

FINANCE PAVEL KOHOUT PO KRIZI

EVROPA NA CESTĚ
3. ROZŠÍŘENÉ VYDÁNÍ
DO NEZNÁMA

***„Euro, jako Evropská unie samotná, je vzrušující dobrodružství,
které musí pokračovat – a máme v úmyslu zajistit, že se tak stane.“***

Tuto nesmrtelnou větu napsala v říjnu 2010 Christine Lagarde,
tehdejší francouzská ministryně hospodářství, průmyslu a zaměstnanosti.

Nyní předsedkyně Mezinárodního měnového fondu.

Paní Lagarde, ale hlavně její kolegové a kolegyně vsutku zajistili pokračování
dobrodružství, při kterém žaludek stoupá až do krku a kdy člověk neví,
kde je nahoře a kde dole. Evropa je řízena týmem právníků,
politologů a teoretických ekonomů, kteří mají nulovou profesní zkušenost
v oblasti finančních trhů a bankovníctví: Manuel Barroso, Olli Rehn,
Jean-Claude Juncker, ale také Nicolas Sarkozy a Angela Merkelová –
– ani jeden z nich nemá relevantní praxi.

Evropa je jako letadlo, které letí do bouřky řízeno týmem
zkušených tramvajáků, taxikářů, případně
řidičů metra, z nichž ani jeden neměl nalétánu jedinou hodinu.

Dobrodružství vsutku vzrušující.

Pavel Kohout



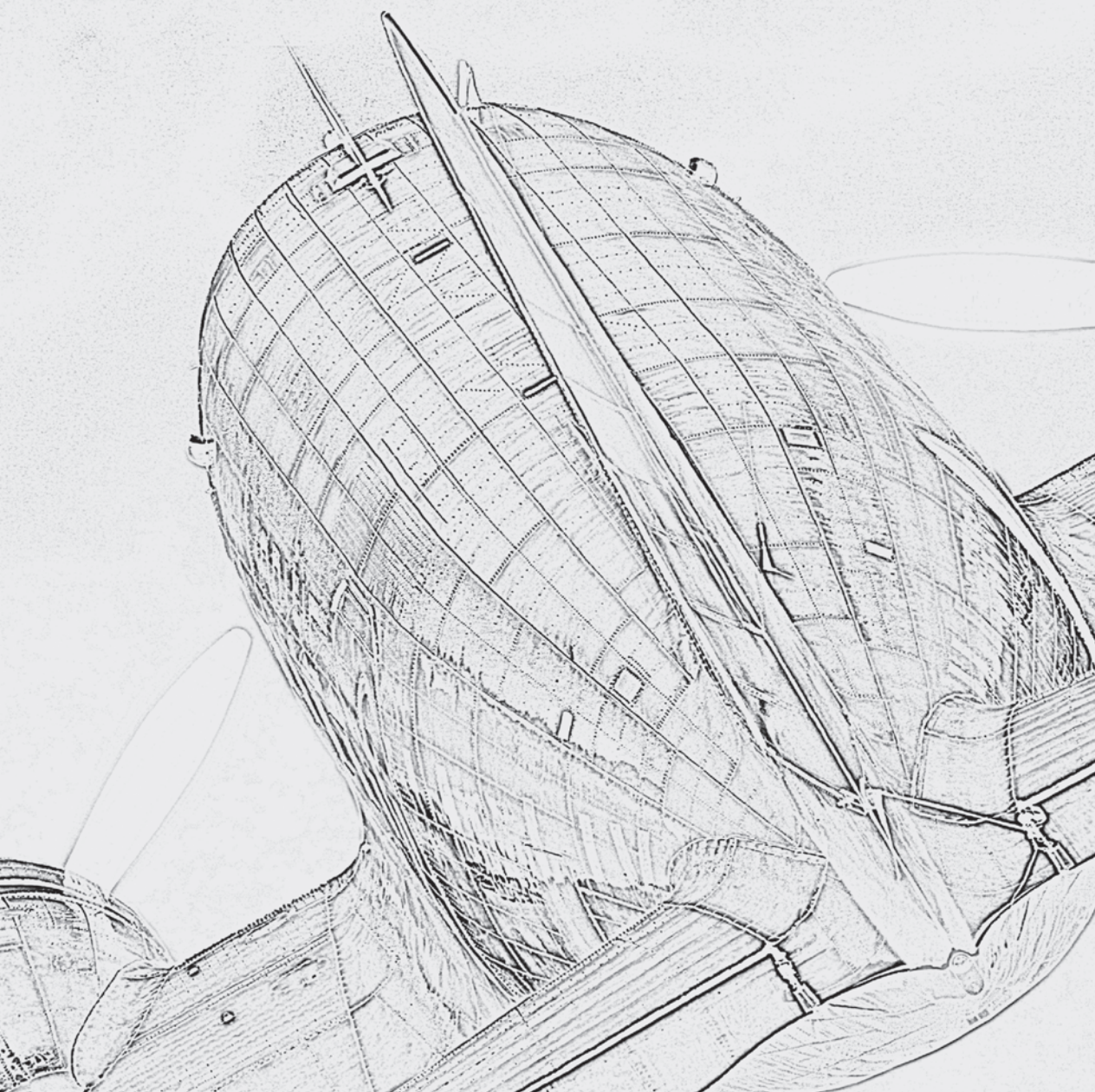
FINANCE

PAVEL KOHOUT

EVROPA NA CESTĚ

3. ROZŠÍŘENÉ VYDÁNÍ

DO NEZNÁMA



Upozornění pro čtenáře a uživatele této knihy

Všechna práva vyhrazena. Žádná část této tištěné či elektronické knihy nesmí být reprodukována ani šířena v papírové, elektronické či jiné podobě bez předchozího písemného souhlasu nakladatele. Neoprávněné užití této knihy bude trestně stíháno.

Edice Finanční trhy a instituce

Pavel Kohout

Finance po krizi

Evropa na cestě do neznáma

3. rozšířené vydání

Vydala Grada Publishing, a. s.

U Průhonu 22, Praha 7

jako svou 4 590. publikaci

Návrh obálky Ing. arch. Dana Hejbalová

Foto na obálce Pavel Kohout

Sazba a zlom Jan Šístek

Odpovědná redaktorka Ing. Michaela Průšová

Počet stran 328

Třetí vydání, Praha 2009, 2010, 2011

Vytiskly Tiskárny Havlíčkův Brod, a. s.

© GRADA Publishing, a. s., 2011

ISBN 978-80-247-4019-5 (tištěná verze)

ISBN 978-80-247-7216-5 (elektronická verze ve formátu PDF)

ISBN 978-80-247-7217-2 (elektronická verze ve formátu EPUB)

GRADA Publishing: tel.: 234 264 401, fax 234 264 400, www.grada.cz

Obsah

Krise číslo 5: Předmluva ke třetímu rozšířenému vydání	11
Dodatek k předmluvě druhého rozšířeného vydání	13
Předmluva	14
 Část I. Zápisky z krizového období	 15
1. První krizový rok: 2007	15
Předehra: hotel Quincy, Washington, D. C., březen 2007	15
Americké hypoteční strašidlo	15
Španělsko, euro a nemovitosti	17
První dějství: trh rizikových úvěrových produktů	20
Úvěrová inflace a katastrofy	21
Vítejte ve zlatých časech	22
Hypoteční krize a její důsledky	24
Druhé dějství: padá Northern Rock	27
Northern Rock a hodnota důvěry	27
Profesor Leamer předpovídá recesi	30
Třetí dějství: Co je motorem hospodářského růstu	31
Velká čínská bublina	34
Recese, ekonomové a „permedvědi“	37
Snadný problém profesora Stiglitze	40
Tajemství cen českých bytů (a hongkongská spojka)	42
Trh nemovitostí v době finanční krize	47
Kdo může za pomalejší růst?	48
Epilog: Reminiscence prvního krizového roku	50
Teorie spiknutí	53
2. Druhý krizový rok: 2008	55
Inflace, ropa a dluhopisy	55
Hrozí světu recese? Jak to poznáme?	58
Hrozny hněvu a úvěrový zádrhel	60
Inflace a problémy bank	63
Bear Stearns: IPB po americku	64
Profesor Shiller o dlouhodobé dynamice cen nemovitostí	66
Česko jako bezpečný přístav: silná koruna a její souvislosti	68
Fannie, Freddie a noční můra na Wall Street	70
Lehman Brothers a levnější chleba	71
Proč banky ovládá panika	74
Máme se bát krize?	75
Krise, recese a živočišné pudry	77
Některé otázky ohledně finanční krize a recese	79
3. Třetí krizový rok: 2009	83
Kdo předvídal finanční krizi	83
Válka proti recesi?	84
Recese a důsledky úvěrového dopingu	87
Bude se opakovat Velká deprese?	90

Dobrá a špatná deflace	94
Madoffovo poučení o morálním hazardu	95

Část II. Finance před krizí a po krizi **97**

4. Tradiční rozpočtová politika: nesmrtelný Keynes	97
Svět před Keynesem	97
Proč zlatý standard není řešením	98
Podíl zlatého standardu na bolševizaci ČSSD	100
Proč fixní kurzy nejsou řešení	101
Svět po Keynesovi	102
Nástup vulgarity... ..	102
... a její dočasný konec	103
Navěky v dlužích	104
O financích vulgárně	104
Kde lord Keynes udělal chybu	105
Praktické závěry	107
5. Monetarismus a bubliny	108
Únava z keynesianismu	108
Vzestup monetarismu	108
Měnová politika 21. století	109
Jak snadno a rychle snížit inflaci	110
Měření inflace jako detektivka	111
Zdánlivé vítězství nad inflací	112
Nízká inflace: druhá strana proroctví	114
Vliv měnové politiky na emoce	116
Jak centrální banky reagují na hrozbu krize	118
Měnová politika a ekonomie rakouské školy	119
Čínská ekonomika na umělém krevním oběhu	121
Praktické závěry	122
6. Euro a jeho selhání	123
Velké naděje	123
Jízda bez tlumičů	124
Včasné varování	126
Velké vystřízlivění	127
Železný krunýř	128
Pnutí a trhliny v eurozóně	129
Praktické závěry	131
7. Moderní teorie portfolia: další oběť krize	132
Víra jako základ moderních financí	132
Soumrak analytiků, soumrak rozumu	133
Emoce a intelektuální selhání profesora Famy	134
Hysterická křivka trhu akcií a nemovitostí	136
Co doopravdy hýbe trhem	138
Moderní teorie portfolia versus měnová politika	141
Trhy, kde se něco děje	142
Dokonale efektivní a dokonale neefektivní trhy	143
Historie jednoho dogmatu	145
8. Budoucnost investiční analýzy	148
Bubliny existují a lze je poznat	148

