

Finanční krize: příčiny a možné dopady na českou ekonomiku

Miroslav Singer
viceguvernér, ČNB

Appia

29. října 2008

Osnova

- Příčiny krize
- Průběh
- Přijaté politiky: hlavní rysy
- Rizika dalšího vývoje ve světě
- Možné dopady na českou ekonomiku

Úvod

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

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

Příčiny krize: ekonomické aspekty

- Dlouhodobě nízká inflace \Rightarrow nízká úroveň zhodnocení kapitálu ve světě + obrovský objem volné likvidity:
 - ◆ Ochota investorů podstupovat vyšší rizika
 - ◆ Poptávka po produktech přinášejících vyšší zhodnocení
 - ◆ Zájem akcionářů bank (když se „daří“ konkurenci, musíme jít do stejných rizik jako oni) a tlak na managementy bank
- Dlouhodobě nízká míra úspor v USA a ochota zahraničních investorů financovat spotřebu amerických domácností (deficity běžného účtu)
- Nízké úrokové sazby Fedu (2001 – 2005): snadné dlouhodobé financování krátkými levnými penězi

Finanční krize má některé kořeny již v 90. letech

Příčiny krize: finanční aspekty

- Rozvoj „stínového“ (paralelního) bankovního systému (speciální účelové firmy, investiční banky, investiční fondy, hedgeové fondy, monoline pojišťovny) částečně potlačil význam tradičního bankovního zprostředkování (de-intermediation) a přispěl k výraznému nárůstu finanční páky ve finančním i nefinančním sektoru
- Subprime sektor hypotéčních úvěrů
- Sekuritizace (model originate-and-distribute): CDO, CDS, atd.
- Nedostatečný monitoring úvěrového procesu

Poskytovatel hypotéky měl po šesti měsících od poskytnutí nulový zájem na tom, jestli hypotéka defaultuje či nikoliv (riziko již držel někdo jiný)

Příčiny krize: finanční aspekty

- pokrač.

- Nová podoba hypoték vytvářela iluzi snadného splácení v budoucnosti:
 - ◆ Laxní nebo žádné ověřování úvěruschopnosti žadatele
 - ◆ Úvěr na 100% či vyšší úrovni kupní ceny nemovitosti
 - ◆ Splátky zpočátku nižší než úroky
 - ◆ Nízké zaváděcí úrokové sazby
 - ◆ Fixní sazby po několik počátečních let a poté přechod na plovoucí sazby

Poskytování hypoték (zejména těsně před krizí) zcela rezignovalo na všechna obezřetnostní pravidla

Příčiny krize: (perverzní) podněty

- V celém řetězci transakcí měly zapojené subjekty zájem inkasovat poplatky za svůj podíl a následně přenést riziko na dalšího držitele:
 - ◆ Hypotéční brokeri: maximalizace počtu a objemu uzavřených smluv (např. i půjčky nezaměstnaným)
 - ◆ Odhadci: přeceňování hodnoty nemovitostí
 - ◆ Poskytovatelé hypotéčních úvěrů: maximalizace objemu úvěrů a odvozených cenných papírů
 - ◆ Ratingové agentury: maximalizace počtu hodnocení (ale nic nového – banky vědí, co je rating)

Ekonomické prostředí bylo prosyceno podněty typu: „po nás potopa“

Příčiny krize: institucionální aspekty v USA

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

Příčiny krize: institucionální aspekty v USA – pokrač.

