

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

*„Mám jasný názor a to takový,*

*že nikdo neví, co bude dál“*

***Marc Faber***

*rozhovor pro CNBC, listopad 2011*

# ***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?)

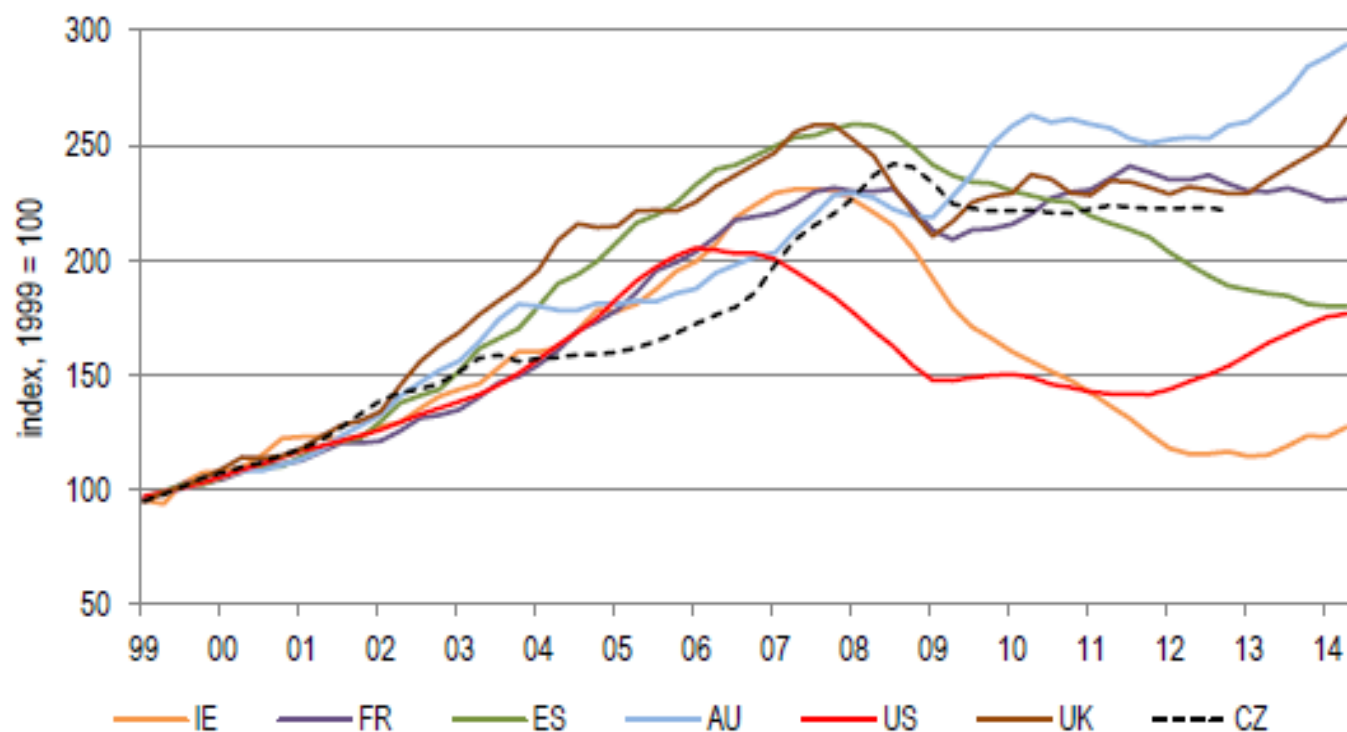


- Poptávka po produktech přinášejících vyšší zhodnocení
- Ochota investorů hledat a podstupovat vyšší rizika (psychologie: *„když to vychází jím, musí to vyjít i nám“*)
- Tlak akcionářů bank (když se „daří“ konkurenci, musíme jít do stejných rizik jako oni) a tlak na managementy bank



