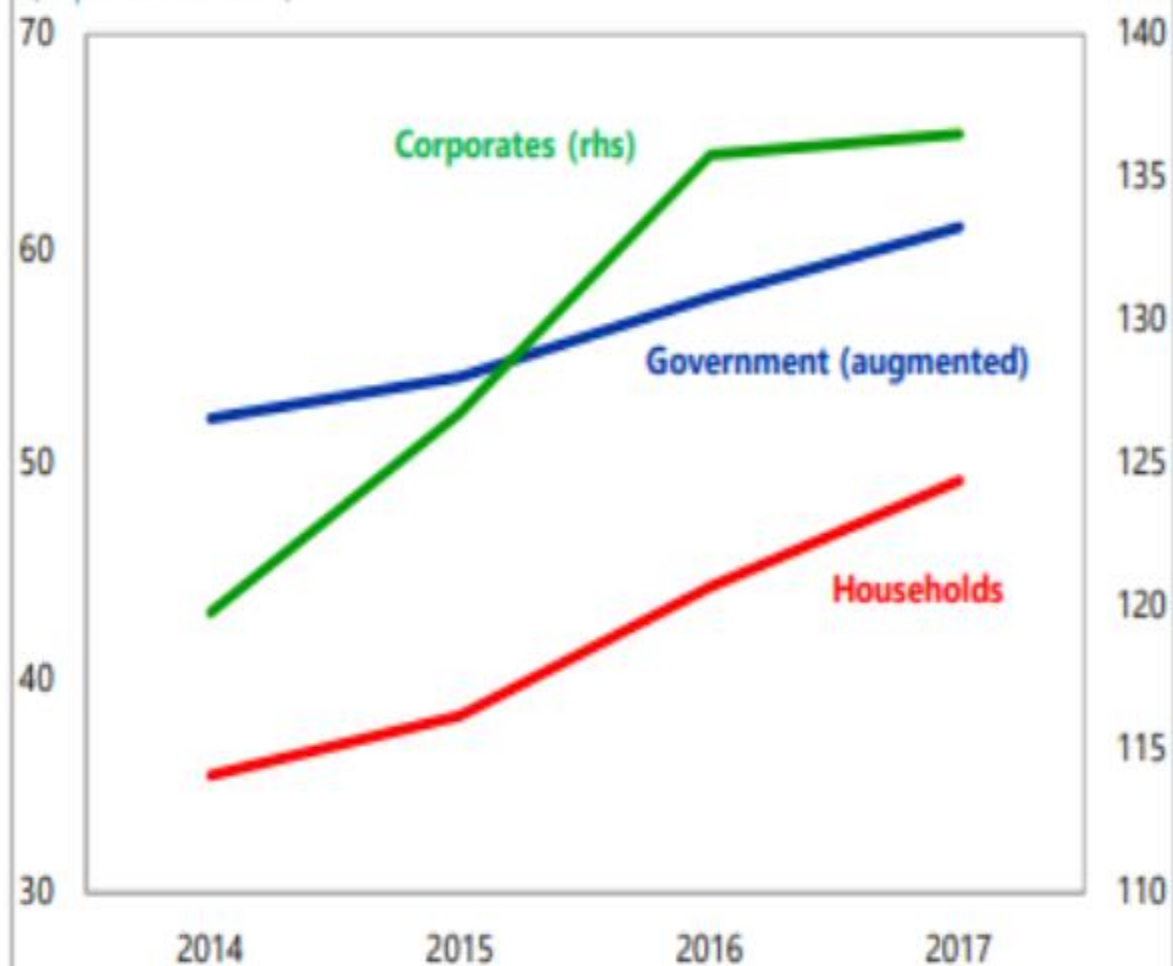




**O 10 let později ... údaje k zamyšlení**

### Government and household debt still rising as percent of GDP

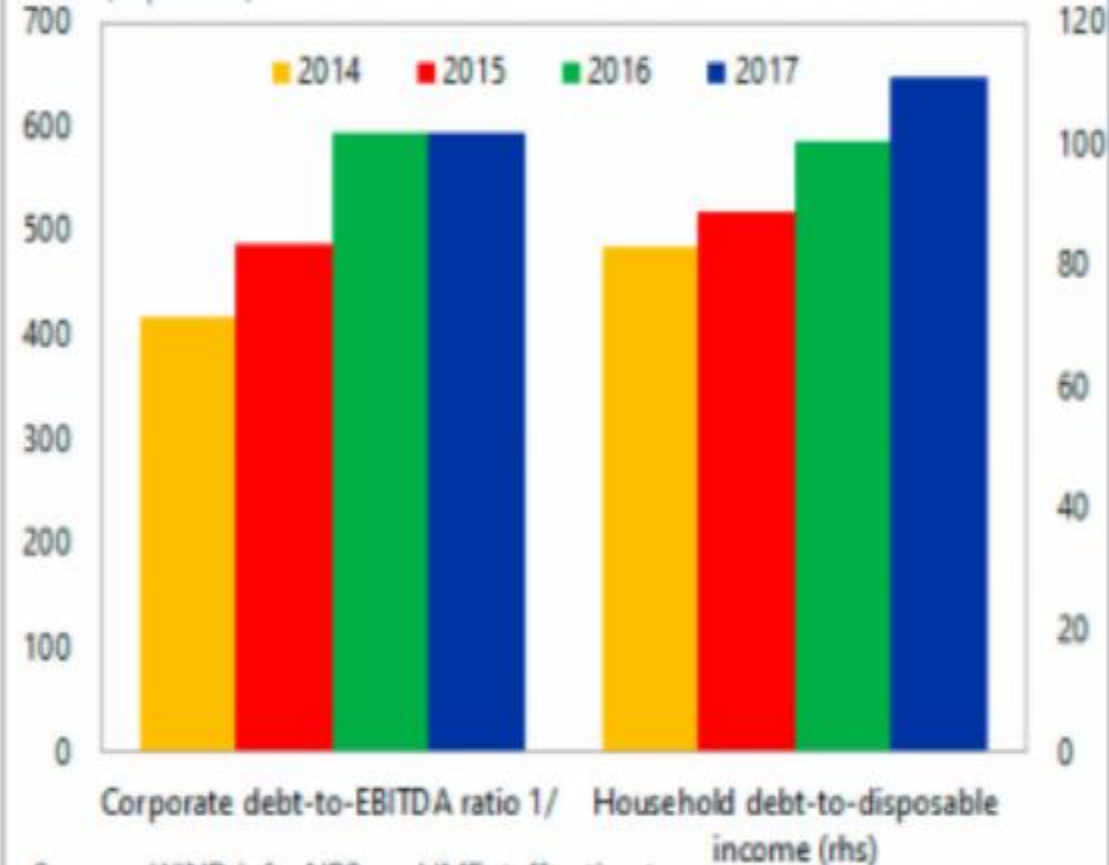
(In percent of GDP)



