

Centrum pro ekonomiku a politiku

Americká finanční krize

Hrozba pro světovou ekonomiku?

Sborník textů

*Robert Holman, Kamil Janáček, Charles Dallara
Václav Klaus, Stanislava Janáčková, Jaromír Šindel
Petr Mach, David Marek, Lukáš Kovanda, Tomáš Munzi*

Marek Loužek (ed.)

č. 71/2008

cep
CENTRUM
PRO EKONOMIKU A POLITIKU

Obsah

Předmluva Václava Klause 7

A. Texty ze semináře

„Americká recese – hrozba pro světovou ekonomiku?“ (1. dubna 2008)

Robert Holman: Finanční turbulence
a role centrální banky 11

Kamil Janáček: Zpomalení americké ekonomiky
je přirozené 17

Jaromír Šindel: Finanční krize je hrozbou pro svět 23

B. Text z přednášky

„Strengthening Banking Systems in Order to Revive Global Growth“ (7. května 2008)

Charles Dallara: Banky se musí vrátit zpět k základům 45

C. Doplňkové texty

Václav Klaus: Pár slov k americké finanční krizi 57

Stanislava Janáčková: Koruna nás chrání 59

Petr Mach: Americká finanční krize –
selhání státních regulací 63

David Marek: Hospodářské cykly jsou přirozené 67

Lukáš Kovanda: Hypotéční krize
jako záminka pro paternalismus 73

Tomáš Munzi: Tragický odkaz „léčby“
hypoteční krize 79

Vydává CEP – Centrum pro ekonomiku a politiku
Politických vězňů 10, 110 00 Praha 1

www.cepin.cz

tel. a fax: 222 192 406

e-mail: cep@cepin.cz

Editor: PhDr. Ing. Marek Loužek, Ph.D.

Recenzent: doc. JUDr. PhDr. Ilona Bažantová, CSc.

Sazba: Vladimír Vyskočil – KORŠACH

Tisk: PB tisk Příbram

Vydání první, září 2008

ISBN 978-80-86547-65-7

Ekonomika, právo, politika č. 71/2008

ISSN 1213-3299

Předmluva

Hospodářské cykly tvoří nedílnou součást tržní ekonomiky. Občasné recese a expanze ekonomové pozorují přinejmenším od doby průmyslové revoluce. Nemělo by nás proto překvapit, že po několika tučnějších letech v poslední době západní ekonomiky zpomalily. O tom, zda vývoj v USA a Evropě je dočasným výkyvem, nebo začíná ohrožovat světovou ekonomiku, pojednává nový sborník Centra pro ekonomiku a politiku.

V části A uveřejňujeme texty ze semináře „Americká recese – hrozba pro světovou ekonomiku?“, který se konal 1. dubna 2008. Člen bankovní rady ČNB a profesor VŠE **Robert Holman** argumentuje, že recese je ozdravný proces. Trhy se pročistí a ti, kteří příliš riskovali a uzavřeli špatné obchody, odejdou. Hlavní ekonom Komerční banky **Kamil Janáček** považuje zpomalení americké ekonomiky za přirozený proces, trh reaguje na problém amerického dvojího deficitu – rozpočtu a běžného účtu. Podle hlavního ekonoma Citi Bank **Jaromíra Šindela** je finanční krize hrozbou, zlaté časy skončily.

V části B sborníku přinášíme přednášku výkonného ředitele Institutu pro mezinárodní finance **Charlese Dallary**, který nabízí diagnózu a terapii současné situace. Zpomalení západních ekonomik je způsobeno kombinací vnější nerovnováhy, špatných postupů a praxe bank a nadměrné likvidity na světových trzích. Hlavní řešení dnešních problémů nepřijde podle Dallary ze strany vlády, regulátorů, MMF, Světové banky nebo EBRD, ale bude muset vycházet z disciplinovanosti samotného trhu.

V části C sborníku otiskujeme další zajímavé doplňkové texty. Zařadili jsme můj sloupek k americké finanční krizi z MF Dnes z 4. října 2008 „Spíše pilulka na bolest než lék“. Poradkyně prezidenta republiky **Stanislava Janáčková** argumentuje, že koruna

nás před krizí chrání a zbavovat se jí by bylo pošetilé. **Petr Mach** z Centra pro ekonomiku a politiku vykládá americkou finanční krizi jako selhání státních regulací. Hlavní ekonom Patria Finance **David Marek** vysvětluje, že hospodářské cykly jsou přirozené. Podle redaktora časopisu Týden **Lukáše Kovandy** by se hypotéční krize neměla stát záminkou pro státní paternalismus. Doktorand Fakulty národohospodářské VŠE **Tomáš Munzi** upozorňuje na rizika morálního hazardu aktivistické měnové a regulatorní politiky.

Hovořit o recesi je zatím předčasné, protože americké hospodářství, ani většina evropských ekonomik ještě nepadla do záporných čísel. Není však vyloučeno, že se tak stane, pokud bankovní panika bude pokračovat. Zatím naštěstí nedochází ani k řetězovým krachům bank, spíše izolovaným bankrotům či prodejům jednotlivých finančních domů. Nezbývá než doufat, že se západní ekonomiky znovu úspěšně rozeběhnou. Přeji inspiraci a pozorné čtení.

*Václav Klaus
V Praze 10. října 2008*

A.

*Texty ze semináře
„Americká recese – hrozba
pro světovou ekonomiku?“*

(1. dubna 2008)

Finanční turbulence a role centrální banky

Robert Holman

člen bankovní rady ČNB a profesor VŠE

*„Nevěřím, že můžeme pokračovat v politice, kde si bankéři nechávají zisky, ale jejich ztráty s nimi budou sdílet daňoví poplatníci.“
(Alan Meltzer)*

Finanční krize je možná silné slovo pro současné události na světových finančních trzích. Zatím nedochází k řetězovým krachům bank. Proto mluvíme jen o finančních turbulencích. Faktem ale je, že tyto události již přerůstají rámec běžných, periodicky se opakujících vzednutí a smršťování, ke kterým na finančních trzích vždy docházelo z důvodů, které jsou těmto trhům vlastní. Ačkoli se metody vyhodnocování a řízení rizik zlepšily, jsou a vždy budou nedokonalé. V dobách konjunktury na sebe investoři a finančníci přirozeně berou více rizik, než je zdrávo, a v dobách recese se rizikům vyhýbají více, než je zdrávo. Proto se trhy nikdy nevyhnou konjunkturálnímu kolísání. I současným událostem předcházelo prostředí ekonomického růstu.

Finanční inovace

Ale dnešní události na finančních trzích mají také jiné a do značné míry nové příčiny. Novým fenoménem jsou finanční inovace, o kterých se původně soudilo, že lepším rozložením rizik přispějí k upevnění finančních trhů. Banky, ve snaze snížit své úvěrové riziko a uvolnit si opasek pro poskytování dalších úvěrů, vyváděly ze svých bilancí úvěry s vyšším rizikem (včetně tzv. druhořadých hypoték) tak, že je vyměňovaly investičním bankám za hotovost nebo za aktiva s nízkým rizikem.

Investiční banky pak tyto rizikové úvěry sekuritizovaly, tj. seskupovaly je do balíků, na které vydávaly dluhopisy a ty prodávaly na trhu. Tyto dluhopisy pak končily v bilancích jiných bank

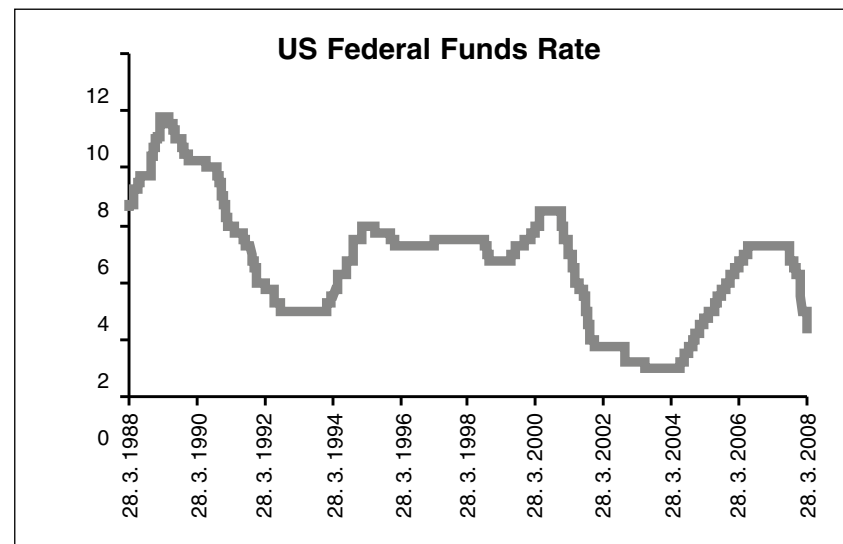
a fondů. Důležitou roli v celém procesu sehrály ratingové agentury, které, též díky angažovanosti velkých investičních bank, dávaly těmto dluhopisům vysoký rating, a proto je kupovali i konzervativní investoři jako jsou pojišťovny nebo penzijní fondy. Úvěrová rizika tak byla nejen rozptýlena, ale také skryta, resp. překryta dobrým ratingem.

Ekonomové se původně domnívali, že převádění úvěrového rizika z bank na jiné investory je pozitivním jevem, jelikož banky se pak mohly věnovat dalším úvěrovým obchodům. Jenže tito ekonomové také předpokládali, že riziková aktiva kupuje sofistikovaný investor, který dokáže rizika správně oceňovat a fundovaně s nimi zacházet. To se nestalo. Spouštěcím mechanismem finanční krize byla krize na americkém trhu druhořadých hypoték. Platební neschopnost části dlužníků a pokles cen nemovitostí snížily hodnotu sekuritizovaných dluhopisů a investiční banky utrpěly obrovské ztráty.

Měnová politika nahoru a dolů

Jakou roli v tom všem mají centrální banky? Americká centrální banka za úřadování Alana Greenspana zřejmě přispěla k dnešní situaci víc, než by se mohlo zdát. Na začátku této dekády prasknutí bubliny na amerických akciových trzích a hrozba recese přiměly FED, aby zahájil sérii snižování úrokových sazeb ze 6,5% na 1% v průběhu několika málo let. V tomto prostředí levných úvěrů vznikla vysoká poptávka po hypotékách a americké banky nabízely stále více rizikových hypoték. Inflace setrvala na nízkých hodnotách díky růstu produktivity práce, ostřejší konkurenci na trzích i díky levnému čínskému zboží.

Greenspanrazil vizi, že bublinu na trzích aktiv lze rozpoznat teprve tehdy, až praskne. Když potom v důsledku úvěrové expanze vzrostla inflace, začal FED od roku 2004 zvyšovat úrokové sazby a dostal se v roce 2006 až na 5,25% (viz graf). Díky restriktivnější měnové politice začali mít méně bonitní dlužníci problém se splácením hypoték. Ze zpětného pohledu se zdá, že změny úrokových sazeb, které dělal FED, nejprve dolů a pak nahoru, byly příliš velké a že větší stabilita sazeb by bývala přispěla ke stabilitě finančních trhů.



Ale podívejme se na roli centrální banky obecněji. K pochopení věci nám pomůže krátký historický exkurs. Ještě v 60. letech minulého století převládala v ekonomii představa, že inflace je strukturální a institucionální jev, že její příčiny je třeba hledat v nedokonalostech konkurence, na oligopolních trzích a v institucionálním rámci mzdových vyjednávání. K lepšímu pochopení podstaty inflace přispěl spor mezi monetaristy a keynesiánci, který v 70. letech 20. století skončil vítězstvím monetarismu – ekonomové se vrátili k pojetí inflace jako peněžního jevu. To zároveň znamenalo, že odpovědnost za inflaci má výlučně centrální banka.

Centrální banky začaly hledat měnově-politický režim, v jehož rámci by bylo možné udržet nízkou a stabilní inflaci. Zpočátku se zdálo, že tímto režimem může být monetaristické pravidlo umírněného a stabilního růstu peněžní zásoby, což by zajistilo dlouhodobou stabilitu kupní síly peněžní jednotky. Jinak řečeno, by se tím dosáhlo dlouhodobě stabilní cenové hladiny v širším pojetí, tj. nejen spotřebitelských cen, ale i cen aktiv. Bohužel se posléze ukázalo, že politika jednoduchého monetaristického pravidla nemůže dost dobře fungovat, protože centrální banka nemá peněžní zásobu zcela pod kontrolou.

Teorie peněz

V ekonomii se střetly dvě teorie peněz: exogenní, která byla v souladu s monetaristickým přístupem, a endogenní, kterou rozvíjela nová keynesiánská ekonomie. Dnes je zřejmé, že hlavní proud ekonomie více méně akceptoval endogenní teorii peněz. Ta říká, že nabídku peněz spíše než centrální banka tvoří komerční banky tím, že poskytují úvěry. Právě pod vlivem endogenní teorie peněz se centrální banky vrátily k úrokové sazbě jako svému měnově-politickému nástroji a v souladu s tím se také prosadil měnově politický režim inflačního cílování, ve kterém centrální banka svojí úrokovou sazbou ovlivňuje poptávku po úvěrech.

Jedním z problémů inflačního cílování je, že tato měnová politika formuluje cenovou stabilitu poměrně úzce – vyjadřuje ji v indexu spotřebitelských cen. Měnová politika je pak zaměřena na inflaci spotřebního zboží a služeb, ale ceny nemovitostí a dalších aktiv zůstávají mimo její cíl. Pak se může stát, že v nízkoinflačním prostředí, způsobeném například růstem produktivity práce nebo levným zbožím z Číny a Indie, udržuje centrální banka nízké úrokové sazby, spokojena s tím, že spotřebitelské ceny jsou na cíli, ale mimo její kontrolu zůstává růst hypotéčních úvěrů a následný růst cen nemovitostí. Případný vznik cenových bublin na trzích aktiv zůstává mimo zorné pole samotného cílování inflace. Centrální banky, které cílí inflaci, vycházejí z endogenní teorie peněz a nemají ve svých modelech prognózy inflace explicitně zabudovány peníze jako proměnnou.

Centrální banky v posledním období stále víc sledují i finanční stabilitu – tj. stabilitu finančního systému jako celku. Ale ekonomická teorie doposud nedokázala tyto dvě větve – tj. makromodelování inflace a finanční stabilitu – spojit do jednoho uceleného modelového rámce. Stále není konsensus ohledně vzniku a identifikace bublin na trzích aktiv a ohledně jejich modelování. Kromě toho malá otevřená ekonomika je do značné míry ve „vleku světového dění“. Pokud je např. ve světě tendence úrokové sazby snižovat, nemůže se centrální banka malé otevřené ekonomiky tomuto trendu dlouho bránit, protože úrokový diferenciál by jinak její měnovou politiku zpříšňoval prostřednictvím posilování domácí měny.

Nebezpečí morálního hazardu

Možnosti centrální banky udržovat finanční stabilitu svými úrokovými sazbami jsou omezené, protože centrální banka nemůže znát tzv. Wicksellovu přirozenou úrokovou míru, která odráží mezní produktivitu kapitálu. Ekonomická a finanční teorie se proto dnes kloní k závěru, že stabilitu finančních trhů nelze ohlídat makrostabilizační politikou, ale spíše mikroprudenční politikou, tedy regulací a dohledem nad subjekty finančních trhů. Problematice finanční stability se nejvíce věnuje Basilejská banka BIS, jejíž vizi jsou lepší standardy regulace. Právě BIS navrhla pravidla BASEL I a BASEL II. Ale ani ona nikdy netvrdila, že jsou pro zajištění finanční stability dostačující.

Finanční trhy dnes čelí výzvě, jak se s těmito jevy do budoucna vypořádat. Banky i investoři dostali tvrdou lekci a nepochybně dojde ke změnám v řízení úvěrových rizik i metod ratingu. Trhy se pročistí – ti, kteří příliš riskovali a uzavřeli špatné obchody, odejdou. Ale jak už to bývá, o slovo se budou hlásit i vlády a regulátoři, kteří budou nabízet nová, možná tvrdší regulační opatření. Podobně jako tomu bylo po asijské finanční krizi z roku 1997. Tehdy mnozí ekonomové i politikové začali volat po větší regulaci mezinárodních kapitálových toků. Nakonec to byl hlavně přechod od pevných k plovoucím měnovým kurzům, který zažehnal opakování měnových krizí podobných té z roku 1997. Nepochybně i současné události na finančních trzích vyvolají diskuse mezi ekonomy, zda je nutné finanční trhy více a lépe regulovat, nebo naopak ponechat řešení v rukou tržního systému samotného. Z amerického Ministerstva financí už dnes zaznívají hlasy volající po větší regulaci.

Americká centrální banka je sledem událostí tlačena k nízkým úrokovým sazbám, což snad usnadní trhům rychlejší zotavení. Ale další kroky, které FED podniká, již jsou nad rámcem zdravé měnové politiky. FED otevřel diskontní okénko i pro investiční banky (v naší terminologii pro obchodníky s cennými papíry) jako Goldman Sachs nebo Morgan Stanley, což je investičními bankami houfně využíváno. Dalším nestandardním krokem FEDu je, že přistoupil k akceptaci horších cenných papírů – nyní akceptuje ve svých tendrech jako zástavu i kvalitnější dluhopisy jištěné hypotékami. Americká vláda umožnila polostát-

ním agenturám Freddie Mac a Fannie Mae odkupovat od bank i rizikovější hypotéky.

Tyto kroky FEDu a americké vlády ovšem posilují prostředí morálního hazardu, který do budoucna zvyšuje riziko opakování finančních krizí. Naopak vědomí, že centrální banky toto dělat nebudou, je nejlepší politikou, jak motivovat investory k realistickému oceňování rizik, a tím napomáhat k upevňování stability finančních trhů.

Zpomalení americké ekonomiky je přirozené

Kamil Janáček

hlavní ekonom Komerční banky

Bezprostřední příčinou prudkého zpomalení americké ekonomiky, ke kterému došlo v posledním čtvrtletí 2007 a které pokračuje stagnací v prvním pololetí 2008, je tzv. hypoteční krize. Nicméně jde pouze o jeden z faktorů, který způsobil současné problémy největší světové ekonomiky.

Příčiny prudkého zpomalení americké ekonomiky a korekce dolaru

V posledním desetiletí ekonomové několikrát opětovně diskutovali, jak dlouho bude v USA udržitelný stav dvojího deficitu, tj. deficitu rozpočtu a deficitu běžného účtu platební bilance. Tyto diskuse byly intenzivní zejména po 11. září 2001. Úvahy o tom, že svět již nadále nebude financovat rostoucí deficit amerického běžného účtu přílivem finančního kapitálu, se lišily pouze tím, zda předpovídaly tzv. měkké či naopak tvrdé přistání. Lišily se ve způsobu řešení vzniklých nerovnováh: měkké přistání představovalo scénář ozdravení fiskální politiky kombinovaný s měnovou politikou orientovanou na oslabení kurzu dolaru. Tvrdé přistání znamenalo scénář hluboké recese, která sama přispěje k řešení (alespoň částečnému) problému dvojího deficitu.