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

## Ceny rezidenčních nemovitostí ve vybraných zemích



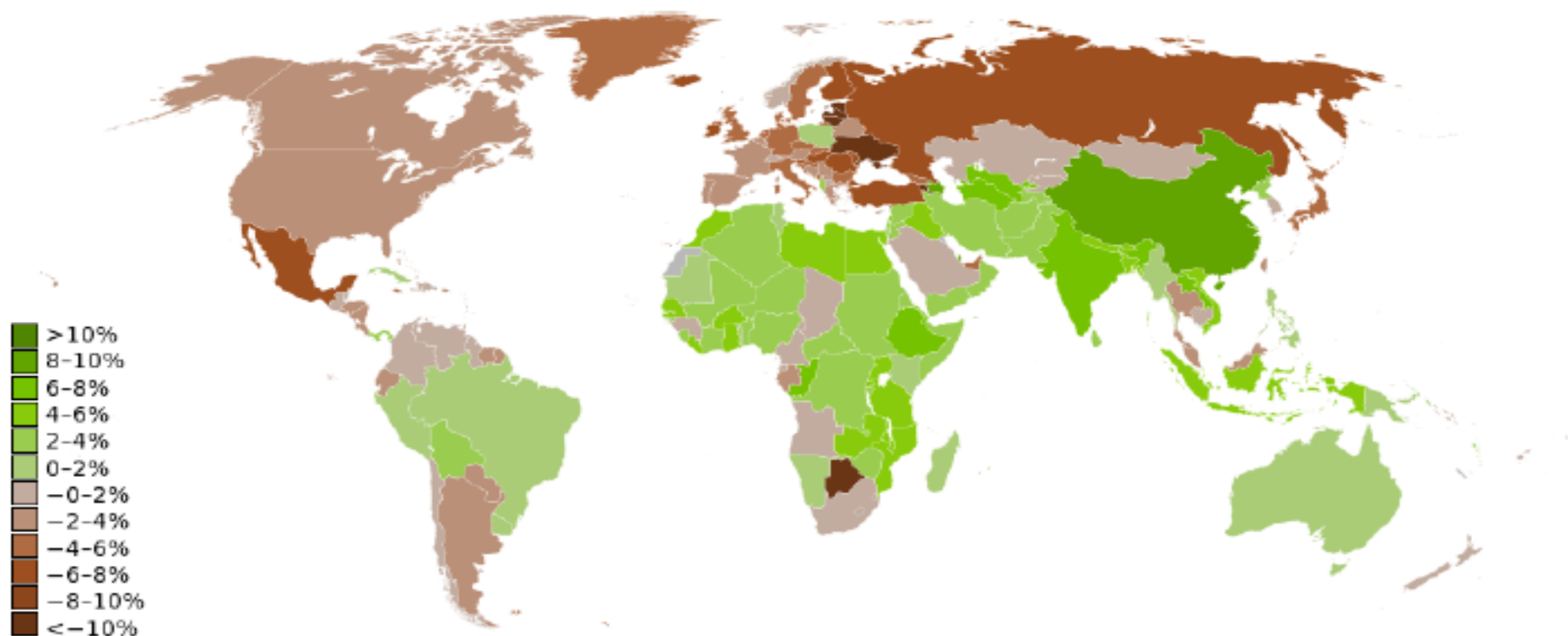
Pramen: BIS, Nationwide UK, ČSÚ

- Krize začala splasknutím realitní bubliny v USA v srpnu 2007
- Pád cen aktiv navázaných na ceny nemovitostí (tzv. collateralized debt obligations: CDOs a mortgage-backed securities: MBS) se kvůli provázanosti finančního trhu rozšířil do celého finančního sektoru
- Problémy investičních bank (Northern Rock – znárodnění v únoru 2008, Bear Sterns – převzata JP Morgan, Lehman Brothers – bankrot v září 2008, Meryll Lynch – převzata Bank of America...) i pojišťovacích společností (AIG-státní „bail-out“)

## Příčiny poslední krize – stručná rekapitulace

- Hypoteční bublina
  - podpora vlastnického bydlení ze strany vlády USA: Freddie Mac, Fannie Mae, které „odkoupily cokoli“
  - nízké úrokové sazby Federal Reserve (viz kritika Taylor, 2008)
  - nekalé praktiky na hypotečním trhu (Countrywide)
- Deregulace finančních trhů
  - sekuritizace: CDOs, MBS, „special purpose vehicle“ pro operace mimo rozvahy bank, tedy i mimo regulační dohled
  - následné špatné oceňování rizika a nárůst systémového rizika
  - smazání rozdílů mezi investičními a depozitními bankami
- Morální hazard a zvýšená rizikovost bankovních investic
  - manažeři motivováni k rizikovým investicím strukturou svých odměn – stále častější využívání opcí (OECD: Isaksson a Kirkpatrick, 2009)
- Hypoteční krize => finanční krize => dluhová krize

## Šíření krize – hospodářský růst v roce 2009



Pramen: World Bank

- Krize se rychle šířila do Evropy kvůli globální provázanosti finančních trhů
- K šíření přispěly bubliny na realitních trzích v UK, Španělsku, Francii, Itálii, Nizozemí, korekce i v Polsku a ČR
- Nákazu doprovázel vysoký růst cen komodit
- Do ČR přenos zejména prostřednictvím oslabené zahraniční poptávky

# Vyspělé ekonomiky

- Vyspělé ekonomiky byly krizí zasaženy výrazně:
  - v současnosti nízký (či záporný) růst a nízká inflace
  - růst veřejného dluhu
  - problémy ve finančním sektoru
  - QE – ukončování v USA, (re)start v Evropě
  - deleveraging finančního sektoru
  - regulace v EU
  - Basel III, IV?
  - navyšování kapitálu ve finančním sektoru – USA vs. Evropa
  - nízká cena peněz – bubliny?
  - zátěžové testy



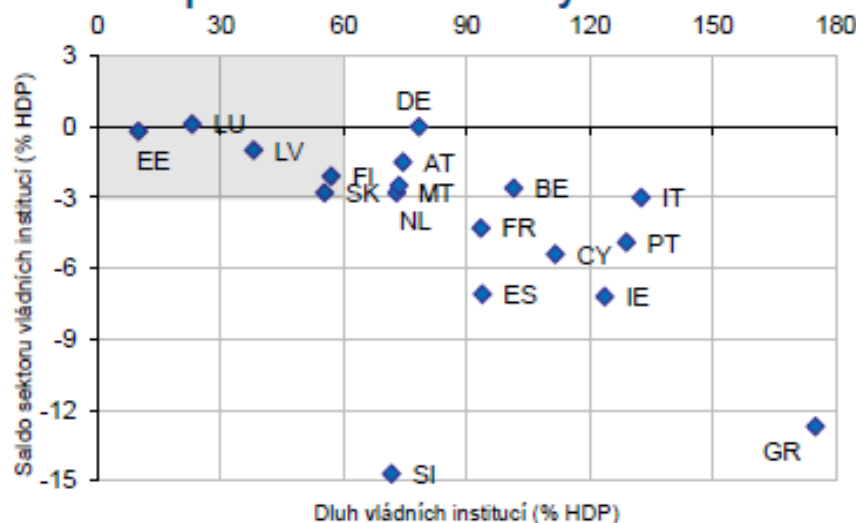
- Krize se dotkla i rozvíjejících se ekonomik:
  - nárůst podílu na světové ekonomice (volání po uznání jejich významu)
  - investice do vyspělých zemí
  - snížení tempa růstu + snižování inflace u nejvýznamnějších (Indie, Čína)
  - většinu rozvíjejících se ekonomik krize nepostihla
  - bubliny a příliv levného kapitálu
  - nejistota bilancí finančního sektoru + nízká přeshraniční spolupráce
  - rozvíjení regionálních kooperací (omezení exportu do vyspělých)
  - výzvy k vytvoření nové světové měny
  - růst NPL

