Finanční krizi roku 2008 vyvolaly (především) vládní zásahy[#]

Luboš Smrčka*

Poznání příčin a logiky finanční krize let 2007 až 2009 je složité z jednoho základního a velmi podstatného důvodu – v našem vnímání totiž splývá s jinými ději, které by velmi pravděpodobně nastaly v každém případě a které by samy o sobě téměř jistě znamenaly velké hospodářské otřesy globálního charakteru.

Celkově je navíc asi nejvíce blízké pravdě tvrzení, že tato krize nemá jeden jasně definovatelný důvod, jakousi „matku problému“. V budoucnu děje započaté na podzim roku 2007, které přešly během roku 2008 v rozsáhlé turbulence na všech trzích s vážnými dopady na reálnou ekonomiku (především v roce 2009), možná opravdu nazveme „První globální ekonomickou depresí“. A to i z toho důvodu, že rychlost šíření problému a fakt, že zasáhl v rychlém časovém sledu prakticky všechny národní ekonomiky kromě těch několika opravdu silně izolovaných, jsou nové prvky v dějinách ekonomických krizí.

Složitost charakteru krize roku 2008

Finanční krize vzešla z derivátů vytvořených k hypotéčním úvěrům amerických domácností a k jejich leasingovým smlouvám[2]. Tato krize se spojila s příchodem hospodářské deprese vyvolané – alespoň tak zní první předpoklad, který zde vyslovím – vyčerpáním poptávkového šoku započatého na konci osmdesátých a především v první polovině devadesátých let masovým zaváděním počítačových technologií do všech myslitelných oblastí lidského života.

Zároveň se potkala s určitou krizí globalizace, tedy s tím, jak růstové impulsy dané novou politickou a především obchodní situací[3] ztrácely v reálném světě původní sílu a rozplývaly se v drobných šarvátkách o kvóty a cla. Tento vývoj nebyl včas rozpoznán, především proto, že přes svou škodlivost nedokázal ovlivnit světový obchod natolik, aby se

---

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného záměru Fakulty podnikohospodářské *Nová teorie ekonomiky a managementu organizací a jejich adaptační procesy* registrovaného pod evidenčním číslem MSM 6138439905.

[*] Ing. Luboš Smrčka, CSc. - Odborný asistent katedry podnikové ekonomiky, Fakulta podnikohospodářská, Vysoká škola ekonomická v Praze

[2] Tento druhý aspekt je často opomíjen, faktem však je, že objem problémových hypoték je mnohonásobně větší než otázka neplacených leasingů.

[3] Zde jde především o značný pokrok v otázce liberalizace světového obchodu dosažený na půdě World Trade Organization. Ta vznikla podepsáním Dohody o zřízení Světové obchodní organizace v Marrakeši (15. dubna 1994). Podařilo se tak dokončit přeměnu Všeobecné dohody o clech a obchodu (GATT) v mezinárodní organizaci, která byla de iure zřízena od 1. ledna 1995. Zároveň byly přijaty výsledky tzv. Uruguayského kola mnohostranných obchodních jednání (19 dohod, 24 rozhodnutí, 8 ujednání a 3 deklarace), tvořící náplň činnosti WTO. WTO má 153 členy (srpen 2008) a několik zemí jedná o svém přístupu k ní (Rusko). Nicméně signifikantní je, že v srpnu 2008 ztroskotaly po sedmi letech snahy uzavřít kolo jednání z katarského Dauhá, což jen v prvním odhadu povede podle prezidenta WTO Pascala Lamy ke ztrátám kolem 130 miliard dolarů především na straně méně rozvinutých a zaostalých zemí. Během těchto sedmi let ostatně důvěra ve schopnost WTO dále prohloubit liberalizaci světového obchodu pohasínala s tím, jak jednotlivé silné státy vetovaly z různých důvodů pokroky v jednání.

zpomalil růst jeho celkového objemu. Zároveň byl soustavně podceňován další aspekt, totiž kurzový dumping prováděný primárně Čínou a pevným kurzem juanu k dolaru, obdobně do jisté míry i Indií a zeměmi OPEC. To vedlo k nejneuvěřitelnějšímu exportu dolarů do měnových rezerv těchto zemí, odkud se tytéž peníze znovu přelévaly zpět do USA v podobě financování federálního vládního dluhu a do jisté míry také politiky levného bydlení a spotřebitelských půjček.

Zároveň sílil trend, jenž také přišel s „celosvětovou finanční ekonomikou“, totiž obecné a vše prostupující podceňování rizik zapříčiněné společensky akceptovaným pocitem, že veškeré problémy jsou pouze dočasné a málo podstatné[4] a že světová ekonomika je „odsouzena“ k neustálému a vcelku konstantnímu růstu.