Oba scénáře v sobě obsahovaly nezbytnost citelné korekce – tedy depreciace – kurzu dolaru. Proto je poněkud paradoxní, že když k této korekci dochází, mnozí ekonomové jsou překvapeni. Jsme svědky normálního průběhu vyrovnávacích procesů. Mluvit o fundamentální slabosti dolaru a navrhopvat intervence, které by zastavily jeho pokles, je omylem. Současný pokles kurzu dolaru není projevem jeho fundamentální slabosti. Vysoký deficit obchodní bilance USA ukazuje, že dolar není slabý, ale stále příliš silný.

Pokles kurzu dolaru pomohl snížit deficit obchodní bilance v roce 2007 o 85 mld. USD. Deficit běžného účtu se snížil ze 5,7% HDP v roce 2006 na 5,1% HDP v roce 2007. V posledním čtvrtletí 2007 oslabený kurz dolaru přispěl k růstu vývozu a stagnaci dovozu; čistý export přispěl k růstu HDP o 0,9 procentního bodu (při růstu americké ekonomiky v Q4/2007 o 0,6%). Další oslabení kurzu dolaru zcela určitě tento pozitivní proces snižování deficitu obchodní a platební bilance dále posílí.

Je tudíž chybné činit ze současného poklesu kurzu dolaru dalekosáhlé a často katastrofické závěry. Kurz dolaru skutečně výrazně kolísá z roku na rok. Avšak v dlouhém období se reálný kurz dolaru změnil velmi málo. Cena dolaru očištěná o inflaci oproti širokému koši měn zemí, se kterými USA obchoduje, klesla v posledních dvaceti letech pouze o 7%, tedy méně než 0,5% ročně (viz Martin Fedstein: *The dollar may be falling at just the right time*: Financial Times, 28. 3. 2008).

Americké finanční trhy: krize důvěry či nedostatek likvidity?

Je přirozené, že hypoteční krize prozatím nejcitelněji zasáhla finanční sektor USA. Jde o důležité odvětví americké ekonomiky, jak dokumentuje několik následujících údajů. Finanční služby USA představují (údaje za rok 2007) 15% hrubé přidané hodnoty (HDP) korporátního sektoru, 40% zisku korporátního sektoru a 5% zaměstnaných v soukromém sektoru.

Poslední odhad ztrát amerických finančních společností se pohybuje na úrovni 300 mld USD, tj. 2% HDP Spojených států a 20% základního kapitálu těchto podniků. Odepisování ztrát prudce sníží ziskovost finančních korporací, a tudíž jejich příspěvek k růstu HDP v roce 2008. Nutnost navyšovat základní kapitál jako důsledek krytí utržených ztrát znamená a bude znamenat omezení půjčování rizikovým klientům. Hrozí v USA tzv. „credit squeeze“, tedy zastavení půjčování klientům?

Situace v poskytování úvěrů prozatím není tak kritická, jak by se mohlo zdát z některých katastrofických článků. Náklady na půjčování (rizikové prémie) u kvalitních klientů – nefinančních institucí i domácností – se výrazně nezvýšily; důvěra v kvalitní kli-

enty přetrvává. Na druhé straně je viditelná neochota bank půjčovat jiným bankám a dalším finančním institucím: vysoký stupeň vzájemné nedůvěry mezi finančními subjekty přetrvává.

Díky zásahům americké centrální banky, Evropské centrální banky a Bank of England v posledních měsících netrpí trh nedostatkem likvidity. Nyní je na trhu i dostatek střednědobých peněz. Pokud nedojde k nečekaným otřesům, lze očekávat postupné, byť pomalé oživení finančních trhů a obnovení aktivity investorů od druhé poloviny roku 2008.

Vliv americké recese na zbytek světa

Ve svých komentářích někteří ekonomové a publicisté často hovoří o recesi americké ekonomiky jako o synonymu recese ekonomiky světové. Ale výhled světové ekonomiky není tak chmurný, jak ostatně dokumentuje tabulka č. 1.

Tabulka 1: Vývoj světové ekonomiky

	2006	2007(p)	2008(f)
USA	2,9	2,2	1,4
Japonsko	2,2	1,9	0,9
Čína	11,1	11,4	10,2
Indie	9,7	9,0	8,2
Latinská Amerika	5,3	5,4	4,5
Eurozóna	2,9	2,6	1,6
Svět	5,4	4,9	4,1

Zdroj: IMF, Société Générale; prognózy Komerční banka

Hypoteční krize a řešení dalších nerovnováh americké ekonomiky vyústila v její stagnaci či recesi v první polovině roku 2008. Přesto lze ale očekávat, že hospodářský růst v USA za celý rok 2008 bude v kladných číslech, byť citelně pod drahou potenciálního růstu. Slabý dolar bude podporovat exporty, nízký růst snižovat dovozy, což pomůže snížit deficit obchodní a běžného účtu platební bilance. Být existují rizika tohoto scénáře (směrem k nižšímu růstu), nelze očekávat, že se ekonomika USA propadne do hluboké krize typu krize třicátých let minulého století.

Prozatím nehrozí přeliv americké recese do ekonomik Číny, Indie, Latinské Ameriky či jihovýchodní Asie. Čínský růst bude i nadále dvouciferný, hospodářský růst Indie zaznamená pouze mírné zpomalení. Robustní domácí poptávka v těchto zemích bude schopna z velké části vykompenzovat případné zpomalení jejich vývozu v důsledku ochabnutí americké poptávky. Země Latinské Ameriky budou těžit ze své pozice vývozců komodit a potravin a též rostoucí domácí poptávky. Pouze Mexiko v této skupině zemí pocítí zpomalení ekonomiky USA v důsledku silných ekonomických vazeb (růst okolo 3 %).

Eurozóna, Japonsko a Velká Británie budou současným vývojem v USA zasaženy citelněji. Silné euro a oslabení poptávky v USA v krátkém období ohrozí exporty mimo eurozónu. Nakolik zpomalení těchto vývozu ovlivní růstový výkon eurozóny, bude záviset na tom, zda růst obchodů uvnitř eurozóny bude schopen kompenzovat pokles poptávky ve zbytku světa. Zároveň strojírenské vývozy ze zemí eurozóny, zejména Německa a Francie, pocítí rostoucí konkurenci amerických firem v důsledku slabého dolaru. Eurozóna v roce 2008 zaznamená opět jeden rok nižšího než potenciálního růstu.

Velká Británie pocítí americkou recesi ze dvou důvodů. Za prvé, spolu s Irskem jde o země, kde export do USA představuje významnou část jejich zahraničního obchodu. Pokles poptávky USA po dovozech proto citelně zasáhne exportní odvětví Velké Británie. Za druhé, turbulence na finančních trzích budou mít negativní vliv na obchodování londýnské City a celý anglický finanční sektor, se sekundárním negativním dopadem na celkovou hospodářskou konjunkturu.

Dolar a cena ropy

Nic v posledních letech nevyvolávalo větší bolest hlavy, než předpovědi kurzu dolaru a ceny ropy. Nezávislí experti i renomované instituce nejčastěji měnili právě předpovědi těchto dvou důležitých veličin. Problém je o to složitější, že jde o – přinejmenším zčásti – veličiny závislé: depreciace dolaru tlačí cenu ropy (a dalších komodit) nahoru.

Čas od času se dokonce objevují úvahy o opakování ropné krize obdobné té z roku 1982. Nová ropná krize v roce 2008 však

nehrozí. Cena barelu ropy nad 95 USD (2008) již v reálném vyjádření (tedy očištěna o inflaci) dosáhla ceny ropy z jejího vrcholu v roce 1982, ale zatímco v roce 1982 obchod s ropou a ropnými deriváty představoval 8% světového hrubého domácího produktu, dnes je to méně než 2%. Dopad růstu cen ropy je dnes čtyřikrát nižší než před pětadvaceti lety.

Tento příklad zároveň dokazuje, že cenový mechanismus funguje. Při zdražení ceny určitého výrobního faktoru se hledají technologie a postupy, jak tento faktor nahradit či ušetřit. Výsledkem je, že dnes je světový růst podstatně méně náročný na ropu než v době první a druhé ropné krize.

Americká recese a česká ekonomika

Přímý vliv finančních turbulencí v USA na českou ekonomiku bude nepatrný. České finanční instituce neobchodovaly s úvěrovými deriváty (CDO, sekuritizovanými hypotékami, apod.), jak dokazují jejich bilance i prohlášení České národní banky. Zde se ukázalo jedno z pozitiv faktu, že většina českých bank je vlastněna zahraničním kapitálem: zahraniční vlastníci tento druh obchodů vyvedli do mateřských bank, takže na rozdíl od druhé poloviny devadesátých let české banky s těmito produkty přestaly obchodovat.

Nepřímý vliv poklesu hospodářské dynamiky v eurozóně bude citelnější a zpomalí hospodářský růst ČR. Eurozóna reprezentuje 63% českých vývozu. Čeští exportéři jsou dodavatelé a subdodavatelé především exportních podniků eurozóny. Např. pro vývoz do Německa (32% českých vývozu) platí, že tyto vývozy nejsou primárně závislé ani na růstu HDP Německa či růstu jeho průmyslu, ale na růstu německých vývozu. Proto intenzita zpomalení vývozu eurozóny (viz výše) kardinálním způsobem ovlivní i české vývozy a zprostředkovaně český hospodářský růst.

Hrubý domácí produkt ČR v roce 2008 poroste mezi 4,5–4,8%, po třech letech více než šestiprocentního růstu. Byť stále jde o více než dvaapůl násobek očekávaného růstu eurozóny, toto zpomalení růstu znamená, že se zpomalí rychlost dohánění „starých“ členských zemí Evropské Unie.

Závěr

Světový růst bude v roce 2008 silně poznamenán zpomalením růstu USA a důsledky finančních turbulencí v USA na finanční trhy zbytku světa. Nicméně ve světovém měřítku i v roce 2008 růst bude na třicetiletém průměru (či dokonce mírně nad ním), což je stále uspokojivý hospodářský výkon.

V poněkud podrobnějším pohledu v roce 2008 půjde o následující: Jak tvrdé bude ve Spojených státech přistání? Bude v Japonsku, eurozóně a Velké Británii tvrdé či měkké přistání? V Číně, Indii a Latinské Americe neočekáváme spíše žádné přistání. Česká republika kolísá mezi měkkým a žádným přistáním.

Finanční krize je hrozbou

Jaromír Šindel

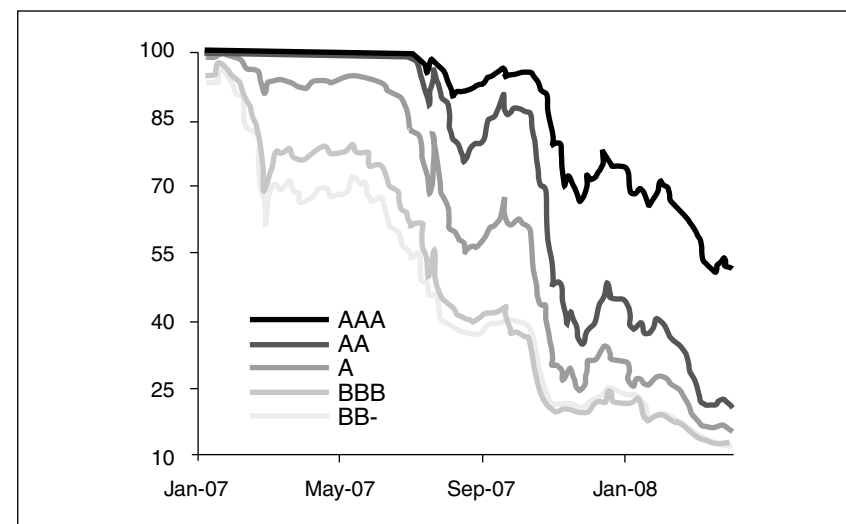
hlavní ekonom Citi Bank

Zlaté časy minuly. Současné problémy globálního finančního světa střídají období finanční a ekonomické prosperity, které provázelo globální ekonomiku v předcházejících letech. Avšak nárůst ekonomického bohatství byl v minulém období významně ovlivněn hojným využíváním finančních instrumentů, které i díky pákovému efektu vedly k rozšíření možností financování ekonomických aktivit.

Od turbulence ke zmatku na finančním trhu

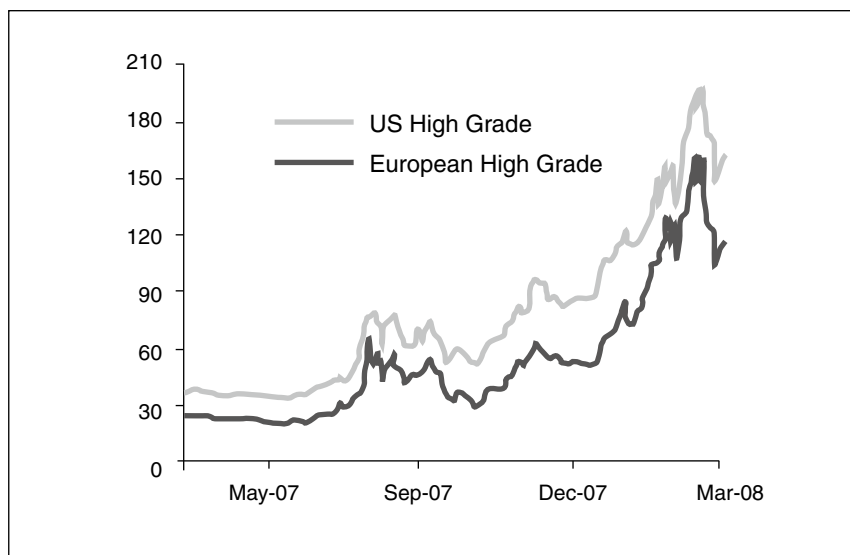
Během července roku 2007 narostly ztráty z hypotéčních úvěrů vložených do strukturovaných úvěrových produktů. Prá-

Obrázek 1: Vývoj cen cenných papírů zajištěných jinými aktivy



Pramen: Citi.

Obrázek 2: Credit Default Swap Index

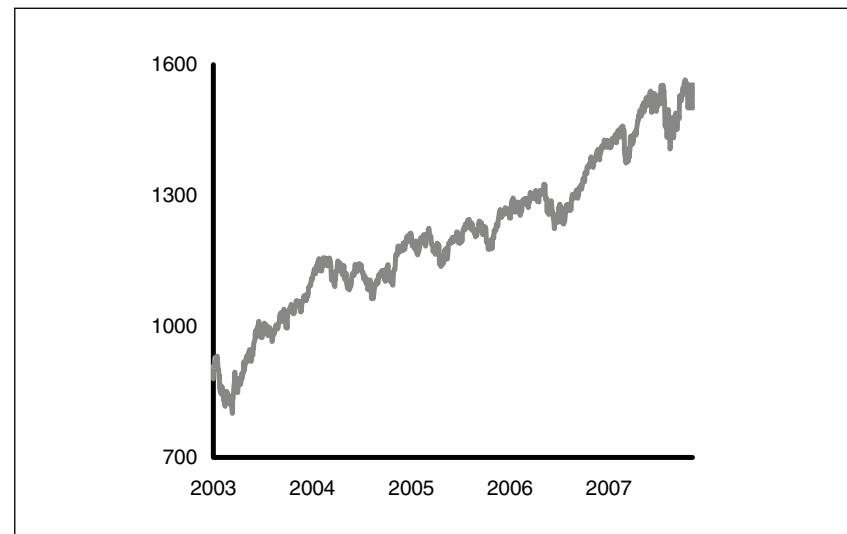


Pramen: Reuters.

vě tento spouštěcí mechanismus zahájil přecenění firemních úvěrů a řadu dalších rizikových aktiv, přičemž vývoj na trhu byl velice rychlý. Avšak již z počátku se očekávalo, že tento korekční prázdninový pohyb směrem dolů nebude poslední, což je zřejmé z obrázku 1. Obdobný propad v přecenění následoval během v pozdním podzimu a pozvolna i během přelomu let 2007 a 2008.

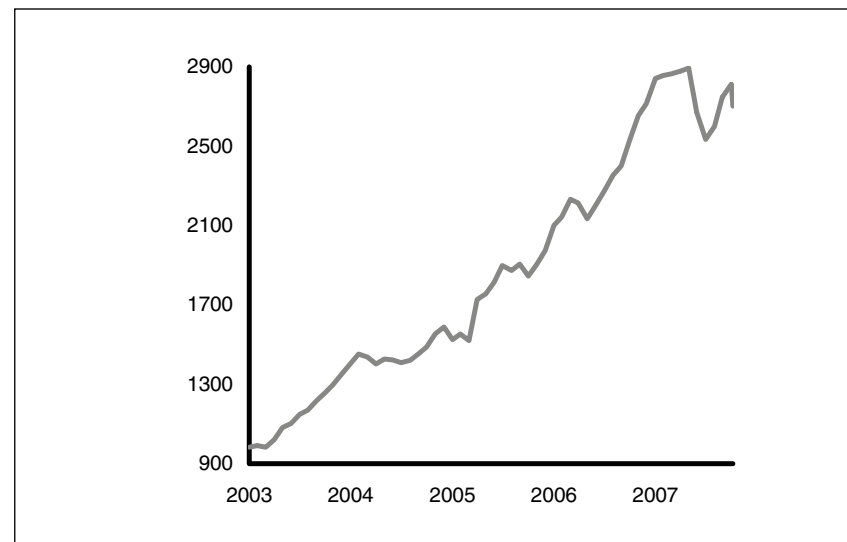
Navzdory postupnému přehodnocení kreditního rizika, zpřísnění podmínek při poskytování úvěrů a samotný výhled na budoucí vývoj americké ekonomiky nebyl zpočátku příliš negativní. Hlavní argumenty představovaly především zdravé bilance ať už jednotlivých firem či ekonomik. Nicméně tento argument vzal za své v krátkém období. Klesající ceny akcií a nemovitostí společně s narůstajícími odpisy ztrát ve finančním sektoru negativně ovlivnily čisté bohatství subjektů v ekonomice a zvýšily vyhlídku na slabší hospodářský vývoj v následujícím období.

Obrázek 3: Vývoj akcií S&P 500



Pramen: Reuters.

Obrázek 4: Cena nemovitostí (FTSE EPRA/NAREIT Global)

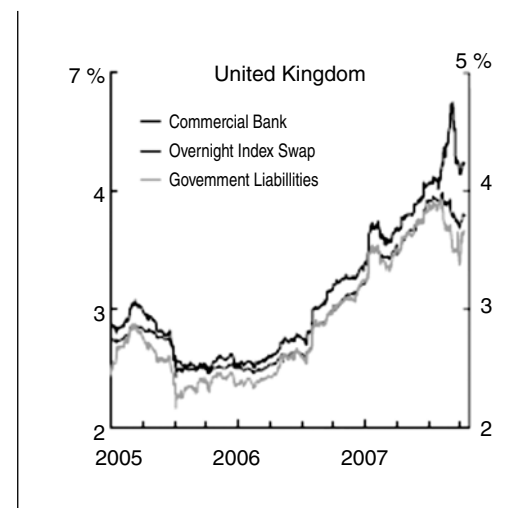
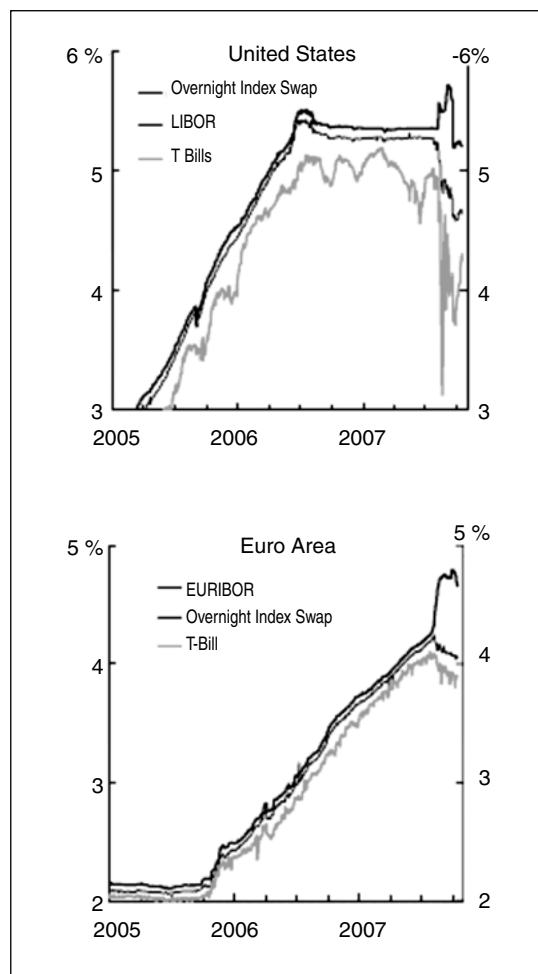


Pramen: Reuters.