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

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

Příčiny krize: syntéza

- Všechny uvedené faktory šly jediným směrem: k dalšímu růstu optimismu a ke ztrátě sebekontroly
- Různé bubliny (trh nemovitostí, ceny aktiv, úvěrová expanze) se doplňovaly, prolínaly a umocňovaly
- Ex post evidentně šlo o mnohem sofistikovanější formu hry „letadlo“

Když je party v plném proudu, neexistují silné podněty pro její ukončení: vláda je spokojená, lid si užívá, manažeři bank mají své bonusy, dohledy jsou (v lepším případě) ukolébávány výtečnými ratingy

Průběh krize: praskání bublin

- Vrchol bubliny ⇒ nesplácení hypoték (sub-prime) ⇒ defaulty hypotéčních institucí (podzim 2006) ⇒ pokles hodnoty CDO ⇒ tlak na CDS ⇒ pokles cen nemovitostí ⇒ německá IKB nezvládá financovat své konduity (léto 2007) ⇒ rozpad systému (srpen 2007) ⇒ snížení ratingů ⇒ potíže s likviditou bank ⇒ prodeje aktiv ⇒ zhoršování bilancí ⇒ pokles cen akcií ⇒ pokles likvidity ⇒ banky si nepůjčují ⇒ omezuje se poskytování úvěrů do ekonomiky ⇒ recese

Prošli jsme cestou od „great moderation“, nyní jsme ve fázi de-leveraging a směřujeme do deflace?

Přijaté politiky: hlavní opatření

- Vlady:
 - ◆ Výkup problémových aktiv (cenných papírů navázaných na americké rizikové hypotéky) vládními fondy
 - ◆ Přímý kapitálový vstup vlád do jednotlivých bank důležitých pro finanční systém
 - ◆ Garance depozit
- Centrální banky:
 - ◆ Injekce likvidity do peněžního systému
 - ◆ (Koordinované) snížení úrokových sazeb

Přijaté politiky: rizika

- Vládní politiky jsou spojeny s riziky:
 - ◆ Bezprecedentní morální hazard
 - ◆ Nedostatek transparentnosti (skutečný rozsah opatření, koho se týká, kdy budou opatření zrušena)
 - ◆ Obrovské a dlouhodobé dopady na daňové poplatníky
- Kroky centrálních bank:
 - ◆ Až donedávna ECB oddělovala cíle a nástroje ...
- Dohled nad finančním trhem: dalekosáhlé deformace regulatorního prostředí

Řada evropských bank CDO a další s potěšením nejen kupovala ale i vydávala a prodávala; situace v Evropě proto není o mnoho lepší než situace v USA