# 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.)

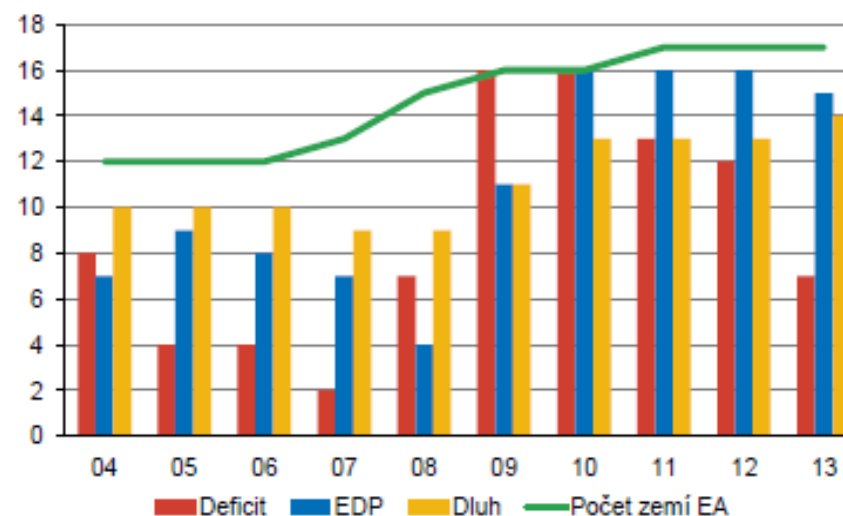
# Evropská dluhová krize

## Fiskální pozice zemí eurozóny



Pramen: Eurostat

## Nedodržování fiskálních kritérií

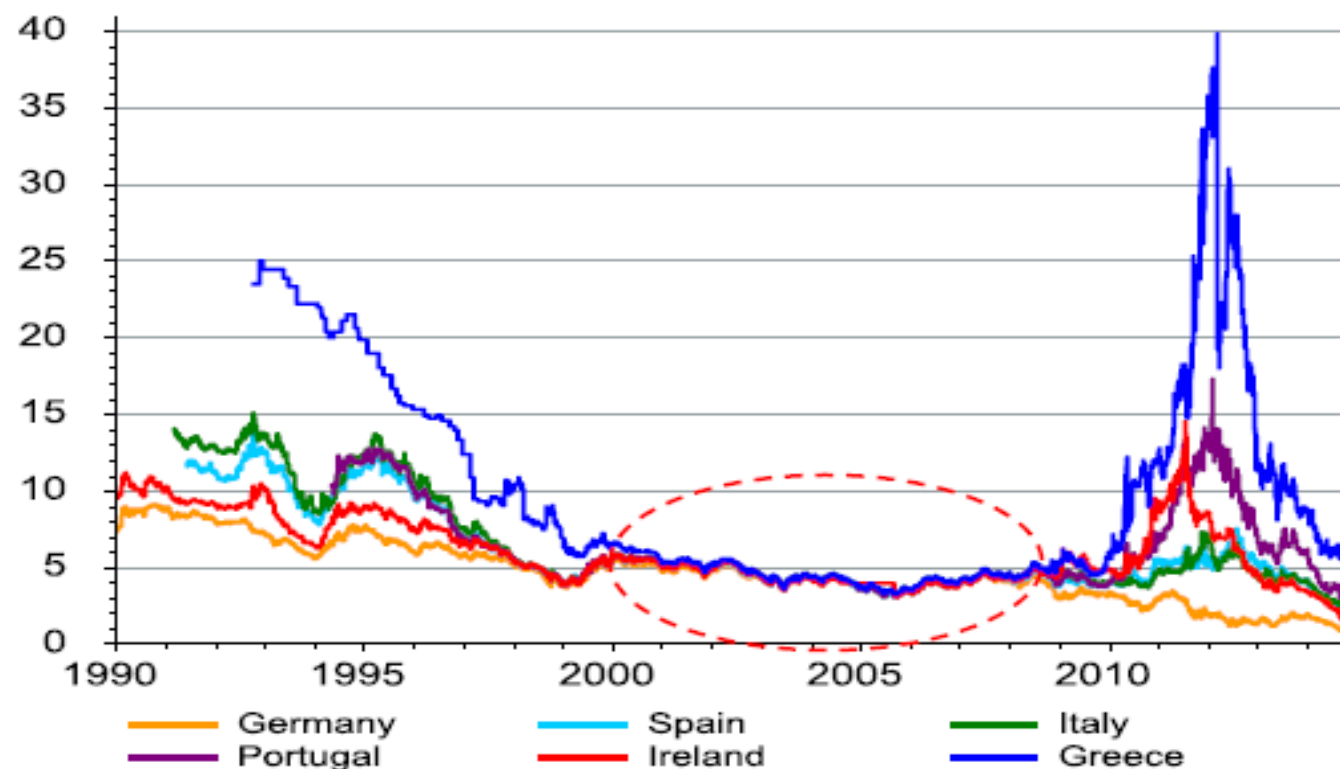


Pramen: Eurostat, Evropská komise, výpočty ČNB

- Reakce fiskální politiky na krizi obnažila slabou fiskální pozici mnoha vyspělých zemí
  - USA – fiskální útes
  - Evropská dluhová krize
- Slabá fiskální disciplína vedla k nárůstu zemí neplnících Pakt stability a růstu
- Fiskálními problémy trpí zejména státy jižního křídla eurozóny, kde jsou rozpočtové nerovnováhy spojeny s celkovou makroekonomickou a finanční nestabilitou => rychlé zlepšení fiskální situace v eurozóně nelze očekávat
- Deflační tlaky dále zvyšují reálnou hodnotu dluhu těchto zemí