Source: Haver Analytics and IMF staff estimates.

### Corporate leverage still high and household leverage rising fast

(In percent)



Sources: WIND info, NBS, and IMF staff estimates.

1/ Calculated as aggregate debt/ aggregate EBITDA across all listed firms. Sample excludes outliers whose EBITDA/TA, EBIT/TA, EBITDA/Equity, EBIT/Equity, or ICR are above 95 percentile or below 5 percentile for each year.

## Outstanding US CLO market\*

\$500 billion

400

300

200

100

0

2008

2010

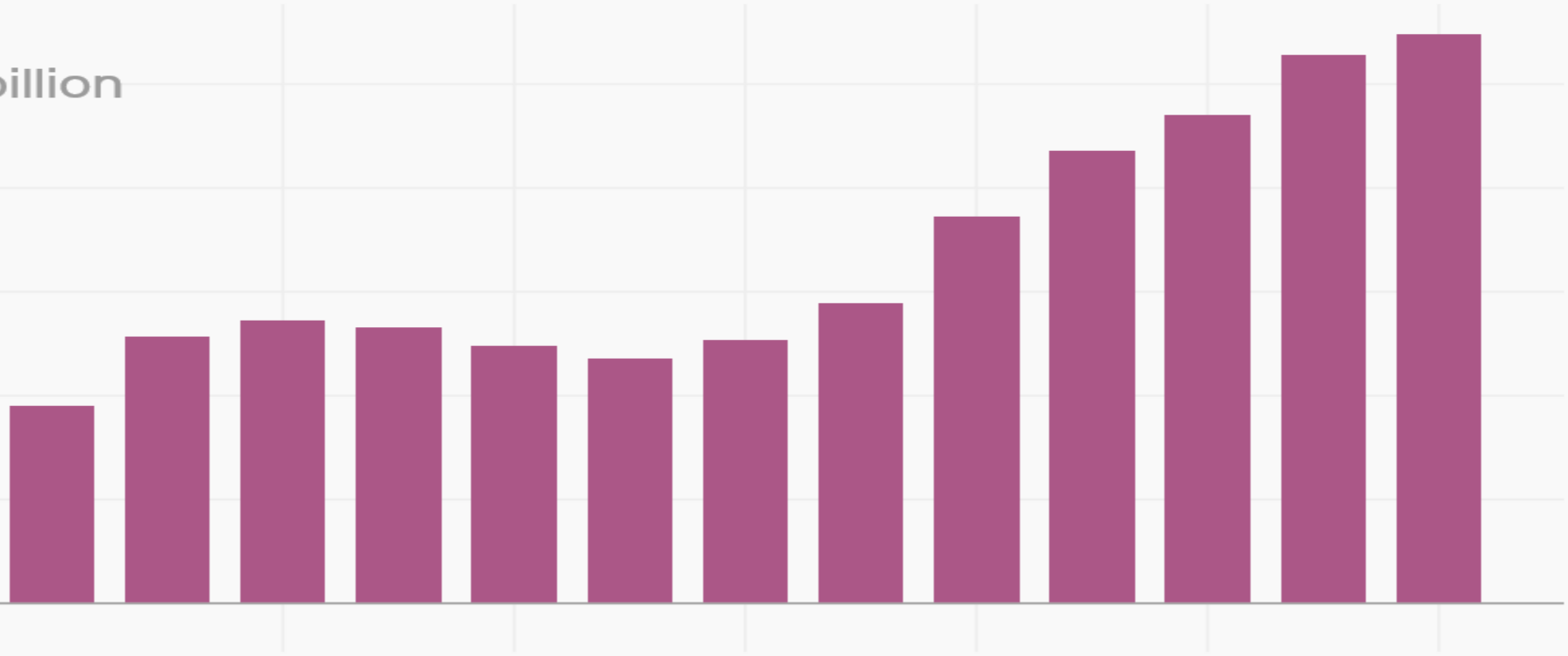
2012

2014

2016

2018

CLO – Colateralized Loan Obligation



# Global ETF assets

\$5.0 trillion

4.0

3.0

2.0

1.0

0

2010

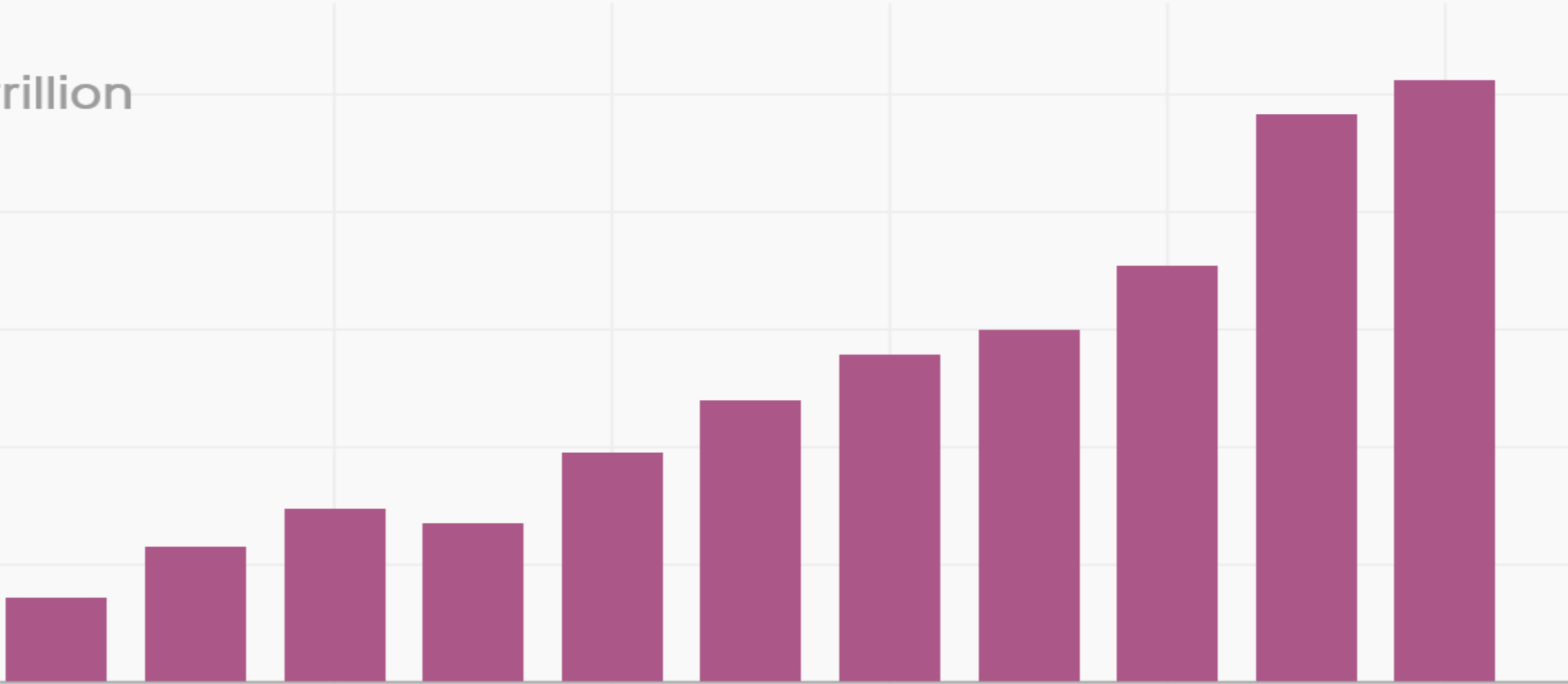
2012

2014

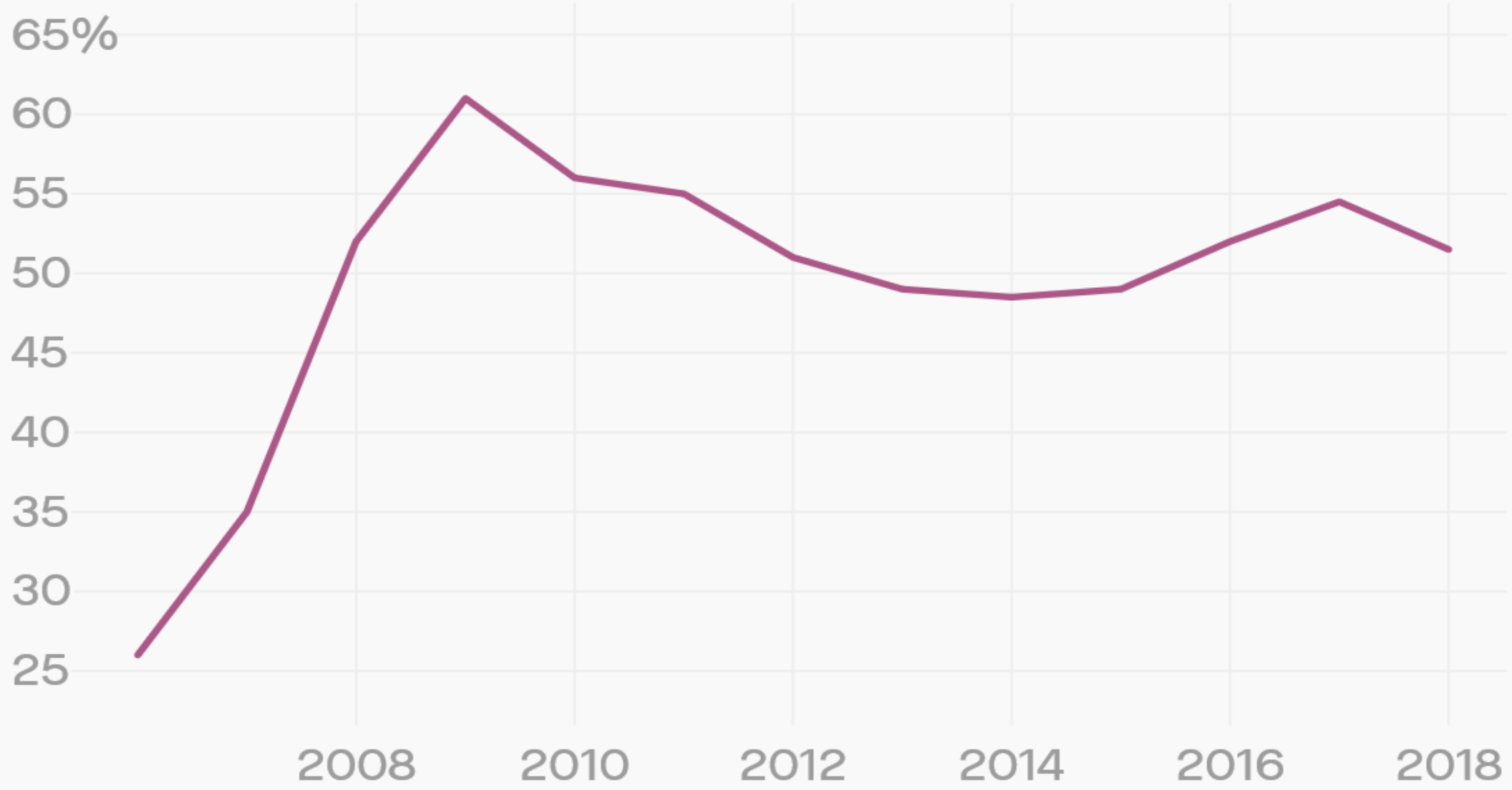
2016

2018

ETF – Exchange Traded Funds



# High frequency trading share of US equity average daily trading volume



# ***Trocha obecného opakování***

- Krize je více či méně drastickou korekcí nerovnováh vzniklých v předchozím období