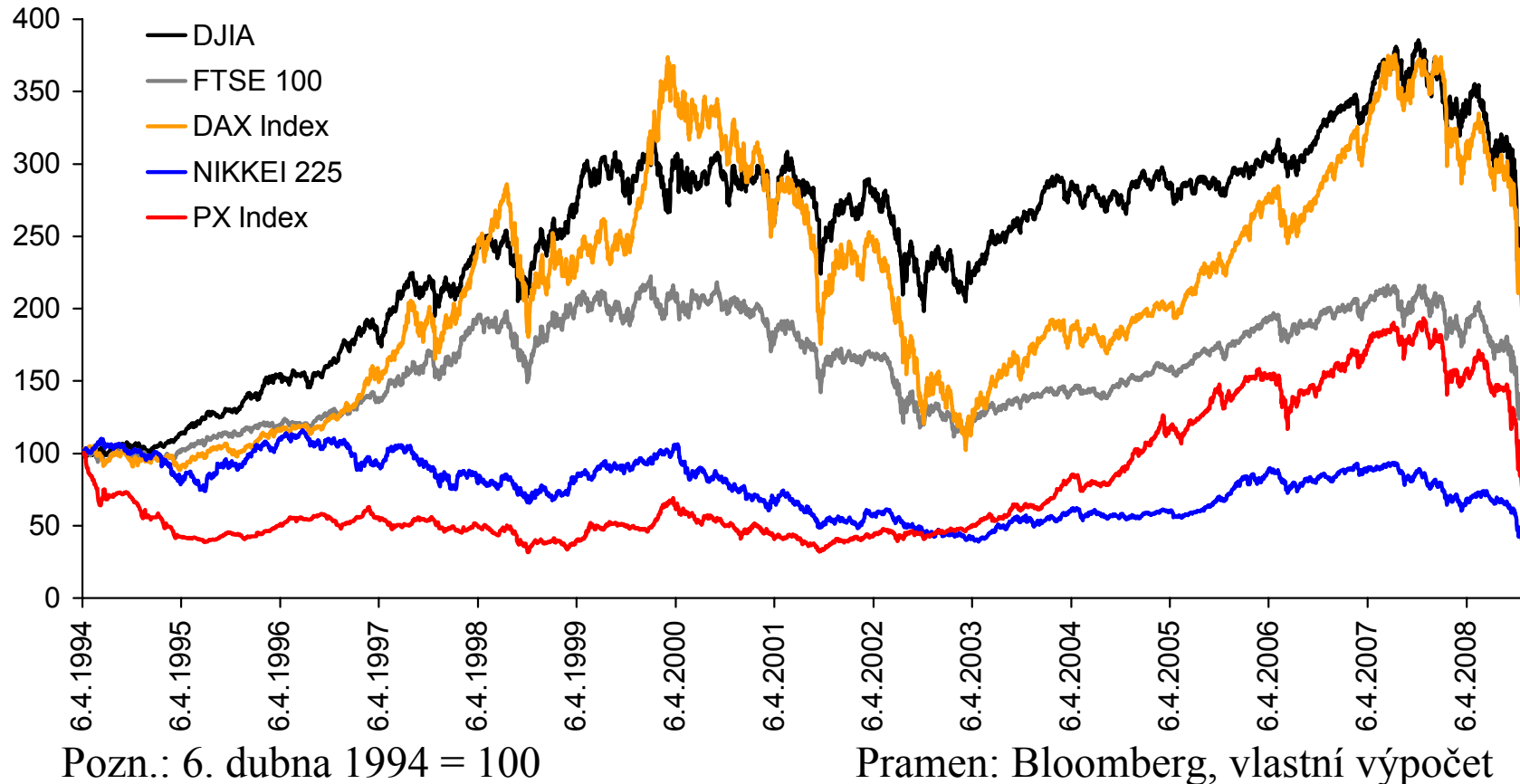
Přijatá opatření: kritika

- Vlády vykázaly malou připravenost na krizi; neměly patrně připraveny žádné krizové scénáře:
 - ◆ Paulsonův první návrh měl pouhé 3 strany textu (těžko mohl projít Kongresem) (kredibilita ministerstva financí značně utrpěla)
 - ◆ Problémy byly v Evropě zprvu bagatelizovány
 - ◆ Flagrantní nedostatek komunikace mezi dohledem a politickými elitami (ještě týden před vypuknutím problémů byli evropští politici velmi sebevědomí)
⇒ to je jednou z příčin evropské skepse
 - ◆ Poté období tápání (národní versus koordinovaný postup)
 - ◆ Poté byla pod tlakem přijímána velmi nákladná řešení