Dosud málo prozkoumaným aspektem je fakt, že komputerizace vedla k neuvěřitelným a těžko pochopitelným změnám v tak citlivých oblastech, jako je například způsob obchodování na různých trzích – ať již mluvíme o trzích peněžních, akciových nebo komoditních. Nikdy v historii nebylo možné provádět obchody tak rychle, v takových objemech a v jakémkoliv myslitelném čase na jakémkoliv myslitelném místě na světě. Na různorodé burzy přišli noví investoři a nové peníze, s nimi také nové produkty, které se stávaly stále složitějšími a méně čitelnými. Tento technologický pokrok otevírající dříve netušené možnosti byl doprovázen tím, že na různých místech – od penzijních fondů po hedgové fondy, se shromáždily prostředky v minulosti netušené. Například hedgové fondy (z principu zaměřené na rizikové operace) disponovaly v polovině roku 2008 majetkem v hodnotě kolem dvou (podle některých zdrojů dokonce tří) bilionů dolarů[5], tak zvané suverénní fondy pak ovládaly další 1,5 až dva biliony dolarů.

Svět byl nazrálý na krizi již v letech 2006 a především 2007, všechny její faktory se ale sešly až v průběhu roku 2008 a vedly k neobyčejně silné eskalaci problémů, jejíž průběh barvitě popisovaly i ty noviny a televizní stanice, které v normálnějších časech mají s vytištěním či vyslovením správného tvaru slova ekonomika značné potíže. A to je další aspekt této krize, jenž teprve čeká na své zhodnocení – jde nesporně o mediálně nejpodrobněji[6] pojatou ekonomickou událost v dosavadních dějinách. Z toho však plyne i určitý nový aspekt věci, totiž fakt, že tato krize je velmi zpolitizovaná a o jejím řešení rozhodují a především ještě budou rozhodovat do značné míry více volební preference a „rozum davu“ než ekonomické teorie převáděné do praxe[7].

---

[4] Samozřejmě to z dnešního „poučeného“ pohledu působí nepochopitelně, ale ještě v polovině roku 2008 byla většina lidí (myšleno ekonomicky vzdělaných lidí a odborníků) pravděpodobně přesvědčena, že žádná světová krize nehrozí a že pokud se objeví problémy, budou omezeny na zemi svého vzniku, tedy na spojené státy. Zdá se, že jsme kolektivně nedokázali docenit globalizační vlivy.

[5] A to přes fakt, že deset let před tím zažil svět (nebo přinejmenším Amerika) dramatický pád mocného a hvězdně obsazeného Long Term Capital Management známého pod zkratkou LTCM. Ten disponoval ve svých nejlepších okamžicích majetkem v údajné výši 1,3 bilionu dolarů, nakonec ale museli jeho klíčoví podílníci doslova utopit v této investici další miliardy jenom proto, aby pád nevedl k dominovému efektu v americkém finančním systému. Ostatně se tvrdí, že tehdejší šéf FED Alan Greenspan držel ve své kanceláři významné investiční bankéře z Wall Street tak dlouho, dokud nedali na stůl dostatečně velký příslib finanční injekce. Pikantní je, že ve vedení a v odborných týmech LTCM figurovalo několik nositelů Nobelovy ceny za ekonomii, jeden bývalý vice president FED, nejlepší tradeři z Wall Street a další finanční „celebrity“. Poslední ránu dala fondu krize ruského vládního dluhu.

[6] Se všemi pozitivy i negativy.

[7] Aniž bych chtěl touto poznámkou kritizovat jakékoliv kroky podniknuté vládami států s vyspělou ekonomikou, nutí nás nové chování politických špiček k úvahám, nakolik pro příště budou v otázkách řízení ekonomik relevantní názory odborníků a nakolik bude propříště důležitější „komunikační a mediální“ aspekt věci. Jde o

Klíčové aspekty krize

Tedy lze tvrdit, že vývoj roku 2008 je dán zhruba těmito několika základními faktory, které se časově sešly v tom nejméně vhodném okamžiku:

- Finanční krizí, která vyrostla a dospěla ve Spojených státech, ale následně se s velkou silou a rychlostí přelila do celého světa tak, jak to určovala logika současností – vždyť dnešní investorské prostředí je tak silně propojené, že kapitál z jednoho konce světa „pracuje“ naprosto běžně na konci opačném.

- Krizí poptávky a poklesem spotřebitelských nálad v hlavních ekonomikách – dohadovat se, co bylo dříve a co později, zda finanční krizi odstartovala ekonomická stagnace v USA nebo naopak finanční krize vyvolala opravdovou krizi reálné ekonomiky, to snad již dnes ani nemá smysl. Faktem je, že tyto dva děje přišly prakticky najednou a zastánci obou představ o „vině“ by mohli najít v podstatě stejně argumentů a tyto argumenty by měly i stejnou „váhu“.