- Obvykle je příčinou krize přehřátí ekonomiky, ke kterému dochází prostřednictvím bublin na různých trzích; neudržitelné výchyly bývají mylně interpretovány jako trendy – vždy se nakonec (naštěstí) dostaví disciplinující role trhů
- Přestože krize mívají odlišný charakter (měnové krize, bankovní krize), v základních rysech jsou si podobné: podcenění rizik a zpupnost vůči starým pravdám a prověřeným zásadám obezřetnosti

***Zárodky krizí vždy vznikají v „dobrých časech“,  
kdy je svět nejlíbeznější***

# Některé specifické příčiny té poslední krize

- Zdánlivě neotřesitelná stabilita globální ekonomiky, spojená s nástupem nových hráčů s téměř nekonečným apetitem po růstu ...
- S tím spojená dlouhodobě nízká inflace, navozující tlak na nízkou úroveň zhodnocení kapitálu ve světě
- Obrovský a stále narůstající objem volné likvidity na finančních trzích (kde se vzala?)



- Poptávka po produktech přinášejících vyšší zhodnocení
- Ochota investorů hledat a podstupovat vyšší rizika (psychologie: „*když to vychází jim, musí to vyjít i nám*“)
- Tlak akcionářů bank (když se „daří“ konkurenci, musíme jít do stejných rizik jako oni) a tlak na managementy bank