Kdy vstoupit a kdy vystoupit	149
Peníze, inflace a akciové indexy	150
Jak poznat bublinu a antibublinu podle Warrena Buffetta	152
Profesor Haugen uzavírá případ	153
Praktické závěry	155
9. Co bude možná po krizi	156
Konec jedné éry	156
Kdy ekonomové umějí prognózovat	156
Jak dobře investovat ve špatných časech	158
Kouzlo pravidelnosti	158
Lidová obliba strašidelných příběhů	159
Než přišel mužík s knírkem	160
Válka proti recesi a její financování	160
Investování v časech inflace	162
10. Velké krize dříve a nyní	163
Gründerská krize roku 1873: matka všech krizí	163
Velká deprese	164
Dva typy burzovních krachů	164
Jak burzovní krach vyústil v hospodářskou krizi	166
Dědictví Velké deprese v nedávné době a nyní	169
Japonská krize bank, akcií a nemovitostí	170
Děsivý příběh tajemného ostrova jménem Island	172
Poučení z krize roku 2008: víme, že nic nevíme?	177
Část III. Seznamte se: vaše budoucí krize	183
11. Vaše zadlužená budoucnost	183
Velmi stručná historie státního dluhu a dluhopisů	183
Dluhy nade všechny meze	185
Dluhový extremismus	187
Maďarizace po francouzsku	189
Argentinská ekonomická laboratoř: příklad pro Evropu?	192
12. Vaše budoucí inflace	197
Jak snadno snížit hodnotu státního dluhu	197
Arthur Laffer a Bernankeovo dilema – inflace versus deflace	199
Existují alternativy k inflaci?	201
13. Vaše prohospodařená penze	203
Tahle země není pro mladý	203
Jak bude stárnout Česko	204
Veřejné finance po recesi	206
14. Vaše budoucí energetická krize	210
Ropy není neomezené množství	210
Hubbertova křivka v praxi	211
Život s drahou ropou	214
Trh je jako hysterická blondýna	215
Závěrem: Co bude po krizi?	217

Část IV. Krize eurozóny 221

15. Vetřelec se vrací	221
... a pak krize doopravdy začala	221
Ohlédnutí za dalším krizovým rokem	222
Řecká dluhová odysea	222
Smutný konec baltického tygra	223
Tragédie řeckých financí	224
Pád premiantů	226
Jak Čína kouzlí s hospodářským růstem	227
Italské dluhové břemeno	229
Co nám říká Dubaj	230
Katastrofy, které mohou přijít v nejbližších letech	231
Řecko	232
Čína	232
Inflace	234
Řecko, euro a krotitelé dluhů	235
Dvojí krize Řecka	236
Závaží jménem euro	237
Sedm lekcí z řecké krize	239
Vlci, ovce a pošetilost mocných	241
Politici z NDR	241
Jak spekuluje Soros	242
Pošetilost mocných	242
Dva háčky rozpočtové kontroly	243
Jak v Evropě selhal trh	246
Banky, divadlo a zátěžový test	248
Od Friedmana k Obamovi (a zpět)	249
Ekonomie z různých perspektiv	251
Finanční krize očima technika	251
Finanční kolaps očima lékaře	255
Ke 40. výročí Velké finanční krize	257
Proč ekonomie umí předvídat	259
Finanční krize očima filosofa	261
Konec svobody	261
Impérium lži	263
O škodlivosti velikášství	265
Lze se poučit?	266

Část V. Bankroty v eurozóně 269

16. Nikdo není prorokem	269
Jak jsem se mýlil ohledně evropské finanční krize	269
Ohlédnutí za dalším krizovým rokem	270
Stroj bez regulátoru: proč je Irsko v krizi	271
Tři příčiny krize eurozóny	273
Jak se tisknou dolary	275
Zlatý standard mýtů zbavený	277
Jak Irům zhořklo euro	279
Morální právo českých exportérů	281
Euro a Slovensko	283
Irská retrospektiva	284

Co se stalo Portugalsku	285
Co jsem dříve psal o euru	286
Eurofederalismus a rozpočtová mytologie	287
Prohraná bitva o Řecko	288
Co a proč se děje v Řecku	290
Patálie a karamboly na jihu eurozóny	293
Sen o sjednocené Evropě	295
Nakopávači, rozpouštěči a krize	296
Jak Nicolas a Angela krotili trhy	297
Irsko, opět náš vzor	299
Národ neplatičů a finančních diletantů	301
Část VI. Ekonomické a investiční strategie	305
17. Strategie pro neklidnou dobu	305
Akcie a předpovědi pro kočku	305
Předpovídáme recese – snadno, rychle, spolehlivě	306
Jak rozpustit dluhy	308
Ratingové agentury: kdo jim dal moc	309
Tři krize eurozóny v roce 2011 – hrozby a příležitosti	310
Tradiční řešení a jejich neúčinnost	313
Reálné efekty dluhů	317
Sedm otázek a odpovědí	319
Část VII. Let do neznáma	323
18. Šťastnou cestu	323
Osmičkové a devítkové roky Evropy	323
Shrnutí	325
Knihy a články	327

Krize číslo 5: Předmluva ke třetímu rozšířenému vydání

Když mezi známými říkám, že pracuji na třetím vydání Financí po krizi, vždy následuje reakce – *No dobrá, ale po které krizi vlastně? Kolik už jich bylo a ještě bude?*

Správná otázka. Krize, kterou jsem poprvé zaznamenal ve washingtonském hotelu Quincy v březnu 2007, už měla několik vln. Vlastně proběhlo několik na sobě nezávislých krizí, neboť ta poslední už nemá zhora nic společného s americkými hypotékami. Zkusme je spočítat.

Nejprve přišla americká hypotéční krize. (Krize číslo 1) Ta přerostla v bankovní krizi, která z větší části postihla USA, Irsko, Británii, Německo a některé další země, jejichž banky s oblibou investovaly do toxických aktiv, aniž by rozuměly jejich problematice. (číslo 2)

Tato druhá fáze probíhala částečně paralelně během let 2007–2008 v hlavních vyspělých zemích Západu. Obavy bank z rizika protistrany vedly ke zhroutení mezibankovního trhu a také k výraznému omezení nově poskytovaných úvěrů. Úvěrová dieta způsobila světovou hospodářskou recesi. Recese není sice krize v pravém slova smyslu, ale jelikož většina laiků ani politiků nerozlišuje oba tyto termíny, skloňme se před většinou a označme světovou recesi z roku 2009 za krizi číslo 3.

Krize číslo 4 se nenápadně ohlásila na podzim 2009, kdy tehdy nová řecká vláda přišla s velkým objevem: našla závažné diskrepance v národním účetnictví. Po dlouhých měsících přešlapování na místě a lamentování na zlé spekulanty se Evropská unie v květnu 2010 konečně odhodlala k řešení. Bohužel bylo polovičaté a chybně koncipované, stejně jako všechna následující.

Tato čtvrtá krize postihla kromě Řecka také Irsko, Portugalsko a Španělsko. Všechny tyto okrajové země eurozóny nasály po přijetí eura levné úvěry jako houby. Levné úvěry poskytly zdání prosperity na pár let – ale houba dlouho nevydrží. Úvěrové bubliny splaskly a s nimi iluze prosperity a zaměstnanosti.

V průběhu roku 2011 se problémy zemí skupiny PIGS prohlubovaly. Zároveň obracely pozornost na další, hlubší problémy Evropy: Jak jsou na tom francouzské banky s rizikovou expozicí vůči problémovým státům? Dokáže Itálie stále žonglovat se svým dlouhodobě gigantickým státním dluhem? A co Belgie, předlužená země bez skutečné vlády? A je vůbec Německo tak silné, aby dokázalo splatit svůj dluh převyšující 80 procent HDP a navíc ještě zachraňovat problémové evropské sousedy jak na běžícím pásu?

Tyto znepokojivé otázky během léta až podzimu 2011 přerostly v další vlnu paniky. Ta byla zesílena neschopností vůdčích evropských činitelů chápat podstatu problému. Představitelé EU i jednotlivých velkých států neustále navrhovali systémově chybná řešení typu záchranných fondů a obviňovali spekulanty ze strašného zločinu: z toho, že dále odmítali kupovat dluhopisy států na prahu bankrotu.

Důsledkem dlouhodobé evropské neschopnosti pohlédnout faktům do očí vznikla krize číslo 5. Pátá krize během pěti let je horší než všechny předchozí. Týká se velkých eko-

nomik: kromě již dříve postiženého Španělska také Itálie, Belgie a Francie. Je možná jen otázkou času, než trhy začnou pochybovat o Německu. Samotná velikost krize znamená, že záchranné balíčky jsou k ničemu, neboť je nemá kdo naplnit. (Jediná solventní instituce v Evropě je Evropská centrální banka, která peníze tvoří z ničeho – to se však tuze nelíbí Němcům.)

Evropská integrace také nevyřeší krizi, neboť z deseti bankrotářů neuděláte jednoho boháče. Společný evropský dluhopis by jen usnadnil další zadlužování, podobně jako je usnadnilo zavedení eura před deseti lety. Kde je tedy řešení?

Zatím nevíme. Nemusí to být rozpad EU ani zánik eura. Nemělo by to však být ani zavedení federální evropské vlády, neboť centralizace zvyšuje nebezpečí, že mocenské centrum udělá fatální chybu s důsledky pro celý kontinent. Jestliže německá kancléřka i francouzský prezident jsou politicky bezradní a odborně nepříliš zdatní, co by se stalo, kdyby se evropským ministrem financí stal člověk podobně nedostatečného formátu? Z vůdčích Evropanů, ať už je to Jean-Claude Juncker, Herman van Rompuy, Olli Rehn, Manuel Barroso nebo kdokoli další, nikdo nemá profesní zkušenost v bankovníctví nebo ve finančních trzích. Jak mají krizi řešit právníci nebo v lepším případě teoretičtí ekonomové, kterým teprve nedávno někdo vysvětlil, co je to riziková přírážka?

Ať tak nebo onak, krize číslo 5 znamená novou realitu. Vývoj Evropy šel během posledních dvou či tří desetiletí chybným směrem, jinak by se nedostala do této katastrofy. Evropa potřebuje zásadní revizi hospodářských politik a výměnu dosavadních hodnot. Většina členských zemí EU nashromáždila obrovské dluhy odpovídající stavu po středně velké válce – a bylo přitom téměř jedno, zda jejich vlády byly převážně levicové nebo pravicové.

Nynější politické elity nemají ovšem odvahu si připustit něco tak zásadního a převratného, jako je potřeba nastolit základy zdravého hospodaření po několika desítkách let života na úkor budoucnosti. A nejde zdaleka jen o vyrovnané státní rozpočty. Zdravé hospodaření zahrnuje zdravé bankovníctví, zdravou měnu a absenci zásadních nerovnováh ve vztahu k zahraničí.

Krize číslo 5 bude mít závažné důsledky i pro investory, portfolio manažery a všechny, kdo se profesionálně zabývají správou peněz. Krize znamená riziko, ale i příležitost. Ale dost již předmluvy. Více v knize.

Pavel Kohout, 23. září 2011

Dodatek k předmluvě druhého rozšířeného vydání

Zanedlouho po prvním vydání se ukázalo, jaký jsem špatný prognostik. Očekával jsem závažné problémy veřejných financí v Evropě během několika let. Ve skutečnosti přišla řecká finanční krize již během roku 2010 a nyní, když píši tento dodatek k předmluvě, je aktuální irská bankovní krize.

Nicméně události roku 2010 nás všechny mohou ujistit o dvou snadno předvídatelných pravdách, na které se lze spolehnout.

Za prvé – za každou finanční nebo bankovní krizí stojí politická chyba. Buď jde o chybnou měnovou politiku anebo o chybnou rozpočtovou politiku. Případně také o špatnou regulaci trhu anebo o následky zbrklých reakcí na hospodářské problémy. Za každou krizí hledejte politika.

Za druhé, moderní centrální bankovníctví je lékárna s jediným medikamentem. Všechny neduhy se řeší velkou či ještě větší dávkou peněz. Na růst objemu peněz v ekonomice se dlouhodobě můžeme spoléhat jako na jednu z mála skutečných jistot. A tomu by měla být podřízena také investiční strategie.

Předmluva

Jsou události, které změní běh dějin. Historické předěly, které rozdělují tok času na „předtím“ a „potom“. Jedním z těchto milníků byla Velká deprese ve třicátých letech. Ekonomie na teoretické úrovni i v praxi hospodářské politiky již nikdy nebyla stejná po Velké depresi jako před ní.