- Ztrátou důvěry v další liberalizaci mezinárodní obchodní výměny. Tento aspekt nemohl působit okamžitě ani jako rozhodující, nesporně ale hrál značnou roli – pokud by latentně hrozící stagnace v reálné ekonomice dostala třeba během roku 2006 nebo alespoň na začátku roku 2007 mocného protivníka v podobě nového impulzu pro zahraniční obchod, tedy uzavření kola jednání z Dauhá, pravděpodobně by to znamenalo obnovení růstových trendů ve světové ekonomice a celý problém by byl alespoň částečně obroušen.

- Novou situací na světových burzách, mimo jiné vlivem finančních investorů, čili spekulantů, na vývoj cen od akcií po komodity. Nová ekonomika přinesla do ekonomického prostředí dosud neznámá rizika, například na první pohled nepochopitelnou volatilitu trhů. Jestliže během necelých 24 měsíců provedl barel ropy Brent na londýnském trhu posun od padesáti dolarů k 147 dolarům a pak znovu zpět na padesát dolarů a později ještě níže pod tuto hladinu (viz Tab. 1), znamená to pro všechny účastníky trhu určitou novou situaci, která je zjevně nepoměrně rizikovější, než kdykoliv dříve.

Tab. 1: Vývoj cen ropy (podle klíčových dat)

Datum	Dosažená „psychologická“ hranice
19. ledna 2009	41 dolarů
20. listopadu 2008	50 dolarů
10. října 2008	80 dolarů
29. září 2008	95 dolarů
17. září 2008	prolomení hranice 100 dolarů
11. července 2008	147 dolarů

úvahu spíše politologickou, proto ji na tomto místě ponechám bez většího rozvinutí, zdá se však, že po éře „marketingové“ politiky se dostaneme i do éry „marketingové politické ekonomie“. Přitom pochopitelně i v minulosti respektovala politická rozhodnutí v ekonomické oblasti veřejné mínění, tedy povětšinou nebyla přijímána taková, která by zásadně snížila pravděpodobnost „volitelnosti“ svých propagátorů, nyní jsme ale svědky nové roviny tohoto procesu, totiž že sama rozhodnutí jsou formulována tak, aby vycházela vstříc představám většinových voličských skupin.

26. června 2008	140 dolarů
21. května 2008	130 dolarů
5. května 2008	120 dolarů
12. března 2008	110 dolarů
3. ledna 2008	Prolomena hranice 100 dolarů
18. října 2007	90 dolarů
12. září 2007	80 dolarů
18. ledna2007	50 dolarů

Zdroj: Zpravodajství České tiskové kanceláře, www.ctk.cz, Patria OnLine www.patria.cz

Ke všem těmto okolnostem je možné přidat ještě další – dosti možná naprosto klíčovou. Rozhodujícím aspektem, který u některých výše popsaných bodů stál přímo za jejich samotným vznikem a u jiných alespoň přispěl k jejich posílení a dynamizaci, je dlouhodobé a stále silnější zasahování vlád do ekonomického vývoje. A to ani ne tak v otázkách regulace trhů (ať již dostatečné nebo nedostatečné), ani v otázkách daňových, ale především v rovině sociální.

Naprosto původním startérem celého tohoto vývoje bylo dávné rozhodnutí drtivé většiny vlád vyspělých zemí, podle kterého má maximum občanů těchto bohatých států právo na vlastní bydlení na vysoké úrovni. Jinými slovy – jde o rozhodnutí uměle a se silnou státní podporou v relativně krátké době několika málo let (maximálně desetiletí) dospět ke stavu, kdy většina společnosti „dosáhne“ na takové bydlení, které svým standardem v principu vysoce převyšuje obecnou životní úroveň odpovídající stavu ekonomiky toho kterého státu.

Hypotéční systémy jako zárodek krize

Hypotéční krize vznikla ve Spojených státech, je tedy vhodné prověřit výše uvedenou hypotézu nejprve na tamní situaci a posoudit, zda přednesená teze odpovídá realitě.

Federální podpora hypoték je v USA uskutečňována prostřednictvím dvou souběžných způsobů, ostatně obdobně, jako v dlouhé řadě dalších zemí. První metodou je možnost odečíst si od daňového základu zaplacené úroky, popřípadě získat státem podpořené produkty. Mechanismus snížení daňového základu používají prakticky všechny vyspělé státy a je velmi jednoduchý. Roční suma zaplacených úroků z hypotéčních úvěrů je celá (nebo zčásti, podle zákonodárství dané země) odečtena od daňového základu. Pokud je tedy původní objem zdaňovaných prostředků 1000 a roční úrok činí 350, zároveň v dané zemi platí strop pro uplatnění úroků 300, pak výsledná zdaňovaná suma činí 700. Objem úlevy pak závisí na reálné sazbě daně. Jestliže je to deset procent, pak je úspora pro poplatníka rovna třiceti jednotkám, protože to je objem, jaký by zaplatil na dani z oněch 300 jednotek. Pokud je sazba 25 procent, úspora činí 75 jednotek.