- Obrovská diverzifikace finančního zprostředkování, prudký nástup jeho nebankovních forem
- Bezprecedentní tvořivost na finančním trhu

## **Policy makeři se na tom také podíleli**

- Zmírňování regulatorních pravidel (zákon Glass-Steagall zrušen)
- Dohledy méně obezřetné NEBO závislé na politické objednávce ... přehlížení krizových syndromů
- Výsledkem excesy v nastavení a dodržování pravidel pro posuzování rizikovosti klientů i finančních
- Svou zhoubnou roli sehrály i ratingové agentury
- Populistické vládní politiky



## A pak skončila párty ...

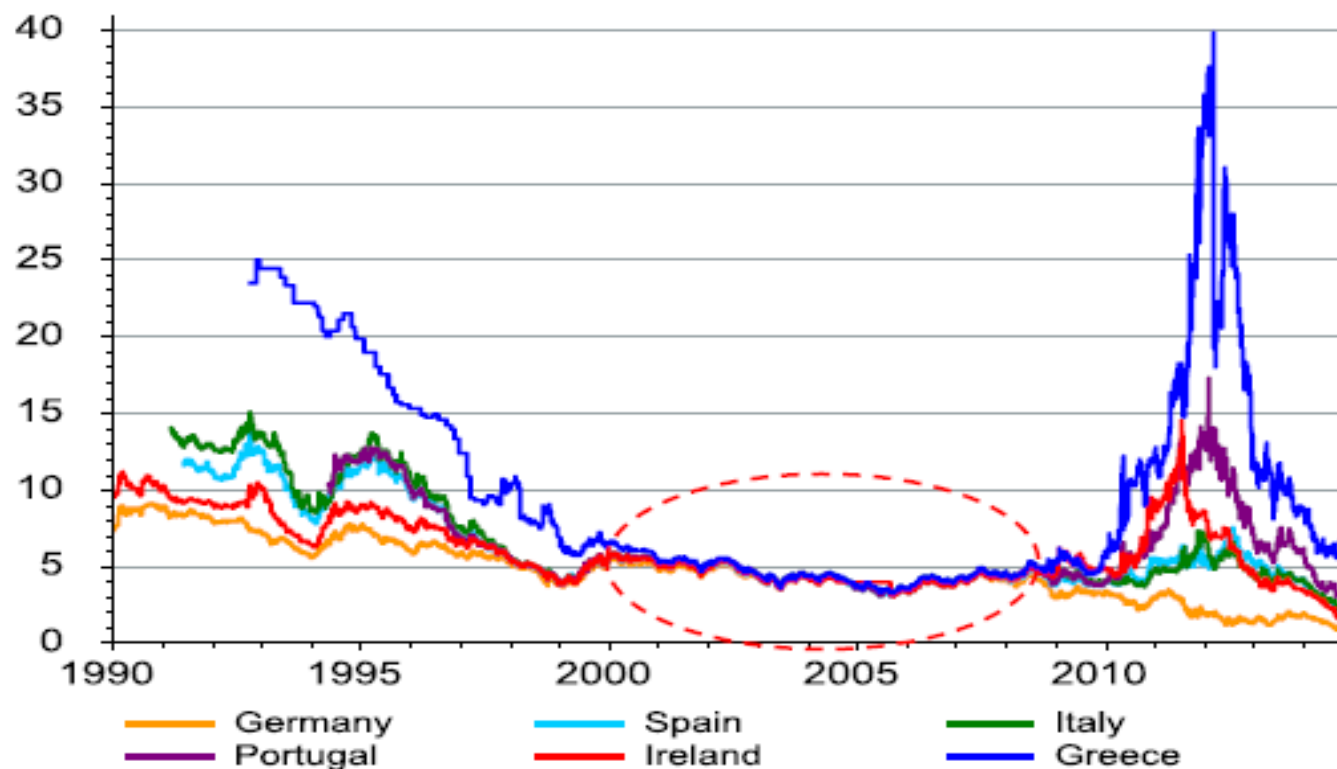
- Po kolapsu Lehman dominové šíření nedůvěry – nikdo nevěděl, kde jsou jací kostlivci v bilancích protistran, kde je riziko a jak intenzivní by bylo řetězení finančních kolapsů
- S důvěrou se z finančních trhů vytratila i likvidita ... přestalo se obchodovat, zmizely refinanční příležitosti
- Následně se vytratila schopnost (ale i ochota) bank financovat subjekty tzv. reálné ekonomiky
- A vznik negativní spirály