## Svrchované riziko v eurozóně

### 10Y government bond yields

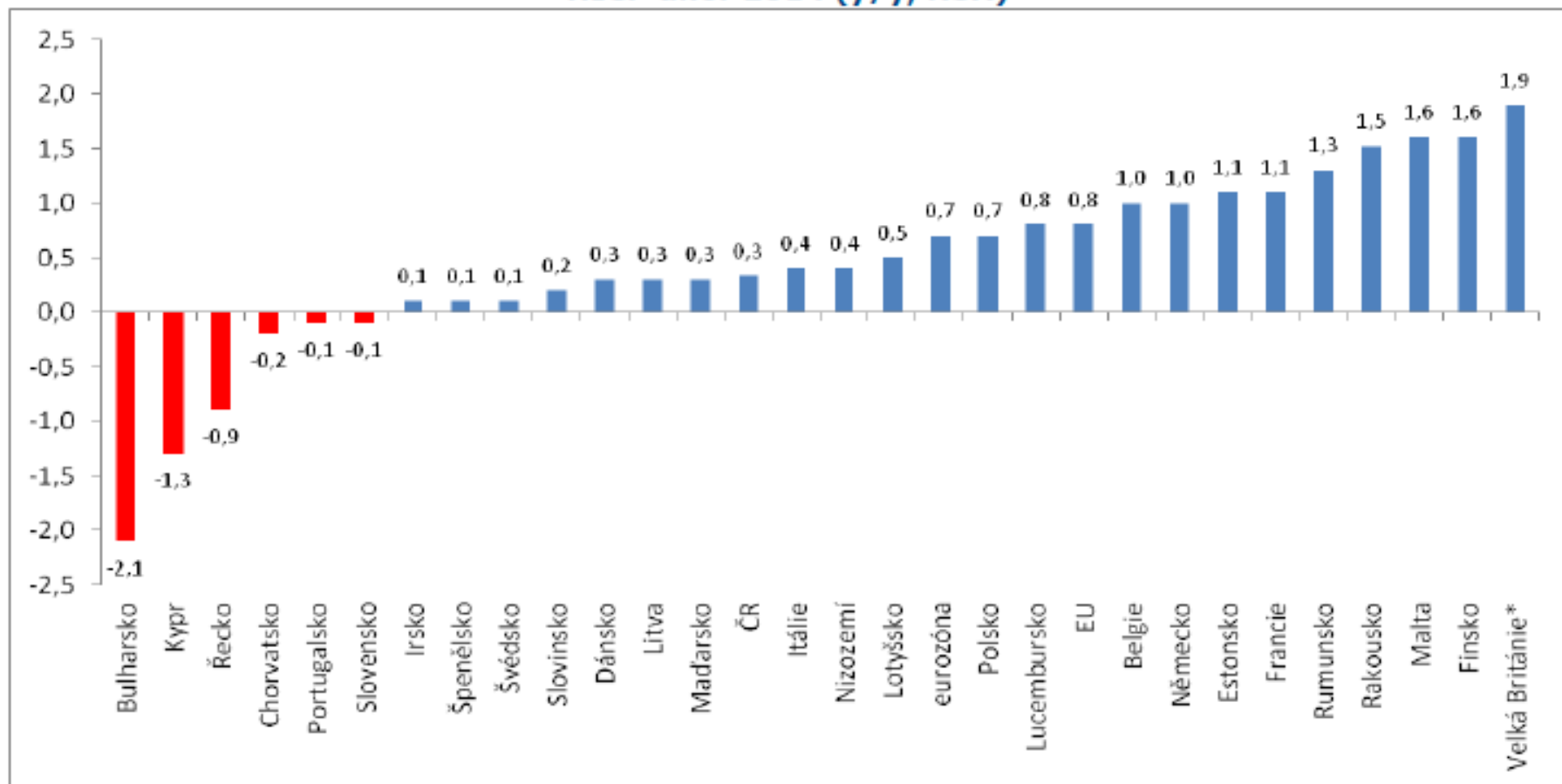


Source: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

- 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

# Hrozba deflace v EU

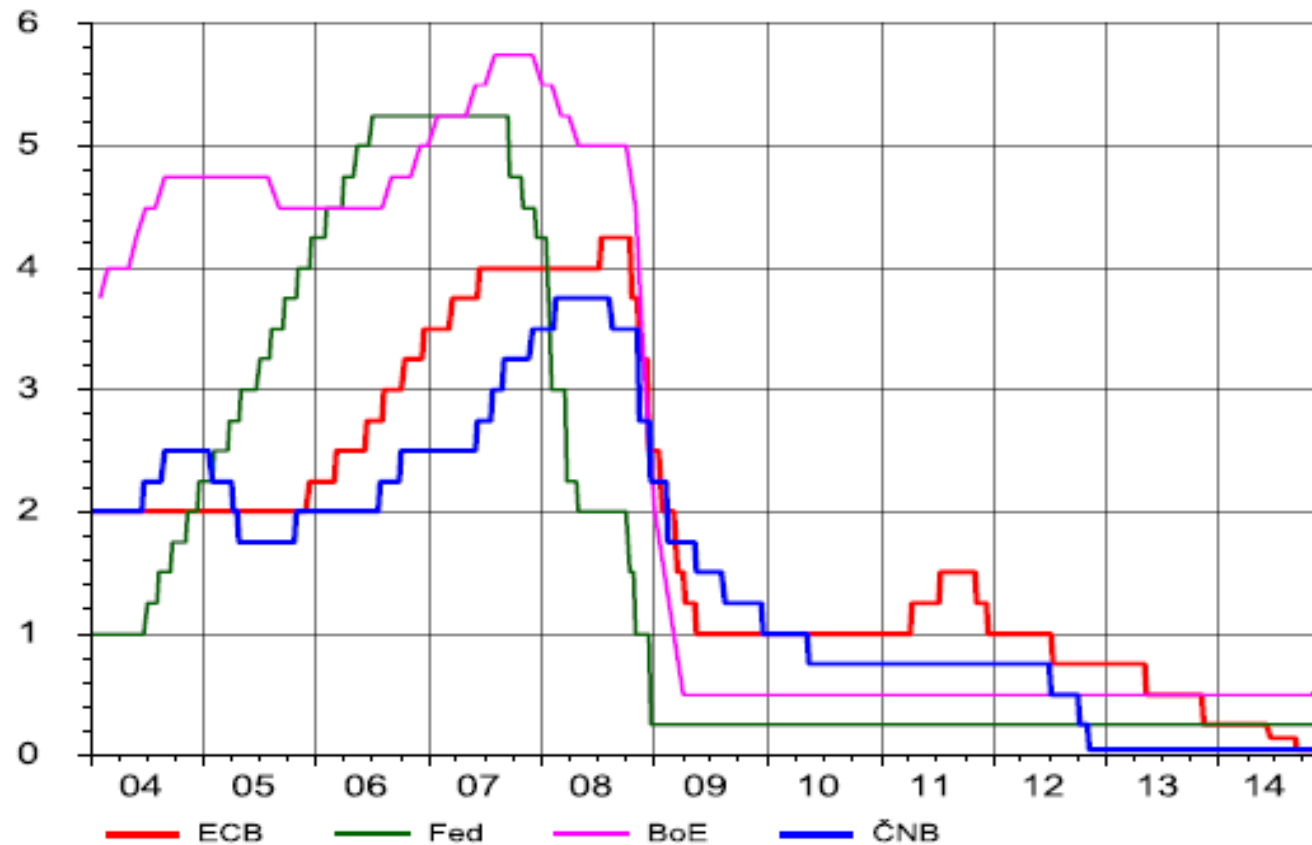
HICP únor 2014 (y/y, NSA)