Tímto způsobem ušetřili daňoví poplatníci ve Spojených státech podle údajů ministerstva financí a FHFA (Federální agentura pro financování bydlení) například v roce 2004 sumu 61,4 miliardy dolarů. A během let 2000 až 2005 pak dohromady, s dalšími formami podpory, celkem 716 miliard dolarů[8]. Podle dalších odhadů dosáhla celková podpora

[3] Ministerstvo financí USA (U.S. Department od Treasury), http://www.treas.gov/, řadu údajů poskytuje také FHFA (Federal Housing Finance Agency) http://www.ofheo.gov/newsroom.aspx?ID=481&q1=1&q2=None

bydlení jenom během 21. století ve Spojených státech (a to podpora pouze tímto způsobem) celkové sumy vysoce překračující jeden bilion dolarů.

To ale nejsou všechny peníze, o kterých je řeč. Musíme se také podívat na způsob práce dvou pověstných agentur - Fannie Mae a Freddie Mac[9].

Jak tedy vlastně fungovaly agentury Fannie Mae a Freddie Mac? Skupovaly a díky tomu zaručovaly hypotéky, které se nazývají „nestandardními“, což jinými slovy znamená, že by nebyly poskytnuty, nebýt toho, že je bylo vždy možno „předat“ pod státní garanci definovanou působením Fannie Mae a Freddie Mac na trhu s hypotékami. Těchto podivných hypoték bylo shromážděno za bilion dolarů.

Lze jednoznačně prohlásit, že komerční hypotéční ústavy by tyto peníze nepůjčily v případě, když by neměly jistotu, že potenciální neúspěch transakce pokryjí Fannie Mae a Freddie Mac. Obě agentury dokonce svou poptávkou po rizikových hypotékách podněcovaly komerční ústavy k tomu, aby půjčovaly doslova každému na jakékoliv účely spojené s bydlením, protože zde byla jistota, že kupec se najde a původní bance zůstane zisk[10]. Zde je nutné dodat, že obě agentury již byly dlouhodobě soukromé, ale na základě zvláštních předpisů vykonávaly pro stát činnosti ve „veřejném zájmu“, tedy podporu hypotéčního systému a to výměnou za řadu různých výhod. Mimo jiné za do jisté míry vyslovenou a do jisté míry nevyslovenou, ale trhem předpokládanou, státní záruku za úvěry, které si agentury braly.

Do trhu s bydlením se tak dostal minimálně jeden bilion dolarů, který by jinak byl umístěn investory jinde, byl by vynaložen na jiné účely. Údaj o jednom bilionu dolarů pochází z doby diskusí kolem vládního záchranného balíčku pro tyto agentury a je založen na objemu tehdy[11] nesplácených úvěrů v portfoliu obou agentur. Pro náš účel v dané chvíli tento údaj postačuje.

Tyto prostředky obě agentury zase stáhly z trhu, protože si je vypůjčily. A znovu – v normálním případě by jim žádný soukromý investor na takový nesmysl, jako nákup rizikových hypoték, peníze nepůjčil a pokud, pak za neobyčejně tvrdých podmínek. Fannie Mae a Freddie Mac však měly přístup k měkkým úvěrům. Vždyť za nimi stála vládní záruka – nejasně definovaná, nepřesná, ale v podstatě nezpochybnitelná vládní záruka

Nyní tedy máme napočítány již více než dva biliony dolarů – jeden jako prostředky, za které nakupovaly hypotéční agentury nové poskytnuté úvěry od zprostředkovatelů, přičemž tito zprostředkovatelé půjčili prakticky komukoliv, protože měli jistotu, že i ten největší nesmysl prodají dále. Druhý více než bilion je objem vládní výpomoci těm, kteří si již půjčili a spláceli – to znamená zlevnění úroků z hypoték a vlastně dotace do systému[12].

Každý, kdo zná zákonitosti trhu, řekne, že výsledek takového objemu prostředků v systému, který je nevyprodukoval ani nepřitáhl na základě srovnání s jinými investičními

---

[4] Například jsou zevrubně popsány na stránkách obou proslavených hypotéčních agentur: http://www.freddiemac.com a http://www.fanniemae.com

[10] Obě agentury měly dokonce ze zákona povinnost umožnit financování rizikových hypoték, k tomu je odsoudila legislativa přijatá nejprve za prezidenta Jima Cartera a následně také za Billa Clintona.

[11] Polovina roku 2008

[12] Formálně pochopitelně tyto prostředky není možné přímo sčítat, tato metoda je použita z ilustrativních důvodů.

možnostmi, musí být dlouhodobě devastující: za prvé se promítne jako akcelerátor růstu cen pozemků a nemovitostí, kterým se jejich ceny dostanou z relace odpovídající životní úrovni společnosti, za druhé nastane vyšší než přiměřený růst cen stavebních prací, po kterých se vytváří poněkud větší poptávka, než odpovídá realitě.