# Reakce na krizi z pohledu hospodářských politik

- Tradiční politiky
  - monetární politika (konvenční, později také nekonvenční)
  - fiskální politika
  - zahraniční politika
- Některých cílů nelze prostřednictvím tradičních hospodářských politik dosáhnout
- Měnová politika sama nemůže vyřešit strukturální problémy ani dosáhnout cíle finanční stability
- Prostor pro agresivní fiskální politiku byl omezen (zejména v Evropě) vysokým zadlužením vlád
- S nástupem krize vzrostl význam makrobezpečnostní politiky a jejích nástrojů (např. dodatečné kapitálové rezervy, regulace poměru LTV, případně LTI, požadavky na dostatečnou likviditu apod.)

## Svrchované riziko v eurozóně

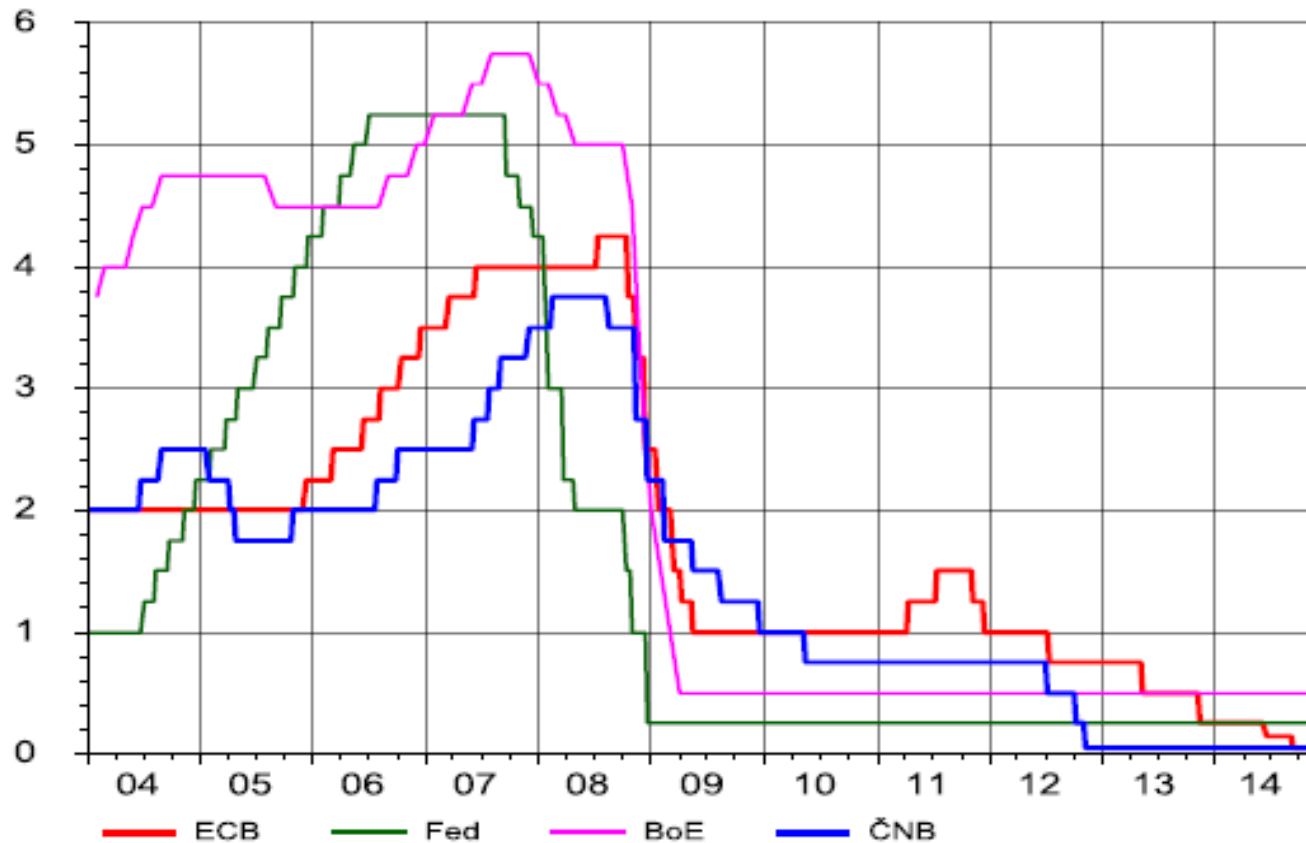
### 10Y government bond yields



Source: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

- V období od vzniku eurozóny do vypuknutí dluhové krize byly minimální rozdíly v nákladech financování dluhu mezi jednotlivými zeměmi (diverzifikace rizika, morální hazard, eurobondy)
- Po vypuknutí dluhové krize vzrostly rizikové prémie u periferních zemí eurozóny

## Reakce měnových politik (klíčové úrokové sazby)



Source: Thomson Reuters Datastream

- Fed: od podzimu 2008 na nulové hranici (0-0,25 %)
- Bank of England: od podzimu 2008 na 0,5 %
- ECB na historicky nízkých úrovních
- ČNB snižování ve dvou vlnách až na současnou technickou nulu (0,05 %)