Morální hazard či efektivní řešení?

Negativní výhled na světovou ekonomiku je rovněž poznamenán nestabilním vývojem krátkodobých sazeb na peněžním trhu. Tento významný zdroj rizika se centrální banky snažily zpočátku

Obrázek 5: 3měsíční sazby na mezibankovním trhu, overnight swapové indexy a výnosy z vládních cenných papírů v USA, eurozóně a Velké Británii, 2005–2007 (%)



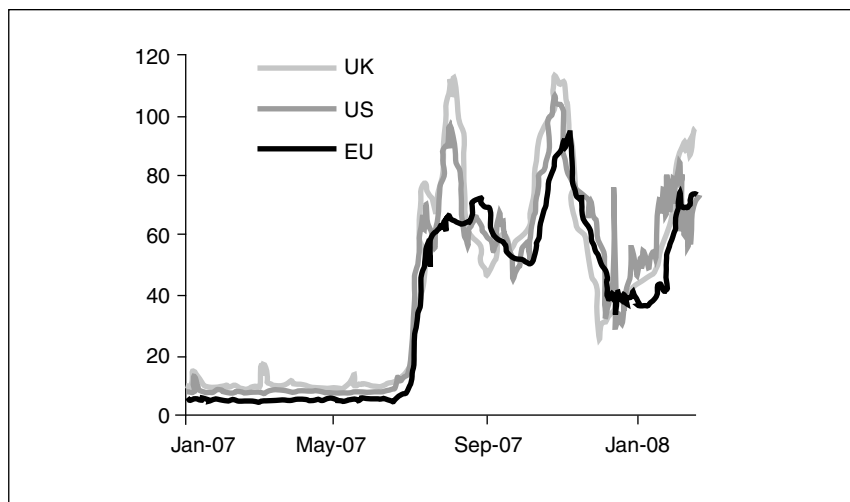
Pramen: Bloomberg, Haver a Citi.

omezit akomodativní měnovou politikou, kdy americký FED reagoval rychlým snížením sazeb již na podzim roku 2007, následován Bank of England. Ale, jak je zřejmé z obrázku 5 a 6, problém likvidity přetrval i nadále a stal se podmětem pro další, v některých případech až bezprecedentní kroky centrálních bank, které lze rozdělit do dvou oblastí.

Zprvce, akceptování „méně kvalitních“ cenných papírů jako záruka pro získání likvidity od centrálních bank směrem k soukromým finančním institucím, což je například zřejmé z obrázku 7, kde v případě amerického FEDu poklesl podíl vládních cenných papírů v jeho bilanci o 10% na přelomu let 2007 a 2008. Například americký FED přistoupil k přijímání samotných Mortgage-Backed Securities (MBS) (ovšem Fed nepřijímá veškeré MBS, ale pouze ty, kterým nehrozí snížení stupně kvality), které jsou v pozadí turbulencí finančních trhů.

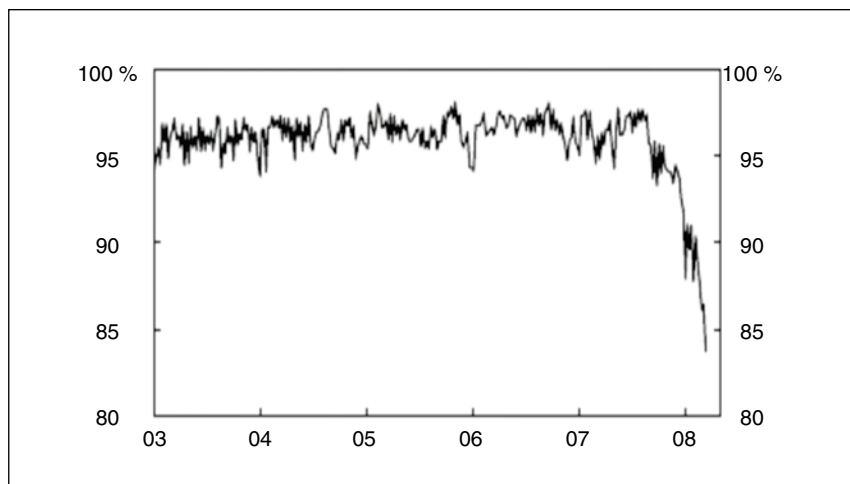
Za druhé, je to rozšíření okruhu finančních institucí, které mohou získávat likviditu od centrálních bank, kdy americký FED (pravděpodobně poprvé od třicátých let) uvolnil tuto cestu k likviditě nejen pro klasické vkladové bankovní instituce, ale

Obrázek 6: Krize likvidity klíčových světových měn



Pramen: Citi. Poznámka: Rozdíl mezi 3měsíčním LIBOREM a implikovaným overnight úrokovým swapem.

Obrázek 7: USA – Vládní cenné papíry jako podíl na půjčkách, repeč a cenných papírech Fedu, 2003–12. březen 2008 (%)



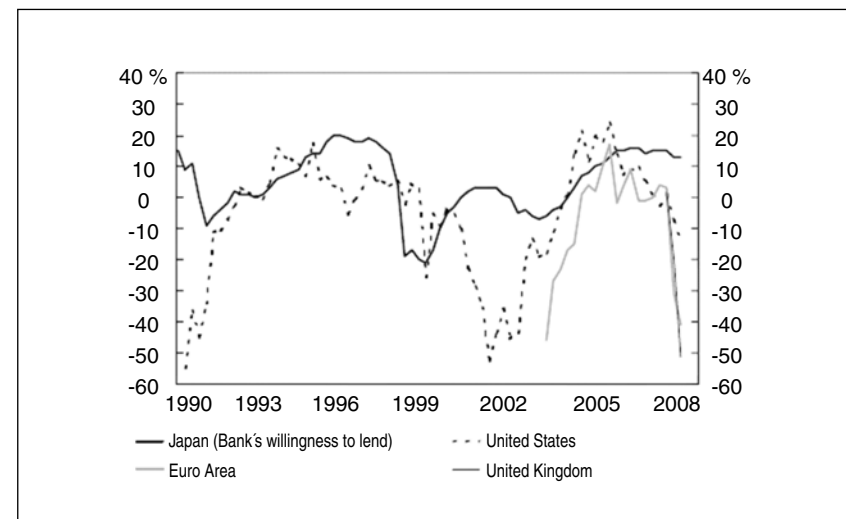
Pramen: Fed a Citi.

i například pro nebankovní primární dealery. Tyto kroky FEDu lze shrnout do následujících zkratk, jejichž vývoj a množení jde roku v ruce s kritickým vývojem finančního světa – PDCF (Primary Dealer Credit Facility), TAF (Term Auction Facility), TSLF (Term Securities Lending Facility).

Recese, nebo pouze zpomalení?

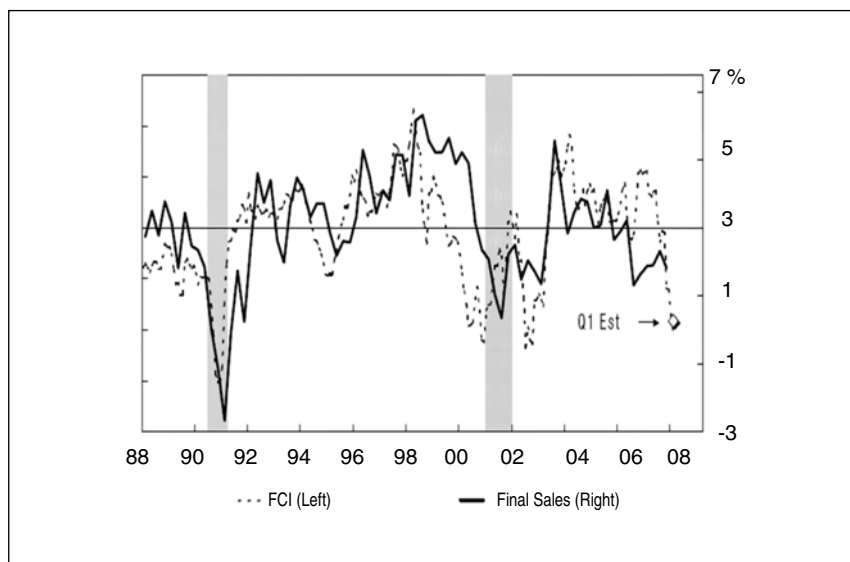
Úvěrové podmínky poměrně rychle reagovaly na situaci na finančních trzích a během relativně krátké doby se staly těsnějšími, přičemž dosáhly úrovně z let 2001–2002 (viz obrázek 8). Nejen obezřetnější přístup k poskytování úvěrů stojí za pravděpodobným budoucím poklesem ekonomické aktivity a ekonomického růstu pod potenciálem. Index finančních podmínek, který v sobě zahrnuje výši úrokových sazeb, kreditních spreadů, cen akcií a nemovitostí, se během druhé poloviny roku 2007 a počátku roku 2008 stal výrazně těsnějším. Podobných úrovní tohoto indexu jsme byli svědky v období ekonomické recese v USA na počátku 90. let či po přelomu století (viz obrázek 9).

Obrázek 8: Vývoj úvěrových podmínek



Pramen: BIS.

Obrázek 9: Citi index finančních podmínek (levá osa) a vývoj konečné poptávky v USA (pravá osa), 1988-1Q 2008



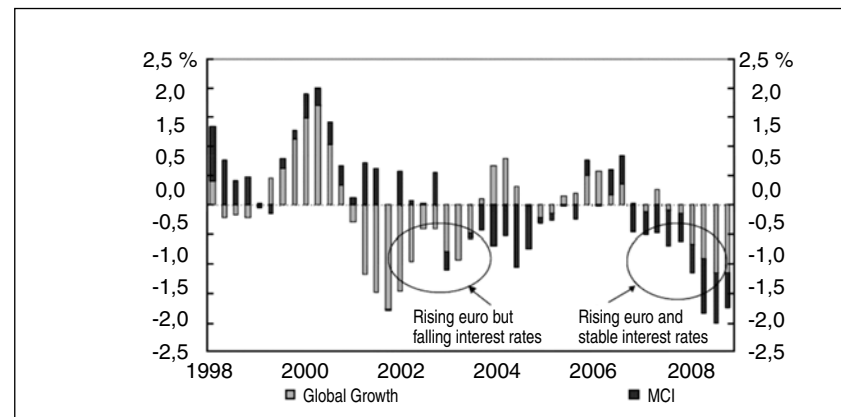
Pramen: Bureau of Economic Analysis a Citi. Poznámka: Citi Index finančních podmínek odráží vývoj kreditních spreadů, cen akcií, cen nemovitostí a úrokových sazeb.

Těsnější finanční podmínky – dražší financování, pokles bohatství – pravděpodobně dopadnou negativně na ekonomický růst v USA. Nicméně pro region střední a východní Evropy, vzhledem k jeho nižší orientaci exportů do USA, bude klíčový následný ekonomický vývoj v eurozóně. Dva hlavní faktory stojí za naším výhledem ekonomického růstu s negativní produkční mezerou v eurozóně v letech 2008 a 2009. První představuje ztenčující se vnější poptávku, která rovněž přispěla ke zpomalení v letech 2001–2002.

Druhý faktor – měnové podmínky – je z jedné poloviny obdobný jako ve zmíněném předcházejícím období, a to posilující euro. Avšak vývoj vnitřních měnových podmínek, tedy jejich druhé poloviny – úrokových sazeb, je v tomto období odlišný. V předcho-

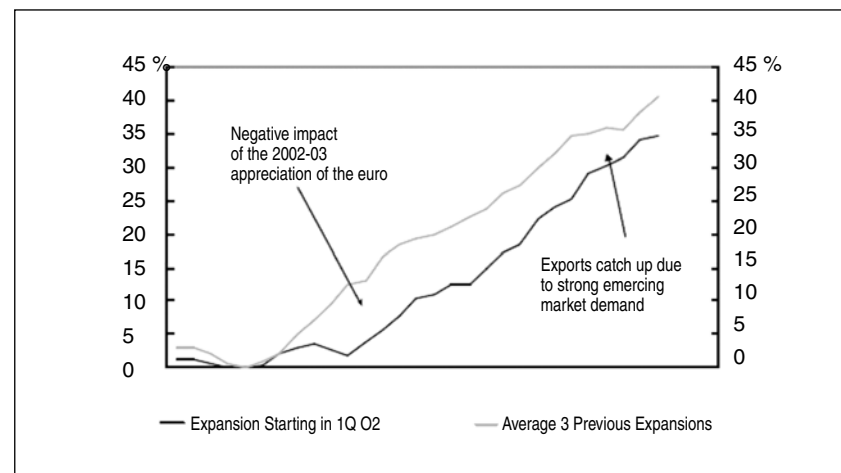
zím období zpomalení ekonomické aktivity doprovázel pokles úrokových sazeb, jenž kompenzoval silnější euro. Avšak v současném období jsme vzhledem k bujnějšímu vývoji inflace svědky

Obrázek 10: Determinanty ekonomického růstu v eurozóně – světový růst a měnové podmínky



Pramen: OECD, Eurostat a Citi.

Obrázek 11: Exporty eurozóny v různých hospodářských cyklech



Pramen: Eurostat, Citi.

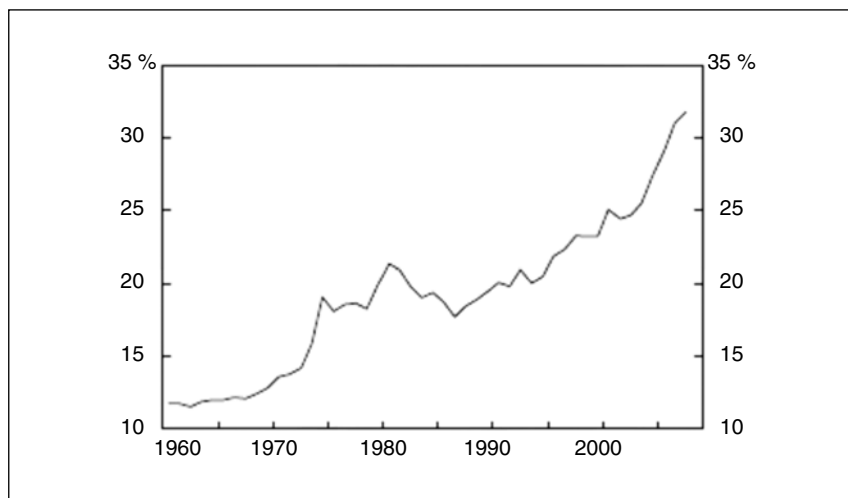
fáze výrazně silnějšího eura a stabilních úrokových sazeb, které nepůsobí akomodativně s ohledem na rizika směrem dolů pramenící z turbulencí na finančních trzích.

Riziko pro světovou ekonomiku?

Zpomalení ekonomického růstu z počátku odráželo především výrazné zpomalení a následný pokles investic do rezidenčního bydlení, což v první fázi nepředstavovalo výrazné riziko pro světovou ekonomiku. Nicméně následné zpomalení ekonomické aktivity nejen v USA, ale i v některých částech eurozóny připomíná, že případné riziko recese či pravděpodobnější možnost suboptimálního ekonomického růstu v USA, ale i v některých státech západní Evropy představuje pro roky 2008 a 2009 i riziko pro zbývající světovou ekonomiku.

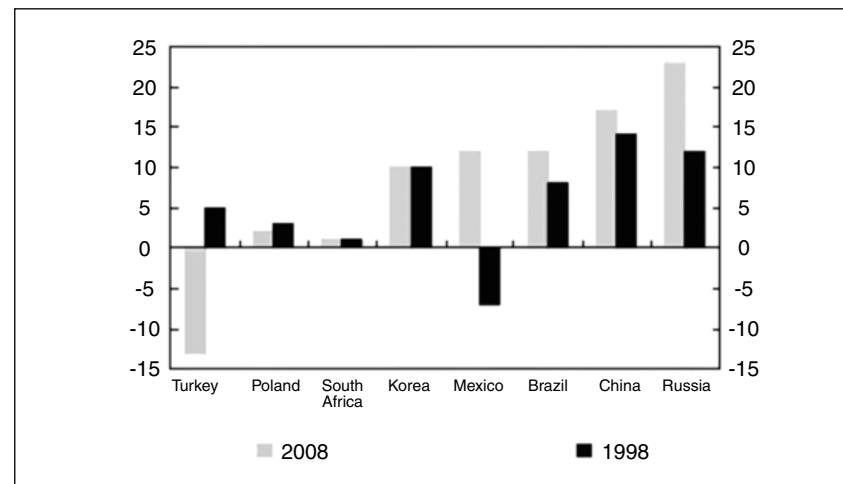
Hlavní argument pro zvýšené riziko představuje narůstající otevřenost ekonomik (viz obrázek 12). Prodlužující se období nevýrazného ekonomického růstu a přetrvávající turbulence na finančních trzích vytváří riziko především pro otevřené ekonomiky s posilujícím měnovým kurzem a pro ekonomiky s vyšší potřebou vnějšího financování.

Obrázek 12: Světové exporty vůči HDP, 1960–2007 (%)



Pramen: Světová Banka, IMF a Citi.

Obrázek 13: Větší odolnost vůči zranitelnosti u vybraných rozvíjejících se ekonomik, 1998 a 2008



Pramen: Citi.

Negativní dopad suboptimálního ekonomického růstu ve vyspělých ekonomikách zasáhne rovněž rozvíjející se ekonomiky, avšak s rozdílnou razancí a z rozdílných příčin. Za prvé, zlepšená hospodářská politika rozvíjejících se ekonomik vyústila v nižší deficity běžného účtu a vládních financí v porovnání s minulou dekádou (viz obrázek 13). Tento předpoklad nižší potřeby financování má dva důsledky.

Za prvé, dochází ke snížení potřeby financování na mezinárodním trhu, což je příhodné pro pokračování ekonomického růstu v období turbulence na mezinárodním finančním trhu; jednak zdravé bilance zvyšují flexibilitu, respektive manévrovací prostor pro hospodářskou politiku, jak čelit případnému poklesu vnější poptávky. Nicméně, tento argument není příliš silný v případech vyšších inflačních tlaků, což nedovoluje v některých případech uvolnit otěže hospodářské politiky i v případě zhoršující se vnější poptávky.