Jenže Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) a Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation) navíc ovlivňovaly i úročení – vedle faktu, že komerční ústavy či zprostředkovatelé mohli půjčit v principu každému, protože tyto agentury všechno rizikové ihned převzaly, bylo možné nabídnout i nižší ceny. Fannie Mae a Freddie Mac totiž zprostředkovávaly i financování hypoték a díky již zmíněnému přesvědčení trhu, že jsou pod státní zárukou, dostávaly se k levným zdrojům. K levnějším nežli standardní komerční ústavy. To dále deformovalo trh a vedlo k nezdravému riziku na straně soukromých poskytovatelů – ve snaze konkurovat Fannie Mae a Freddie Mac se museli uchylovat ke krokům, které nelze nazvat rozumnými.

Přitom je nutné si přiznat, že vlastně není možné usoudit, jak velká byla celková podpora hypotéčnímu systému vytvořená tím, že největší dvě agentur\y měly přístup k ovlivněným zdrojům. Navíc je faktem, že část rozdílu mezi úroky komerčními a úročením dosahovaným agenturami musíme brát nejen vystavení vstupenky pro nové účastníky hypotéčního systému, kteří by se jinak do tohoto soukolí pro své nízké příjmy při reálně tržním ocenění rizika ani nedostali, ale vedle toho také jako přilákání klientů z jednoho místa do druhého, od jednoho poskytovatele služby k jinému, který hospodaří se zmíněnou tržní preferencí. Každopádně ale muselo jít ale o další astronomické sumy podobné těm, které již byly uvedeny.

Praktické dopady v první fázi

Představme si modelově, co taková podpora – předpokládejme třeba, že v celkovém objemu 3,5 bilionu dolarů od roku 2000 - vlastně znamená v praxi. Tedy především nesporný zásah do nemovitostního trhu. Jestliže určitý segment podporuji, mým cílem je prosadit to, že více občanů země dosáhne na takto podporovaný produkt, v daném případě „politiku kvalitního a dostupného bydlení pro široké vrstvy“. Historie této snahy ve Spojených státech byla především v poslední době několikrát zevrubně popsána i v obecných médiích, bylo by asi zbytečné tyto informace znovu opakovat[13].

Produkt se tedy stane dostupnějším a nyní rozhodujícím způsobem záleží na tom, jaký „rozdíl dostupnosti“ je dosažen. V každém případě se však uživatelem produktu stanou i takoví jedinci a rodiny, kteří reálně nemají odpovídající příjmy pro čerpání tak vysokého standardu, tak vysoké životní úrovně. Za normálních ekonomických podmínek by nemohli svou situaci řešit tak, jak ji řeší v systému se státní podporou.

Zde se dostáváme do neměřitelných oblastí a zůstává nám k dispozici pouze porovnání. Můžeme například říci, že celkový objem hypotéčních úvěrů poskytnutých nebo odkoupených oběma agenturami dosáhl téměř šesti bilionů dolarů, to je poloviny celého hypotéčního trhu ve Spojených státech. Obdobně lze sumu podpory porovnat například s celkovým dluhem Spojených států, který dosáhl po posledních krocích sumy vyšší než deset bilionů dolarů.

[13] Viz odkaz číslo 4

Z těchto srovnání je zřetelně vidět, že míra ovlivnění trhu tak masivní podporou, jakou jsme spočítali výše, musela mít nutně devastační účinky. V roce 2006 dosáhl podíl vysoce rizikových hypoték v portfoliu obou agentur objemu dvacet procent[14]. Tedy více než dvojnásobku ve srovnání s rokem 2004.

Tato čísla nám alespoň rámcově ukazují, jak obrovskou nerovnováhu se podařilo vytvořit ve Spojených státech – právě tato nerovnováha byla startovacím podnětem k hroucení celého finančního systému země. A jelikož papíry emitované oběma agenturami byly i mezi zahraničními investory chápány jako vládou garantované (vždyť americký stát – jak jsme již konstatovali - totiž byl a je regulátorem obou agentur s tím, že i když mají akcionáře, výměnou za určité výhody plní tyto agentury „veřejně prospěšné“ úkoly), vložily do nich cizí banky, a to i centrální banky, obrovské prostředky. Mimochodem převyšující ony dva biliony dolarů. Tyto papíry se tak staly převodovou pákou krize ze Spojených států do ciziny.

I když pomineme mnohé podivnosti v tom, jak obdobným derivátům propůjčovaly ratingové agentury skvělá hodnocení[15], stejně musíme konstatovat, že tyto obchody se mohly dít pouze s přispěním zvláštní a velmi optimistické atmosféry jakéhosi obecně cítěného bezpečí. To je však téma na samostatnou práci. Avšak zde si můžeme dovolit alespoň jednu poznámku – fakt, že vláda Spojených států převzala obě agentury a je připravena za to zaplatit obrovskou cenu sám o sobě ukazuje, nakolik je i z druhé strany ona záruka brána jako nepřekročitelná. Přičemž její nevypověditelnost je dána také celkovým objemem problému. Objemem, který si ta stejná vláda zaplatila svojí subvenční politikou.