## Nekonvenční nástroje měnové politiky

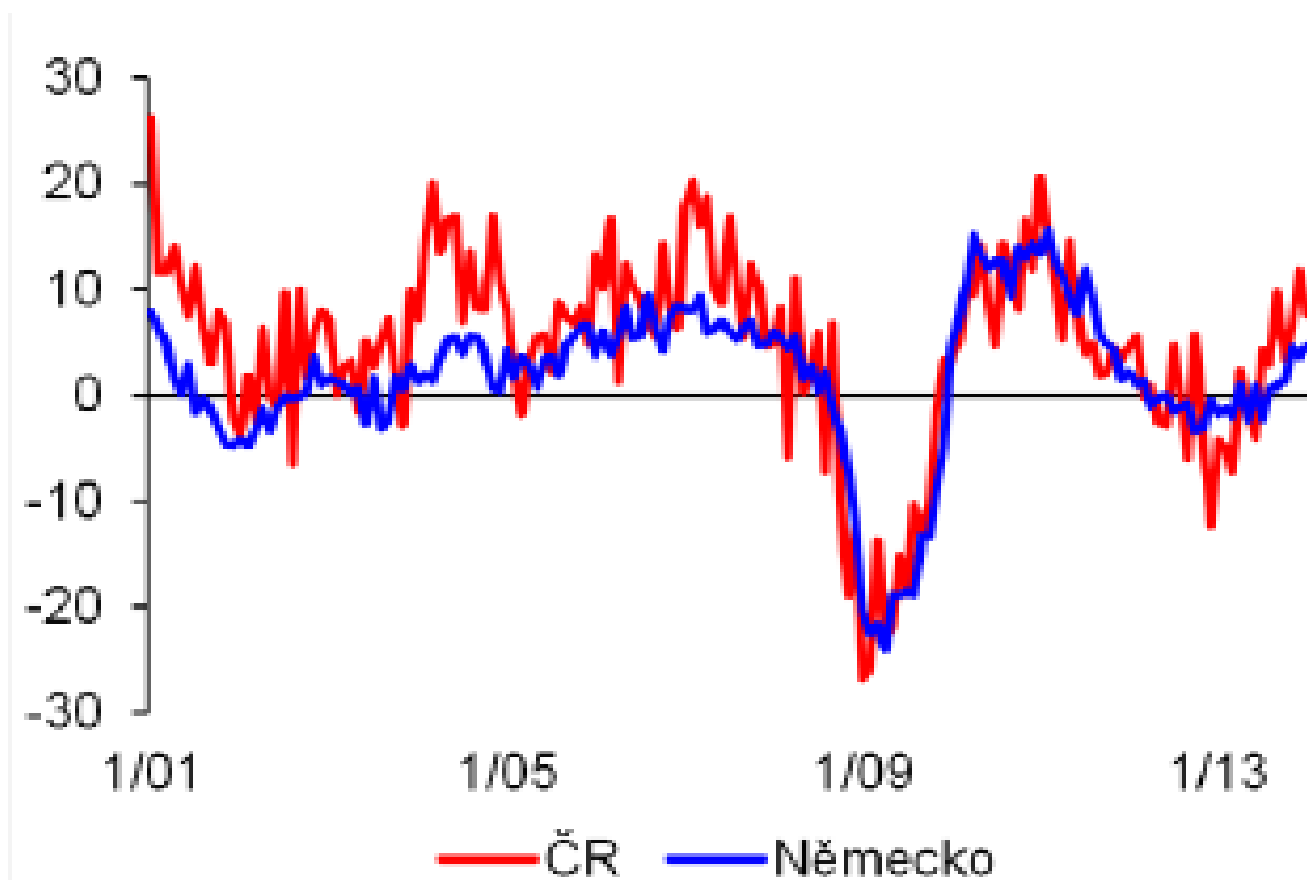
Pokud je prostor pro pokles sazeb vyčerpán => další („nekonvenční“) nástroje k uvolnění měnové politiky:

- podpora likvidity
- swapové dohody centrálních bank
- záporné úrokové sazby (depozitní)
  - Dánsko, eurozóna
- kvantitativní uvolňování (úvěrové, kvalitativní uvolňování)
  - USA, Británie, Japonsko, eurozóna
  - přímý nákup aktiv od finančních institucí
  - věřitel poslední instance – „čištění rozvah“ problémových bank – kvalita nakupovaných aktiv?
  - operace Twist: nákup aktiv s delší splatností, prodej aktiv s kratší splatností => snížení krátkodobých sazeb
- měnový kurz
  - Švýcarsko
  - otázka efektivity, hrozba „měnových válek“
- komunikační nástroje („forward guidance“)
  - závazek držet úrokové sazby na nulové hranici po delší dobu (může být přesně specifikováno)
  - záměrem je snížit očekávání ohledně budoucích úroků a zvýšit očekávání inflace => snížení dlouhodobých úrokových sazeb