Za druhé, státy, které nedosahují zdravých bilancí, jsou ohroženy turbulencí na globálních finančních trzích, což se i odrazilo v nárůstu spreadů na pokrytí jejich kreditního rizika.

Tabulka 1: **Předpověď reálného růstu, inflace, běžného účtu a fiskální bilance, 2007–2009**

	Růst GDP (%)			Inflace (CPI)			Běžný účet (% HDP)			Fiskální bilance (% HDP)		
	2007	2008F	2009F	2007	2008F	2009F	2007	2008F	2009F	2007	2008F	2009F
Globální	3,9	3,0	2,8	3,1	4,7	3,5	0,3	-0,1	-0,4	-0,4	-1,3	-1,5
V PPP	4,9	3,9	3,7	3,6	5,5	4,1	1,1	0,5	0,0	-0,5	-1,4	-1,6
Průmyslové země	2,5	1,5	1,4	2,1	3,2	2,2	-1,4	-1,6	-1,5	-0,8	-1,9	-2,0
USA	2,2	1,3	1,4	2,9	4,2	2,8	-5,3	-5,8	-5,7	-1,1	-3,5	-3,4
Japonsko	2,1	1,7	1,4	0,0	1,2	0,8	4,8	4,1	4,2	-2,8	-3,0	-3,6
Eurozóna	2,6	1,5	1,2	2,1	3,0	1,8	0,2	0,0	-0,1	-0,6	-1,0	-1,1
Kanada	2,7	1,1	2,5	2,1	2,1	2,2	0,9	1,0	0,5	0,2	0,1	0,1
Austrálie	3,9	2,2	3,4	2,3	4,1	3,1	-6,2	-4,1	-4,3	1,6	1,5	1,8
SRN	2,6	1,8	0,8	2,1	2,4	1,8	7,6	6,2	4,0	0,0	-0,6	-1,2
Francie	1,9	1,4	0,9	1,5	2,9	1,7	-1,5	-2,0	-2,2	-2,7	-3,2	-3,4
Itálie	1,6	0,5	1,2	2,2	2,5	1,7	-2,0	-2,5	-2,7	-2,3	-3,0	-3,1
Španělsko	3,8	2,0	1,9	2,7	3,7	2,7	-9,6	-8,9	-7,5	2,2	0,5	-0,5
Británie	3,0	1,7	0,8	2,3	3,2	2,9	-4,2	-3,7	-2,4	-2,8	-3,0	-3,5
Emerging Markets	7,4	6,3	6,0	5,3	8,0	6,5	4,5	4,0	2,6	0,7	0,2	-0,3

Pramen: Citi, květen 2008

Dopad na českou ekonomiku

Ačkoliv český finanční sektor nebyl přímo významně zasažen, respektive s ohledem na rozsah problémů světového finančního světa nebyl zasažen vůbec, nelze konstatovat, že česká ekonomika se vyhne negativním dopadům. Dopady nemusí být pouze negativní, jelikož současná situace, přesněji řečeno příčiny současného napětí na světových finančních trzích, přinesou zvýšenou míru obezřetnosti ve finančním sektoru – a to nejen v oblasti současného poměrování kreditního rizika, ale především v oblasti nastavení kontrolních procesů, odloučení hodnocení kreditního rizika od prodeje apod.

Avšak pozitivní dopady mohou být výrazně pokřiveny samotnou podstatou nastavení finančního sektoru, tj. systému, kde centrální banky odpovídají nejen za svůj primární cíl – cenovou stabilitu, ale jsou rovněž odpovědné za stabilitu finančního sekto-

ru. A zde, vzhledem k tomu, že centrální banka vystupuje jako tzv. věřitel poslední instance, může dojít k již zmíněnému morálnímu hazardu.

Ostatní dopady jsou zřetelnější a jejich vliv na pokračování solidního růstu má spíše negativní charakter. Ve zkratce uvedme tři nejdiskutovanější dopady – ekonomický růst, inflace a měna – které jsou s jistotou odchylkou v akcentu, diskutovány napříč jednotlivými státy. S ohledem na vysokou otevřenost české ekonomiky a geografickou strukturu jejího zahraničního obchodu se domníváme, že v případě zpomalení ekonomik západní Evropy je diskuse o tzv. decoupled-recoupled téměř bezpředmětná (zvláště pokud bereme do úvahy posílení měnového kurzu, jenž snižuje cenovou konkurenceschopnost).

Další negativní fakt pro českou ekonomiku představují vyšší ceny komodit. A to jako výsledek neuvadající poptávky především z rozvíjejících se zemí v kombinaci se stávajícím otřesem na finančních trzích; tj. slábnoucí dolar, nízké výnosy u hlavních investičních instrumentů, což částečně přispívá k využití komodit jako investičního aktiva. V situaci vysokých cen komodit pak reforma veřejných financí spojená se změnou nepřímých daní a regulovaných cen přináší své nezamýšlené důsledky v podobě příspěví k vyšší inflaci okolo 7 %, která se v České republice naposledy vyskytla v roce 1998.

Silná koruna odráží zvýšenou averzi k riziku

Nejdůležitějším faktorem, který z turbulence na světových finančních trzích prozatím pravděpodobně nejsilněji a nejviditelněji zasáhl, respektive zasáhne českou ekonomiku, je vývoj její měny. Pokud přistoupíme na hypotézu, že vývoj české koruny neodpovídá fundamentům (zde abstrahujeme od tématu rovnovážného úrovně české koruny), vývoj české koruny byl znatelně za poslední rok a půl ovlivněn rizikovou averzí na světovém finančním trhu.

První polovina roku 2007, kdy svět dojížděl na vlně solidního ekonomického růstu, byla ve znamení relativně nižší rizikové averze. V tomto období česká měna oslabovala jak vůči euru, tak vůči dolaru. Česká koruna patřila společně s japonským jenem

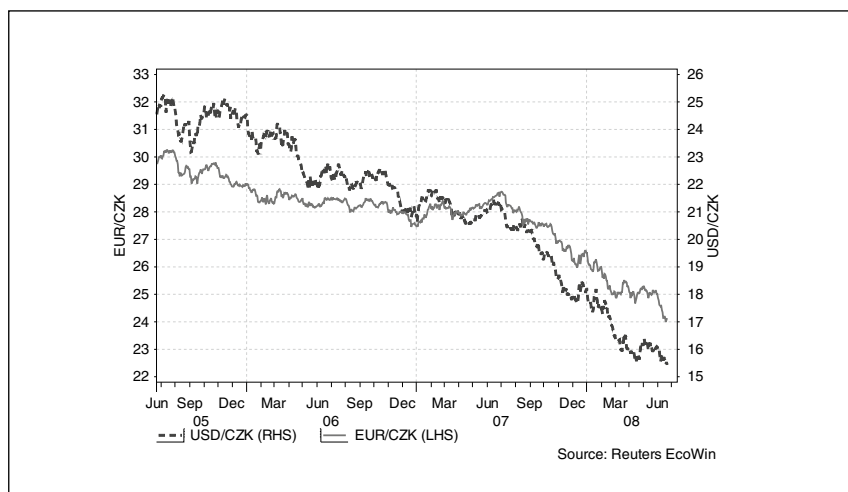
a švýcarským frankem do klubu zemí s nejnižšími krátkodobými úrokovými sazbami a sloužila jako měna ke globálnímu financování tzv. carry obchodů.

Ve zkratce se jedná o typ obchodu, kde měnu s nižší úrokovou mírou využívám skrze úvěr (či krátkou pozici) k investicím do měny s vyšší úrokovou mírou. Poté měna s nižší úrokovou mírou, tj. funding měna oslabuje, zatímco měna s vyšší úrokovou mírou posiluje. Při vybírání zisku (v současném prostředí se lépe hodí termín likvidace pozic) pak funding měna posílí a prvotní cíl investice, tedy měna s vyšším výnosem oslabuje.

Zde se česká koruna využívala k financování investic do vysoce úročených měn, což společně s ostatními faktory způsobilo, že česká ekonomika v době solidního ekonomického růstu vykázala během prvního pololetí roku 2007 kumulovanou depreciaci téměř 4 % vůči euru.

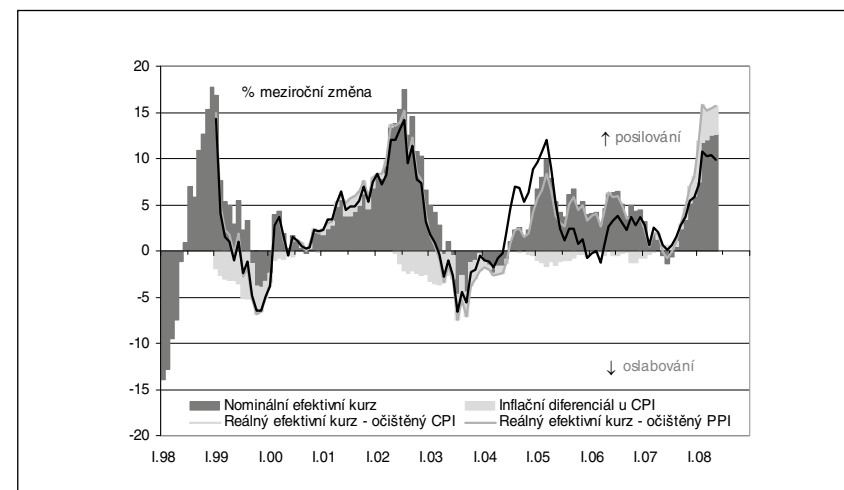
Avšak tento typ obchodů, založený na investice do vyšších výnosů, je spojen s vyšším rizikem a zároveň ochota investovat do vyšších výnosů je výrazně podmíněna rizikovou averzí. A jelikož začátek druhé poloviny roku 2007 nastartoval období vysoké vo-

Obrázek 15: Vývoj české koruny vůči euru a americkému dolaru



Pramen: Reuters EcoWin.

Obrázek 16: Vývoj nominálního efektivního kurzu



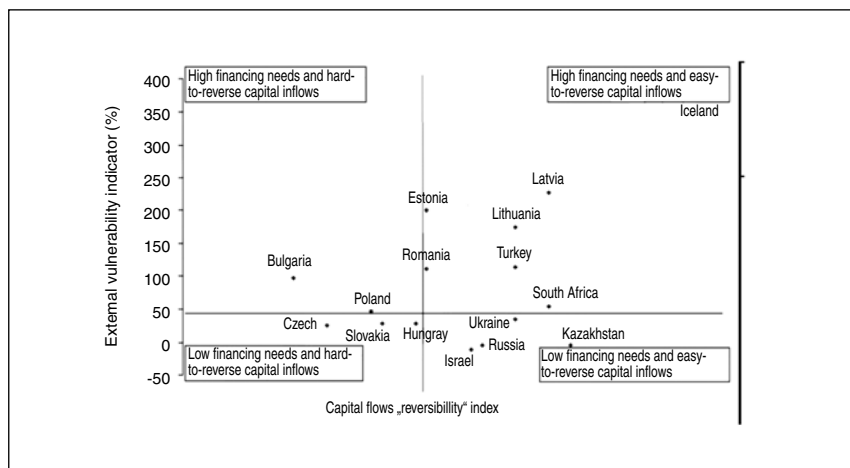
Pramen: Česká národní banka a kalkulace Citi.

latility a rizikové averze, byli jsme svědky poměrně rychlých likvidačních pozic carry obchodů a razantního posílení české koruny.

Česká koruna nicméně posilovala i nadále a ke konci roku 2007 kumulativně posílila v porovnání s koncem července o 6 % vůči euru a přes 12 % vůči americkému dolaru. Během prvního čtvrtletí se tento vývoj prohloubil a apreciacie české koruny vůči euru dosáhla 11% a vůči americkému dolaru přes 20%. Avšak toto razantní posílení již není výsledkem likvidace pozic v carry obchodech, ale odpovídá postupnému nabalování jednotlivých faktorů, které dohnaly českou korunu k posílení srovnatelnému s rokem 2002.

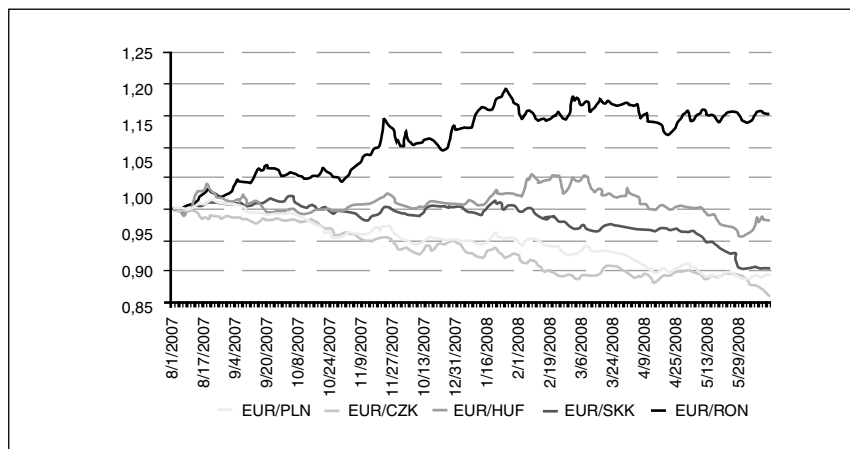
S ohledem na nárůst rizikové averze na finančním trhu představují zdravé bilance (běžný účet, fiskální bilance) klíčový faktor, který umožnil posílení české koruny. Tento argument je zřejmý především v porovnání s ostatními měnami regionu (viz obrázek 17), kde například česká ekonomika s ohledem na zlepšující se deficit běžného účtu vykazuje nižší náročnost na jeho financování pomocí finančního účtu (viz obrázek 17 - vertikální osa). Zde rovněž můžeme sledovat jeho stabilnější strukturu (viz obrázek

Obrázek 17: Index zranitelnosti a stability v rámci financování deficitů běžného účtu finančním účtem v zemích CEEMEA



Pramen: Citi. Poznámka: Vertikální osa vyjadřuje potřebu financování běžného účtu finančním účtem, horizontální osa vyjadřuje stabilitu složek toků na finančním účtu platební bilance.

Obrázek 18: Index měnových kurzů střední a východní Evropy (1. srpna 2007 = 1)

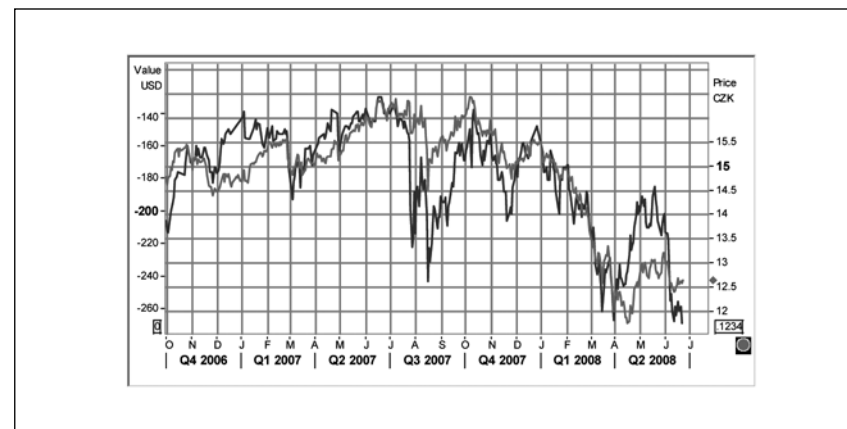


Pramen: Reuters a Citi Handlovy. Poznámka: vyšší hodnoty představují oslabení.

17 - horizontální osa), respektive charakter toků na finančním účtu naznačuje menší nebezpečí náhlého odlivu finančních investic v porovnání s ostatními státy regionu.

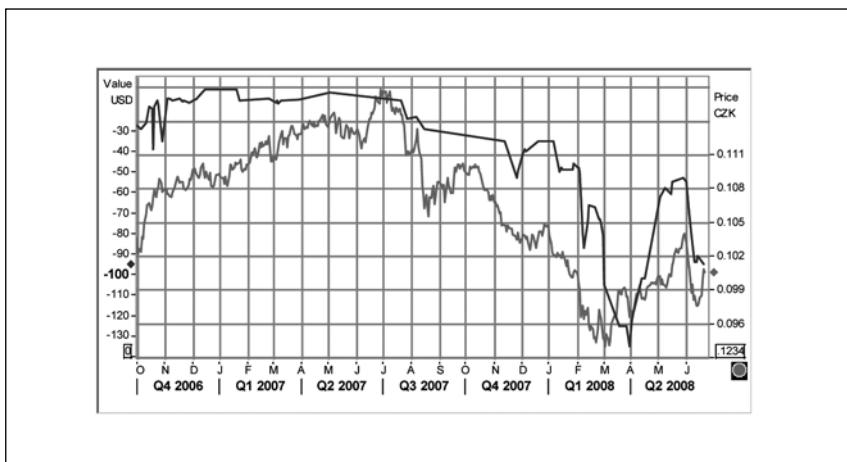
Nižší zranitelnost české ekonomiky se ve faktické rovině projevila v relativním poklesu ceny zajištění vůči kreditnímu riziku. Z obrázku 17 je patrné, že česká ekonomika dosahuje nižší úrovně v rámci našeho měřítka zranitelnosti vnější bilance; zvláště pokud porovnáme výsledky s Maďarskem a Tureckem, které dosahují vyšší zranitelnosti. Tento fakt se následně odráží do vývoje ocenění kreditního rizika, kde česká ekonomika vykazuje relativně nižší kreditní riziko v porovnání s těmito ekonomikami. Abychom uzavřeli cyklus, nezbývá než konstatovat, že vývoj měnového kurzu kopíruje takto vyjádřené relativní kreditní riziko.

Obrázek 19: Česká koruna vůči turecké liře (červená, pravá osa) a rozdíl mezi oceněním kreditního rizika v ČR a Turecku (modrá, levá osa), 4Q 2006–2Q 2008



Pramen: Reuters.

Obrázek 20: Česká koruna vůči maďarskému forintu (dolní křivka, pravá osa) a rozdíl mezi oceněním kreditního rizika v ČR a Maďarsku (horní křivka, levá osa), 4Q 2006–2Q 2008



Pramen: Reuters.

Váhové schéma měnové politiky – inflace vs. růst

Avšak tento faktor není postačující pro vývoj české koruny. Ta, ačkoliv její výnosy jsou relativně nízké, těžila rovněž ze situace, kdy její posílení nebylo překážkou pro měnovou politiku centrální banky. Česká národní banka se totiž v daném období ocitá v cyklu růstu úrokových sazeb, kdy ČNB z oázy poměrně nízkých úrokových sazeb (dvoutýdenní repo sazba ČNB dosáhla v průměru 2,2 % během roku 2006) postupně přecházela k vyšším úrokovým sazbám, nicméně během inkriminovaného léta 2007 byla stále 100 bodů pod sazbou ECB (4 %).

Navzdory tomu, že sazby ECB již dále neporostou a naopak finanční trhy (jako se později ukázalo, tak mylně) očekávaly, že ECB přistoupí k pomalému snižování úrokových sazeb (zvláště po razantních krocích FEDu v této oblasti již v roce 2007), bylo více než zřejmé, že ČNB (s inflačními tlaky v zádech) nemůže zůstat na tak nízkých úrokových sazbách navzdory posílení měnového kurzu.

