

FINANCE

PAVEL KOHOUT

PO KRIZI

důsledky hospodářské recese
a co bude dál

2. ROZŠÍŘENÉ VYDÁNÍ



Upozornění pro čtenáře a uživatele této knihy

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

Používání elektronické verze knihy je umožněno jen osobě, která ji legálně nabyla a jen pro její osobní a vnitřní potřeby v rozsahu stanoveném autorským zákonem. Elektronická kniha je datový soubor, který lze užívat pouze v takové formě, v jaké jej lze stáhnout s portálu. Jakékoliv neoprávněné užití elektronické knihy nebo její části, spočívající např. v kopírování, úpravách, prodeji, pronajímání, půjčování, sdělování veřejnosti nebo jakémkoliv druhu obchodování nebo neobchodního šíření je zakázáno! Zejména je zakázána jakákoliv konverze datového souboru nebo extrakce části nebo celého textu, umisťování textu na servery, ze kterých je možno tento soubor dále stahovat, přitom není rozhodující, kdo takovéto sdílení umožnil. Je zakázáno sdělování údajů o uživatelském účtu jiným osobám, zasahování do technických prostředků, které chrání elektronickou knihu, případně omezují rozsah jejího užití. Uživatel také není oprávněn jakkoliv testovat, zkoušet či obcházet technické zabezpečení elektronické knihy.



Copyright © Grada Publishing, a.s.



Copyright © Grada Publishing, a.s.

Edice Finanční trhy a instituce

Pavel Kohout

Finance po krizi

důsledky hospodářské recese a co bude dál

2. rozšířené vydání

Vydala Grada Publishing, a. s.
U Průhonu 22, Praha 7
jako svou 4 196. publikaci

Návrh obálky ing. arch. Dana Hejbalová
Foto na obálce Pavel Kohout
Sazba a zlom Jan Šístek
Odpovědný redaktor Ing. Václav Marád, CSc.
Počet stran 272
Druhé vydání, Praha 2009, 2010
Vytiskly Tiskárny Havlíčkův Brod, a. s.

© GRADA Publishing, a. s., 2010

ISBN 978-80-247-3583-2 (tištěná verze)

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

ISBN 978-80-247-7460-2 (elektronická verze ve formátu PDF)