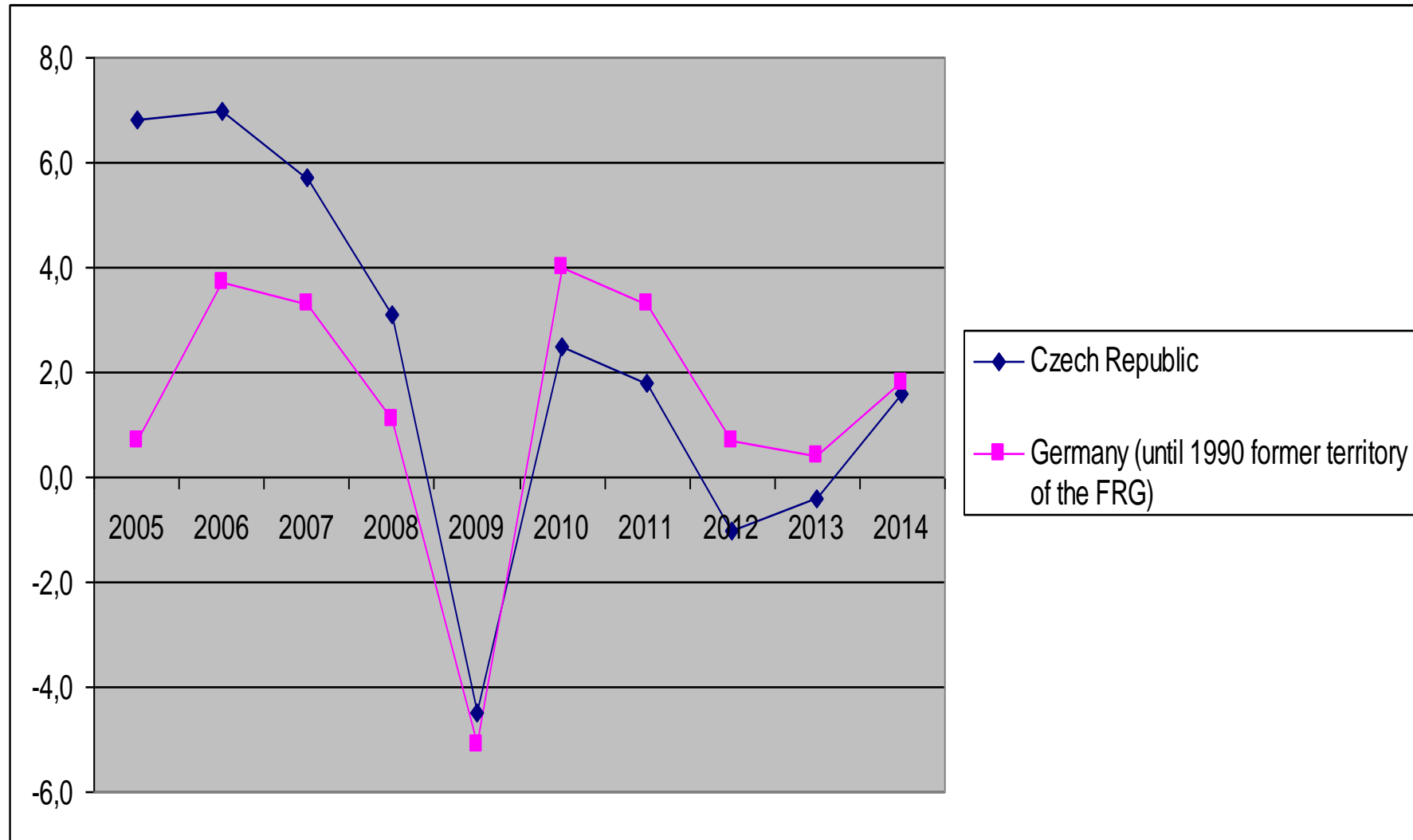
A co ČR?

## Vazba ČR na německý průmysl

Průmyslová produkce ve strojírenství (mzr., v %)



# HDP ČR a Německo 2005-2014





# Nekonvenční měnová politika v ČR

- ČNB provedla sérii opatření a rozšířila podporu dodávání likvidity
  - potvrdila se robustnost českého bankovního sektoru, protože až na výjimky (především z důvodu testování) banky těchto opatření prakticky nevyužily
- Inflace v roce 2013 klesala a dostala se k dolní hranici tolerančního pásma cíle ČNB (1 %)
  - měnověpolitická inflace byla hluboko pod dolní hranou tolerančního pásma cíle
  - ceny zboží a služeb bez energií a bez potravin dlouhodobě klesaly
  - dlouhodobě utlumené poptávkové tlaky v ekonomice
  - koncem roku 2012 ČNB snížila klíčovou sazbu na technickou nulu (0,05 %), prostor pro další uvolňování tímto nástrojem se vyčerpал
  - prognóza z listopadu 2013 ovšem indikovala další pokles 2T repo sazby až o 0,9 p.b.
- ČNB zvažovala způsob dalšího uvolnění MP a zvolila kurzový závazek jako stabilizační nástroj uvolňování měnových podmínek
  - 7.11. 2013 ČNB zahájila využívání kurzového závazku jako nástroje měnové politiky s tím, že se zavázala udržovat kurz koruny nad hladinou 27 CZK/EUR (jednostranný kurzový závazek)
  - kurzový závazek je dlouhodobý (nejméně do roku 2016), sazby budou drženy na stávající úrovni (0,05 %) rovněž delší dobu, dokud nedojde k významnému nárůstu inflačních tlaků
  - jedná se o využití kurzového kanálu transmise měnové politiky
  - používání kurzu má nezanedbatelná rizika: ukončení používání kurzového závazku – „exit strategie“, růst nákladů spojených s devizovými rezervami, mezinárodní vztahy, ...

# Bankovní krize se ČR netýkala ...

- Světová krize měla na bankovní sektor v ČR omezený dopad
- Důvody vyšší odolnosti českého bankovního sektoru:
  - existence suverénní měnové politiky
  - existence české měny (+ plovoucí kurzový režim)
  - malá angažovanost domácích finančních institucí v problémových toxických aktivech
  - dobrá bilanční likvidita a vysoká kapitálová vybavenost bankovního sektoru
  - tendence českých bank neposkytovat ve zvýšené míře úvěry v cizích měnách (v případě exportérů se jedná o přirozené zajištění)
  - poměr primárních vkladů ke klientským úvěrům je v ČR příznivější než ve většině zemí EU, bankovní sektor má dostatek primárních zdrojů pro poskytování úvěrů a nemusí čerpat ve větším rozsahu zdroje na zahraničním trhu
- ALE: přenos do reálné ekonomiky
  - prostřednictvím oslabené zahraniční poptávky (malá otevřená ekonomika s vysokým podílem zahraničního obchodu na HDP)