V tomto ohledu je posílení české koruny uvězněno dodnes. Navíc se po velikonocích v roce 2008 miska vah na pomyslné váze – růst vs. inflace – převážila směrem k vyššímu inflačnímu riziku, což popohnalo sazby na českém trhu výše a pokles obav ohledně zpomalení ekonomického růstu posouvá českou korunu do stále silnějších pozic.

B.

*Text přednášky
„Strengthening Banking
System in Order to Revive
Global Growth“*

(7. května 2008)

Banky se musí vrátit zpět k základům

Charles Dallara

výkonný ředitel Institutu pro mezinárodní finance

Ve svém příspěvku rozeberu současnou celosvětovou ekonomickou situaci a aktuální problémy bankovníctví. Protože v současné době čelíme opravdu závažné krizi, musíme přistoupit k závažným a do určité míry koordinovaným opatřením. Není to tak vážné, jak jste to zažili v ČR na sklonku 90. let, ale poměrně dost vážné to je. Rád bych nejprve stručně popsal situaci. Pak se zastavím u chyb bank a investorů, popíši ztracenou důvěru a nabídnu cestu, jak dál.

Situace ve světě

Banky (a naše síť je tvořena 375 bankami) zažívají těžké časy. Přišly o kapitál, přišly o výnosy a – co je nejpodstatnější – přišly o důvěru. Samozřejmě se to netýká všech bank. V České republice jsou banky stabilní, kvalitně řízené a prosperující – ať už je to díky vynikající strategii nebo díky štěstí. V každém případě se jim podařilo se do značné míry vyhnout komplikacím a problémům, jimž čelí naše přední banky v New Yorku, Londýně, Frankfurtu, Paříži, Torontu, Curychu. Prozatím se tyto problémy dramaticky projeví na ekonomice USA a potenciálně se mohou projevit i na celosvětové ekonomice.

Ekonomika USA nejistě stojí na prahu recese. Trh nemovitostí v naší zemi se propadá a každý týden dochází k dalším případům nesplácení hypoték. Celosvětová ekonomika (i přes dobrou situaci zde v České republice) začíná pocítovat dopady chyb ve finančním sektoru, slabosti americké ekonomiky a rekordní výše světových cen komodit. Cena ropy je vysoká. Ceny potravin na celém světě rostou, což představuje problém nejen pro bankéře, kteří by byli schopni se s touto situací v převážné většině případů vyrovnat, ale především pro obvyčejné lidi.

Tyto složité problémy vyžadují komplexní řešení a reakce, avšak nejenom ze strany politiků. Musí na ně reagovat i bankovní a finanční sektor. Rád bych se stručně zmínil o chybách, které nás do této obtížné situace přivedly a poté bych se chtěl podrobněji zastavit u možností a návrhů na odstranění těchto problémů.

Začneme s globální nerovnováhou, protože by bylo nesprávné vnímat problémy ekonomického sektoru jen jako mikroproblém řízení rizik a nedostatečného kapitálového zajištění. To, k čemu došlo, je důsledkem globální nerovnováhy, která se vyvinula v průběhu let. Dramatický pokles výše úspor v USA, kde domácnosti často jako by zapomínaly udržovat výši úspor a vláda rovněž projevuje tendenci zapomínat na vládní úspory, masivní deficit obchodní bilance způsobený částečně stejně vysokými přebytky v Číně, Japonsku a dalších rozvíjejících se ekonomikách.

Na počátku tohoto desetiletí byl např. přebytek čínské obchodní bilance něco pod 3 % HDP, postupně narostl na 7 % v roce 2005, 9 % v roce 2006 a více než 11 % HDP v loňském roce. Na druhé straně roste schodek obchodní bilance v USA. Jedná se do jisté míry o nepsanou globální dohodu, o niž jsme všichni usilovali – americký spotřebitel profituje z otevřeného trhu a levné výroby v Číně a dalších zemích. Zbytek světa, včetně částí tohoto regionu, naopak profitoval z obrovského hladu amerického spotřebitele po zboží, což podporovalo export, výrobu a vytváření pracovních míst po celém světě.

USA byly také díky otevřeným trhům a dostupnosti zboží a kapitálu schopny udržet financování našeho deficitu, udržet nízkou míru inflace v tomto období. Ale země, které se nacházely na druhé straně této rovnice, si chtěly zachovat svou konkurenceschopnost. Mnohé z nich (což samozřejmě není případ ČR) usilovaly o zachování uměle nízkého směnného kurzu vůči dolaru, což jim pomáhalo zvyšovat přebytky obchodní bilance, provádět zásahy do vlastního trhu a budovat hmotné rezervy, což se nyní stalo komplikací a současně významným aspektem v globálním ekonomickém měřítku, který však nijak nepřispívá k odstranění existující nerovnováhy.

Mezitím se oslabení dolaru stalo viditelným pro každého z nás. Ocitli jsme se v době, kdy dolar zásadním způsobem ztratil na

důvěryhodnosti v celosvětové komunitě finančníků a investorů. Existují určité limity, jak je možné tuto ztrátu důvěry na trzích omezit. Ovšem v současné době nebude snadné přilákat kapitál ve výši dvou miliard dolarů, což je částka kterou potřebujeme každý den k financování deficitu naší obchodní bilance.

Nedávno jsem měl přednášku na univerzitě, kde jsem se zabýval výší deficitu naší obchodní bilance a výší částky potřebné k financování tohoto deficitu a zmínil jsem se o této částce dvou miliard dolarů denně. Bylo jasné, že se jedná o studenty prvního ročníku ekonomie, protože se mě zeptali: „A to se vztahuje i na víkendy?“ Ano obávám se, že tohle financování potřebujeme opravdu na každý den, včetně svátků.

Chyby bank a investorů

Zatímco probíhal tento proces, vznikala celosvětová nerovnováha, na kterou USA nereagovaly vyšší mírou úspor a Čína vyšší domácí poptávkou. V Číně, Japonsku a dalších zemích v Asii nebyla zavedena vyšší flexibilita směnných kurzů. Bankovní sektor se dopustil určitých chyb a omylů plynoucích z politiky snadno dostupných peněz, kterou praktikují některé přední centrální banky světa.

To je realita, kterou musíme vzít na vědomí: jak politici, tak velké centrální banky přinejlepším usnadnili cestu krizi, které nyní čelíme a přinejhorším k ní přímo přispěli, a to mimořádně nízkými úrokovými sazbami a politikou levných peněz, která převládala v USA i západní Evropě po většinu tohoto desetiletí.

Bankéři se nedopustili chyby jen tím, že poskytovali úvěry za nízkých standardů (to je chyba, které se dopouštějí každých deset či dvacet let, jedná se o pravidelně se vyskytující fenomén, kdy půjčují při vysokých standardech a vysokých úrocích, ale pak se objeví konkurence a stlačí standardy i úrokové sazby dolů, ale protože banky usilují o další výnosy a další poplatky, tak půjčují peníze dál bez adekvátní kontroly schopnosti klientů splácet). Ale tentokrát byl problém způsoben více faktory, zejména zahrnutím těchto půjček do takzvaných strukturovaných produktů. Půjčky byly začleněny do balíčků a redistribuovány přes podrozvahové účty do rukou mnoha investorů po celém světě.

Můj dobrý přítel a aktivní člen Institutu pro mezinárodní finance, bývalý výkonný ředitel MMF, Jacques de Larosière, nedávno řekl, že tento proces sekuritizace dluhů z hypoték a sekuritizace mnoha dalších prvků dluhů se stal jakýmsi paralelním systémem bankovníctví, který se postupně vymkl veškeré regulaci. Nechápejte to tak, že bych volal po silné regulaci, tak tomu rozhodně není. Ale regulační rámec, který zůstal zachován pro rozvahové dluhy, nezůstal zachován pro podrozvahové dluhy. Takže vzniklo mnoho vysoce složitých a strukturovaných produktů.

Jak nedávno řekl můj přítel a kolega Nick Brady ve svém projevu v Meziamerické bance pro rozvoj (Inter-American Development Bank), docházelo k vytváření pákového efektu. Bankovníctví příliš využívalo pákového efektu bez odpovídající transparentnosti a poskytování informací. Bankéři v tom samozřejmě nebyli sami. Ratingové agentury tomuto procesu bohužel napomáhaly tím, že udělovaly hodnocení AAA širokému spektru složitých finančních produktů. A investoři, hladoví po zisku a výnosech v tomto světě s pohádkově nízkými úroky, nakupovali čím dál více těchto produktů. Tvrdili nám, že tohle všechno je relativně bezpečné, ale teď víme, že tomu zdaleka tak nebylo.

Po pravdě řečeno si myslím, že jsme si to měli uvědomit mnohem dříve. Je pravda, že existovaly určité varovné signály a my v Institutu pro mezinárodní finance jsme v letech 2006 i 2007 vydali našim bankéřům i politikům varovná upozornění, stejně jako řada dalších institucí. Ale nikdo jim nepřikládal váhu, protože tento proces zprostředkování a špatného řízení rizik už měl tak silnou dynamiku.

Ztracená důvěra

Dnes vidíme, že důvěra nezmizela úplně. V uplynulých týdnech jsme na světových finančních trzích zaznamenali určitou míru pozitivních reakcí. Ale bankéři by neměli být tak překvapeni, že v určitém okamžiku se jim jejich vlastní slabé bankovní postupy vrátí a obrátí se proti nim. V roce 1776 vydal Adam Smith „Bohatství národů“. I před dvěma a půl stoletími měl na tyto otázky poměrně dobré názory. A já bych zde rád uvedl dva krátké citáty z Adama Smithe a jeho klíčového díla ekonomického myšlení.

„Peníze – to úžasné kolo oběhu, ten úžasný nástroj obchodu, jako všechny další nástroje obchodu, přestože jsou součástí, a velice hodnotnou součástí kapitálu – se nijak nepodílejí na výnosech společnosti, k níž náleží. Přestože kovové mince, které je tvoří, představují za dobu svého oběhu pro každého člověka, k němuž se dostanou, zisk náležející jen jemu, oni sami (bankéři) z toho žádný zisk nemají.“ To je pro nás, kteří zastupujeme bankéře, dost smutná pasáž. Ale Smith pokračuje dál a dotýká se problémů důvěry, s nimiž se potýkají vyspělé banky, resp. banky v takzvaných vyspělých státech v dnešní době.

„Když tedy lidé v určité zemi mají důvěru v prozíravost konkrétního bankéře, takže věří, že je vždy na požádání připraven vyplatit své směnky, které mu mohou být kdykoli předloženy, mají tyto směnky stejnou hodnotu jako peníze ze stříbra či zlata, a to na základě důvěry, že je za ně možno kdykoli získat peníze.“ Tady si musíme uvědomit, že v té době měnu nevydávaly centrální banky, nýbrž jednotlivé komerční banky, které si získávaly důvěru a respekt ve vztazích se svými klienty.

Samozřejmě platí i opak. Když klienti banky přestanou věřit v čestnost svých bankéřů, důvěra se vypaří. Pozoruhodným faktorem v současné době je, že i přes obdivuhodnou snahu centrálních bank po celém světě zajistit likviditu na úvěrových trzích, účtují si banky navzájem mnohem vyšší sazby za mezibankovní úvěry, než tomu bylo ještě před rokem. A proč tomu tak je? Ze dvou důvodů.

Za prvé, důvěra zeslábla, pokud úplně nevymizela. Za druhé, je zde závažná otázka likvidity. Banky se necítí dobře, když jdou večer spát a musí si říkat, že možná ohrozily svou likviditu. Bez ohledu na odchody vkladatelů je slabá pozice bank v současné době spíše výsledkem ztráty důvěry mezi bankami navzájem spíše než důvěry mezi bankou a jejími vkladateli. A to je věc, které jsou si dobře vědomi všichni bankéři.

Jak dál?

Podívejme se teď na některé možnosti řešení. Nechci se moc dlouho zabývat otázkou, jak jsme se dostali tam, kde momentálně jsme, neboť je poměrně jasné, že to bylo způsobeno kombinací

globální nerovnováhy, špatných postupů a praxe bank a nadměrné likvidity na světových trzích. Dnes se s touto situací musíme vypořádat, a to hned na několika úrovních.

Za prvé, musí proběhnout určitá snaha o globální definování makroekonomické politiky, a to nikoli prostřednictvím jakéhosi vysoce centralizovaného mechanismu v rámci MMF. To už dnes dávno není praktické. Ale prostřednictvím rámce spolupráce, který nebude založen jen na bázi skupiny G7 v její současné podobě, která je stále více zastaralá. Lidé mají tendenci se upínat k organizacím a strukturám ještě dlouho potom, kdy přestanou být užitečné.

G7 už dávno není středem světa. Přesto se její představitelé scházejí ve Washingtonu, vydávají prohlášení, jednají, baví se a myslí si, že pořád ještě hrají klíčovou roli ve světové ekonomice. Ale součástí této skupiny není Čína, chybí tu středoevropské státy, chybí tu Indie, Brazílie, producenti ropy z oblasti Blízkého východu. A oni si i přesto pořád myslí, že stále ještě řídí světovou ekonomiku.

Skuteční aktéři musí být připraveni vzít na sebe svůj díl odpovědnosti za světový ekonomický systém, z něhož nyní profitují. A mezi tyto aktéry patří významné země jako Čína. Svět je nakažen čínskou ekonomikou. Přemýšlí o budoucnosti, o ohromné dominantní velmoci, ale odvracejí pozornost Číny od některých zásadních kroků, které musí učinit, aby přeplavala peřeje řeky Colorado, jak to učinil generál Powell, nebo aby provedla transformaci nejen ekonomické, ale i politické reality, jak to bylo provedeno v ČR před téměř dvaceti lety.

Čína je velice odlišná. Nechtěl ani na okamžik tvrdit, že cesta reformem v Číně by měla být shodná s cestou, kterou se ubírala Česká republika nebo moje vlast. Ale musíme vnímat realitu, jaká je. Například banky, které v současné době patří mezi největší banky s nejsilnějším kapitálem na světě, ale poskytují pravděpodobně jedny z nejhorších úvěrů, jaké jsou lidstvu známy. Musíme se podívat na systém bankovníctví, který se dnem i nocí snaží zavést systém firemního řízení, ale pak se jednoho dne celý management banky sebere a odjede na stranickou schůzi – na schůzi komunistické strany. Západní banka investující do čínské banky je paradox, protože nemůže provádět jakékoli změny v managementu,

ani na pobočkách. Žádný bankovní manažer nemůže provádět personální změny bez schválení místního stranického aparátu.

A to jsou některé překážky, které musí Čína překonat na své cestě při této významné ekonomické transformaci i významné politické transformaci, kde ale stále zůstává ona stranická skořápka vládního vlivu, která je ale stále prázdnější, nejen pro okolní svět, ale i pro čínský lid, což je důležitější.

Bankovní komunita musí přijmout fakt, že valná část řešení dnešních problémů nepříjde ze strany vlády, ze strany regulátorů, ze strany ekonomů MMF nebo Světové banky nebo EBRD, ale že bude muset vycházet z disciplinovanosti samotného trhu. Jednotlivé společnosti si začínají zametat před vlastním prahem a my jako Institut pro mezinárodní finance jsme převzali určitý podíl odpovědnosti ve snaze projektovat globální hlas kolektivní bankovní komunity, která musí nejprve uznat závažnost chyb, k nimž došlo, a následně nalézt kroky, které je možno učinit za účelem zlepšení bankovních postupů a praxe v celé řadě oblastí.

Před několika týdny jsem byl ve Frankfurtu na konferenci s předsedou představenstva našeho institutu, Joe Ackermannem, když jsme před několika týdny vydali průběžnou zprávu (interim report). Pokusili jsme se v ní nastínit některé předběžné návrhy našeho bankovního výboru na posílení systémů řízení rizik, jak obnovit důvěryhodnost systému hodnocení, jak zlepšit proces poskytování informací, jak zlepšit postupy poskytování záruk. A z této konference mi utkvěly v mysli dva momenty.

Prvním z nich bylo, když jsem druhý den ráno vstal a podíval se do Financial Times, kde byl titulek: „Banky přijímají vinu za krizi.“ Já bych ten titulek neformuloval přímo takhle, řekl bych spíše: „Banky přijímají odpovědnost za svůj podíl na vzniku krize.“ A právě k tomu naše iniciativa směřuje.

Návrat k základům

Nesnažíme se utíkat od závažných otázek, jako je struktura plateb v bankách, protože některé tyto struktury existující v bankách a zejména v investičních bankách představují součást našeho problému. Banky se musejí vrátit zpět k základům. Včera jsem měl zajímavý rozhovor s Pavlem Kavánkem, který řekl: „My se

v českých bankách nesnažíme vrátit zpátky k základům, protože jsme základy prakticky nikdy neopustili.“ Ale u mnoha bankéřů tomu tak není.

Když jsem přednesl tuhle prezentaci společně s naším předsedou, tisk mne kritizoval. Psali, že to, co říkám, zní jako mateřství a jablečný koláč (tj. věci, o jejichž správnosti nikdo nepochybuje). Mluvíte o vysokém standardu řízení rizik, základní odpovědnosti vedoucích pracovníků, zapojení představenstva – ale to všechno tak přece už dávno mělo fungovat! A já jsem odpověděl, že to možná zní jako mateřství a jablečný koláč, ale bohužel lidé v mnoha bankách ztratili své mateřské schopnosti a zapomněli recept na jablečný koláč.

Jsou zde složité otázky oceňování, které jsou součástí účetnictví mezi jednotlivými trhy. Když se snažíte uvést na trh určitý produkt a ten trh prostě neexistuje (což se přesně stalo s celou řadou strukturovaných produktů, kdy se ztratila likvidita), pak vzniká skutečný problém. Paul Walker nedávno ve svém projevu v New Yorku řekl, že nemůže být pochyb o tom, že vztahy mezi jednotlivými trhy musí být založeny na centrální disciplíně. Další otázkou však je, jak je to zařízeno nebo regulováno v případech, kdy tržní ceny neexistují. Naše odvětví zde musí dělat všechno, co může, ale regulační orgány budou cítit povinnost zasáhnout.

Dva dny po vydání naší zprávy byla vydána zpráva bank o finanční stabilitě, která je poměrně rozumnou a konstruktivní zprávou, přestože tisk se jí svým obvyklým způsobem snaží vykládat jako snahu bank o zavedení samoregulace, což rozhodně není naším cílem, a jako snahu regulačních orgánů o zavedení nadměrné regulace, což také rozhodně není jejich cílem. Nesnažíme se zavést samoregulaci, snažíme se přijmout odpovědnost za postupy používané v našem odvětví. V dnešním složitém světě neexistuje pouze jediná vrstva regulace – je zde více vrstev. Podle mého názoru si to většina regulátorů uvědomuje, což je rozdíl oproti době před pouhými deseti nebo dvaceti lety.

Když zhruba na začátku či v polovině 90. let s touto prací začínal, setkával jsem se s regulátory, kteří si buď hráli na Mojžíše v regulaci nebo něco, co bych nazval přístupem plukovníka Krause. Mojžíšův přístup vypadá takto: já jsem regulátor, tady máte deset příkázání regulace, přečtěte si je, dodržujte je. Konec diskuse.