Světové následky ve fázi druhé a přispění dalších zemí ke krizi

Když tedy nyní někteří političtí ekonomové popírají vliv vlád na vzniku této finanční krize s tím, že v řadě vyspělých zemí nejsou hypotéky podporovány vládními rozhodnutími, buď nechápou situaci, nebo dokonce vědomě lžou. Neboť podpora nemusí být nutně přímá subvence, doplácení části úroků nebo daňové odpočty splácených hypoték. Sama vládní garance (vyjádřená například regulačním dohledem) má svou cenu, a pokud je vládní garance vystavena jako v principu „neomezená“, pak má také „neomezenou“ cenu.

Jestliže to shrneme, pak se během pár let takto s podporou Fannie Mae a Freddie Mac podařilo do amerického hypotéčního trhu dostat navíc zřejmě více než tři biliony dolarů. A tyto peníze zažehnuly světovou finanční krizi. Ale ta by nemohla nikdy hořet tak jasným plamenem, kdyby ji neživily i jiné vlády a jiné systémy podpory hypoték.

Můžeme si udělat určitou představu o objemech těchto podpor v případě, že připomeneme celkové sumy, jaké hodlají vynaložit například státy Evropské unie na sanaci svého bankovního systému – jde o asi dva biliony dolarů[16]. Pochopitelně není celek této

---

[14] Viz oficiální stránky obou agentur

[15] To je další z témat, které by si zasluhovalo specializovanou práci – například porovnat ratingy některých derivátů typu CDO s jejich následujícím osudem… Šlo by jistě o velmi podnětnou práci.

[16] Je nutné vidět, že tato suma neustále roste – Německo například v září 2008 předpokládalo podle informací místního tisku pomoc finančnímu sektoru ve výši 200 miliard eur, o měsíc později vláda připouštěla objem půl bilionu eur a nyní je již předpoklad asi 700 miliard eur. Otázka celkových škod je vůbec zajímavá a ne zcela jasná, například podle posledních odhadů Mezinárodního měnového fondu budou stát komplexní sanace potíží vyvolaných pádem islandského bankovního sektoru asi 1,4 bilionu dolarů. Jde o souhrn škod, které vznikly jednotlivým evropským zemím, jejichž bankovní sektor investoval do islandského, dále těch, které vznikly

částky pouze daní za vlastní problémy, část těchto peněz připadá na dovoz potíží ze Spojených států, totiž za investice do derivátů odvozených od amerických hypoték, ale stejně jde o sumu obrovskou. Kdyby jenom polovina této sumy připadala na potíže v hypotéční části finančního světa, pak jde o problém svým objemem téměř srovnatelný se situací Spojených států.

V řadě zemí jsou například zaplacené úroky z hypotéky daňově uznatelným nákladem stejně jako v USA. V relativně ekonomicky málo významné České republice mohli loni snížit zdaňované sumy občané o odhadem[17] zhruba něco přes 20 miliard korun, to je necelá miliarda dolarů[18]. Oficiální vyúčtování není k dispozici, ale je možné tvrdit, že na dani tak nebyly zaplaceny zhruba čtyři miliardy korun. Ve srovnání s americkými agenturami to působí směšně málo, ale v rozměru malé země jde o velkou sumu – asi jako by bylo rozdáno tisíc bytů jen tak, v rámci státní loterie.

Ale celkové náklady na podporu bydlení byly daleko větší. Zvýhodňovány jsou i další formy spoření a především – zvýhodněny byly do 1. ledna 2008 daňově hypotéční zástavní listy emitované subjekty, jež poskytují hypotéky občanům, místům a firmám. Díky tomu stahovaly tyto listy z trhu levnější peníze a přemístily je do výstavby bytů, tedy mimo jiné znovu do stavebního průmyslu. Odhadnout objem takto získané výhody a tedy objem prostředků, které zamířily tímto směrem na základě matoucího signálu, je velmi obtížné. Můžeme ale předpokládat, že jde o sumu podstatně převyšující daňovou podporu přijímatelů hypoték.

Není proto náhodou, že v posledních letech rostly v České republice ceny stavebních prací v průměru o půl procentního bodu ročně rychleji než ceny průmyslové produkce[19], není náhodou, že ceny nemovitostí se za posledních pět let zhruba zdvojnásobily[20] a to při průměrné inflaci kolem čtyř procent ročně[21] a růstu reálných příjmů v průměru o čtyři až pět procent ročně. To všechno jsou velmi zásadní znaky vnitřní nerovnováhy systému a tato nerovnováha byla zaviněna vládními intervencemi do oblasti bydlení.