Již začátkem roku 2009 bylo zřejmé, že finanční krize z let 2007–2008 bude podobným historickým momentem. Ačkoli její mechanismus byl odlišný a škody zřetelně menší, vliv na lidské uvažování bude nejméně stejně silný a trvalý.

Finance a ekonomika po krizi již nikdy nebudou stejné jako předtím. Staré učebnice budou dobré dílem k smíchu, dílem jako odstrašující příklad, jak se ekonomie nemá dělat. Bude nutné vymyslet nové teorie a analytické techniky, bude třeba přizpůsobit hospodářskou politiku, bude třeba aktualizovat investiční strategie.

Jakým směrem vývoj půjde zatím nelze přesně odhadnout. Není jisté, zda se uvažování lidí o ekonomii a hospodářství změní k lepšímu. Velká předválečná deprese způsobila značné myšlenkové škody – a následně i obrovské ztráty materiálního rázu. Měla za následek rozmach socialismu, velké zadostiučinění pro sovětský model (byť nikoli ospravedlnitelné fakty), vzestup extremistických sil v Německu, a nepřímo tedy způsobila i druhou světovou válku.

Zároveň se však lidstvo z Velké deprese přece jen částečně poučilo. Ekonomika se zbavila některých starých předsudků, které v letech 1929–1932 vedly k největšímu hospodářskému propadu v novověkých dějinách. Dědictví Velké deprese je tedy smíšené. Kam povedou následky finanční krize 2007–2008? Úvahám o jejích možných důsledcích je věnována tato kniha.

Část I. Zápisky z krizového období

1. První krizový rok: 2007

Předehra: hotel Quincy, Washington, D. C., březen 2007

Není nad osobní zkušenost. Nikdy nezapomenu na několik večerů v hotelu Quincy, asi čtvrt hodiny pěšky od Bílého domu. Měl jsem jako host amerického ministerstva zahraničí to potěšení zúčastnit se exkurze do amerického finančního systému v rámci programu IVLP (International Visitors Leadership Program). Lepší načasování než na jaro 2007 jsem si snad nemohl přát – nikoli kvůli počasí, ale vzhledem k pohledu na tehdy začínající krizi.

Každé ráno bylo možné v novinách najít několik příběhů o krizi v oblasti hypoték. Tklivé příběhy předlužených rodin, zprávy o exekucích, názory realitních makléřů, že nejhorší vlna teprve přijde. V průběhu dne se žádná návštěva vládního úřadu či soukromé instituce neobešla bez diskuse o tématu *subprime mortgage* – rizikové hypotéky. (Česky bychom mohli použít slovo „substandardní“, protože slovo „nestandardní“ nenese význam horší kvality.) Večer přijdete do hotelu, zapnete televizi a opět se na vás vyvalí záplava zpráv o hypoteční krizi.

V březnu 2007 tedy všichni věděli, že hypoteční krize je realitou – všichni, kdo alespoň sporadicky četli noviny, sledovali televizní zpravodajství anebo si občas promluvili s nějakým ekonomem či finančním analytikem sledujícím sektor stavební výroby a trhu nemovitostí. V zásadě tedy prakticky všichni gramotní lidé s fungujícím zrakem a sluchem nutně museli vědět, že sektor rizikových hypoték je v maléru a že ten malér není z kategorie zanedbatelných.

Trh tedy o problému věděl. Věděli o něm pracovníci velkých soukromých bank i neméně velkých vládních organizací. Přesto trvalo dlouhé, dlouhé, velmi dlouhé měsíce, než trhy na tento problémy zareagovaly. A ještě delší čas potřebovaly úřady.

Americké hypoteční strašidlo

Tento článek jsem napsal 27. března 2007 v hotelu Quincy ve Washingtonu. Byl publikován na serveru Investujeme.cz o den později.

Amerikou obchází strašidlo. Nikoli ovšem strašidlo komunismu; dokonce ani terorismus se nezdá být prvořadým tématem. Nynější hlavní starost Američanů má doslova a do písmene přízemní charakter. Ve světle posledních makroekonomických čísel totiž hrozí krize na trhu nemovitostí, především rodinných domků.

Vše začalo zhruba v letech 2001–2003. Americký Federální rezervní systém (Fed) ve snaze zabránit hospodářské recesi udržoval krátkodobé sazby na extrémně nízké úrovni. To se podařilo: americkou ekonomiku vytáhl z problémů neobyčejně silný stavební boom. Ten byl způsoben neobvykle levnými a dostupnými hypotékami. Na vlastní bydlení „dosáhl“ prakticky kdokoli, včetně lidí s nízkými a nestabilními příjmy, kteří by za normálních okolností bydleli v pronájmu.

Z velké části se jednalo o imigranty z Latinské Ameriky, legální i nelegální. Jen v samotném roce 2005 bylo klientům hispánského původu poskytnuto 375 000 hypoték. Z nich nyní hrozí 73 000 – tedy téměř celé jedné pětině – propadnutí zástavy nemovitosti kvůli nesplacení hypotéky. Vlastnické bydlení mezi novými imigranty se rozmohlo během první poloviny tohoto desetiletí. Bylo to považováno za plnění amerického snu v praxi. Nyní začíná být zřejmé, že mnozí lidé si pořídili nemovitosti za přemrštěné ceny jen proto, že se uchýlili k neobvyklým „konstrukcím“ hypoték, z nichž mnohé nabízely „lákavé“ nízké sazby ze začátku, avšak zahrnovaly možnost jejich pozdějšího zvýšení.

Na tyto hypotéky obvykle „naletěli“ méně vzdělaní lidé, kteří neuměli přečíst a pochopit detaily smlouvy psané drobným písmem („fine print“) anebo těmto detailům zkrátka nevěnovali pozornost. V případě imigrantů hrála roli i chabá, respektive nulová znalost angličtiny. Další díl viny na vzniklé situaci hrály nevybíravé praktiky realitních agentů, kteří jsou hladce schopni přesvědčit neznalého klienta, že ceny nemovitostí mohou jít pouze a výhradně nahoru a že hypotéka, která spolkně většinu čistých měsíčních příjmů domácnosti, je vlastně vynikající obchod. Španělsky mluvící realitní makléř José Luis Semidey, známý svojí pravidelnou rozhlasovou relací na Radio Universal, hovoří o lavině zoufalých telefonátů, žádajících o profesionální pomoc. Většinu volajících však není pomoci. „Začalo to v roce 2005,“ tvrdí Semidey, „a to nejhorší teprve přijde.“

Během nejbližších šesti let se odhaduje, že propadnutí zástavy hrozí 1,1 milionu hypoték. Smutné příběhy lidí, kteří si na dluh pořídili dům svých snů a nyní zjišťují, že splnění snu bylo nad jejich síly, jsou v americké televizi i v novinách na denním pořádku. Nahid Azími, pokladní v supermarketu s měsíčním příjmem 2 400 dolarů, původem z Afghánistánu, vzlyká, když stěhuje své poslední věci z domu, který si v létě 2006 pořídila za 410 000 dolarů. Pohyb úrokových sazeb totiž způsobil, že výše její hypoteční splátky vylétla na 3 800 dolarů měsíčně.

Některé hypoteční firmy šly tak daleko, že půjčovaly bez jakéhokoli dokladu o příjmech klienta. To není až tak výjimečné ani na českém trhu, ale půjčovat bez ověření dokladu totožnosti, to je přece jen odvážné. Nicméně velmi volná regulace hypotečního trhu v kombinaci s vysokým apetitem obchodních oddělení hypotečních bank způsobila, že ilegální imigranti se stali mohutným klientským segmentem. Řada z nich pracuje ve stavebnictví jako zedníci, tesaři, obkladači atd. Recese stavebního průmyslu se tedy na trhu projeví zesíleně.

Ve strohé řeči makroekonomických čísel: během února poklesly prodeje nových rodinných domů o 3,9 %. V meziročním vyjádření jde o 18,3% pokles – což je hodnota, která je velmi varovná. Jde o pokles na nejnížší úroveň od léta roku 2000, kdy zhruba začala poslední americká recese. Mediánová cena prodáváného domu meziročně rovněž poklesla, o 0,3 %. Ačkoli se zdánlivě jedná jen o nepatrný pokles, tato informace má závažný význam. Pokles na federální úrovni – byť nepatrný – je na americkém trhu nemovitostí mimořádným a nevídaným jevem.

Pro Českou republiku mají informace o těžkostech s americkými hypotékami dvojitý význam. Za prvé, něco podobného se může stát skutečností také u nás. Za druhé, vývoj největší světové ekonomiky má vliv i na hospodářský růst a zaměstnanost v České republice. V letech 2005–2006 se českému hospodářství vedlo dobře v první řadě díky celosvětovému oživení. To se však může v krajním případě proměnit v další celosvětovou recesi, v lepším případě jen ve zpomalení globálního růstu.

Jak velmi pravdivý byl citát realitního makléře Semideye jsem si uvědomil teprve mnohem, mnohem později. Kromě toho se přiznám, že poslední dvě věty jsem tehdy nemínil příliš vážně. Nešlo o výsledek hluboké analýzy. Lehkou spekulativní úvahu o možnosti celosvětové recese – cosi extrémně, ale opravdu extrémně nepravděpodobného z hlediska prvního čtvrtletí 2007 – jsem na závěr článku přidal spíše jen tak, jako lehkou myšlenkovou provokaci. Kdyby náhodou tato spekulace vyšla, mohl bych se vydávat za proroka.

Španělsko, euro a nemovitosti

Také Španělsko a některé jiné evropské země si vypěstovaly svá vlastní hypoteční strašidla. Tehdy o tom však ještě nevěděly. Nicméně bublina na trhu nemovitostí byla zřejmá, jak o tom svědčí můj tehdejší komentář z 11. června 2007:

Vstup do eurozóny se může do ekonomik různých zemí promítnout různým způsobem. V případě Španělska mělo přijetí eura za následek mimořádný hospodářský růst. Přijetí eura usnadnilo mezinárodní pohyb kapitálu. Tím byly zesíleny příznivé účinky reformy bývalého premiéra Aznara.

Španělsko prožívá čtrnáctý rok nepřerušného hospodářského růstu. Nezaměstnanost, která v devadesátých letech dosahovala 20 %, poklesla na úroveň 8,2 %. Hospodářská výkonnost v přepočtu na hlavu patrně příští rok předstihne Itálii. Podle údajů Světové banky Španělsko nedávno předstihlo Kanadu na místě osmé největší světové ekonomiky. Jedním z dočasných zdrojů hospodářského růstu byl i vzestup ekonomické aktivity žen doprovázený prudkým poklesem porodnosti. Španělská porodnost patří mezi nejnižší na světě (1,29 dítěte na jednu ženu podle údajů z roku 2007.)

Rychlý hospodářský růst byl doprovázen – a z velké části také způsoben – masivním boomem na trhu nemovitostí. Španělská centrální banka uvádí, že během posledního desetiletí se ceny domů a bytů ztrojnásobily. Banky půjčily jen v samotném roce 2006 celkem 250 miliard eur developerům, což byl osminásobek ve srovnání s rokem 1998. Dále půjčily 134,3 miliardy eur stavebním společnostem a 544 miliard eur kupujícím; objem hypoték vzrostl ve srovnání s rokem 1998 čtyřnásobně.

Pokud jde o strukturu hypoték, 96–98 % úvěrů na bydlení je strukturováno jako půjčky s variabilním úrokem, který je založen na krátkodobých sazbách. Ty byly ve Španělsku od zavedení eura v průměru jen na úrovni 0,1 % nad inflací. Nominální úrokové sazby spadly z původních 15 % až na úroveň kolem 3 %. Nyní se sazby pohybují od 4,13 % (tříměsíční sazby) až po 4,39 % (výnos desetiletých vládních dluhopisů.) Inflace nyní podle údajů z dubna 2007 představuje 2,4 %.