Přesně tímto způsobem přistupovalo před dvaceti lety mnoho regulátorů ke své práci. Přístup plukovníka Krause byl poněkud odlišný. Jeho celé jméno je plukovník Kraus von Zillergut. Plukovník Kraus řekl dobrému vojáku Švejkovi: „Voják musí svého představeného hledat v zástupu a na nic jiného nemyslet, než aby dostal všem svým povinnostem, které jsou mu předepsány. Když padne na bojišti, má před svou smrtí zasalutovat. Kdo neumí salutovat, dělá, že nevidí, nebo salutuje nedbale, je u mě bestie.“

Takhle přesně vypadal přístup, s nímž jsme se setkávali u některých regulátorů. A já se bohužel obávám, že někteří žáci plukovníka Krause působí v Bruselu dodnes, protože se stále setkáváme s regulačními a vládními úředníky, kteří jsou přesvědčeni, že řešením problémů trhu je více předpisů a více regulace. Tak tomu tak není a většina regulátorů to chápe. Nejsem si ale jistý, zda je tomu tak i u politiků, protože občas se můžeme v Evropě i ve Spojených státech dočíst opravdu prapodivné věci.

Je žádoucí spolupráce mezi bankéři, regulátory a vládami s cílem nalézt nový koncept vzájemných vztahů. Jak řekl nedávno Václav Klaus o evropské ústavě: musí být nalezena nová rovnováha mezi soukromým a veřejným, neregulovaným a regulovaným, domácím a zahraničním. Ale stejné koncepty platí i dnes, kdy usilujeme o řešení problémů globálních financí a globální ekonomiky. Tato řešení nenalezneme pomocí starých vzorců a starých institucí, nýbrž nalezením nové rovnováhy v těchto klíčových oblastech.

Pokud my na trhu budeme dělat svou práci a vlády a regulátoři budou dost rozumní na to, aby to nepřeháněli se svou prací, věřím, že za několik let se světová ekonomika přiblíží těm obdivuhodným výsledkům, jichž česká ekonomika dosahuje v současné době.

C.

Doplňkové texty

Spíše pilulka na bolest než lék

Václav Klaus

Kapitalistická ekonomika je – nevyhnutelně – ekonomikou cyklickou, s výraznými výkyvy v obou směrech. Otázkou je, zda k těmto výkyvům stát přispívá nebo je naopak brzdí.

Poslední vývoj v USA jasně ukazuje, že stát svými zásahy přispívá k přestřelování růstové fáze cyklu (uměle snižovanými úrokovými sazbami na hypotéky, příslibem svých ochranných zásahů snižuje přirozenou pozornost firem a bank vůči možnému riziku, regulací, která nikdy nemůže být úplná, nutí firmy a banky unikat do „mezer“, kde regulace není, zvyšováním státních výdajů a rozpočtového deficitu zvyšuje celkovou poptávku nad „přirozenou“ úroveň, atd.) a pak se snaží změkčovat sestupnou fázi. Cena za to není vůbec malá, 700 mld. dolarů, o kterých se teď mluví, je 3–4 násobek našeho HDP a zaplatí to daňoví poplatníci.

Všude tu v Americe říkám, že problému špatných úvěrů rozumíme, protože jsme je v první fázi po pádu komunismu také měli a museli řešit. Zvolili jsme řešení přes Konsolidační banku, ale tehdy šlo o dědictví komunismu a o náklady zbavování se ho (transformační proces). V USA komunismus neměli. Byly to normální chyby rozhodování bank v permissivním prostředí státního paternalismu. Náklady by měli nést spíše akcionáři bank, než daňoví poplatníci.

Nicméně tržní ekonomika potřebuje důvěru účastníků trhu, jinak funguje špatně. Tato důvěra dnes v USA není, a dominovým efektem se to šíří do dalších zemí. Proto je logické, že se americká vláda snaží svým zásahem tuto důvěru zvýšit. Může to částečně pomoci.

Současně je zřejmé, že je to spíše pilulka proti bolesti, než řešení příčin problémů. Zastírání tohoto faktu je nedůstojné.

MF Dnes, 4. října 2008.

Koruna nás chrání – nezahazujme ji předčasně

Stanislava Janáčková

poradkyně prezidenta republiky

Stížnosti českých podnikatelů na posilování a volatilitu kurzu koruny se v poslední době natolik množí, že by nezavěšený čtenář mohl nabýt dojmu, že koruna je největším nepřítelem naší ekonomiky. Tyto nářky zdánlivě dodávají argumenty příznivcům rychlého přijetí eura. V tomto duchu se nesl článek Ludka Niedermayera „Euro – rizika klesají, atraktivita roste“ (HN 25. 9. 2008).

Opravdu rizika přijetí eura klesají? Prvým argumentem Ludka Niedermayera je tvrzení, že sladěnost české ekonomiky s ekonomikou eurozóny se v průběhu času zlepšuje. Ponechme odborníkům z České národní banky, aby posoudili, nakolik to platí. Až dosud dávaly jejich analýzy nejednoznačné výsledky – ale i kdyby tomu tak nebylo, sladěnost „lepší“ zdaleka ještě neznamená sladěnost postačující.

Podobně problematický je argument, že pokles nezaměstnanosti v české ekonomice signalizuje rostoucí pružnost pracovního trhu – jde totiž spíše o důsledek několika uplynulých let vysoce nadprůměrného růstu, převyšujícího náš dlouhodobý potenciál. Snížení fiskálních deficitů pod hranici danou maastrichtským kritériem je důsledkem téhož, a v podmínkách zpomalení růstu bude to bude daleko náročnější. Důchodová reforma-nereforma, kterou provádí současná vládní koalice, sice neohrožuje fiskální situaci v nejbližších letech, ale o to více může ohrozit její dlouhodobou udržitelnost. Nelze než konstatovat, že rizika pro přijetí eura v těchto oblastech stále přetrvávají.

Také relativní cenová hladina České republiky se sice posouvá nahoru směrem k průměru eurozóny, rozdíl je však stále ještě dost velký na to, aby přijetí eura nevyhnutelně vyvolalo silný nárůst inflace. Byla by vysoká míra inflace opravdu o tolik přijatel-

nější, než posilování koruny? A pro koho – pro podnikatele, nebo též pro ostatní občany a jejich úspory?

Potíže českých vývozců s kurzem koruny nelze bagatelizovat. Nicméně jejich závažnost je značně oslabována faktem, že náš vývoz má více než dvě třetiny „dovozního obsahu“. Silná koruna je navíc jen jedním faktorem jejich potíží – dalším je a bude pokles poptávky ze strany zahraničních odběratelů. Potíže i bankroty podniků bývají běžným, byť bolestným, průvodním jevem zpomalování hospodářského růstu. Růst české ekonomiky v číslech kolem 6% bohužel není dlouhodobě udržitelný žádnými kouzly hospodářské politiky.

Rychlejší posilování koruny v posledních měsících, stejně jako zvýšené kolísání jejího kurzu, navíc představovaly odchylku od dlouhodobého trendu. Dnes už je její vysvětlení zřejmé – šlo o vedlejší projev rostoucího napětí na světových finančních trzích. Kumulující se globální nerovnováhy nakonec vyústily v procesy, které dnes komentátoři nazývají finanční krizí. Probíhající změny vytvářejí novou situaci, kdy je nutno z nových hledisek posoudit také otázku výhodnosti či nevýhodnosti zachování vlastní měny v České republice.

V současnosti nás koruna chrání. Dokud je český finanční trh oddělen od zahraničí alespoň měnovým kurzem, nepřelévají se sem tak snadno turbulence, které již postihly nejen americký finanční trh, ale i řadu zemí eurozóny.

České banky zůstaly relativně oddělené od svých zahraničních „matek“, mají jinou strukturu aktiv, vykazují dostatek vlastních prostředků, takže nejsou závislé na půjčkách z finančního trhu, zaměřovaly se na jiné teritorium a na jiné druhy služeb, investic a transakcí. Oddělenost, k níž významně přispěla existence vlastní měny, nás zatím ochraňuje před nedostatkem likvidity a před tzv. credit crunch neboli zhroutením úvěrového systému – kdy si banky v eurozóně, zatížené vysoce rizikovými aktivy, přestávají důvěřovat a nechtějí si vzájemně půjčovat. Evropská centrální banka je nucena dodávat na trh likviditu, protože zhroutení úvěrového systému by odstavilo podniky od finančních prostředků a vrhlo celou ekonomiku do hluboké recese. Záchranná opatření ECB však budou mít své náklady.

Český finanční trh a úvěrový systém může zůstat podobných problémů ušetřen - pokud si sami nepodřízneme větev zbytečnou panikou a nedůvěrou. Je to šance, kterou nám dává existence koruny a která pro české podniky bohatě vyvažuje náklady, spojené s možným dalším zhodnocováním kurzu či s jeho větší volatilitou. Je reálná naděje, že finanční krize nás postihne jen svými druhotnými efekty – tím, že čeští exportéři budou muset omezovat výrobu a hledat si nové trhy a nové příležitosti.

Finanční krize, která začala ve Spojených státech, přitom není jen důsledkem chybných investičních rozhodnutí a podcenění rizika. Viníkem nejsou jen americké (a na ně napojené západoevropské) banky a další finanční instituce. Jde o důsledek dlouhodobě narůstajících nerovnováh ve světovém finančním systému. Ekonomové se již léta přeli, zda kumulující se nerovnováhy nakonec dovolí Spojeným státům „hladké přistání“. Dnes již částečně známe odpověď.

Proces nápravy však teprve začíná – a je otázka, zda mu záchranná opatření jednotlivých vlád napomohou, či jej naopak zbrzdí. Nebude to otázka měsíců, nýbrž let. Důležité je, abychom se díky existenci vlastní měny co nejvíce vyhnuli vysokým nákladům ozdravných opatření, která probíhají na velkých světových trzích.

Hospodářské noviny 8. 10. 2008.

Americká finanční krize – selhání státních regulací

Petr Mach

Centrum pro ekonomiku a politiku

Spojené státy zažily otřes na finančních trzích. Vláda 7. září nejprve uvalila nucenou správu na společnosti Fannie Mae a Freddie Mac. Následně se 16. září do potíží s platební schopností dostala pojišťovna AIG, které americká centrální banka poskytla záchrannou půjčku 85 miliard dolarů a vláda převzala 80% akcií. Nakonec Bushova vláda protlačila parlamentem plán na převzetí aktiv dalších bank v hodnotě 700 miliard dolarů. V médiích, ve světě i u nás, se objevily posměšky vůči svobodnému kapitalismu, který údajně selhal. Jaká je skutečnost?

Státní zásahy, kam se podíváme

Na americkém finančním trhu zdaleka nepanoval *laissez faire* kapitalismus. Společnosti Fannie Mae a Freddie Mac byly založeny státem. První za prezidenta F. D. Roosevelta v roce 1938 – během New Dealu, další v roce 1970. Šlo o klasický levicový výmysl jak „napomoci trhu s bydlením“ a „zlepšit dostupnost bydlení“. Banky pak samozřejmě poskytovaly hypotéky ochotněji. Nenesly prakticky žádné riziko, když od nich uzavřené hypotéky záhy skoupily tyto státem zřízené instituce. Fannie Mae a Freddie Mac navíc požívaly řadu dalších výhod: byly např. osvobozeny od státních a místních daní a jejich obligace v držení dalších finančních společností byly preferovány z hlediska pravidel kapitálové přiměřenosti.

V roce 1968 byla Fannie Mae privatizována a Freddie Mac byla privatizována ihned po založení v roce 1970. Šlo ale přesně o ten falešný druh neokonzervativní privatizace, jejímž smyslem je aktuálně získat prostředky do státního rozpočtu, která ale současně svěruje společnosti „veřejnoprávní úlohu“ a poskytuje státní garanci. Vláda vymyslela novou právní formu, „vládou zřízenou

soukromou korporaci“, GSE – takže ani státní podnik, ani akciová společnost, ale hybrid. Ze statutu musí společnosti 1) „pečovat o stabilitu trhu s hypotékami“, 2) přiměřeně reagovat na situaci na finančním trhu, 3) podporovat hypotéky pro nízkopříjmové rodiny a tyto hypotéky dotovat z výnosů z jiné činnosti.

Freddie Mac a Fannie Mae měly zdánlivě bezrizikový a ziskový byznys. Na aktivech měly hypotéky (tedy nemovitostmi kryté dlužní úpisy, považované tradičně za málo rizikové) a jako zdroj měly nízce úročené, o státní garance opřené dluhopisy. Od bank kupovaly nejen – jak se ukázalo – riskantní hypotéky nízkopříjmových domácností, ale i spekulativní hypotéky motivované aktuálně rostoucími cenami nemovitostí. Najednou Freddie a Fannie držely hypotéky, které jim jejich příjemci nespláceli. Žádný oběd není zadarmo, tak ani představa o plnění politického cíle za soukromé peníze netrvala věčně.

Fatální úloha centrální banky

Další státní institucí zapletenou do celé hry na bezrizikový výnos byla americká centrální banka, Federální rezervní systém (Fed) založený 1913. Jedna z klíčových cen v ekonomice, úrok, místo aby podléhala nabídce a poptávce utvářené trhem, byla řízena úředníky centrální banky. Fed rozhodoval o úrokové míře jako vrchní centrální plánovač. Místo, aby centrální banka – jak doporučuje monetaristická teorie ražená nositelem Nobelovy ceny za ekonomii a velkým obhájcem volného trhu Miltonem Friedmanem – zajišťovala – když už existuje státní monopol na tisk peněz – jen *nedistorzní*, mírný a plynulý růst peněžní zásoby, hrál si americký Fed s úrokovou mírou, kterou masivními finančními operacemi tu zvedal, tu snižoval.

Na volném trhu by – v situaci rostoucí poptávky po hypotékách – úroková míra měla dávno tendenci růst. Fed se ale rozhodl ve stejné době úrokové sazby – masivním skupováním vládních obligací – snižovat. Ruka centrálního plánovače úrokových sazeb výrazně přispěla k problémům Freddie Mac a Fannie Mae.

16. září oznámila neschopnost plnit závazky pojišťovna AIG. To se stává. Podstatou kapitalismu je, že umožňuje odchod neúspěšných a dává prostor novým. Fed ale záhy oznámil převzetí

pojišťovny, podle pravidla *too big to fail*, neboli příliš velká instituce na to, aby ji politici nechali padnout, zejména pár dní před volbami. Fed uvolnil pro AIG půjčku 85 miliard dolarů (centrální banky, které peníze tisknou, mají schopnost chovat se jako „*lender of last resort*“ – tedy půjčovat bankám, kterým už nikdo jiný není ochoten půjčit). Bushova vláda současně převzala 79,9 % akcií AIG a provedla tak znárodnění největší pojišťovny. Aktiva zřejmě převede do nějaké státní „konsolidační agentury“, která bude aktiva rozprodávat.

Vláda tak vytváří klasický *morální hazard*. Svými garancemi dává velkým investorům vzkaz: v dobrých letech, když vaše investice nesou výnos, máte právo na výnos. Když hrozí, že vámi nakoupené cenné papíry nikdo neproplatí, přijde stát s penězi daňových poplatníků a zbaví vás rizika. Politici přece disponují miliardami dolarů daňových poplatníků, kteří jsou na rozdíl od velkých investorů rozptýlení a nemohou se bránit.

Závěr

V americké finanční krizi to nebyl volný trh, kdo selhal. Byla to opět namyšlená ruka státních plánovačů. Americký a západoevropské právní systémy nám byly vždy dávány za vzor. Někteří rovnou chtěli, abychom převzali v roce 1989 nějaký právní a institucionální systém se vším všudy. Nesmysl. Zrovna postátněný americký trh s hypotékami nám rozhodně nemá sloužit jako vzor.

Z americké krize plynou následující doporučení: Nenapodobujme schémata typu podpora hypoték skrze státní finanční instituci, která bude zajišťovat levné hypotéky pro nízkou a středně příjmové rodiny. Měli bychom se také znovu zamyslet nad euro-americkým modelem měnové politiky, která centrálně řídí úrokovou míru, a to mnohdy evidentně proti směru, kam by ji zdravě vedl volný trh.

Euro 41/2008, s. 116–117.

Hospodářské cykly jsou přirozené

David Marek

hlavní ekonom Patria Finance

Slovo recese v posledních měsících zaznívá ve Spojených státech a Evropě častěji než dříve. Jenže, jak poznáme recesi? Pověstné je vymezení slovy amerického prezidenta Harryho Trumana: „Recese je, když o práci přijde soused. Deprese je, když přijdete o práci Vy.“ Výmluvná slova, ovšem původ a souvislosti kolísání hospodářství si zaslouží více pozornosti.

Podstata hospodářských cyklů

Tržní ekonomiky jsou z podstaty cyklické. Tato slova se objeví vždy, když se dění v ekonomice začne obracet k horšímu. Ani tentokrát tomu není jinak. Zástupci rakouské školy se na tomto místě jistě ohradí. Kolísání ekonomiky je podle nich především výsledkem měnové politiky vychylující úrokové sazby z jejich přirozené úrovně. Milton Friedman dokonce považoval pojem „cyklus“ za nevhodný k popisu vývoje ekonomiky, neboť za kolísáním ekonomiky jsou podle něj především nabídkové šoky a změny peněžní zásoby. V neokeynesiánském světě se ovšem termín hospodářský cyklus usadil v jádru paradigmatu s významnými důsledky pro praxi hospodářské politiky.

Někdy se dává hospodářský cyklus do souvislosti se střídáním euforie a pesimismu v lidské mysli promítající se do investičních i spotřebních rozhodnutí. Jiné vysvětlení, nabízí přírůbek selekce biologických druhů a ozdravného vlivu recese na ekonomiku. Biologové mají Charlese Darwina a teorii přirozeného výběru, ekonomové Josepha Schumpetera a tvořivou destrukci.

V dobách expanze ekonomiky se rozbíhá nepřeborné množství podnikatelských záměrů. Zpomalení hospodářského růstu, případně recese, proseje zrno od plev, životaschopné (či spíše konkurenceschopné) projekty od neúspěšných myšlenek. Z tohoto

úhlu pohledu je tržní mechanismus paralelou přírodních procesů a cyklické kolísání ekonomiky jeho součástí.

Například za problémy vyspělých ekonomik poslední doby stojí do značné míry převis nabídky u řady finančních produktů, resp. korekční mechanismus na tomto trhu. Zpomalení hospodářského růstu či recese s sebou přinese selekci produktů a subjektů na finančním trhu, přizpůsobení cen a poskytne prostor pro další inovace. A celý proces může začít znovu.

U českého rodáka Josepha Schumpetera můžeme čerpat inspiraci i k dalším úvahám o recesi a posléze posouzení současného stavu ekonomiky. Ve skutečnosti neprobíhá v ekonomice jeden hospodářský cyklus, ale více různě dlouhých cyklů. Nejkratší cykly lze obvykle definovat v rozmezí 4 až 6 let. Nejdelší cykly bývají v rozsahu zhruba padesáti let. Pokud se všechny cykly sejdou ve stejné fázi, bývá recese hlubší, případně může přerůst v depresi.