Zdroj: Eurostat, Pozn.: \* data za leden 2014.

- Téma deflace je živé v celé Evropě, nejde o specificky českou věc.

## 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

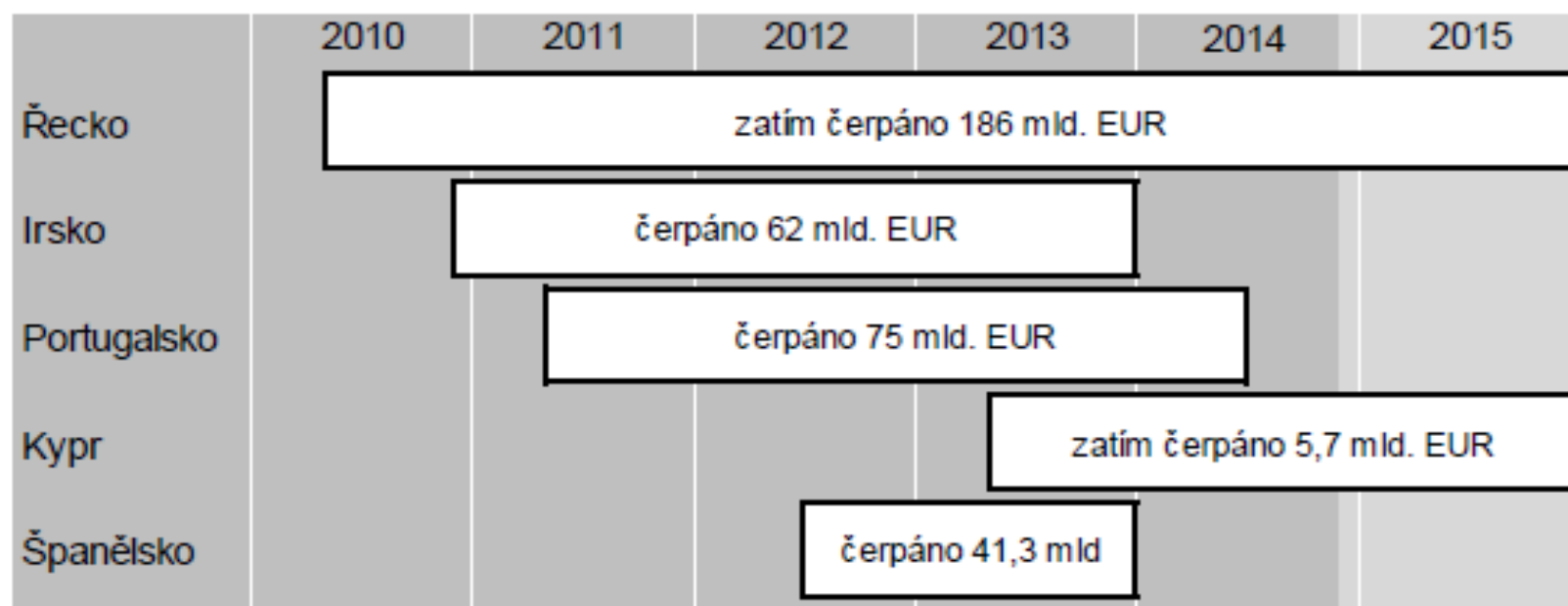
## Dopady nekonvenční měnové politiky na další ekonomiky

- Dopady dlouhodobě nízkých sazeb a kvantitativního uvolňování
  - masivní toky kapitálu do zahraničí, hlavně do rozvíjejících se ekonomik
  - vliv na ceny zahraničních aktiv a komodit
  - posilování měn rozvíjejících se ekonomik (s flexibilním kurzem)
- Riziko opačných efektů v případě (očekávání) opuštění nekonvenční měnové politiky a zvyšování sazeb