Prodloužily se ovšem doby splatnosti hypoték. Banka Bilbao Bizkaia Kutxa zavedla úvěry s padesátiletou dobou splatnosti, Bilbao Vizcaya Argentaria zatím „pouze“ se

čtyřicetiletou dobou. To znamená, že i mírný pokles cen bytů ve spojení s růstem sazeb může vést k nárůstu počtu neplatičů.

V průběhu dlouholetého poklesu či stagnace si mnozí investoři, developeři a realitní agenti zvykli na to, že nízké úrokové sazby tu budou navždy. Kromě toho se Španělsko stalo odpočinkovou zónou Evropy, výsledkem čehož jsou čtyři miliony bytových jednotek v zahraničním vlastnictví.

Ačkoli Španělsko má o pětinu méně obyvatel než Británie, během posledních let převyšovala španělská výstavba úroveň britské výstavby pětinasobně. Jen v samotném roce 2006 započala výstavba 700 000 bytových jednotek, přičemž během téhož roku vzniklo ve Španělsku jen asi 500 000 nových domácností. Během téhož roku bylo dokončeno 750 000 bytových jednotek, více než ve Francii a v Německu dohromady.

Nicméně již v roce 2005 začala Evropská centrální banka postupně zvyšovat krátkodobé úrokové sazby. Někteří klienti s hypotékami začali mít problémy, což se projevilo ve zvýšené míře splátkových delikvencí v posledním čtvrtletí roku 2006. Pokud by se k tomuto trendu přidalo oslabení přílivu zahraničních investic, výsledkem by mohl být vážný pokles cen doprovázený recesí stavebního průmyslu.

Existují skutečně signály ochlazení španělského realitního trhu. Prudce například oslabily akcie některých realitních společností. Akcie firmy Astroc Mediterraneo se ještě koncem února 2007 obchodovaly za více než 70 eur; začátkem června poklesly na 11 eur. Společnost Colonia oslabila ze 75 eur na 4 eura. Společnost Montebalito ztratila „jen“ asi 40 % hodnoty, Sacyr Vallehermoso 30 % a FCC „pouhých“ 17 %, jde však o mnohem významnější firmy.

Je pokles cen akcií ze sektoru nemovitostí předzvěstí poklesu cen samotných bytů a domů? Španělské rezidenční nemovitosti v rozmezí let 1999–2005 získávaly na ceně v průměru o 15 % ročně. Z toho zhruba 9 % připadalo na nárůst ceny za metr čtvereční, zbylých 6 % na nárůst plochy dokončených bytů. To není dlouhodobě udržitelný vývoj.

Svědčí o tom fakt, že trvá stále delší dobu, než se podaří prodat nově dokončené byty. Madridská firma Aguirre Newman uvádí, že v roce 2003 trval prodej bytu průměrně 23 měsíců, zatímco v roce 2007 již 35 měsíců s rostoucím trendem. Výsledkem jsou bloky prázdných betonových domů a prázdné ulice. „Přišli jsme se podívat na byty, ale našli jsme město duchů,“ řekl reportérovi listu Miami Herald sedmadvacetiletý taxikář. „Mé přítelkyni to tady přišlo nebezpečné, tak jsme se otočili a jeli pryč.“

„Skutečný zabiják rezidenčního trhu je bezbřehý převis nabídky,“ tvrdí Gonzalo Bernardos, profesor ekonomie z barcelonské univerzity. „Ceny již neoficiálně padají.“ Podle jeho odhadů poklesnou ceny nových a existujících domů od nynějška do roku 2009 o 20 %.

Ve Španělsku se ceny nemovitostí určují podle posudků odhadců na rozdíl od trhů jako USA nebo Británie, kde hlavní roli hrají tržní ceny. Výsledkem je prostředí, ve kterém odhadci často nafukují hodnoty, neboť jsou placeni prodávající stranou. „Žijeme v zemi, kde každý chápe, že odhady jsou něco jako poezie,“ řekl listu Miami Herald pan Jesús Encinar, zakladatel serveru Idealista.com, který shromažďuje údaje o cenách v Madridu, Barceloně a Valencii. „Bankéři mi říkali – Proč se staráte, že odhady jsou vycucané z prstu? V budoucnosti ceny stejně vzrostou.“

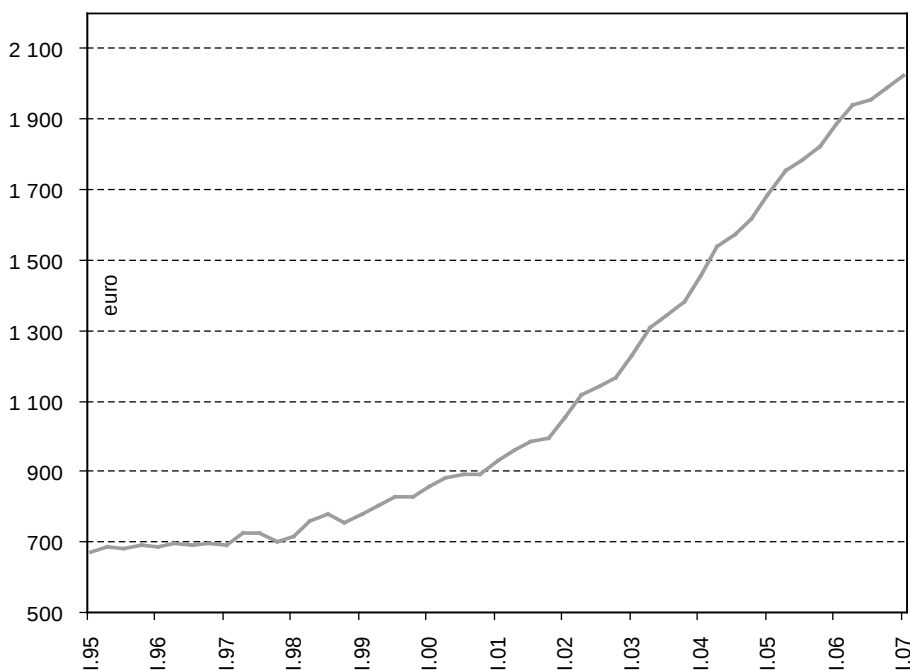
„Lidé mají neotřesitelnou víru, že ceny nemovitostí mohou jít jen nahoru,“ říká dále Encinar. Objem majetku, které mají španělské domácnosti ve formě nemovitostí, činil v roce 2004 celkem 521 miliard eur, což odpovídalo 509 % hrubého domácího produktu. Pro srovnání, americké domácnosti ve stejném roce vlastnily nemovitosti v celkové hodnotě „pouhých“ 159 % HDP. Španělský realitní trh má tedy hluboký prostor, kam lze padat.

Míra hypoteční delikvence podle údajů Standard & Poor's vzrostla z 0,70 % v březnu 2004 na 1,75 % v březnu 2007. Průměrná cena domu v prosinci 2006 činila 374 000 eur. Průměrná cena za metr čtvereční v celostátním průměru dosahovala v prvním čtvrtletí 2007 hodnoty 2 024 eur, v průměru za hlavní město Madrid pak 3 002 eur.

Co se stane, když španělské nemovitosti postihne pokles cen? Nejhorším scénářem je pokles kvality bankovních úvěrových portfolií, krize úvěrů (credit crunch), recese stavebního průmyslu s návazností na celou ekonomiku. To vše by samozřejmě mělo celoevropský dopad, který by se nevyhnul ani České republice.

Přijetí eura ve Španělsku zafungovalo jako mohutný zesilovač hospodářského cyklu. Dokud tento zesilovač působil jen směrem vzhůru, byli všichni spokojeni, snad kromě těch, kdo byli nuceni kupovat předražené byty. Jakmile se však ekonomický růst obrátil v pokles, po spokojenosti byla veta.

Ano, poslední odstavec článku z června 2007 byl vskutku vizionářský. Na rozdíl od oněch večerů v hotelu Quincy dostávala budoucí katastrofa reálnější obrysy a začínalo být zřejmé, že Evropa není imunní.



Obr. 1.1 Ceny bytů za metr čtvereční, španělský průměr
Zdroj: Ministerio de Vivienda (ministerstvo bydlení), Madrid.

První dějství: trh rizikových úvěrových produktů

Již v březnu 2007 tedy trhy i úřady o hrozící hypoteční krizi věděly. Nechtěly si však problém připustit. Dlouhé tři, téměř čtyři měsíce se nic nedělo. Akcie rostly, banky zve-sela půjčovaly, vládní úředníci se těšili z pokračujícího hospodářského růstu a z nízké nezaměstnanosti. Platilo to pro Evropu, Ameriku i zbytek světa bez rozdílu.

První zakolísání se dostavilo na přelomu července a srpna 2007. Tehdy si krize poprvé všimly kapitálové trhy. Ne všechny: pouze úzký segment trhů s rizikovými dluhopisy odvozenými od rizikových hypoték cestou sekuritizace.

Co je to sekuritizace? Jednoduše řečeno proces, během něž se z velkého počtu drobných dluhů „vyrábějí“ dluhopisy obchodované na veřejných trzích. Jedna hypotéka je příliš malá záležitost, než aby se stala předmětem veřejného obchodování. Když však dáme dohromady milion hypoték, roztrídíme je podle předpokládané úvěrové kvality, zabalíme a rozprodáme, získáme několik výhod v jednom:

- vznikne nový, zajímavý segment finančního trhu;
- riziko plynoucí z původních hypoték lze vyvést z účetnictví původní hypoteční banky a prodat takřka kamkoli do širého světa...
- ... což znamená, že banky mohou poskytovat stále rizikovější a rizikovější hypotéky, které jsou dostupné i pro klienty s velmi vysokým stupněm úvěrového rizika.

Sekuritizace tedy umožnila, aby banky půjčovaly takřka komukoli (včetně ilegálních imigrantů, osob bez jakékoli gramotnosti a lidí bez garantovaných příjmů). Teoreticky měla fungovat tím způsobem, že riziko rozptýlené po celé zeměkouli bude mít méně dramatické dopady než riziko soustředěné v malém počtu bank – podobně jako když vysoký komín továrny rozptyluje škodlivé látky do širokého prostoru, kde jejich nepříznivé účinky zaniknou nebo se alespoň oslabí.

Z této úvahy ovšem fungovala jen první polovina: ano, podařilo se riziko účinně rozptýlit po celém světě. Nicméně tento rozptyl nevedl ke snížení rizika. Na rozdíl od oxidu siřičitého není riziko chemická látka. Neplatí zde princip zachování hmoty. Globální rozproštění rizika cestou sekuritizace nevedlo tedy ke snížení jeho koncentrace, ale právě naopak. Když náhle koncem července 2007 vypukla první vlna paniky ohledně hypoteční krize, nikdo nevěděl, kde všude mohou být rozmístěny špatné úvěry z amerických „subprime“ hypoték.

Náhle začaly přicházet zprávy z nejrozmanitějších částí světa. Malá banka kdesi ve východním Německu. Finanční rezervy norského okresního města. Penzijní fond novozélandských námořníků. Špatné úvěry mohly být prakticky všude. Banky proto začaly pracovat s předpokladem, že také všude jsou. Tento mechanismus zapůsobil jako páka, která mnohonásobně zvýšila skutečnou hodnotu možného rizika. (Mimochodem, ten příklad s novozélandským penzijním fondem je vymyšlený, ale nepřekvapil vás, že ne?)