Krátkodobé cykly

Za krátkodobými cykly v řádu několika let stojí cyklus vyprazdňování skladů a vytváření zásob, politické volební cykly, případně časová nekonzistence hospodářské politiky. Symptodem krátkodobých hospodářských cyklů často bývají úvěrové cykly. O něco delší horizont má cyklické kolísání spojené s investicemi do fixního kapitálu a infrastruktury, které by již bylo možné klasifikovat spíše jako střednědobé cykly.

Svět finančních trhů potřebuje snadno srozumitelné zkratky. Jednou z nich je definice recese jako stavu, kdy dvě čtvrtletí po sobě klesne hrubý domácí produkt. O něco sofistikovanější přístup k uchopení kolísání ekonomiky v rámci krátkodobých cyklů představují statistické filtrační techniky nebo srovnání s hypotetickým výkonem ekonomiky zjištěným sestavením produkční funkce ekonomiky.

Použijeme-li metodu produkční funkce a za recesi budeme považovat dolní část křivky hospodářského cyklu, potom se nyní v recesi nachází sedm z patnácti zemí eurozóny, v nichž by výkon ekonomiky měl zaostávat za jejich (neinflačním) potenciálním produktem. Jde o Belgii, Francii, Německo, Irsko, Itálii, Portugalsko

a Španělsko. Výčet nemusí být definitivní, zbytek eurozóny na tom není o mnoho lépe.

Z velkých ekonomik mimo eurozónu vykazují nyní zápornou mezeru výstupu Austrálie, Kanada, Japonsko, Nový Zéland, Švédsko, Velká Británie a USA. Celkem by měly vyspělé země (skupina 31 zemí definovaná Mezinárodním měnovým fondem) zaostávat za potenciálním výstupem o 0,9%, zatímco loni jej překonávala o 0,2%. Aktuální ekonomické statistiky a odhady jsou výmluvné a vcelku zřetelně zobrazují pozici vyspělých ekonomik v rámci krátkodobého hospodářského cyklu.

Dlouhodobé cykly

Dlouhodobé cykly určují například vlny inovací a technologických změn. Lze například identifikovat 50 až 60leté cykly spojené průmyslovou revolucí, objevem využití páry, později elektřiny, dále zrozením automobilového průmyslu a naposledy expanzí informačních a komunikačních technologií. Tato poslední vlna začala zhruba před dvaceti lety a pokud by i tento cyklus měl trvat přibližně padesát let, měli bychom být blízko vrcholu. Nicméně najít strukturální zlomy je v praxi možné až s jistým odstupem, stejně jako délku jejich působení.

Na pozadí technologické revoluce v oblasti informačních a komunikačních technologií ovšem proběhla neméně významná finanční revoluce. Celosvětový hrubý domácí produkt dosahoval v roce 1990 22,8 bilionu dolarů, v roce 2006 48,2 bilionu dolarů. Objem finančních aktiv se ve stejném období zvýšil ze 43 na 167 bilionu dolarů. Rozsah finančních nástrojů a služeb se zvyšuje, finanční trhy prohlubují. Ve vztahu k HDP se objem finančních aktiv od roku 1990 do současnosti zdvojnásobil a dosahuje 346 procent.

Mezi hlavní příčiny tohoto procesu patří finanční inovace v podobě sekuritizace hypoték a jiných dluhů, rostoucí počet obchodovaných titulů na akciových burzách a jejich tržní kapitalizace, privatizace a rozvoj finančního trhu v postkomunistických zemích, Číně, Indii a Brazílii. Kromě prohloubení finančních trhů došlo také k vývoji nových investičních nástrojů a technik. Díky tomu se otevřely investiční možnosti pro široký okruh investorů napříč různými zeměmi i typy finančních aktiv.

Další z aspektů představuje koncentrace finančního kapitálu, v čele s hedge fondy a státními fondy (sovereign wealth funds). Přínosem tohoto procesu je efektivnější přesun kapitálu od těch, kteří ho mají, k těm, jež ho potřebují, a tím i větší přínos finančního sektoru k růstu ekonomiky. Je-li ovšem i tento cyklus za vrcholem, může zotavení ekonomiky USA a dalších vyspělých zemí trvat několik let.

Nové výzvy hospodářské politiky

Tradiční výhradou na adresu aktivní hospodářské politiky je nedostatečná znalost ekonomických mechanismů k aplikaci praktické hospodářské politiky. Špatně načasovaná a dávkovaná hospodářská politika může prohloubit kolísání ekonomiky, než aby jej mírnila. Nejhorší případ představuje procyklická hospodářská politika. Příkladem budiž expanzivní fiskální politika v řadě zemí eurozóny za cenu porušování Paktu stability a růstu, politika, kterou nelze obhájit z pozice žádné ekonomické teorie.

Dalším kritickým bodem je reakce ekonomiky na hospodářskou politiku, kdy vztahy mezi ekonomickými proměnnými odvozené z historických dat mohou přestat platit v okamžiku, kdy je vláda začne používat k hospodářské politice (viz Lucasova kritika). Důležité je také rozlišovat mezi krátkodobými a dlouhodobými cykly. Reagovat na pohyby ekonomiky způsobené inovacemi v technologiích změnou krátkodobých nástrojů hospodářské politiky může způsobit řadu problémů a přivést ekonomiku ke stavům jako je stagflace, past likvidity nebo vytváření bublin na trzích aktiv (viz pověstný Greenspan put).

I nyní je důležité posoudit, jakého charakteru je zpomalení hospodářského růstu a kde jsou jeho příčiny. Ekonomiky vyspělých zemí nyní rostou jen minimálním tempem, v některých případech dokonce hrubý domácí produkt klesá. Otázkou je, zda expanzivní fiskální a měnová politika představuje správný lék na kombinaci problémů finančního sektoru a převisu poptávky na komoditních trzích. Prvnímu nepomůže, spíše oddálí potřebnou restrukturalizaci, druhému ublíží, neboť problém pouze dále přifoukne.

Tradiční hospodářská politika reaguje na krátkodobé hospodářské cykly, tedy cykly spojené s kolísáním zásob a investiční

aktivity. Pokud by měla ambici zmírňovat dlouhodobé cykly, musela by najít způsob, jak ovlivnit technologické šoky. To je samozřejmě čirá utopie. Každopádně by bylo chybou reagovat na tyto strukturální změny stejně jako na krátkodobé cykly.

V obecnější rovině je otázkou, v jaké míře by měla hospodářská politika mírnit kolísání ekonomiky a s ním i ozdravně destruktivní selektivní proces. Na straně jedné stojí sociální hlediska, proti-váhou je dynamika inovací, hospodářského růstu a zvyšování životní úrovně.

Hypoteční krize jako záminka pro paternalismus

Lukáš Kovanda

redaktor časopisu Týden

Kdo může za americkou hypoteční krizi? Jedni míní, že hamižnost bankéřů z Wall Street, druzí, že až příliš inovativní trh s finančními aktivy, jenž takřikajíc „předběhl sám sebe“, třetí viní Federální rezervní systém za jeho neopodstatněnou politiku „levných peněz“. Najdou se jistě i další důvody, z nichž řada ke vzniku krize jistým dílem přispěla. Klíčový důvod je však, jak to už bývá, přehlížen.

Prapříčinu současných problémů je nutno hledat ve vadné americké legislativě a obecněji v relativně nové tendenci amerických zákonodárců reagovat na vyvstálé potíže až příliš agilně – čímž sice problém bleskurychle hasí, jenže rovněž zadělávají na jiné, často hlubší. Tato tendence je proto výstrahou do budoucna. I aktuální hypoteční krizi je přece nutno okamžitě hasit.

Community Reinvestment Act

Už v roce 1977 schválil americký Kongres zákon zvaný Community Reinvestment Act. Ten bankám v podstatě uložil půjčovat nezávisle na tom, jací jsou dlužníci. Mělo to zamezit praktice, kdy ústavy (celkem přirozeně a pochopitelně) poskytovaly úvěry a jiné služby spíše jen bohatším vrstvám obyvatelstva – nikoli tedy chudým nebo těm se špatnými záznamy o splácení předchozích půjček. Když pak chtěly banky třeba fúzovat, musely prokázat, že již řečenou praktiku opustily.

Zákon se podařilo prosadit hlavně proto, že banky v interních pravidlech pro poskytování úvěrů postupovaly za časté na základě statistické diskriminace, a tudíž coby možné klienty vylučovaly obyvatele celých regionů či městských částí (osídlených například přistěhovalci či etnickými menšinami). Obhájcům zákona se

pak podařilo vzbudit dojem, že banky o poskytnutí úvěru rozhodují primárně a výhradně na základě rasy či etnické příslušnosti.

O dvacet let později, v roce 1997, za prezidentování Billa Clintona, schválil Kongres další zákon, který umožňoval rizikové úvěry takzvaně sekuritizovat čili převádět do formy cenných papírů. Cílem vlády bylo zvýšit míru vlastnictví domů. Tato míra v důsledku zmíněných zákonů skutečně vzrostla – v průměru z 65 na 69 procent. Z pohledu bank situace dospěla do takového stavu, že měly zákonem – tím z roku 1977 – uloženo, že mají půjčovat rizikově, přičemž se ale o riziko nemusely příliš starat, neboť půjčky – díky zákonu z roku 1997 – prodávaly dále do systému. Sekuritizace totiž otevřela dveře inovativním procesům.

Jedním z nich bylo vytváření cenných papírů krytých splátkami hypoték a zajištěných nemovitostmi. V posledních letech se navíc rozmohla obdoba těchto cenných papírů, takzvané „zajištěné dluhové obligace“, čili strukturované dluhopisy, jež jsou kryty půjčkami komerčních bank. Zásadní inovací byl způsob, jímž i rizikové hypotéky obdržely bezrizikové ohodnocení od ratingové agentury (její názor je zásadní při rozhodování investorů). Jelikož totiž jsou zajištěné dluhové obligace jakýmsi balíkem aktiv, jež je rozdělen na části, „tranše“, jimž je přisouzeno různé riziko, mechanismus fungoval tak, že první dolar příjmu šel na nejméně rizikovou tranši, zatímco první dolar ztráty naopak na nejvíce rizikovou tranši, takzvaný toxický odpad. V této tranši se skryly řečené rizikové hypotéky.

Laicky vysloveno, investiční mágové – díky zákonu z roku 1997 – vytvářeli balíky cenných papírů, jež obsahovaly vše, od kvalitních aktiv až po toxická. Díky naznačenému mechanismu ale ratingová agentura mohla ohodnotit celý balík jako bezrizikový. Rizikové hypotéky se jakoby mávnutím kouzelného proutku proměnily v bezrizikové. Riziko bylo rozptýleno v nesmírném množství cenných papírů, a proto celý systém několik let fungoval. Důmyslnou inovací nebylo snadné prohlédnout.

Nemovitostní bublina

Rozmach těchto cenných papírů byl umocněn i nízkými úrokovými sazbami, jež Federální rezervní systém nastavil v reakci na burzovní útlum spjatý se splasknutím technologické bubliny

v roce 2000 a s teroristickým útokem z 11. září 2001. Vzniklá nemovitostní bublina vlila do žil miliónů poměrně chudých Američanů naději, že i oni si mohou dopřát kvalitní bydlení. Hypoteční banky, když už musely opustit zaběhlou praxi, přirozeně reagovaly na vzniklou situaci.

Zákon z roku 1977, jenž jim ukládal půjčovat rizikově, se jim podařilo otočit ve svůj prospěch. Nyní nikoliv, že by o rizikové klienty neměly zájem, naopak. Vždyť přece mohly, a také tak konaly, postoupit danou hypotéku a na ni navázaný cenný papír dále do systému. Investoři, žádný div, byli po cenných papírech s přisouzeným nízkým rizikem a přitom, v době nízkých úrokových měr, s dobrým výnosem celí chtiví. Vše běželo až do loňského roku. Až do té doby, kdy, jak hypoteční krizi zpodobňuje známá scénka dvou britských komiků, se kdosi zeptal, „čím že jsou ty skvělé bezrizikové balíky cenných papírů vlastně reálně kryty“.

Jelikož byly koneckonců pochybně kryty nemovitostmi, jejichž cena byla v době realitní bubliny neopodstatněně vyšponována, jakmile si tuto dotěrnou otázku položilo více investorů, psychologie – podpořená růstem úrokových sazeb – zapůsobila. Stále více lidí začalo na cenné papíry kryté hypotékami hledět s podezřením, cena i ratingy balíků těchto cenných papírů zamířily směrem dolů. Ruku v ruce s tím i celý nemovitostní trh – bublina praskla.

Bublina praskla, koloběh se završil. Zrekapitulujme jej. Na začátku stojí vláda, která líbivým zákonem naruší přirozeně fungující trh (1977). Trh se postupně na novou situaci adaptuje, mění zažitou praxi a o maximalizaci zisku usiluje v rámci nových, umělých omezení (1977 až 1997). V rámci adaptace se podaří prostřednictvím lobbyistického tlaku změnit omezení inovativním principem sekuritizace, jež je legalizována roku 1997. Administrativa tlaku ustupuje, neboť na první pohled posouvá nový zákon ten dvacet let starý kýženým směrem dále. V době příznivých podmínek jsou všichni spokojeni – chudí se opíjejí vizí bydlení, o němž se jim ani nesnilo, investoři si slibují dobré výnosy, banky rozptylují riziko (1997 až 2007).

Roku 2007 idylka končí. Chudí se nemohou dovolit dokončit splácení hypoték – zákony, jež jim měly nahrávat, vygenerovaly, prostřednictvím interakce se zdeformovaným trhem, za třicet let

prostředí, jež jim už zase nefandí. Idea Community Reinvestment Act krachuje stejně jako investoři, kteří se až příliš nechali zlákat rizikovým hypotékami. Trh nalezl svoji odpověď na vládní zásahy, další pokus řídit, haykeovsky vysloveno, „cosmos“, jako by to byl „taxi“, ztroskotala. Regulace vyvolala nezamýšlenou reakci spontánního mechanismu trhu, jenž se jí po svém bránil, a vyvolala ten samý, ne-li horší (Peltzmanův) efekt, proti němuž zamýšlela zakročit.

Tendence přehánět

Community Reinvestment Act a jeho souvislost s hypoteční krizí představuje příklad sílící tendence (nejen) amerických státních orgánů, administrativ, případně Federálního rezervního systému, přehnaně a nepatřičně reagovat na vzniklé potíže. Nesnáze vězí v tom, že přehnanost dané reakce se neprojevuje hned. V případě Community Reinvestment Act vyšla plně najevo až po třiceti letech, v případě nízkých úrokových měr držených Federálním rezervním systémem po několika letech. S odstupem vidíme, že Community Reinvestment Act nevyřešil to, co řešit měl (ztráty spojené s hypoteční krizí dosáhnou dle střízlivých odhadů jednoho bilionu dolarů), i to, že američtí centrální bankéři by udělali lépe, kdyby nereagovali na útlum ekonomiky po roce 2001 tak vehementně.

Jenže stojí-li politik či guvernér centrální banky na začátku příslušných časových období, nedohlédne veškerých následků, které jeho rozhodnutí může vyvolat. Čte-li Hayeka, Peltzmana i jiné podobné myslitele, třeba i tuší, že spustí lavinu nepředvídatelných reakcí lidské spontaneity, jenže zpravidla nemá sílu odolat. Poptávka veřejnosti a médií po tom, aby byl viděn, aby jednal a rozhodoval, je silnější než kdykoliv v minulosti.

Politiku a správu věcí veřejných lze dnes díky informačním technologiím sledovat nepřetržitě, vlastně v přímém přenosu. Média, aby byla sledovaná, musí být vůči politikům kritičtější, agresivnější – musí žádat mnohem víc. Politik, jenž nedokáže na medializovaný problém odpovědět rychle a přesvědčivě, může zmizet ze scény. Média sama podávají realitu ve zkratce – s postupem doby je ta zkratka stále „zkratkovitější“ – a aplaudují proto spíše tehdy, jedná-li politik úderně a zkratkovitě, a nikoliv pro

myšleně, s patřičným akcentem na těch pravých místech, a tedy poměrně pomalu.

„V minulosti tato choroba patrná nebyla, to až nyní. Prezident, FED i Kongres jsou nuceni být viděni coby aktivní a rozhodní – zejména pak v předvolebních obdobích, jako je toto. Média se hned politika ptají: Co budete dělat s tímhle? Co s támhle? On musí něco příhodného odvětit. Je to ale výsledek toho, že lidé obecně očekávají od vlády příliš mnoho,“ vysvětluje Williamiskanen, předseda amerického CATO Institute (rozhovor pro časopis Týden č. 20/2008, s. 64–66).

Na cestě k postdemokracii?

Na první pohled by angažovanost médií měla dále posílit demokratické procesy, při hlubší a dlouhodobé analýze ale dospíváme k pozorování, že politici reagují – aby uspokojili poptávku – stále líbivěji a přehnaněji a že tedy v rostoucí míře vznikají nezamýšlené a nežádoucí efekty státních politik. Poptávce veřejnosti přitom přikládají pod kotel hlavně média – v přiměřené míře nepostradatelný prvek každého opravdu demokratického zřízení, „hlídací pes“, v míře přebujelé mnohdy spíše vlk, jenž se po dnech pustu utrl ze řetězu.

Dochází k vychýlení přirozené situace, poněvadž média pak veřejnosti předkládají politiku coby toho, kdo řeší jejich všelijaké trable. Lidé odhazují vlastní odpovědnost v dál a více a více se nechávají unášet představou, že stát je úskalím života provede za ručičku. Bující paternalismus ve spojení s médii coby vyhladovělými vlky spíše než hlídacími psy utváří podivuhodný stav, kdy stále významnější podíl pomyslné agregované odpovědnosti má v kompetenci politik, a nikoliv občan.

Odtud je již jen krůček k tomu, aby na poddajnosti občanstva začali budovat vize ti z politiků, kteří podléhají šalivé svůdnosti haykovského „taxisu“, jakéhosi (rádoby) ráje na Zemi, který je ovšem vykreslen a dosazen shora, nikoliv spontánně rozvíjen svobodným jednáním tisíců jednotlivců zdola, jak je tomu v případě „cosmu“. Tím ale v důsledku nedochází k ničemu menšímu než k oslabování demokratických procesů, jež jsou nahrazovány procesy postdemokratickými či eurokratickými.

Tragický odkaz „léčby“ hypoteční krize

Tomáš Munzi

doktorand fakulty národohospodářské VŠE

Od mediálního propuknutí tzv. hypoteční krize v srpnu 2007 již uplynula slušně dlouhá doba. Současné debaty ekonomů ohledně dopadů jsou však stále v plném proudu. Největší světové finanční korporace dosud nepřestávají oznamovat své ztráty z investic do hypotékami podložených instrumentů. Otázkou zůstává, jak se především největší americká ekonomika s poklesem hospodářské aktivity vyrovná; a dále jak velkou hrozbou pro celý svět může být různě hluboká a vážná recese. Není vyloučeno, že se „měkké“ přistání spíše podaří a známky oživení by se měli ukázat již na konci roku. Cílem této stati je dlouhodobější a principiálnější náhled na problematiku současné „léčby“ tzv. hypokrize a následného ekonomického zpomalení.