Další postřehy a faktory

# Podrobněji k otázce kreativity ve finančnictví (a k problému dohledu nad ním)

- Rozvoj „stínového“ (paralelního) bankovního systému (speciální účelové firmy, investiční banky, investiční fondy, hedgeové fondy) částečně potlačil význam tradičního bankovního zprostředkování („de-intermediation“) a přispěl k výraznému nárůstu finanční páky ve finančním i nefinančním sektoru („deleveraging“ je dnes jedním z hlavních témat regulace ...)
- Nedostatečný monitoring úvěrového procesu: Poskytovatel hypotéky měl po šesti měsících od poskytnutí nulový zájem na tom, jestli hypotéka defaultuje či nikoliv (riziko totiž prodal někomu jinému, ten je „zabalíčkoval“ s jiným aktivem, nechal „ocenit“ ratingovou agenturou (rating ale přece není investiční doporučení!!), přeprodal a tak se riziko posunovalo stále dále, bylo čím dále tím méně viditelné): ALE POZOR: nepřestalo přece existovat!
- K tomu státy otvíraly trh hypoték novým skupinám obyvatelstva, které by bez této demarše jinak neměly nárok (jak? Různými podporami, dotacemi, oslabováním dohledu

# Zpět ke globálnímu pohledu: také vládní politiky a špatná regulace přispěly k problémům ...

- Oslabení pozornosti regulátorů trhu (resp. nepochopení některých trendů)
- Omyly centrálních bankéřů, ignorování bublin, mylné vyhodnocení nízkoinflačního prostředí
- Nešťastné zásahy vlád, jejich populistické kroky

V tomto jsme měli v ČR kliku. Měli jsme a máme také nezávislý bankovní dohled.

## ***Příklad USA (na chyby druhých se vždycky poukazuje lépe, že ...)***

- Community Reinvestment Act (přijato 1977 za Cartera): snaha o co nejširší podporu vlastnického bydlení (nebyl příčinou problému, ale spíše jeho součástí)
- Fannie Mae a Freddie Mac (government sponsored enterprises): dlouhodobé hromadění hypotéčních úvěrů s nízkou bonitou klientů (forma socialismu v USA)
- Docházelo k postupné změně prostředí finančních služeb: v roce 2003 méně než 30% všech půjček na bydlení podléhalo přísnému dohledu v intencích CRA

***Politický zájem na poskytování úvěrů na bydlení byl  
dlouhodobým faktorem bubliny na trhu nemovitostí***

# ***Příklad USA – pokr.***

- Commodity Futures Modernisation Act (2000): vyňal finanční deriváty z regulatorních a dohledových požadavků a požadavků na minimální rezervy
- 2002-2007 se Fed rozhodl nedohlížet nové firmy poskytující hypotéky
- 2004: Security and Exchange Commission poskytla výjimku z čisté kapitalizace 5 firmám (Goldman Sachs, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Bear Stearns, Morgan Stanley): do té doby „povolená“ páka (debt-to-net capital ratio) ve výši 12 byla zvýšena na 40

***Opakujeme: vytvořil se nový standard půjček: základem pro poskytnutí hypotéky nebyla schopnost splácet půjčky vypůjčovatelem, ale schopnost poskytovatele hypotéku prodat třetí straně, která ji sekuritizovala a prodala dál***

# Další fáze krize

- Ztráta důvěry ve finančním sektoru (nevím, jaké kostlivce má protistrana v bilanci) – drastické snížení likvidity finančních trhů
- Některé banky začaly kolabovat
- Boj o bilanci převládá nad financováním klientů
- Výsledek: krize reálné ekonomiky



# Aktuální situace

- Ve chvíli, kdy se ekonomiky stabilizovaly, objevuje se dluhový problém (proč? – deficitní politika + náklady sanace)
- Variace podob dluhového problému (Řecko, Itálie ...)
- Riziko přelivu dopadu veřejných dluhů zpět na finanční trh a zprostředkovaně opět na reálnou ekonomiku: návrat krizového propadu je reálnější než si dovedeme představit. Důvody:
  - Stát jako účastník finančního trhu byl až donedávna kredibilní poslední instancí: nyní už tomu tak nemusí být
  - Stát se krátkodobě nemůže financovat jinak než na finančním trhu (dlouhodobě jej ovšem financují daňoví poplatníci)
  - Investory do státních dluhů jsou finanční instituce (bankovní i nebankovní). Příklad: až do vstupu ECB na trh byl řecký dluh držen privátními investory

# Veřejný dluh jako důsledek krizí ...

- Koncept privatizace benefitů, socializace nákladů tržní ekonomiky
- Vyplývá z konceptů státní ingerence do ekonomiky, tržních selhání a tlumení amplitud hospodářského cyklu
- Vulgární keynesiánství
- Obavy z kolapsu finančního systému: vyvádění toxických aktiv mimo finanční systém (konsolidace bankovních bilancí)
- Další časté argumenty: zabránění dominovému efektu, ochrana vkladatelů, zastavení šíření dluhové krize atd
- Morální hazard: intervence stávající vyvolává intervence příští (deformace rizikového apetitu: deformace alokací kapitálu, resp. domácích a zahraničních úspor) ...

# Nadnárodní aspekt ...

- Další stupeň v socializaci dluhů: přesun z národní na nadnárodní úroveň
- Důležitý postřeh: přesun dluhů do stále větších entit zůstává stále jen přesunem dluhů
- Motiv: snaha si koupit čas pro reformy fiskálu: mohlo by normálně fungovat, ovšem:
  - Opatření k reformě by musela být skutečná
  - Stávající dluh po restrukturalizaci udržitelný
  - Splacen musí být každý dluh, tedy i dluh nadnárodních institucí
- Co je nové v této stávající krizi: již nelze kalkulovat s rolováním dluhu do nekonečna – **svět již nebude nikdy takový jako byl dosud**



EVROPSKÁ UNIE  
Evropské strukturální a investiční fondy  
Operační program Výzkum, vývoj a vzdělávání



Toto dílo podléhá licenci Creative Commons  
*Uveďte původ – Zachovejte licenci 4.0 Mezinárodní.*