Nárůst míry vnímaného rizika na mezibankovních trzích byl rychlý, brutální a nečekaný. Zaskočil každého, bez výjimky. Pamatuji si, jak jsem si v březnu 2007 říkal: „Dobrá, probíhá hypoteční krize, ale všichni o ní vědí a finanční trhy zůstávají klidné; krize tedy nemůže být TAK MOC katastrofální, nemám pravdu?“

Neměl jsem tehdy pravdu, bohužel. Zanedlouho se ukázalo, že dramatické události na finančních trzích uprostřed léta 2007 měly být jen předehrou příštího kataklyzmatu.

Úvěrová inflace a katastrofy

11. července 2007

První pololetí roku 2007 se pro globální ekonomiku vyvíjelo skvěle. Hospodářství roste na celém světě s výjimkou Zimbabwe. V rámci „emerging markets“ je 5–6% růst normou. Česká republika by mohla růst zhruba 5,5 procenty, Slovensko asi o 8 %. Také eurozóna rostla v prvním čtvrtletí 2007 zhruba 3% tempem, což je relativně dobrý výsledek, když uvážíme tíhu daňové zátěže. S růstem ekonomiky v eurozóně poklesla nezaměstnanost na 7 %, v České republice na 6,3 %. Před rokem byla nezaměstnanost vážným problémem, nyní dělá starosti nedostatek pracovníků.

Nabízí se otázka, komu za tento globální růst vděčíme. Žádný objev: příčinou je velmi expanzivní měnová politika světových centrálních bank. Ta byla uplatňována od 11. září 2001 a byla prodloužena některými dalšími neblahými událostmi: Enron, Irák, atentáty v Madridu a v Londýně, dlouhotrvající stagnace ekonomik v Německu a v Itálii. V České republice byl pokles sazeb ozvěnou příliš restriktivní měnové politiky v letech 1997–2000. Totéž platí pro Thajsko, Malajsii, Jižní Koreu atd.

Centrální banky všude na světě reagovaly na katastrofy snižováním sazeb, aby ekonomiku povzbudily. To se podařilo téměř ve všech zemích naráz. Meziroční nárůst objemu úvěrů českých bank činil podle posledních údajů bezmála 12 %. V rámci eurozóny roste objem úvěrů tempem vyšším než 10 %, objem úvěrů s dobou splatnosti nad pět let dokonce tempem 12,5 %. V tomto srovnání působí Spojené státy trochu jako hlemýžď, když meziroční růst objemu bankovních úvěrů dosáhl hodnoty pouhých 6,3 %. (Růst americké ekonomiky za první čtvrtletí 2007 činil jen 1,9 %.)

Úvěrová inflace – na úrovni domácností, podniků i vlád – se promítá do růstu zisků podniků a akcionáři si mnou ruce. Ovšem rychlý růst ekonomiky je signálem, aby centrální banky zvyšovaly úrokové sazby. Spojené státy ostatně začaly zvyšovat sazby již před třemi lety. Evropská centrální banka se přidala na podzim 2005. Zvyšování sazeb tudíž není nic nového pod sluncem.

Jak je tedy možné mluvit o expanzivní měnové politice, když úrokové sazby již nějakou dobu významně rostou? Krátkodobé sazby rostou, ale míry výnosu dlouhodobých dluhopisů se až donedávna vytrvale držely nízko. Protože dlouhodobé dluhopisy jsou hlavním faktorem určujícím ceny dlouhodobých investičních a hypotečních úvěrů, trvala účinnost velmi volné měnové politiky řadu měsíců i let poté, co došlo k jejímu zpřísnění.

Nízké výnosy dlouhodobých dluhopisů byly způsobeny vysokou důvěrou trhu ve schopnosti centrálních bank držet inflaci trvale nízko. Vysoká důvěra v centrální banky tedy paradoxně poškodila účinnost monetární politiky.

V USA, v řadě evropských zemí včetně ČR, ale i v jiných částech světa způsobily levné úvěry hypoteční boom a hospodářský růst. Inflace úvěrů například měla za následek, že celosvětový objem fúzí a akvizic ve druhém pololetí 2007 byl zhruba dvojnásobný ve srovnání se stejným obdobím roku 2006 a pětinasobný ve srovnání s rokem 2002.

Úvěrová inflace má na svědomí i nynější krizi na trhu rizikových hypoték v USA. Americké banky hojně půjčovaly například ilegálním imigrantům, uklízečkám a pokladním v supermarketech, protože peněz bylo více než bonitních klientů. Zatím se neví, jak dalekosáhlé důsledky bude mít tato krize, ale její význam již nyní je celosvětový. Rizikové prémie rostou, kapitál se zdražuje.

Prozatím je jistá jen jedna věc: dvojciferný růst objemu úvěrů není dlouhodobě udržitelný. V jistém stupni vývoje má úvěrová inflace za následek nutný pokles kvality úvěrů. To se nyní děje v USA. Podle posledních údajů není pokles kreditní kvality portfolií amerických bank hrozivý – závažná bankovní krize nenastane. Nicméně zpřísnění úvěrových standardů bude mít stejný efekt jako zpřísnění měnové politiky: zpomalení růstu atd.

Konec světa se však nekoná. Kreditní kvalita bank v USA, v Evropě i v ČR je stále výrazně lepší, než jaká byla v roce 2002. Úrokové sazby sice rostou, avšak je extrémně nepravděpodobné, že by dosáhly podobných hodnot, které byly typické ještě pro průměr devadesátých let. Centrální banky se totiž ničeho nebojí tak jako bankovní krize. Pro její odvrácení budou ochotny levné peníze do ekonomiky doslova napěchovat. A celý cyklus bude moci začít znovu.

Vítejte ve zlatých časech

19. července 2007

V roce 2006 jsem napsal, že Česká republika prožívá nejpríznivější podmínky pro hospodářský růst od doby Karla IV. Levicový propagandista Jiří Havel tento výrok okamžitě použil ve prospěch ČSSD. Jenže nynější růst české ekonomiky nemá nic co do činění s domácí politikou.

Celý svět totiž prožívá nejpríznivější ekonomické období – nejen od časů Karla IV., ale v rámci lidských dějin vůbec. Časopis Fortune otiskl článek s názvem The Greatest Economic Boom Ever – Největší ekonomický boom v historii. „Toto je zdaleka nejsilnější stav globálního hospodářství, jaký jsem viděl během své kariéry,“ uvádí v článku americký ministr financí Hank Paulsen. Je to pravda. Celosvětový hrubý domácí produkt vzrostl od roku 2000 v nominálním vyjádření o více než 70 % v dolarovém vyjádření. Světový obchod vzrostl od roku 2000 dvojnásobně. Nezaměstnanost klesla tak, že se hovoří o nedostatku pracovních sil.

Nynější boom je skutečně globální, což je unikát. Světový růst byl rychlý i začátkem sedmdesátých let, ale týkal se jen vyspělého Západu a Japonska. Nynější růst je mnohem rovnoměrnější, nebo chcete-li, spravedlivější. Zatímco v sedmdesátých letech bohatí bohatli a chudí trvale třeli bídu, nyní těžiště růstu leží v Asii, Latinské Americe a ve střední a východní Evropě. Česká ekonomika roste znatelně rychleji než Západ díky nízkým daním, což uznává dokonce i Jiří Havel: uvádí, že česká daňová kvóta činí asi 35 % hrubého domácího produktu, zatímco průměr EU 25 je skoro 41 %.

Rovnoměrnější rozložení světového růstu je způsobeno globalizací. Ještě nikdy nebyly bariéry pro světový obchod a pro pohyb kapitálu tak nízké. Díky pádu bariér a následně zostřené konkurenci klesají ceny spotřebního zboží a některých služeb. Inflace je proto velmi nízká a centrální banky necítí potřebu výrazně zvyšovat sazby.

*Další příčinou nízké inflace je fakt, že index růstu spotřebitelských cen má jen volný vztah k životním nákladům. Ceny položek citlivých na růst objemu peněz jsou systematicky podhodnocovány, aby inflace vyšla lépe. Například **metodika harmonizovaného indexu spotřebitelských cen podle ECB zcela vylučuje jakékoli náklady spojené s vlastnickým bydlením**. Něco podobného platí i pro jiné položky, zejména stavební materiály a některé služby.*

Ekonomové, kteří tvrdí, že inflace je v EU nízká, tedy nemluví úplnou pravdu. Při rychlém růstu cen nemovitostí a služeb ve většině zemí EU zjistíme, že dosavadní velmi volná měnová politika ECB by nebyla možná, kdyby centrální banka pracovala se skutečným, a nikoli „cinknutým“ indexem cen. Kvůli statistickým manipulacím je v oběhu více peněz, než je zdravo.

Co z toho vyplývá pro investora? Globalizace spojená s přebytkem peněz přeje některým konkrétním odvětvím, jakou jsou suroviny, polotovary, energetika atd. Spojené státy nyní například trpí nedostatkem stavebních jeřábů, protože speciální ocel pro jejich stavbu kupuje Čína. Index cen komodit časopisu Economist vzrostl meziročně o 13,4 %. Takto nevypadá nízká inflace! Mimochodem, indická automobilka Tata chystá vůz za 100 000 rupií (asi 50 000 Kč). Až se Indie motorizuje, bude to společně s Čínou další silný impuls pro růst cen surovin.

Naopak obtížnou dobu prožívají odvětví, kde se nejvíce projevuje globální konkurence. Jde například o letecké společnosti, spotřební elektroniku a americké automobilky. Proč právě americké? Protože Ford a General Motors mají v účetnictví zabudovaný průběžný penzijní systém a všeobecné zdravotní pojištění pro své zaměstnance. Rostoucí náklady na penze a zdravotnictví se projevují ve ztrátě konkurenceschopnosti oproti Evropanům, Japoncům a Korejcům. Také telekomunikační společnost Vodafone ztratila v roce 2006 přes 10 miliard dolarů – rovněž kvůli zostřené konkurenci.

Pokud bude globální boom vystřídán globální recesí, nejvíce utrpí takové investice, které v nedávných letech poskytovaly největší zisky. Není proto dobré mít všechny úspory ve střeoevropských akciích nebo v Číně. Pýcha předchází pád, žádný strom neroste do nebe. A nadprůměrný růst HDP či akciových indexů mají tendenci vrátit se k dlouhodobému průměru.

*Ani případná recese by však nezměnila dlouhodobý trend. Globalizace je tak mocná síla, že žádná vláda nemá šanci jí vzdorovat. **Centrální banky by navíc na recesi bezpochyby reagovaly další měnovou expanzí.** Základní principy globální ekonomiky jsou pevně položeny.*

Článek, který vyšel v deníku *Lidové noviny*, měl pochopitelně ironický titul. Začátkem léta 2007 totiž byly všechny ekonomické ukazatele až příliš hezké. Slušný růst, rekordně nízká nezaměstnanost, vysoké zisky podniků, relativně dobrý stav veřejných financí – to vše bylo způsobeno vysokým objemem peněz v ekonomice ve formě bankovních úvěrů.

Centrální banky provozovaly nepřiměřeně uvolněnou měnovou politiku v důsledku zkrácených ukazatelů inflace. Nadbytek peněz vyvolával dojem prosperity. Globální boom byl ovšem během krátké doby vystřídán globální recesí; nejvíce utrpěly akcie s nejvyššími zisky. Pýcha opravdu předcházela pád. A centrální banky na recesi zareagovaly další

měnovou expanzí. V červenci 2007 jsem ovšem netušil, jakých rozměrů tato expanze nabude.