Objem problému v České republice pochopitelně nebude ani zdaleka tak velký, jaký je ve Spojených státech a to dokonce ani v poměru k velikosti obou ekonomik, ale zjevné je, že ke splasknutí bubliny dojde i zde.

---

různým způsobem na samotném Islandu ať již přímo v bankách a dalších institucích nebo následně v reálné ekonomice.

[17] Vlastní odhad autora

[18] Při použití kurzu z třetí dekády ledna 2009

[19] Zdroj: ČSU, www.csu.cz

[20] Informace o cenách nemovitostí nejsou v České republice dostupné v oficiální komplexní podobě, je nutné vycházet z různých zdrojů, především z údajů realitních kanceláří. Údaj o dvojnásobném růstu v posledních letech se odvolává například na zprávy z realitního serveru SReality (http://www.reality.seznam.cz/finance/ceny-nemovitosti-v-usteckem-kraji-maji-vetsinou-rust-a1449) či z ekonomického serveru iHned (http://reality.ihned.cz/1-10002095-18414540-K00000_detail-6d). Tvrzení o růstu ceny na dvojnásobek je přitom mírné, neboť oba tyto zdroje hovoří o takovém růstu během let 2005 až 2007, respektive v letech 2004 až 2006 – jak vidno, bylo by pravděpodobně možné prokázat, že celkový růst za období 2003 až 2007 byl větší než pouze dvojnásobný.

[21] Na počátku roku 2009 se zdá být jisté, že přichází doba, kdy ceny nových nemovitostí a s tím i ceny starších postupně půjdou níže. Například v Praze jsou již některé projekty nabízeny za ceny o dvacet procent nižší než před měsícem.

Závěr

Ať již má Česká republika taková nebo onaká specifika, podobným vývojem splasknutí realitních bublin musí v budoucnu projít všechny státy s vyspělými ekonomikami, protože všechny uměle přesměrovávaly kapitál do oblasti bydlení, kde byly vytvořeny skleníkové výhodné investiční podmínky neodpovídající životní úrovni, stavu úspor a dalším atributům národního hospodářství. Pokus předběhnout reálný ekonomický vývoj a poskytnout nejširším masám bydlení na úrovni, na kterou fakticky tito lidé neměli peníze, nemohl dopadnout jinak, než vytvořením zásadních asymetrií na realitních trzích a v souvisejících oblastech. Tyto asymetrie se pak dále šířily a to jak do jednotlivých sektorů ekonomik, tak i mezinárodně.

Do méně výhodných oborů, nežli bylo stavebnictví, tak nepřišly investice, které by tam jinak byly umístěny, ale které stavebnictví díky rychlému růstu akcelerovanému nepřímými subvencemi přes podporu hypoték stáhlo k sobě. Podobně mnohé papíry na mezinárodním trhu nenašly kupce za „správnou“ cenu, protože potenciální investoři se raději věnovali nákupu vládou posvěcených papírů amerických hypotéčních agentur popřípadě akcií stavebních společností či developerů posílených nekončícím boomem. Každý z těchto dějů přinesl další náklady, které jsou pouze tušené, ale nevyčíslitelné.

To nás opravňuje k formulaci zásadního závěru: Celkově znamenaly tyto nerovnováhy vzešlé z finanční ekonomiky silný impuls pro to, aby se nejen naplno a s velkou silou, ale dokonce násobně projevily potíže spojené s potenciální stagnací, která vyspělému světu hrozila z důvodu přirozeného hospodářského cyklu. Nebýt krize finančních institucí vyvolané vládními politikami různých států a jejich masivním subvencováním „kvalitního bydlení pro všechny“, zažila by dřívější konjunktura klidný dojezd a přechod do stagnačního období, možná dokonce pouze zpomalení růstu.

Pravděpodobně zde je možné hledat vysvětlení faktu, že dřívější prognózy vývoje ekonomiky se naprosto zásadně lišily od reálného stavu. Proto také vidíme naprosto jednoznačný rozdíl mezi prognózami na rok 2009, které byly zveřejněny před půl rokem či ještě dříve, a těch, které jsou známy až od ledna 2009.

Kdybychom si vzali příklad České republiky pak v říjnu v září a říjnu 2008, před tím, než analytici docenili vliv finanční krize na celý ekonomický systém, předpokládala Evropská komise pro ČR v roce 2009 růst 3,8 procenta, Vídeňský ústav pro mezinárodní srovnání 3,5 procenta, Česká národní banka hovořila o 2,9 procenta, ministerstvo financí postavilo svůj odhad rozpočtu na růstu 3,7 procenta, OECD uváděla 2,5 procenta. Podobně i finanční ústavy a jejich týmy pracovaly ještě stále s výrazným růstem – HSBC 2,8 procenta, Raiffeisenbank 2,5 procenta, Patria finance dvě procenta a tak dále. V prosinci 2008 například snížila Evropská komise výhled pro Českou republiku na 3,6 procenta a v lednu 2009 již na 1,7 procenta. V lednu 2009 přišlo ministerstvo financí s novým číslem a to 1,4 procenta růstu v roce 2009 nebo méně, Česká národní banka oznámila, že podstatně větší váhu dává své pesimistické variantě starších odhadů a to je růst 0,5 procenta v roce 2009.