© Grada Publishing, a.s. 2012

Obsah

Dodatek k předmluvě druhého rozšířeného vydání	9
--	---

Předmluva	10
-----------------	----

Část I. Zápisky z krizového období	11
---	-----------

1. První krizový rok: 2007	11
---	-----------

Předehra: hotel Quincy, Washington, D. C., březen 2007	11
--	----

Americké hypoteční strašidlo	11
------------------------------------	----

Španělsko, euro a nemovitosti	13
-------------------------------------	----

První dějství: trh rizikových úvěrových produktů	16
--	----

Úvěrová inflace a katastrofy	17
------------------------------------	----

Vítejte ve zlatých časech	18
---------------------------------	----

Hypoteční krize a její důsledky	20
---------------------------------------	----

Druhé dějství: padá Northern Rock	23
---	----

Northern Rock a hodnota důvěry	23
--------------------------------------	----

Profesor Leamer předpovídá recesi	26
---	----

Třetí dějství: Co je motorem hospodářského růstu	27
--	----

Velká čínská bublina	30
----------------------------	----

Recese, ekonomové a „permedvědi“	33
--	----

Snadný problém profesora Stiglitze	36
--	----

Tajemství cen českých bytů (a hongkongská spojka)	38
---	----

Trh nemovitostí v době finanční krize	43
---	----

Kdo může za pomalejší růst?	44
-----------------------------------	----

Epilog: Reminiscence prvního krizového roku	46
---	----

Teorie spiknutí	49
-----------------------	----

2. Druhý krizový rok: 2008	51
---	-----------

Inflace, ropa a dluhopisy	51
---------------------------------	----

Hrozí světu recese? Jak to poznáme?	54
---	----

Hrozny hněvu a úvěrový zádrhel	56
--------------------------------------	----

Inflace a problémy bank	59
-------------------------------	----

Bear Stearns: IPB po americku	60
-------------------------------------	----

Profesor Shiller o dlouhodobé dynamice cen nemovitostí	62
--	----

Česko jako bezpečný přístav: silná koruna a její souvislosti	64
--	----

Fannie, Freddie a noční můra na Wall Street	66
---	----

Lehman Brothers a levnější chleba	67
---	----

Proč banky ovládá panika	70
--------------------------------	----

Máme se bát krize?	71
--------------------------	----

Krise, recese a živočišné pudy	73
--------------------------------------	----

Některé otázky ohledně finanční krize a recese	75
--	----

3. Třetí krizový rok: 2009	79
---	-----------

Kdo předvídal finanční krizi	79
------------------------------------	----

Válka proti recesi?	80
---------------------------	----

Recese a důsledky úvěrového dopingu	83
---	----

Bude se opakovat Velká deprese?	86
---------------------------------------	----

Dobrá a špatná deflace	90
------------------------------	----

Madoffovo poučení o morálním hazardu	91
--	----

Část II. Finance před krizí a po krizi	93
4. Tradiční rozpočtová politika: nesmrtelný Keynes	93
Svět před Keynesem	93
Proč zlatý standard není řešením	94
Podíl zlatého standardu na bolševizaci ČSSD	96
Proč fixní kurzy nejsou řešení	97
Svět po Keynesovi	98
Nástup vulgarity...	98
... a její dočasný konec	99
Navěky v dlužích	100
O financích vulgárně	100
Kde lord Keynes udělal chybu	101
Praktické závěry	103
5. Monetarismus a bubliny	104
Únava z keynesianismu	104
Vzestup monetarismu	104
Měnová politika 21. století	105
Jak snadno a rychle snížit inflaci	106
Měření inflace jako detektivka	107
Zdánlivé vítězství nad inflací	108
Nízká inflace: druhá strana proroctví	110
Vliv měnové politiky na emoce	112
Jak centrální banky reagují na hrozbu krize	114
Měnová politika a ekonomie rakouské školy	115
Čínská ekonomika na umělém krevním oběhu	117
Praktické závěry	118
6. Euro a jeho selhání	119
Velké naděje	119
Jízda bez tlumičů	120
Včasné varování	122
Velké vystřízlivění	123
Železný krunýř	124
Pnutí a trhliny v eurozóně	125
Praktické závěry	127
7. Moderní teorie portfolia: další oběť krize	128
Víra jako základ moderních financí	128
Soumrak analytiků, soumrak rozumu	129
Emoce a intelektuální selhání profesora Famy	130
Hysterická křivka trhu akcií a nemovitostí	132
Co doopravdy hýbe trhem	134
Moderní teorie portfolia versus měnová politika	137
Trhy, kde se něco děje	138
Dokonale efektivní a dokonale neefektivní trhy	139
Historie jednoho dogmatu	141
8. Budoucnost investiční analýzy	144
Bubliny existují a lze je poznat	144
Kdy vstoupit a kdy vystoupit	145
Peníze, inflace a akciové indexy	146
Jak poznat bublinu a antibublinu podle Warrena Buffetta	148

Profesor Haugen uzavírá případ	149
Praktické závěry	151
9. Co bude možná po krizi	152
Konec jedné éry	152
Kdy ekonomové umějí prognózovat	152
Jak dobře investovat ve špatných časech	154
Kouzlo pravidelnosti	154
Lidová obliba strašidelných příběhů	155
Než přišel mužík s knírkem	156
Válka proti recesi a její financování	156
Investování v časech inflace	158
10. Velké krize dříve a nyní	159
Gründerská krize roku 1873: matka všech krizí	159
Velká deprese	161
Dva typy burzovních krachů	161
Jak burzovní krach vyústil v hospodářskou krizi	162
Dědictví Velké deprese v nedávné době a nyní	165
Japonská krize bank, akcií a nemovitostí	166
Děsivý příběh tajemného ostrova jménem Island	168
Poučení z krize roku 2008: víme, že nic nevíme?	173
Část III. Seznamte se: vaše budoucí krize	179
11. Vaše zadlužená budoucnost	179
Velmi stručná historie státního dluhu a dluhopisů	179
Dluhy nade všechny meze	181
Dluhový extremismus	183
Maďarizace po francouzsku	185
Argentinská ekonomická laboratoř: příklad pro Evropu?	188
12. Vaše budoucí inflace	193
Jak snadno snížit hodnotu státního dluhu	193
Arthur Laffer a Bernankeovo dilema – inflace versus deflace	195
Existují alternativy k inflaci?	197
13. Vaše prohospodařená penze	199
Tahle země není pro mladý	199
Jak bude stárnout Česko	200
Veřejné finance po recesi	202
14. Vaše budoucí energetická krize	206
Ropy není neomezené množství	206
Hubbertova křivka v praxi	207
Život s drahou ropou	210
Trh je jako hysterická blondýna	211
Závěrem: Co bude po krizi?	213
Část IV. Krize eurozóny	217
15. Vetřelec se vrací	217
... a pak krize doopravdy začala	217