Hank Paulsen měl částečně pravdu, když tvrdil, že „*toto je zdaleka nejsilnější stav globálního hospodářství, jaký jsem viděl během své kariéry*“. Zapomněl si ovšem uvědomit, že silná ekonomika byla důsledkem úvěrového dopingu. Anebo si to možná uvědomil, ale nechtěl strašit veřejnost. Ta by se ovšem zastrašit nenechala. Když se trh rozhodne, že bude mít dobrou a optimistickou náladu, žádné varování nic nezmuže. Musí přijít tvrdý náraz.

Hypoteční krize a její důsledky

21. srpna 2007

Investiční bankér z Wall Street zamířil jednoho srpnového rána na schůzku, kde hodlal podepsat hypoteční smlouvu na své nové sídlo na Long Islandu v hodnotě 1,5 milionu dolarů. Manhattanští finančníci patří mezi kvalitní, solventní klienty – ovšem jaké bylo překvapení, když namísto hypoteční sazby v původní výši 8 % mu hypoteční makléř oznámil novou sazbu 13 %. Tento příběh publikovaný v listu New York Times byl doprovázen citací příslušného hypotečního specialisty: „Pracuji v tomto byznysu již dvacet let a zatím jsem nic podobného neviděl.“

Současná hypoteční krize v USA je skutečně v řadě ohledů mimořádná. Kromě jiného jde o první významný problém ve finančním sektoru po řadě let, přesněji řečeno od roku 2002, kdy ve Spojených státech a v některých evropských ekonomikách vrcholila krize s falšovaným účetnictvím ve firmách jako Enron, Worldcom apod. Nicméně úvěry a bankovníctví tehdy postiženy nebyly.

Poslední významná bankovní krize nastala v Americe začátkem osmdesátých let. Šlo o tzv. krizi spořitelén (savings & loan crisis). Její podstata byla jen velmi vzdálená nynější situaci. Podstatné bylo, že šlo o krizi, která měla sice dlouhou, nicméně příznivou dohru. Na jejím konci byla americká ekonomika silnější než dříve a bankovní systém se poučil z chyb. Fungoval pak relativně hladce až donedávna.

Vnitřní příčinou nynější globální finanční krize je systém, v němž je malý prostor pro osobní zodpovědnost za úvěrová rozhodnutí. V samotných Spojených státech funguje asi půl milionu hypotečních makléřů, kteří mají motivaci prodávat hypotéky. Jsou placeni provizemi z objemu, který zprostředkují, a to bez zodpovědnosti za výsledek. Proto se přirozeně snaží sjednat maximální objemy.

V tomto směru nejsou makléři sami, zcela stejně se chovají obchodní oddělení bank. V zájmu maximalizace obrátu zcela převládla dravost obchodníků nad opatrností úvěřářů. Příklad: manažerka jedné menší americké banky odpovídá na otázku, kolik je mezi jejími klienty ilegálních imigrantů: „Nevím. Nechci se vměšovat do soukromí svých klientů.“ V tomto daném případě sice nešlo o hypoteční banku (byla to banka poskytující drobné podnikatelské úvěry), ale přesto tato příhoda leccos ilustruje.

V USA lze sjednat hypotéku nejen bez osobních dokladů, ale také bez jakéhokoli dokladu o výši příjmů. Tato varianta byla původně zamýšlena pro osoby samostatně výdělečně činné, ale využívají ji i běžní zaměstnanci. Ukazuje se, že 95 % takovýchto žádostí o hy-

potéku je založeno na vylhaných údajích o příjmech žadatele. Proč ale žadatelé lžou? Neumějí si představit svoji platební neschopnost, návštěvy exekutora, nucené stěhování? Asi ano, ale v touze po vysněném velkém domě tuto představu ve své psychice potlačí. Svědčí o tom úryvek z článku uveřejněného v deníku Wall Street Journal:

Paní Montesová tvrdí, že věřila slibům hypotečního makléře, že za pár let bude možné refinancovat hypotéku. „Ale hlavní potíž byla v tom, že jsem nerozuměla žargonu, kterým mluvil,“ dodává. „Byla to strašidelná zkušenost. Viděla jsem jenom, že přede mnou blikají nějaká čísla. Řekla jsem manželovi: Mario, doufám, že nás nezatáhneš do nějaké šlamastyky.“

Deník Guardian zase cituje jinou oběť, pana Alvina Clavona: „Kdybych si byl přečetl dodatek ke smlouvě psaný drobným písmem, byl bych schopný vyhnout se katastrofě.“

Zmíněná paní Montesová tedy ničemu nerozuměla, jen doufala, že vše dobře dopadne. Její manžel zrovna tak. Jejich příběh má otevřený konec, manželé svůj dům v pořizovací ceně 567 000 dolarů jsou zatím schopni splácet, ale budoucnost je nejistá. Zajímavé je, že jde o poměrně vzdělaný pár s ročním příjmem kolem 90 000 dolarů. Manželé Clavonovi jsou na tom hůře, svůj dům za původně 525 000 dolarů prodávají se ztrátou a stěhují se do levnější lokality.

Jestliže i příslušníci střední třídy jsou schopni se takto bezmyšlenkovitě zadlužit, pak není překvapující, že mezi méně vzdělanými vrstvami imigrantů – kde i znalost angličtiny je problém – dosahuje předluženost rozměrů přímo epidemických.

Co se stane se žádostí o hypoteční úvěr, když je předána makléři? Putuje do některé specializované úvěrové společnosti, kde však její cesta nekončí. Poskytnutá hypotéka je takzvaně sekuritizována, což znamená, že společně s velkým množstvím jiných hypoték je vytvořeno velké úvěrové portfolio, které kryje cenné papíry zvané CDO (collateralized debt obligations) neboli dluhové obligace se zástavou. Tyto cenné papíry emitují velké banky z Wall Street: Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch a další. Kdo do nich investuje? Kdekdo: banky, penzijní fondy a hedge fondy (tj. spekulativní fondy, často podstupující vysoké riziko) z celého světa.

Proto měla hypoteční krize tak rozsáhlou celosvětovou odezvu: nikdo přesně nevěděl (a neví), jaké finanční instituce jsou vlastně „nakaženy“ špatnými hypotečními úvěry. Nikdo dokonce ani nevěděl, jaké cenné papíry a v jaké míře obsahují tyto špatné úvěry. Kreativita investičních bank vedla tak daleko, že jejich klienti neměli tušení, co je vlastně obsahem cenných papírů, které kupují ve velkém. Pouze se věřilo, že vše zachrání diverzifikace neboli rozložení rizika.

Rozptýlení rizika je za normálních okolností správné, ba dokonce povinné. V tomto konkrétním případě ale diverzifikace vedla k tomu, že kdejaká finanční instituce se stala „podezřelou“ z vlastnictví rizikových cenných papírů. Trh se začal vyhýbat riziku jako celku. Tento náhlý myšlenkový posun ve vnímání rizika měl závažné negativní důsledky na ceny rizikových investic. Klesaly i ceny investic, které za žádných okolností nemohly mít souvislost s americkými hypotékami: třeba akcie na pražské burze.

Povšimněme si, že mezi investičními bankami a hypotečními klienty neexistuje žádná vazba. Wall Street nejen nemá žádnou kontrolu nad kvalitou portfolií, která kryjí emitované CDO, ale nemá ani žádnou informaci o jednotlivých dlužnících. Jediná informace, která slouží jako podklad pro tvorbu sekuritizovaných cenných papírů, jsou historické statistiky podílu neplatičů. Data pocházejí od renomovaných agentur jako Moody's a Standard & Poor's. Tyto statistiky by samy o sobě mohly docela dobře stačit – pokud by platily předpoklady, že makroekonomické podmínky se nemění a že riziko trhu hypoték zůstává dlouhodobě konstantní.

Jenomže tyto předpoklady přestaly zhruba v červnu až v červenci 2007 platit. Ve skutečnosti přestaly platit již o několik měsíců dříve – kdo sledoval americký tisk a média, ví, že horká debata se o problému vedla již v únoru a březnu. Fakt, že trvalo řadu měsíců, než informace o zhoršení stavu hypotečního trhu „probublala“ až k finančním géniům na Wall Street, svědčí o směsi značné naivity a arogance na jejich straně.

Náhle se ukázala stará známá poučka, že diverzifikace rizika funguje pouze tehdy, když riziko jednotlivých složek portfolia není korelované: když platební schopnost hypotečního klienta pana Rodrigueze není spojena s platební schopností pana Jonese, portfolio složené z hypoték milionů pánů Rodriguezů, Jonesů (a také Díazů, Smithů a mnoha dalších jim podobných) může být téměř bezrizikové. Jakmile se však ukáže, že Rodriguez, Jones, Díaz, Smith atd. jsou z nějakých důvodů ve stejném průšvihů, rizikovost portfolia jejich hypoték náhle prudce roste. Bez ohledu na mínění ratingových agentur, statistiky nestatistiky.

Důvody zmíněného průšvihů jsou dva: postupné zvyšování úrokových sazeb Federálním rezervním systémem a dále fakt, že u značné části hypoték vypršelo úvodní, zpravidla dvouleté období, kdy klienti spláceli pouze úroky. Přišel čas na splácení jistiny – a objevily se problémy. Že o těchto dvou faktorech bankéři z Wall Street nevěděli nebo nechtěli vědět, je šokující.

Jaké budou důsledky americké hypoteční krize? O nich není snadné hovořit už jen proto, že není přesně známý ani samotný rozsah problému. Odhady přímých ztrát amerických hypotečních bank se pohybují v rozmezí 35–200 miliard dolarů. To není až tak mnoho: ne více než 1,5 % amerického hrubého domácího produktu v nejhorším případě. Krize spořitelny v osmdesátých letech byla nejméně dvakrát tak velká, a přesto nedokázala americkou ekonomiku vážně „rozhodit“.

Daleko větší dopady může mít změněný postoj k riziku. Zvýšení averze vůči riziku se může projevit v kritičtějším postoji vůči některým typům investic, což však v celkovém souhrnu nemusí být nutně na škodu. Ubude megalomanských fúzí a akvizic, banky a investoři budou se svými penězi (a s penězi svých klientů) zacházet odpovědněji.

Paradoxně může mít více problémů ekonomika Evropy, zvláště Německa. Veřejné povědomí má za to, že Amerika je těžce zadlužená. Ve skutečnosti je to především eurozóna, která jede na turbo pohon v podobě rychlé tvorby úvěrů. Evropa nyní vykazuje slušný růst a pokles nezaměstnanosti: Francie hlásí nejnižší nezaměstnanost za posledních pětadvacet let, Španělsko dokonce za posledních třicet let. Důvod? Stačí se podívat na statistiky růstu objemu úvěrů na stránkách Evropské centrální banky (www.ecb.int/stats/money). V roce 2006 rostl objem úvěrů v eurozóně o 11,6 %, k červnu roku 2007 byl růst 11,5 %. Vysvětlení nynější relativně růžové situace evropské ekonomiky tedy leží

v levných penězích, ochotných bankách a ochotných dlužnících. Až tyto okolnosti pomínou, evropská ekonomika se vrátí do svého normálního stavu, tedy poloviční letargie.

Zmíněné Německo může mít velké problémy se svým bankovním sektorem. Německé banky měly ve zvyku emitovat velké množství krátkodobých dluhopisů (komerčních papírů), aby mohly investovat do dlouhodobých dluhopisů, včetně již diskutovaných amerických CDO krytých hypotékami. Jenže emitovat krátkodobé dluhopisy za účelem investic do dlouhodobých je samo o sobě rizikovou strategií, kterou obecně nelze doporučit. Trh krátkodobých papírů může vyschnout a banky se octnou v problémech. Již nyní se v těžkostech octly německé banky IKB Deutsche Industriebank a státem vlastněná Sachsen LB. Druhá z obou zmíněných obdržela 17. srpna 2007 úvěr ve výši přes 17 miliard eur od ostatních státních bank.