Rizika dalšího vývoje ve světě

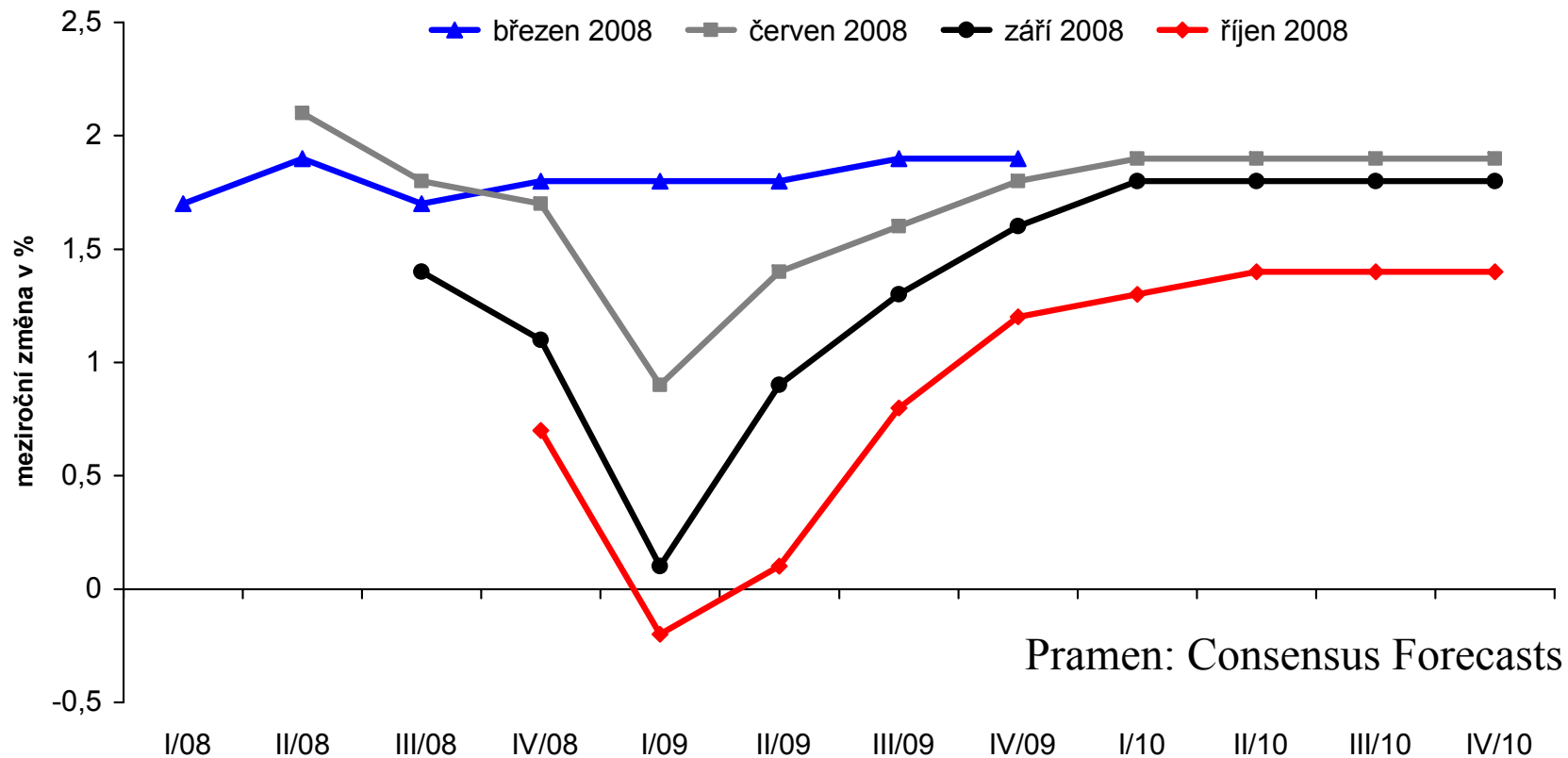
- Pokračující vysoká fluktuace měnových kurzů, akciových trhů, cen komodit
- Další eskalace potíží a bankrotů bank a delší dobu trvající „zadrhnutí úvěrů“ (credit crunch)
- Prudké zpomalování růstu reálné ekonomiky a zřejmě několik let trvající recese vyspělých tržních ekonomik
- Další znárodňování bank a strategických firem
- Růst vládních dluhů a zvyšování morálního hazardu
- Obchodní protekcionismus (ožebračování souseda)

Vybrané akciové indexy



Stejné hodnoty jako 27. října 2008 měly: DJIA dne 1.4.03, FTSE 14.4.03, DAX 18.5.05, NIKKEI 7.10.82 a PX 2.2.04

Prognózy růstu HDP v eurozóně: Consensus Forecasts



V posledních týdnech dochází k dramatickému přehodnocování budoucího růstu směrem dolů

Rizika dalšího vývoje ve světě

pokrač.