Ohlédnutí za dalším krizovým rokem	218
Řecká dluhová odysea	218
Smutný konec baltického tygra	219
Tragédie řeckých financí	220
Pád premiantů	222
Jak Čína kouzlí s hospodářským růstem	223
Italské dluhové břemeno	225
Co nám říká Dubaj	226
Katastrofy, které mohou přijít v nejbližších letech	227
Řecko	228
Čína	228
Inflace	230
Řecko, euro a krotitelé dluhů	231
Dvojí krize Řecka	232
Závaží jménem euro	233
Sedm lekcí z řecké krize	235
Vlci, ovce a pošetilost mocných	237
Politici z NDR	237
Jak spekuluje Soros	238
Pošetilost mocných	238
Dva háčky rozpočtové kontroly	239
Jak v Evropě selhal trh	242
Banky, divadlo a zátěžový test	244
Od Friedmana k Obamovi (a zpět)	245
Ekonomie z různých perspektiv	247
Finanční krize očima technika	247
Finanční kolaps očima lékaře	251
Ke 40. výročí Velké finanční krize	253
Proč ekonomie umí předvídat	255
Finanční krize očima filosofa	257
Konec svobody	257
Impérium lži	259
O škodlivosti velikášství	261
Lze se poučit?	262

Knihy a články	265
-----------------------------	------------

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 píší 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 bankovnictví je lékárna s jediným medikamentem. Všechny nemohy 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 predsudků, 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 nemovitostí kvůli nesplácení 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. Většině 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 Azímí, 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 nejnižší úroveň od léta roku 2000, kdy zhruba začala poslední americká recese. Mediánová cena prodávaného 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 dvojí 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 trojnásobily. 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, developéři 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 nalezli 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.“

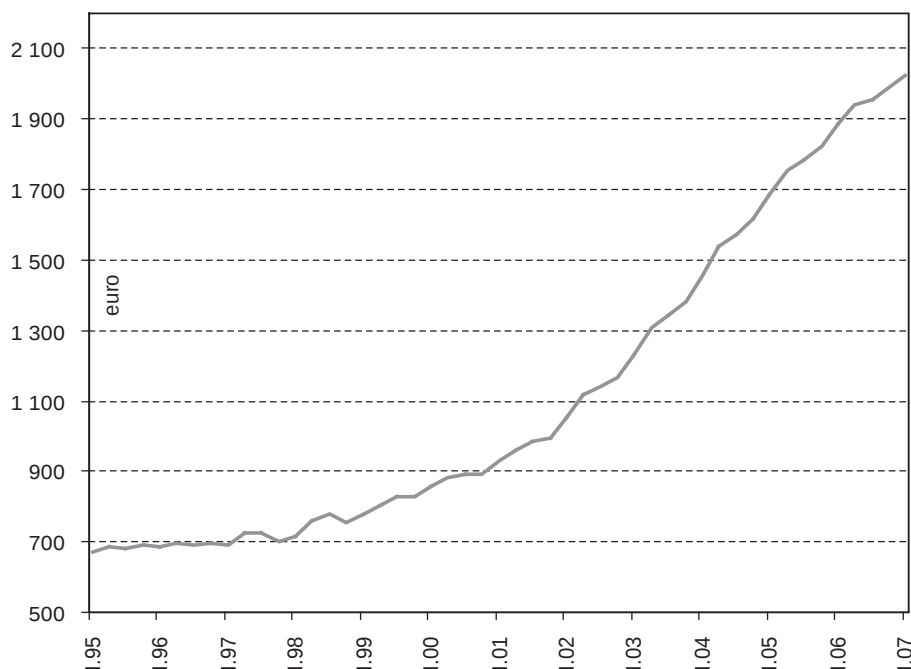
„Lidé mají neotřesitelnou víru, že ceny nemovitostí mohou jít jen nahoru,“ říká dále Encinar. Objem majetku, které mají španělské domácnosti ve formě nemovitostí, činil v roce 2004 celkem 521 miliard eur, což odpovídalo 509 % hrubého domácího produktu. Pro srovnání, americké domácnosti ve stejném roce 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 zvesela 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 nějž 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, roztřídíme 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 premie rostou, kapitál se zdražuje.

Prozatím je jistá jen jedna věc: **dvojčíferný 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 nejpříznivější 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 nejpříznivější 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 následné 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 středoevropských 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 titulek. 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 zkreslených 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 bankéř 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 spořitelny (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 úvěrářů. 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-