České republiky se světové finanční otřesy zatím dotkly jen mírně. Investoři sledující pražskou burzu si samozřejmě všimli vyšší proměnlivosti kurzů. Subtilnější se krize projevila na trhu vládních dluhopisů. Jejich ceny rostly, protože české vládní dluhopisy jsou chápány jako bezpečný přístav v bouři. „Česká ekonomika je zahraničním spekulativním kapitálem vnímána jako velmi stabilní,“ uvádí Markéta Šichtařová ze společnosti NextFinance. „Hypoteční trh zůstane v České republice silný,“ dodává Iva Apanasenková ze společnosti Property Index. Vůči euru a dolaru posiluje i česká koruna.

Není to kouzelné, když uvážíme kvalitu českých vlád v posledním desetiletí? Anebo že by se jednalo zas jen o další naivitu wallstreetských spekulantů?

Druhé dějství: padá Northern Rock

Začátkem září 2007 jsem obědval s kamarádem, který tehdy pracoval u prosperující developerské společnosti. Z pohledu dubna 2009 to zní skoro jako protimluv – „prosperující developerská společnost“. Tehdy však málokoho napadlo, že by developerská firma mohla také neprosperovat.

O finanční krizi tehdy ještě nikdo nemluvil. Závěrem oběda – schylovalo se k dezertu – jsem prohodil mezi řečí: „Tak co říkáš americké hypoteční krizi, čekáte nějaké důsledky?“ Odpověď mě příliš nepřekvapila: „Ale kdepak, Amerika je daleko, my jsme jiný trh, nemáme s tím nic společného a jsme v pohodě.“ Náзор, že by americká hypoteční krize měla mít nějaké důsledky pro Evropu, natož pak pro českou ekonomiku, byl tehdy velmi neobvyklý.

Nicméně podzim 2007 znamenal začátek skutečné finanční krize, která se z relativně úzkého segmentu trhu sekuritizovaných cenných papírů přesunula do bankovníctví a zasáhla Evropu. Zde je můj komentář z oné doby:

Northern Rock a hodnota důvěry

17. září 2007

Vývoj kolem krize amerických hypoték dospívá do další fáze. Až donedávna odborná i laická veřejnost diskutovala, zda jde jen o psychologickou reakci, anebo zda se krize může promítnout do reálné ekonomiky. Nyní je zřejmé, že se psychologie do reality již promítla. Svědčí o tom krize britské hypoteční banky Northern Rock.

Tato banka – pátý největší britský poskytovatel hypoték se zhruba 1,5 milionem klientů – se stala předmětem klasického bankovního runu, byla zachráněna Bank of England a nyní bude zřejmě prodána některému konkurentovi. Přitom až donedávna byla považována za naprosto bezpečný peněžní ústav s nepatrným objemem špatných úvěrů a s rizikovou nulovou expozicí vůči americkému substandardnímu sektoru.

Jaké byly příčiny, důsledky a mechanismus krize Northern Rock? Ve stručném provedení je lze charakterizovat takto:

- *Na počátku byla krize amerických substandardních hypoték: její velikost by ovšem sama o sobě nestačila ke vzniku rozsáhlé globální krize.*
- *Některé evropské banky měly problémy, protože mohutně investovaly do derivátů založených na amerických hypotékách (šlo o cenné papíry zvané CDO neboli collateralized debt obligations.) Šlo zejména o státní banku Sachsen LB se sídlem v Lipsku a IKB – banku orientovanou na drobnou a střední klientelu. První z obou jmenovaných byla zachráněna půjčkou v rozsahu 17,3 miliardy eur, což je mimochodem více než roční rozpočet spolkové země Sasko.*
- *Vzhledem k naprosté neprůhlednosti trhu s CDO nebylo – a stále není – možné rozlišit, která banka může být postižena a která je bezpečná. Tímto mechanismem se krize velmi rychle a masově rozšířila. Zatímco celkový objem amerických substandardních hypoték není významný z globálního hlediska, výčet „podezřelých“ bank je již velmi významný.*
- *Vznikla situace, kdy jedna banka nedůvěřuje druhé – a z „preventivních“ důvodů se vyhýbá mezibankovním obchodům. Řetězová reakce vede k prudkému poklesu likvidity na mezibankovních trzích a k podobnému efektu na trhu krátkodobých úvěrů v podobě cenných papírů (commercial papers.)*
- *Na vyschnutí likvidity mezibankovních trhů reagovaly centrální banky (Federal Reserve System, Bank of England, ECB) masivním uvolněním úvěrové politiky. Některé významné banky byly nuceny čerpat nouzové úvěry (emergency loans) od centrální banky.*
- *Čerpání nouzového úvěru je ovšem dvojsečná zbraň: sice umožní řešit nedostatek likvidity, ale zároveň na finančních trzích funguje jako stigma. Banka, která je nucena uchýlit se k tomuto pomocnému prostředku, je okamžitě vnímána jako nestabilní. V situacích, kdy je všeobecná důvěra otřesena, může toto stigma být pro banku doslova smrtící.*

Banka Northern Rock byla fundamentálně zdravá – přesto se dostala do existenčních problémů. Příčinou je skutečnost, že na rozdíl od ostatních hypotečních bank nečerpala většinu zdrojů z klientských depozit, ale formou emisí krátkodobých cenných papírů. Takto bylo financováno 73 % finančních potřeb banky. Když tento trh vyschl, i Northern Rock se ocitla na suchu.

Koncem druhého týdne měsíce září se před pobočkami Northern Rock objevily davy vkladatelů žádajících své peníze. Banka se stala první obětí klasického bankovního „runu“ v Británii od období přelomu let 1973–1974. Donedávna bylo možné tvrdit, že bankovní

runy již patří do učebnic ekonomické historie, přinejmenším pokud jde o vyspělý Západ. Nyní se ukazuje, že to není tak docela pravda.

Centrální banka (Bank of England) zafungovala jako věřitel poslední instance. Nyní se diskutuje o prodeji Northern Rock. (Poznámka: ani v červenci 2009 nebyly publikovány závazné informace o možnosti prodeje Northern Rock – zájemci se příliš nehrnuli.)

Jaké jsou závěry z dosavadního vývoje? Příběh Northern Rock ještě není u konce, ale již nyní je zřejmé, že tak „nehmotná“ záležitost, jako je důvěra (resp. její nedostatek), může mít materiálně vyčíslitelnou hodnotu.

Konkrétní důsledky nynější krize důvěry mohou být tyto:

- Prakticky nepochybně dojde k oslabení rychlosti tvorby úvěrů v rámci Evropy a Severní Ameriky. Pokles tvorby úvěrů bývá doprovázen poklesem růstu HDP a nárůstem nezaměstnanosti.
- Zároveň lze očekávat přerušení dosavadního cyklu zvyšování úrokových sazeb. **Pokud má jakákoli centrální banka na výběr mezi inflací a bankovní krizí, zvolí vždy raději menší zlo, tedy inflaci.** Lze tedy čekat uvolnění měnové politiky ve většině významných ekonomik.
- Tomuto očekávání nasvědčuje i vývoj sazeb: yieldy (neboli výnosy dluhopisů do doby splatnosti) na dlouhém konci výnosové křivky jsou velmi nízké, což odpovídá očekávání nízkých a ještě nižších úrokových sazeb.
- Krizí důvěry budou postížena některá odvětví, zejména finance, reality a development. Pokles důvěry se projeví poklesem cen, což u developerských projektů znamená růst yieldů (neboli výnosnosti nemovitostí v přepočtu obvyklém pro úrokové sazby).
- Český hypoteční trh patrně zůstane víceméně nedotčen, protože drtivá většina drobných klientů se o globální krizi vůbec nedozví. České hypoteční banky mají zatím dostatek finančních zdrojů, takže se krize na zahraničním mezibankovním trhu nemusejí obávat. Totéž platí i pro pojišťovny působící na českém trhu.
- Určité (menší, ale nikoli kritické) problémy by mohly možná mít některé penzijní fondy, protože jejich manažeři ve snaze najít málo rizikový zdroj vyšších výnosů mohli investovat určitou část majetku do nástrojů, jako jsou CDO a podobné cenné papíry. Jde však zatím spíše o teoretickou možnost.
- České statistiky v poslední době ukazují na pokračující a nebyvalý nárůst objemu maloobchodních tržeb: v červenci šlo o meziroční nárůst 8,9 %. Celoročně se očekává nárůst v hodnotě přes 8 %. Souvisí to s explozí hypoték: lidé, kteří si za hypotéku koupí byt, si jej zpravidla nově zařizují. V řadě případů s pomocí spotřebitelského úvěru, ale to je již jiná kapitola. V každém případě je zřejmé, že Češi mají stále vysokou důvěru v příznivý vývoj domácí ekonomiky.

Tedy jsem poprvé uvedl základní princip moderního bankovníctví, který jsem od té doby opakoval ještě mnohokrát: **pokud má jakákoli centrální banka na výběr mezi inflací a bankovní krizí, zvolí vždy raději menší zlo, tedy inflaci.** Tento princip na podzim 2007 teprve začínal být používán. Nepříliš vzdálená budoucnost nicméně měla vést k měnové expanzi zcela bezprecedentních rozměrů a rozsahu.

Za poznámku stojí bod: „Český hypoteční trh patrně zůstane víceméně nedotčen, protože drtivá většina drobných klientů se o globální krizi vůbec nedozví.“ Ano, tehdy to ještě byla pravda. Ještě skoro celý rok.

Profesor Leamer předpovídá recesi

V jednom ze svých tehdejších článků jsem koncem září 2007 uvedl následující tvrzení, které bylo mimochodem zřejmě první česky psanou předpovědí americké recese v roce 2008:

O možnosti recese v americké ekonomice se nesměle diskutuje již od léta. Diskuse ovšem probíhají převážně na základě „nebude-li přšet, nezmoknem“. Od těchto krotkých úvah se zásadně odlišuje nedávno publikovaný článek profesora Leamera z University of California, Los Angeles (Leamer, Edward: Housing IS the Business Cycle. NBER Working Paper No. 13428, September 2007). Více než 70stránkový Leamerův článek nemá charakter aktuálního komentáře; jde o seriózní a velmi důkladnou akademickou práci.

Centrální Leamerův argument lze koncentrovat do tvrzení: „Ze všech složek HDP poskytují investice do bydlení zdaleka nejlepší varovný signál blížící se recese. Od druhé světové války předcházely osmi recesím podstatné problémy v bydlení a v sektoru zboží dlouhodobé spotřeby.“ Leamer dále uvádí, že pouze dvě z osmi recesí nebyly předcházeny problémy v těchto sektorech: šlo o recesi v roce 1953, která byla způsobena výpadkem agregátní poptávky po uzavření příměří v korejské válce, a o recesi z roku 2001. Ta byla pochopitelně způsobena přehřátím ekonomiky v období internetové euforie.

Aplikace Leamerových zjištění na současnost je přímočará: recese v roce 2008 bude. Dobrá zpráva: nebude se konat žádná bankovní krize, protože objem špatných úvěrů není příliš velký (nižší než v roce 2002) a plně krytý provizemi.

Nepříliš povzbudivě vypadají údaje o tvorbě hypotečních úvěrů v eurozóně. Tempo růstu objemu všech úvěrů soukromým nebankovním subjektům podle srpnových údajů publikovaných koncem září bylo velmi vysoké: 11,8 % meziročně. To je nejrychlejší tempo úvěrové expanze za celou dobu existence eura. Nicméně v sektoru hypoték se začíná smrákat. Nejrychlejšího růstu bylo dosaženo v březnu 2006, kdy objem hypoték v eurozóně meziročně vzrostl o 13,8 %. V srpnu 2007 činil růst 8,1 %, což byla mimochodem podobná hodnota jako v prosinci 2001. Tehdy stála Evropská unie na prahu několikaleté stagnace, místy promíšené s recesí... Pokud má Leamer pravdu i v případě Evropy, lze očekávat, že ECB bude snižovat sazby. Tím spíše, že inflace v eurozóně je pod kontrolou.