## Stabilizační programy pro země eurozóny



Pramen: IMF, EFSF, EFSM, ESM, vlastní výpočty ČNB

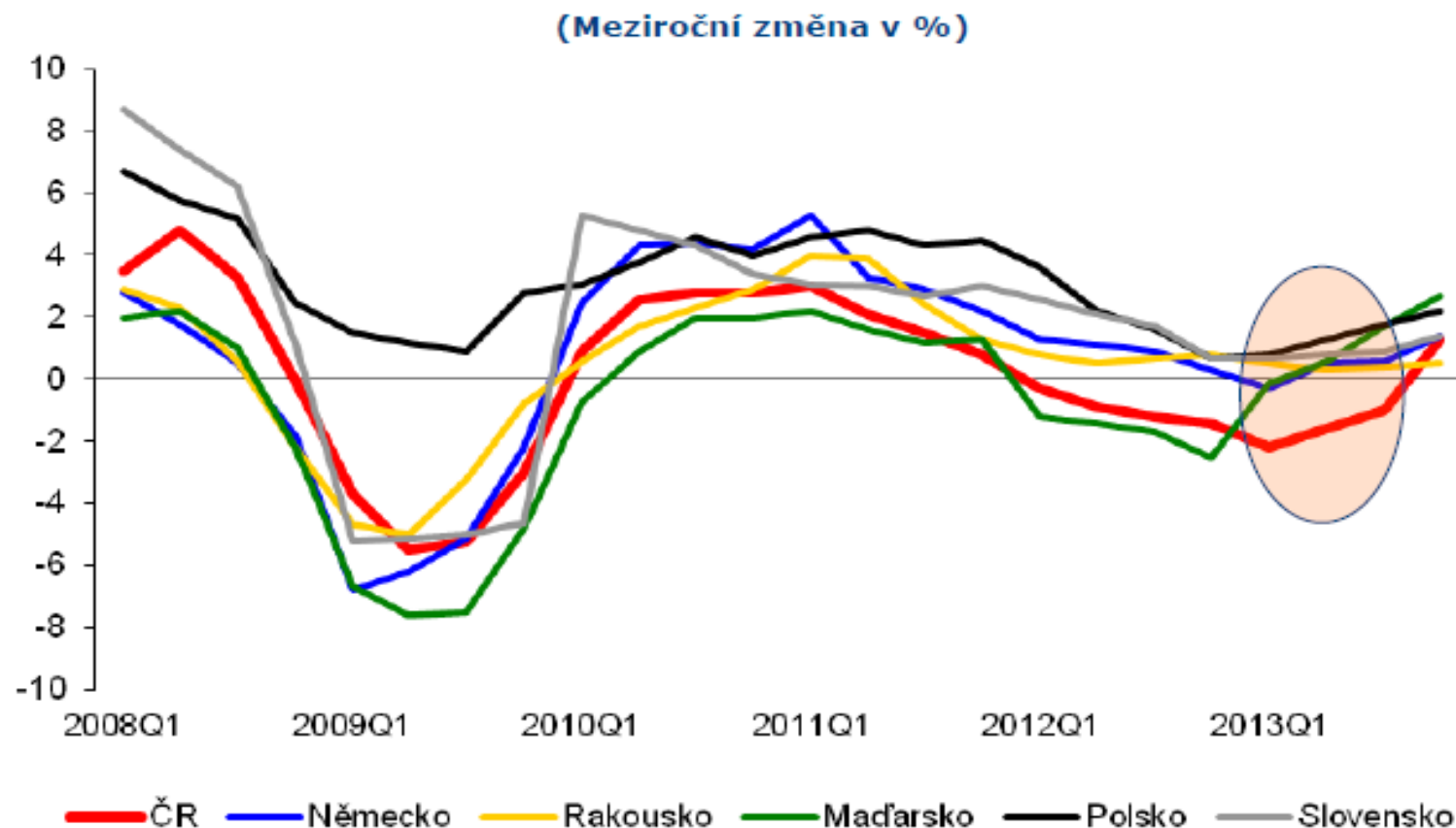
- Irsko, Španělsko a Portugalsko úspěšně zakončily ekonomické stabilizační programy, kterými byla podmíněna finanční podpora ze strany EU a v případě Irska také Mezinárodního měnového fondu
- Stabilizační hospodářské programy nadále pokračují v Řecku a na Kypru

A co ČR?

# Dopad krize na ČR

- 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)

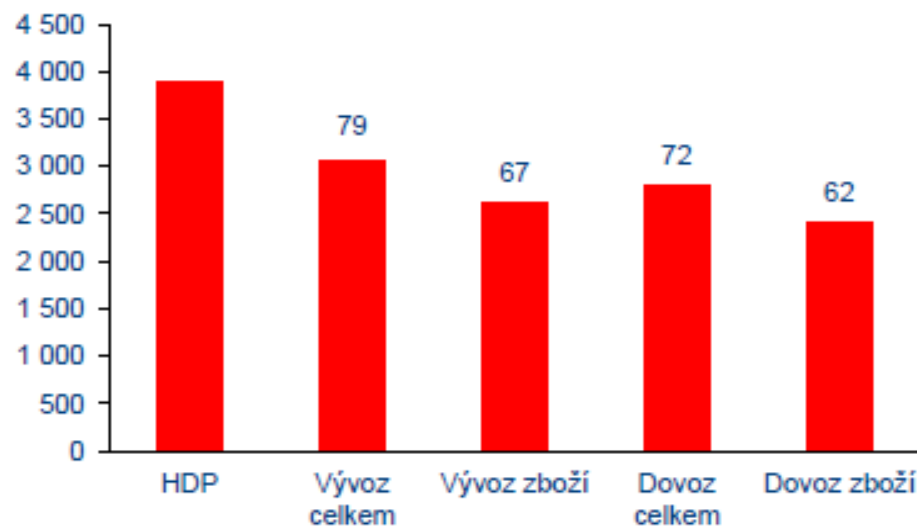
## Recese české ekonomiky ve srovnání s regionem



- Česká ekonomika prošla nejdelší recesí ve své historii.
- Pokles byl částečně dán vývojem v zahraničí, ale velkou roli sehrály i domácí faktory – ČR zaostávala za ostatními ekonomikami regionu.