Je pozoruhodné, že na sekundárních příčinách současné situace se většina ekonomů až podivuhodně shoduje. Prakticky všichni jsou srozuměni s tím, že příčiny lze nalézt v neobezřetném poskytování rizikových rezidenčních hypoték v době po radikálním snižování základní sazby US federal funds rate během roku 2001. Z důvodu odlišných procesních postupů v poskytování hypoték v Americe a v Evropě také vyplynula „nebezpečnost“ tzv. sekuritizace hypoték. Díky tomu se dostaly hypoteční instrumenty do portfolií a bilancí investorů i mimo území Ameriky a mluví se tak o mezinárodním rozšíření amerického lokálního rizika, na což dnes jistě mezinárodní korporace tvrdě doplácí.

Mluví se též o vlivu zákonů, které hypotečním bankám dávaly podmínky poskytovat jistou část hypoték i nízkopříjmovým skupinám. Tato „sociální“ politika však bohužel měla a má pro ty, kdo byli cílem pomoci, až vysloveně devastující důsledky. A konečně se jedná o otázku morálního hazardu. Ten je brán jako determinant nesprávného a neodpovědného chování ekonomických sub-

jektů, které správně očekávaly, že v případě potíží začne FED roztačet inflační kolo „uklidňující“ likvidity.

Ekonomie morálního hazardu

Většina ekonomů různého ideového zaměření se většinou ztožňuje s uvedenými důvody vzniku hypoteční krize. Ty samozřejmě nejsou příčinami per se, jsou spíše příčinnými symptomy. Jsou viditelným následkem nějakých jiných fundamentálních a mnohem méně viditelných aspektů současné ekonomické reality. Je tedy otázka, co je tím skutečným primárním zdrojem? Právě otázka morálního hazardu nám vysvětlí nejenom rozdílné pohledy na danou věc, ale vysvětlí nám právě hospodářsko-politické souvislosti „dichotomie“ pohledu na morální hazard jako takový. Proč?

V roce 2001 dostali tři američtí ekonomové Arthur Akerlof, Michael Andrew Spence a Joseph Eugene Stiglitz Nobelovu cenu za ekonomii za svůj přínos k analýze trhů s asymetrickými informacemi. Obecně nejznámější je například Akerlofova analýza trhu s ojetými auty (Akerlof, 1970). Právě rozpracovávání teorie asymetrických informací má významné důsledky pro současný ekonomický výzkum a hospodářsko-politickou praxi. Vymezení samotného pojmu a jeho pojmové a obsahové zařazení je přitom až triviálně jednoduché. Vychází z principu, že ekonomické subjekty na jedné straně trhu mají mnohem lepší informace než subjekty na druhé straně trhu. Tedy skutečnost, která by se dala nazvat více než banální, jelikož se spíše jedná o přirozené podmínky lidského světa. Stejně tak, jako že jsou lidé různí a nejsou si z principu rovní. Je to věc, která provází lidstvo samo a kdykoli dříve nikoho nenapadlo, aby se společenská věda jako taková něčím podobným zabývala.

S nástupem metodologického pozitivismu do společenských věd, a tedy i do ekonomie, se však situace začala měnit. Na člověka se čím dál tím víc přestávalo dívat jako na unikátní individuální bytost sledující své jedinečné cíle a která má meziosobně nesrovnatelné užitky. Pozitivistická věda se začala zabývat člověkem jako matematizovatelným objektem analýzy, jehož chování lze popsat i vědeckými metodami do té doby příslušnými pouze ke zkoumání přírodních věd.

Ekonomická teorie se tak začala zabývat všemi možnými „nedokonalostmi, neefektivitami a neidealitami“, což z generací ekonomů vytvořilo bojovníky za nápravu ekonomických vztahů směrem k „dokonalosti, efektivitě a idealitě“. Dobrovolnost v lidských vztazích nerovných a informačně asymetrických subjektů začíná být chápána jako též nutně nerovná, asymetrická, neefektivní či přímo neekvivalentní. Jako řešení se bere implicitně nedobrovolná regulace svobodných lidských interakcí, která má lidi vést ke skutečné „společenské efektivitě“.

Na co se ale zapomíná? Lidé spolu dobrovolně spolupracují právě proto, že jsou každý odlišní a nerovní. To umožňuje dělbu práce a profesní specializaci. Právě asymetričnost informací vede k tomu, že každý člověk je informačním specialistou na svou oblast lidského jednání. Tudíž zároveň vysílá informační signály o relativní hodnotě statků a vlastního lidského kapitálu prostřednictvím relativních cen. Lidé mezi sebou dobrovolně spolupracují proto, jelikož právě informační asymetrie umožňuje výměnu statků a informací, které v danou dobu potřebují. Pouhou směnou tak dochází ke snižování relativní vzácnosti a růstu relativního bohatství. Směna tedy musí být neekvivalentní, jelikož by se v opačném případě jednalo o hru s nulovým součtem.

Snaha o nápravu výchozí lidské asymetrie tak pro někoho paradoxně jde proti podstatě lidského soužití a dobrovolné tržní spolupráci. To má samozřejmě i důsledky pro potírání negativních následků morálního hazardu a nepříznivého výběru. Právě tržní dobrovolná spolupráce vede k odbourávání vzácnosti a efektivní kooperaci, která principiálně eliminuje morální hazard i nepříznivý výběr. Separování informačních asymetrií od lidské přirozenosti za účelem jejich „společenské“ nápravy vede v konečném důsledku k jejich nepřirozené degeneraci. A je to právě nedobrovolný regulační zásah do dobrovolné a neekvivalentní směny v podobě umělých asymetrií s třetí osobou, který vytváří méně hodnotnou směnu, umělou vzácnost a neodpovědnost – tedy problém morálního hazardu logicky bobtná.

Pokud připustíme, že informační asymetrie v rámci vztahů mezi lidmi je apriorním negativem, nemůžeme dospět k ničemu jinému, než že dobrovolná směna jako taková je z podstaty špatná. Musí se tedy plánovitě regulovat, jinak by mohlo dojít k tomu,

že permanentně budeme okrádat jeden druhého... Je tohle ale teorie, která se hodí do vyspělého západního světa 21. století? Není to náhodou pokus o reinkarnaci jakéhosi dialektického boje informovaných a neinformovaných, či spíše vykořisťovaných? Právě jedině tržní mechanismus vytvořil dostatek mechanismů, jak se bránit proti zneužívání informací jednoho subjektu proti druhému. A jedině tím dochází v nekonečně spontánních tržních vztazích k maximální neekvivalenci směn, a tím i k maximalizaci vzájemných užiteků v rámci těchto jednotlivých dobrovolných obchodů. Rozhodně ne tím, když se nejdřív pokusím uměle informační asymetrie mezi lidmi narovnávat či dokonce socializovat.

Jestliže například nějaký portfolio manager nakoupí určitou část rezidenčních hypotečních cenných papírů (RMBS, Residential Mortgage-Backed Security) s tím, že vhodně diverzifikuje riziko svého portfolia, je snad nějak prvoplánově informačně poškozen? Pokud si není jistý s kvalitou podkladových hypoték, nemá snad možnost nekoupit? Pokud jsou pro něj náklady na vyhledávání konkrétních informací příliš veliké, nemá snad možnost rozhodnout se dle ratingu?

Je snad v zájmu portfolio manažera prvoplánově tajit všechny možná rizika daného obchodu vůči akcionářům, podílníkům či investorům, aby se tak naplnila teoretická konstrukce informační asymetrie v rámci vztahu „pána a správce“? Jsou snad všichni v řetězci asymetrických informací, od majitele hypotékou zatíženého domu až po konečného investora či akcionáře, v uvedených vztazích nedobrovolně a v důsledku vzájemných asymetrií se musejí reálně chovat iracionálně? Asi nikoliv. Proč by tedy uvedené vztahy měly být v rámci celého řetězce regulovány s tím, že bude docházet k vypuštění individuální odpovědnosti, socializaci rizika, a tím i k nárůstu celkového morálního hazardu? A to jak v individuálních vztazích, tak i v rámci celé společnosti.

Morální hazard a finanční stabilita – dvě strany téže mince?

Právě měnová politika FEDu, které je dáváno hlavní podíl na hypoteční krizi, je krásnou ukázkou toho, že morální hazard může být někdy absurdně brán jako efektivní nástroj společenského řízení. Perfektně to demonstroval např. profesor Lawren-

ce Summers, bývalý ministr financí v Clintonově administrativě a rektor Harvardské univerzity v letech 2001–2006. Ten ve svém článku „Beware the moral hazard fundamentalists“ (Financial Times ze 24. září 2007) říká, že nelze podlehnout falešné pojišťovací analogii. V rámci finančního kontextu jsou morální hazard a důvěra ve finanční trhy dvě strany téže mince. Neboli jinými slovy, je nutné separovat problém nesolventnosti a nelikvidity.

V případě fundamentalismu morálního hazardu, by mohlo dojít k tomu, že by finanční instituce musely držet zbytečně moc kapitálu. Dle Summerse tedy stojí za to stát za solventními institucemi v případě problémů, jelikož to dlouhodobě podporuje produktivní, ale nelikvidní projekty a omezuje to potenciální riziko finanční náklady. Jak se ale odliší nesolventní firma od nelikvidní? A kdo má tu moc a pravomoc to vůbec posuzovat a hodnotit kromě institutů soukromého práva? Nejde to náhodou proti samotným principům právního státu a soukromého vlastnictví?

Tento pohled není nijak výjimečný. Prakticky velká většina ekonomů připouští rizika morálního hazardu současného měnového systému. Na druhou stranu je morální hazard brán jako nutná cena za „nesporné výhody“ intervenční měnové politiky – především roli věřitele poslední instance. Dlouhodobě jsou brány především výhody toho, že finanční instituce mohou operovat s nižším vlastním kapitálem („equity“), a tím ho i lépe zhodnocovat. To má vést k tomu, že i výnosové míry v ekonomice jsou vyšší než za situace, kdyby firmy tolik neriskovaly – a více morálně nezhazovaly. Zdá se vám to přitažené za vlasy? Nejde to proti samotným fundamentům soukromého podnikání? Je opravdu možné vytvořit z celé ekonomiky permanentní finančně-pákové „perpetuum mobile“, které bude s vervou roztáčet společenského soukolí na plné obrátky? Tedy mechanismus, který díky finančním inovacím vyždímá z každé možné investiční příležitosti dodatečný výnos a nenechá tak zbytečný vlastní kapitál ležet ladem a výnosově stagnovat. A na druhou stranu v případě přehřátí onoho soukolí vždy efektivně zabrání případnému domino efektu okamžitým dodáním likvidity...

Takhle geniálně to vypadá na první pohled. Každý drobný investor na finančním trhu, který obchoduje na úvěr (tzv. na „margin“), tedy též využívá finanční páky, zná moc dobře tvrdou re-

alitu nutnosti uzavřít svojí pozici (tzv. „stop-loss“). Ten malý neviditelný investor nemá žádné zastání a v případě neúspěchu splácí nad výdělkem. Buď dodá další vlastní kapitál („equity“) nebo končí. Pročpak asi ty velké finanční instituce, které půjčují tomu drobnému investorovi, čas od času neodpustí nějaký ten „stop-loss“? Vždyť trh se přece může časem obrátit a všichni tak jen splácou nad předčasně uzavřenou pozicí. Jak je možné, že na úrovni drobného investování platí tvrdé „equity“ zákony trhu bez výjimky a na té nejvyšší úrovni renomovaní profesori ospravedlňují morální hazard nutností „měkkého“ prostředí pro „equity“ v zájmu „vyšší“ ekonomické agregátní výkonnosti? Jak je možné, že v časech ekonomických potíží centrální banky pro velké investiční subjekty poskytují neomezená „diskontní okénka“? Proč nemají principiálně neomezené „diskontní okénko“ všechny subjekty v ekonomice?

Vždyť pokud „společenská efektivita“ likvidních opatření dalece převyšuje případné malicherné zvýšení morálního hazardu, není přece lepšího řešení, než rozjet všechny kolečka společenského soukolí na plné obrátky. Není tedy důvod, aby se k potřebné „uklidňující“ likviditě dostaly pouze velcí investoři na Wall Streetu. Všichni tvůrci hospodářské politiky by si měli rvát vlasy z těch všech nevyužitých investičních příležitostí, kdy drobní investoři nemohly uskutečnit svoje vysoce ziskové a vždy solventní investice, kvůli chvilkové nelikviditě. A to vše jen díky „stop-loss“ fundamentalismu, jehož náklady obětované příležitosti jsou naprosto nevypočitatelné...

Co to najednou popadlo viceprezidenta FEDu Donalda Kohna, když na nedávné konferenci o peněžních trzích ve FEDu v New Yorku (30. 5. 2008) varoval, že „existence úvěrových služeb centrální banky může podkopat likvidní opatření, která je třeba použít jako nárazníky a které znamenají, že instituce drží aktiva déle, než je společensky žádoucí a to pro ně a pro finanční systém představuje nadměrné riziko“. Co má tedy být v ekonomice kritériem toho, jak dlouho a jaké mají jednotlivé ekonomické subjekty držet aktiva „společensky žádoucím způsobem“? Je toto otázka, kterou má řešit centrální banka? Nebylo ve své době společenskou a tak trochu i zákonnou povinností poskytovat jistou část hypotečních úvěrů „společensky žádoucím způsobem“...

Tragédie agregátů

To, že se většina ekonomů domnívá, že lze pomocí morálně hazardní měnové a regulatorní politiky vylepšovat agregátní růst, není samo sebou. Jde jen o metodologickou analogii s keynesiánskou makroekonomií nedostatečné efektivní poptávky. Měnové politice je tak dávána role maziva ve společenském soukolí jednotlivých neuvědomělých koleček. Každé kolečko ve společenském stroji ví jen to, jak se pohybují kolečka v jeho relevantním okolí, neví však dostatečně a v reálném čase o dynamice kvality maziva, které ta jednotlivá kolečka umožňují roztáčet. V reálném světě tak dochází k separaci reálných a finančních veličin s tím, že díky finanční dynamice lze i přímo ovlivňovat dynamiku reálnou.

Dále už platí to, co má implicitně společné jak aktivistická fiskální, tak monetární politika. Agregátní vnímání myšlenkově odpoutává od individuálního chápání ekonomických proměnných v rámci spontánní, prostorově a časově unikátní struktury ekonomické reality. Všechny tyto „desagregované“ systémy individuálních vztahů jsou jedinečné ve svém ex ante i ex post hodnocení. A zároveň mají pro všechny účastníky a jejich demonstrované preference své jedinečné náklady obětované příležitosti. Agregovaný pohled na ekonomickou realitu musí být z tohoto úhlu vždy v jistém smyslu povrchní a minimálně vždy jen modelový.

To by si měl v každém okamžiku uvědomovat každý ekonom, pokud vyvozuje jakékoliv fundamentální hospodářsko-politické rozhodnutí. Jakýkoliv závěr z pohybů modelových agregátních křivek či jakkoliv „sofistikované“ reakční funkce. Sledování vztahů mezi agregovanými proměnnými nemůže nikdy vnímat skutečnou strukturu kapitálu, jelikož ta je výsledkem nekonečného množství časově unikátních individuálních rozhodnutí. Tím pádem jakákoliv agregátní manipulace vede k plošné distorzi všech ekonomických rozhodnutí co do formy, obsahové struktury, očekávání, časových horizontů a preferencí.

Právě zde všechno začíná a tak trochu i končí, pokud vezmeme v potaz individuálního investora, který obchoduje na „margin“ a žije v tvrdém světě „bezohledných“ stop-lossů. Každému snad musí být jasné, k čemu vede taková redistribuční politika, kdy jisté subjekty v ekonomice mají „tvrdé“ rozpočtové omezení a jiné v důsledku „stabilizační“ politiky mnohem „měkkí“. Zatímco je

podobná „záchranná“ politika odůvodňována údajnou ochranou před „smrtnou“ spirálou případných likviditních úpadků, zapomíná se na to, že výsledkem může být dlouhodobě devastující spirála symptomatické léčby už jednou léčených symptomů.

Závěr

Pokud vnímáme FED jako jednu z centrálních autorit největší současné ekonomické velmoci, na jejíž ekonomické kondici závisí celá naše západní civilizace, není to pro všechny svobodomyšlné lidi příliš pozitivní. Během 20. století došlo k něčemu, co krásně vyjádřil profesor ekonomie J. G. Hülsmann, autor jedinečné biografie „Mises. The Last Knight of Liberalism“ (Hülsmann, 2006). Tedy, že chvalořečení ctností neomezené monetární „stabilizace“ prostřednictvím centrální banky je jako užití pásu cudnosti pro Miss World s tím, že dámě ponecháme klíče.

Ne nadarmo spousty ekonomů před něčím podobným varovalo a varuje. Vypovídá to jen o tom, jak absurdní jsou například debaty o nezbytnosti nezávislosti centrální banky, pokud je její možnost devastovat ekonomické prostředí skutečně nezávislá. Jediným východiskem je pouze ústavní zakotvení nemožnosti manipulovat s hodnotou peněz, bohatstvím a tedy i s lidmi jako takovými.

Dne 27. května jsme si mohli připomenout jedno nepříliš známé výročí. Tohoto dne roku 1935 prohlásil americký Nejvyšší soud Národní program na obnovu průmyslu (National Industrial Recovery Act – NIRA) za protiústavní. Jednalo se o jeden z nejvíce devastačních programů v rámci tzv. první fáze New Dealu v letech 1933 až 1935. Byl to pokus o státem garantovanou kartelizaci amerického hospodářství prostřednictvím tzv. kodexů „čestné“ konkurence a administrativní manipulaci cen a mezd, které se jen velmi formálně lišily od podobných opatření v Mussoliniho Itálii. I díky tomuto rozhodnutí je dnes Amerika na té úrovni vyspělosti, na které skutečně je.

Amerika by ale byla mnohonásobně dále, pokud by v roce 1913, v čase vzniku FEDu, Nejvyšší soud nepřipustil administrativní možnost manipulovat s kupní cenou dolaru a nezabránil tak tím vzniku systematického měnově politického morálního hazar-

du. Pokud se podíváme na to, jak moc dolar ztratil co do své síly během posledních sto let, nelze to nazvat jinak než absolutní civilizační tragédií. Doufejme proto, že se samotní otcové zakladatelé obracejí v hrobě.

Literatura:

Akerlof, G. A.: The Market for “Lemons“. Quality, Uncertainty and the Market Mechanism: *The Quarterly Journal of Economics* 84 (1970), č. 3, s. 488–500.

Hülsmann, J.G.: The Political Economy of Moral Hazard: *Politická ekonomie* 54 (2006), č. 1, s. 35–47.

Summers, L.: Beware the moral hazard fundamentalists: *Financial Times*, Sep 24, 2007.



PRO EKONOMIKU A POLITIKU

CEP je českým institutem pro ekonomická a politická studia založeným na podzim roku 1998 jako občanské sdružení.

Cílem CEPu je šíření idejí svobodné společnosti a tržního hospodářství a podpora myšlenek velkých osobností liberálního myšlení.

V čele CEPu stojí správní rada, kterou tvoří
Václav Klaus, Jiří Weigl a Karel Steigerwald.

Centrum pro ekonomiku a politiku je subjektem nezávislým na politických stranách a nehodlá být od politických stran přímo či nepřímo podporováno.

Kontakt:

Centrum pro ekonomiku a politiku

Politických vězňů 10

110 00 Praha 1

tel. a fax: 222 192 406

e-mail: cep@cepin.cz

www.cepin.cz

č. účtu: 19-2304260257/0100

IČO: 68402091