Profesor Leamer tehdy měl pravdu, aniž by o tom věděl. Ve své analýze se soustředil na historii, jeho článek neměl charakter aktuální předpovědi. Ještě na jaře 2008 tvrdil Edward Leamer, že americká ekonomika neprochází recesí, když ve skutečnosti už řadu měsíců (od prosince 2007) v recesi byla. Nicméně pokles investic do bydlení zafungoval jako perfektní signál budoucí recese. Již v únoru 2007 vysílaly americké statistiky správné signály. Jen si jich nikdo nevšímal – protože si jich nikdo všimnout nechtěl!

Ekonomové mívají přirozené sklony k optimismu, jinak by svou práci ostatně ani nemohli dělat. Uvedl jsem tehdy, že „nebude se konat žádná bankovní krize, protože objem špatných úvěrů není příliš velký (nižší než v roce 2002) a plně krytý provizemi“. Byl

to z mé strany nešťastný omyl a je jen slabou útěchou, že se mnou se mýlil i profesor Leamer i většina na slovo vzatých kapacit. Ve skutečnosti objemy špatných úvěrů zdaleka přesáhly očekávání.

Třetí dějství: Co je motorem hospodářského růstu

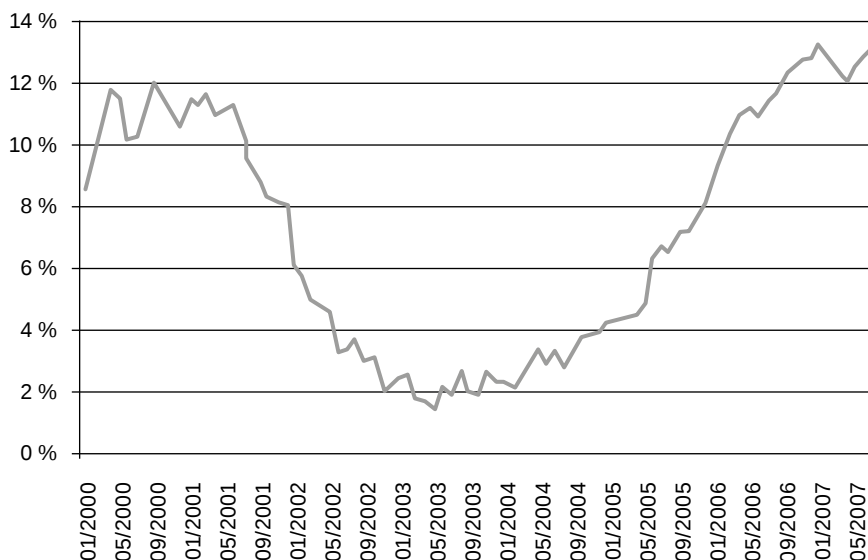
Tento ilustrovaný článek pochází z 9. října 2007. Vysvětluje, proč v období 2003–2007 ekonomika v Evropě a v České republice rostla. Stručně řečeno – kouzlo bylo v úvěrech. V obrovské mase úvěrů.

Co je motorem českého hospodářského růstu? Nejprve si položíme otázku, co je motorem hospodářského růstu v eurozóně. Odpověď: je to úvěrová expanze. Nejde ani tak o státní dluhy, v tomto směru se západní Evropa chová v poslední době dosti ukázněně. Ekonomiku táhne růst zadlužení v soukromém sektoru.

Co vidíme? V období 2000–2001, kdy vrcholila technologická bublina, rostl objem úvěrů tempem 10–12 % v meziročním vyjádření. Technologická bublina splaskla, akcie šly dolů, evropská ekonomika byla postižena recesí a stagnací. Ta dosáhla nejhlubšího bodu na jaře a v létě 2003.

Poté úvěrová dynamika opět nabrala tempo. Evropská centrální banka držela úrokové sazby dlouhodobě nízko, takže úvěry byly velmi levné. Evropané také provedli řadu reforem, například dosti podstatné (a u nás téměř neznámé) změny v německém podnikatelském sektoru. V období fotbalového šampionátu v Německu tamní „blbá nálada“ končila, což je zřejmé z růstu objemu úvěrů.

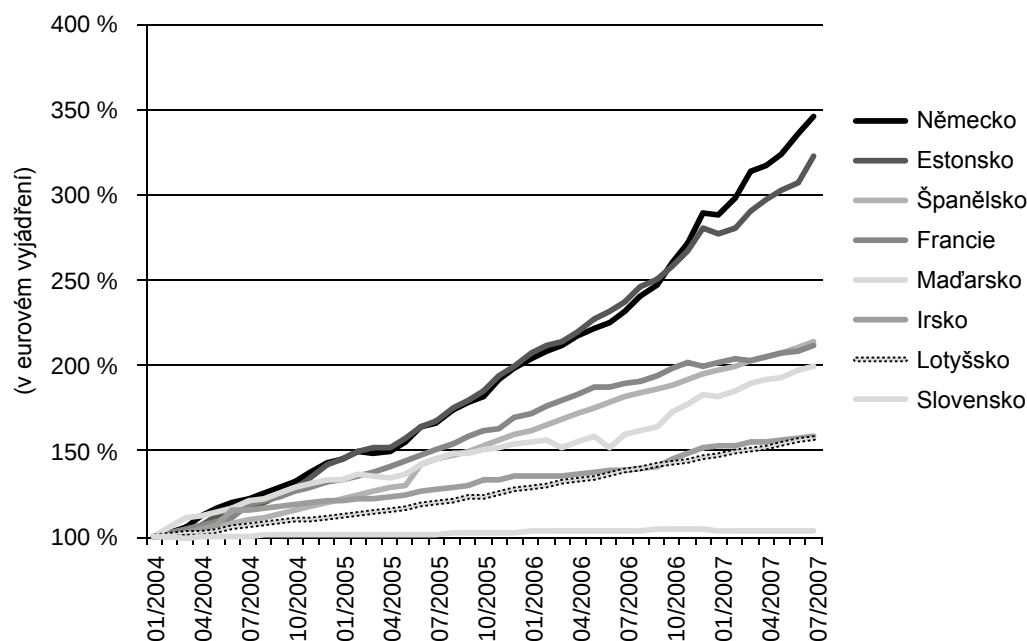
Úvěrová expanze je zřetelná i z makroekonomických statistik, jako je růst, nezaměstnanost, obchod, tvorba kapitálu atd. Růst západní poptávky i objemu investic se nutně



Obr. 1.2 Meziroční růst objemu úvěrů nebankovním subjektům, eurozóna
Zdroj: ECB.

musel projevit i v české ekonomice; tím spíše, že česká ekonomika patří mezi nejotevřenější na světě.

Mezitím v České republice explodoval trh s hypotékami, který byl až zhruba do roku 2001 velmi zaostalý v důsledku svého mládí a vysokých úrokových sazeb. Od ledna 2002 do července 2007 ovšem hypoteční trh rostl v meziročním průměru o 37,5 % ročně. Jen během samotného roku 2006 vzrostl objem hypoték o 3,6 % hrubého domácího produktu. Během takovéto úvěrové expanze ekonomika zkrátka nemůže nerůst, ať už je u vlády levice nebo pravice. Anebo nikdo.



Obr. 1.3 Relativní objem úvěrů na bydlení

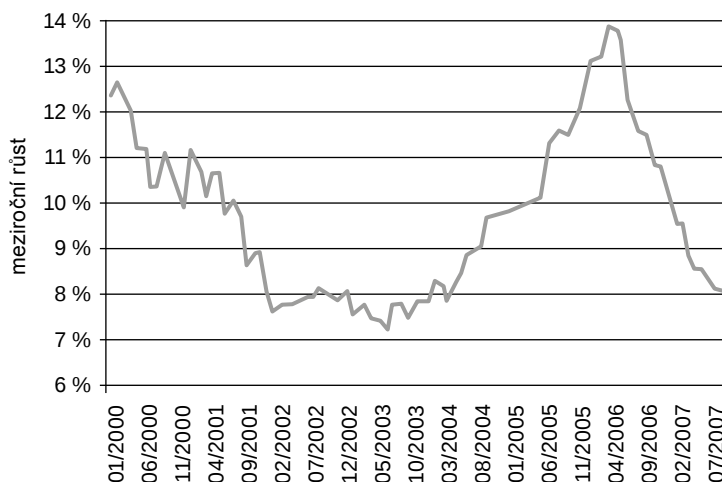
Zdroj: ECB.

Co vidíme? Pořadí zemí co do objemu růstu hypoték (Slovensko, Česko, Španělsko, Irsko, Maďarsko, Rakousko, Francie, Německo) dosti dobře odpovídá jejich pořadí podle růstu HDP. Kdybych do grafu přidal baltské země, zaujaly by první tři místa (kvůli čitelnosti to nedělám.) A také by jim patřila první tři místa i v hospodářském růstu.

Samozřejmě že hospodářský růst Slovenska je rychlejší ve srovnání s ČR také díky daňové politice, ale to je již jiný příběh.

Hlavním motorem růstu je tedy bez nejmenších pochyb úvěrová expanze. Ta se týká celoevropského prostoru i domácí ekonomiky. Úvěrová expanze také souvisí s demografií: příslušníci silné generace narození v sedmdesátých letech jsou již v plně produktivním věku, vydělávají slušné peníze a berou si hypotéky.

Tolik k minulosti. A co budoucnost? Dobrým indikátorem budoucího vývoje je právě chování hypotečních úvěrů. Dynamika růstu hypotečních úvěrů v eurozóně ovšem poněkud varuje.



Obr. 1.4 Úvěry na bydlení, eurozóna

Zdroj: ECB.

*Vidíme, že největší euforie na evropském hypotečním trhu vládla na jaře 2006, od té doby ale podstatně ochladla! Pokud je toto indikátor růstu – a jsou silné argumenty, že je, pak **Evropa zažije znatelné zpomalení růstu v roce 2008**. Některé výzkumné instituce již hlásí snížené odhady růstu pro Německo a Francii. Koneckonců, delší pokračování úvěrové expanze na úrovni růstu kolem 12 % ročně není ani možné, ani zdravé.*

A co Česká republika?

Mírné zpomalení dynamiky může souviset s tím, že trh je zčásti již nasycen – týká se to zejména „snadno úvěrovatelných“ klientů. Jestliže západoevropský 12% meziroční růst objemu úvěrů není udržitelný, pak 36% český růst objemu hypotečních úvěrů je trojnásob neudržitelný. Ale i tak je prostor pro růst ještě na několik dalších let slušný.

Historie českého a evropského hospodářského růstu je z větší části determinována úvěrovým cyklem. Pouze z menší části se na růstu podepisuje vládní politika. To však neznamená, že by vláda nebyla důležitá. Vláda má moc zadělat na obrovské průšvihy, například ve veřejných financích. Anebo na ně nezadělat.

Úvěrový cyklus byl také hlavním důvodem, proč pobaltské státy (Litva, Lotyšsko, Estonsko) patřily do krize mezi největší šampiony hospodářského růstu, zatímco po krizi mezi největší „propadáky“. Hospodářská politika, daně, všechno bylo ve srovnání s objemem úvěrů vedlejší. Kromě eura: pevná vazba na euro fungovala v Pobaltí jako mohutný zesilovač hospodářského růstu, stejně jako ve stejné době euro ve Španělsku a v Irsku.