Tab. 2: Změny v odhadech růstu ekonomik (HDP 2009) některých institucí

Odhady růstu HDP v některých oblastech podle Mezinárodního měnového fondu (2009)		
Region	Prognóza listopad 08	Prognóza leden 09
USA	- 0,7	- 1,6
Eurozóna	- 0,5	- 2,0
Japonsko	- 0,2	- 2,6
Německo	- 0,8	- 2,5
Globální ekonomika	2,2	- 0,5
Odhady růstu HDP v některých oblastech podle Evropské banky pro obnovu a rozvoj (2009)		
Region	Prognóza listopad 08	Prognóza leden 09
Česká republika	3,0	0,1
střední Evropa	3,9	0,4
Rusko	3,0	1,0
jihovýchodní Evropa	7,3	1,5
střední Asie	4,9	2,3
Odhady růstu HDP v některých oblastech podle Evropské komise (2009)		
Evropská unie	0,2	- 1,8
Česká republika	3,6	1,7
Slovensko	4,9	2,7

Pramen: Evropská komise, MMF, EBRD

Jak je zřetelně vidět, negativistický pohled na budoucí vývoj přicházel s tím, jak se stále hlouběji ukazovalo, že rozhodujícím faktorem krize 2007 až 2009 nejsou standardní problémy hospodářského cyklu, ale nevídaná nedůvěra spotřebitelů otřesených událostmi druhé poloviny roku 2008, tedy především dramatickou finanční krizí. Sledujeme tedy zcela fatální krizi důvěry, která teprve postupně vyvolává nejhlubší reálně ekonomickou krizi moderního věku. Zvláště proto bychom neměli zapomínat na fakt, že tato krize byla vyvolána nerovnováhami, které do ekonomických systémů vnesly – třeba s dobrými úmysly – vládní opatření jednotlivých vyspělých států.

Literatura

[1] www.ctk.cz

[2] www.patria.cz

[3] www.treas.gov/

[4] www.ofheo.gov/newsroom.aspx?ID=481&q1=1&q2=None

[5] www.freddiemac.com

[6] www.csu.cz

[7] www.reality.seznam.cz/finance/ceny-nemovitosti-v-usteckem-kraji-maji-vetsinou-rust-a1449

Finanční krizi roku 2008 vyvolaly (především) vládní zásahy

Luboš Smrčka

ABSTRAKT

Autor rozebírá jednotlivé znaky současného světového ekonomického vývoje a přichází s předpokladem, že v dané době se dohromady spojilo více jednotlivých dějů, které by nastaly samy o sobě také, ale jejich časová souhra vytvořila zvláště obtížnou a těžko předvídatelnou situaci. Vedle dosud diskutovaných příčin ekonomické krize přichází s tezí, že významnou roli v těchto dějích hrála dlouhodobá a soustavná snaha vlád jednotlivých vyspělých zemí předehnat v oblasti dostupnosti vlastního bydlení vývoj životní úrovně v těchto státech tak, jak tento vývoj předurčovala schopnost jednotlivých národních ekonomik. Vyslovuje myšlenku, že především masivní podpora bydlení ve Spojených státech vedla k vytvoření prostředí, které se již přestalo chovat tržním způsobem, neindikovalo správné a odpovídající ceny a to především z toho důvodu, že naprosto umělým způsobem vyvolávalo poptávku po vlastnictví bydlení, navíc po vlastnictví bydlení ve standardech, které byly podstatně vyšší, než jakým odpovídala ekonomická síla příjemců hypoték.

Klíčová slova: Ekonomická krize, vládní podpora bydlení, hypotéky.

The financial crisis of 2008 was caused (mainly) by government interventions

The author analyses individual features of the current global economic development, coming up with a hypothesis that several independent factors, which would have occurred by themselves, too, combined at a given time and the concurrence thereof created a difficult and hardly predictable situation. Together with the commonly discussed causes of the economic crisis, he introduces a thesis that an important role was played by long-term and continuous attempts of governments in developed economies at outpacing the development of living standards in the respective countries in terms of the accessibility of own homes, at outpacing the trends predetermined by the abilities of the national economies. He comes up with the idea that particularly the massive support of housing in the United States led to creating an environment that ceased to behave market-wise and was not able to indicate correct and corresponding prices any longer, mainly because it artificially provoked demand for own homes. Moreover, homes in standards much higher than the mortgage lenders could afford economically.

Key words: Economic crisis, government housing subsidies, mortgages.

JEL classification: G30