- Deflace v krátkém období (v důsledku souběžné recese mnoha ekonomik) a inflace ve středním období (v důsledku napumpování peněz do oběhu ⇒ vyšší daně)
- Tendence k formování globálního regulátora finančních trhů a riziko masivního vměšování politiků
- Možná eroze Paktu stability a růstu (byť výjimka pro období mimořádného napětí)

Obecným rizikem je, že pod tlakem krize budou neuváženě zaváděna nesystémová (pro trh nepřátelská) opatření, která nadlouho zdeformují tržní prostředí a sama se stanou příčinou budoucích obtíží, případně krizi ještě zhorší

Opatření přijatá v ČR

- Zvýšení hranice pro pojištění vkladů a garance vkladů
- ČNB: Dodávací facility pro rozhybání trhu s dluhopisy
- ČNB pozorně monitoruje vývoj krize; je připravena reagovat podle potřeby na nejnovější události; komunikuje nejspíš více než ECB a jiné centrální banky, ale hlídá si, aby svojí komunikací nevyvolávala paniku

Přednosti integrace dohledu nad finančním trhem do centrální banky se v krizi ukazují jako nesporné: rychlost a komplexnost rozhodování, pohotovost a disponibilnost všech důležitých informací

Možné dopady na českou ekonomiku

- Kurzový šok z poloviny roku 2008 podle hypotézy „safe haven“ (příliv kapitálu do korunových aktiv v nejistých dobách) již proběhl a nyní doznívá
⇒ oslabení exportních zisků a investic exportérů
- Nejistoty na peněžním trhu (rozšíření spreadů) a omezení úvěrové činnosti ⇒ dopad na všechny firmy závislé na bankovních úvěrech
- Pokles zahraniční poptávky ⇒ dopad na exportéry a na jejich subdodavatele ⇒ následně na celou ekonomiku
- Klesající ceny komodit jsou jednou z mála dobrých zpráv přicházejících ze zahraničí

Možné dopady na českou ekonomiku – pokrač.

- Pokles (zahraniční) poptávky při vysokém stupni konkurence povede ke značnému tlaku na pokles cen
- Dopad celosvětového negativního sentimentu na pražskou burzu je (a bude) značný
- Míra angažovanosti tuzemských bank v obchodech s rizikovými cennými papíry je zanedbatelná – riziko přímé „bankovní nákazy“ je minimální
- V podnikové sféře budou silné tlaky na zeštlhování a fúze
Česká ekonomika výrazně zpomalí a její růst bude několik let nízký; inflace klesne během tří měsíců na nízké hodnoty a setrvá na nich

Finanční krize: implikace pro přijetí eura

- Česká ekonomika je díky vlastní měně lépe chráněná před nepříznivými vlivy finanční krize

Průběh finanční krize a zejména kanály jejího šíření ospravedlňují spíše pozdější přijetí eura Českou republikou

Dohled nad finančním trhem: postoj ČNB k evropské agendě

- Další spolupráce mezi dohledovými institucemi
- Dobrovolné delegování úkolů mezi dohledy
- Efektivní výměna informací mezi národními dohledy v normálních časech a mezi dohledy, centrálními bankami a ministerstvy financí v obdobích napětí
- Fungování colleges s výhradami (pravidla reportování pobočkami; aplikace limitů v nadnárodních skupinách; dodatečné kapitálové požadavky nad regulatorní limity)
- Zavedení jednotných forem obezřetnostního reportování
- Snaha o odstraňování národních diskrecí

Spolupráce musí být založena na vzájemné důvěře, efektivní výměně informací a rovnováze mezi pravomocemi a odpovědností vůči daňovému poplatníkovi

Děkuji za pozornost



Miroslav Singer
Česká národní banka
Na příkopě 28
115 03 Praha 1

Miroslav.Singer@cnb.cz
Tel: 224 412 008