# Význam zahraničního obchodu pro českou ekonomiku

Nominální objemy celkového HDP a vývozu a dovozu ČR  
(v mld. Kč) a podíl vývozu a dovozu na HDP (v %), 2013



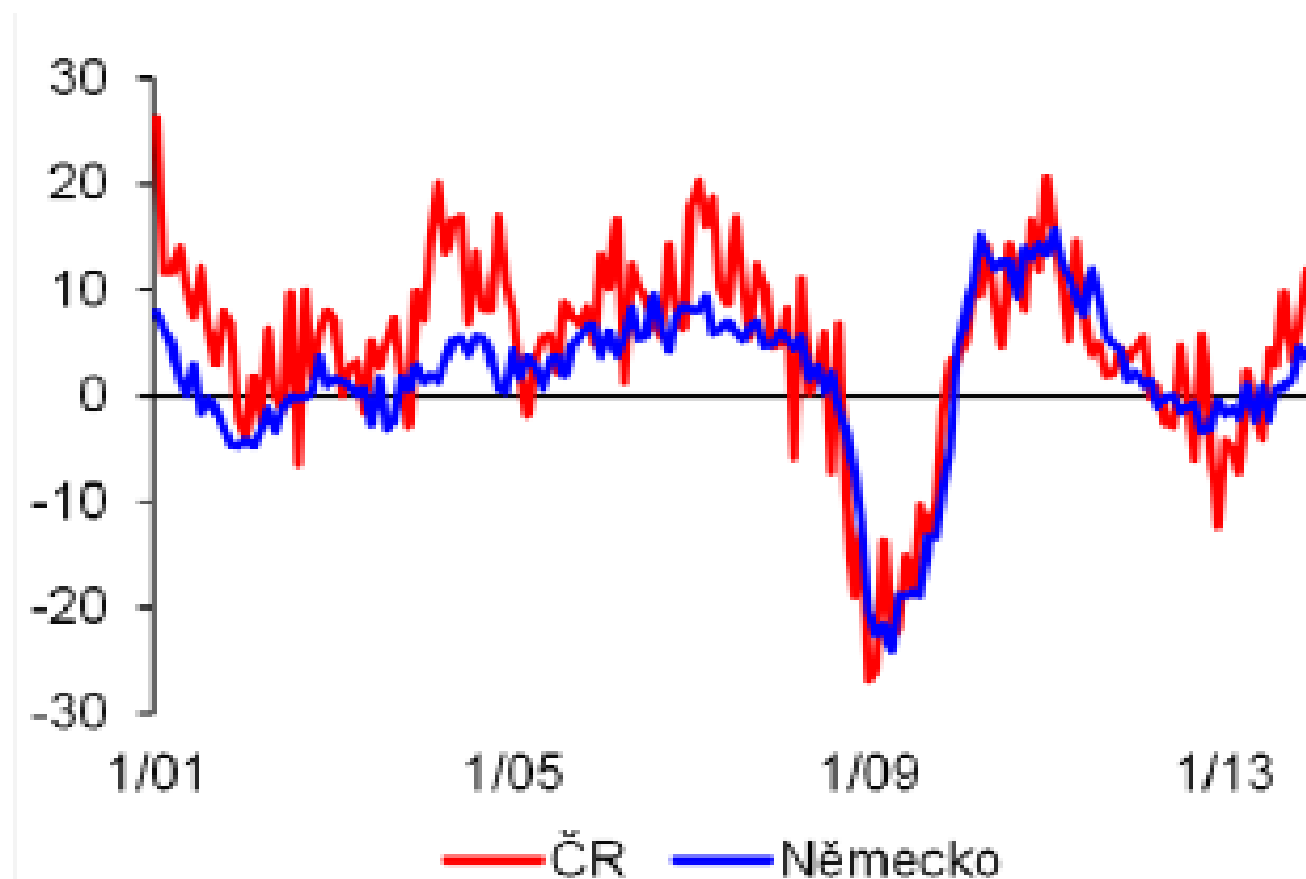
Příspěvek čistých exportů k meziročnímu růstu HDP



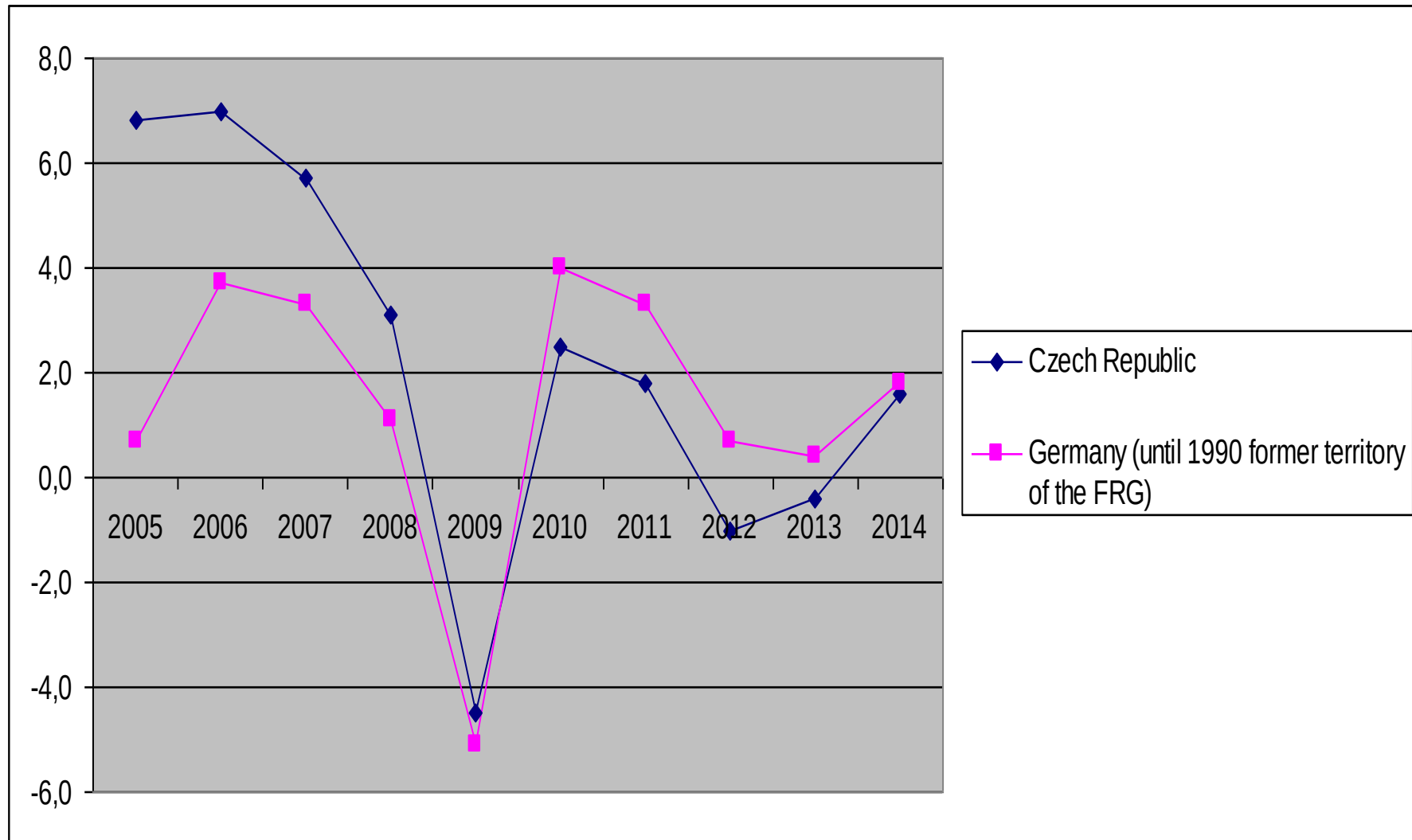
- Česká republika je výrazně otevřená malá ekonomika.
- Podíl celkového obrátu zahraničního obchodu na českém HDP činil v roce 2013 přibližně 150 %.
- Její vývoj je tudíž silně závislý na vývoji v zahraničí.
- Příspěvek čistého vývozu k meziročnímu růstu HDP byl v roce 2013 celkově záporný

## 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, ...



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 male také nezávislý bankovní dohled.

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

- Community Reinvestment Act (přiját 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 převládl nad financováním klientů
- Výsledek: krize reálné ekonomiky

# Aktuální fáze krize: dluhové problémy vlád

- Ve chvíli, kdy se ekonomiky stabilizovaly, objevuje se dluhový problém (proč? – deficitní politika + náklady sanace)
- Variace podob dluhového problému (Irsko, Řecko ...)
- Co se odehrává cca od počátku roku 2011, je přeliv 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) ...



## Obečnější vsuvka: krize určitého typu růstového modelu?

- (VK): Západní civilizace v posledních desetiletích udělala osudovou chybu: sama sebe přetvořila v ekonomicko-sociální model, který **neklade na první místo ekonomickou výkonnost**, od které by se mělo všechno další odvíjet, ale který na první místo klade **autonomně se vyvíjející nároky jednotlivců, různých zájmových a sociálních skupin, ale i celých států**. Je to radikální obrácení řazení klíčové sekvence
- Mimochodem – už před 80 lety říkal T. Baťa v podstatě totéž 😊

Ctd: krize určitého typu růstového modelu?

(VK): Rozhodující začalo být slovo **nároky** a jeho odtržení od slova **výkon**, produkce, nebo s výkonem spojené příjmy. Neadekvátní růst veřejných výdajů, ke kterému v mnoha zemích západního světa v poslední době dochází, není způsoben ničím jiným, než **možností tyto dvě věci oddělit**

# Některá ponaučení:

- Vlády vlastně nemají moc možností, jak reagovat: diskreční fiskál + regulace, přitom regulace moc nefungovala a fiskál také ne (a navíc už teď nemá kapacitu)
- Zásah vlád a regulátorů pomohl krátkodobě stabilizovat bilance bank (a zabránit ještě horšímu vývoji), ale obnova důvěry na finančním trhu (a financování) byla pozvolnější (a evidentně ještě není vyhráno – viz mechanismy dluhové krize)
- Pumpování peněz do bank zabrání jejich kolapsu ale není příliš účinné při snaze oživit ekonomický růst **Proč**
- Navíc bude (vlastně již je) zásah států vykoupen nižší atraktivitou bankovního zprostředkování vůbec, tedy i pro investory (očekávaný tok dividend, resp. daní zpět do rozpočtů, okleštění rizikového chování)
- Státy tedy investovaly do bank, tím jim umožnily přežít, ale a) ekonomice to moc nepomohlo a b) návratnost těchto investic nebude valná

# Další důležité aspekty

- Selhání analýz a prognóz (resp. analytiků a prognostiků) nebo nepochopení racionality trhu (a tržních subjektů)?
- Krize povede zřejmě ke změně podoby kapitálového trhu a investičního bankovníctví- omezení složitých konstrukcí kontraktů a derivátů – návrat k „tradičním“ instrumentům, jako např. akcie, dluhopisy, směnky, opce a futures
- Nastává bezprecedentní objem státních intervencí do finančních systémů jako vědomě prosazovaná alternativa k tržnímu řešení problémů finančního trhu: ovšem je zde velikost a distribuce nákladů
- Otazníky i nad měnovými politikami – selhání systému nebo policy-makerů?
- Finanční trhy jsou v moderním světě více volatilní než odpovídá výkyvům reálné ekonomiky

# Temný výhled do budoucnosti?

- Návrat inflace ve středním období (uvolněnost měnových politik, expanzivnost fiskálu, obnovení růstu cen primárních vstupů)
- Nerovnoměrnost oživení v regionálním pohledu: obnovení tlaku na globální nerovnováhy
- Etatismus: pod tlakem krize budou zaváděna nesystémová opatření, která nadlouho zdeformují tržní prostředí a sama se stanou příčinou budoucích obtíží, případně krizi ještě zhorší
- Regulátoři mají zelenou, budou regulovat i na úkor ekonomického oživení: CRD IV, SIFI, FTT aj.
- **Shrnutí: stojíme na úsvitu nové bitvy o roli státu (ale kdoví, zda už není dobojováno dříve než bitva začala ...)**

# 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**