

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 vskutku 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.

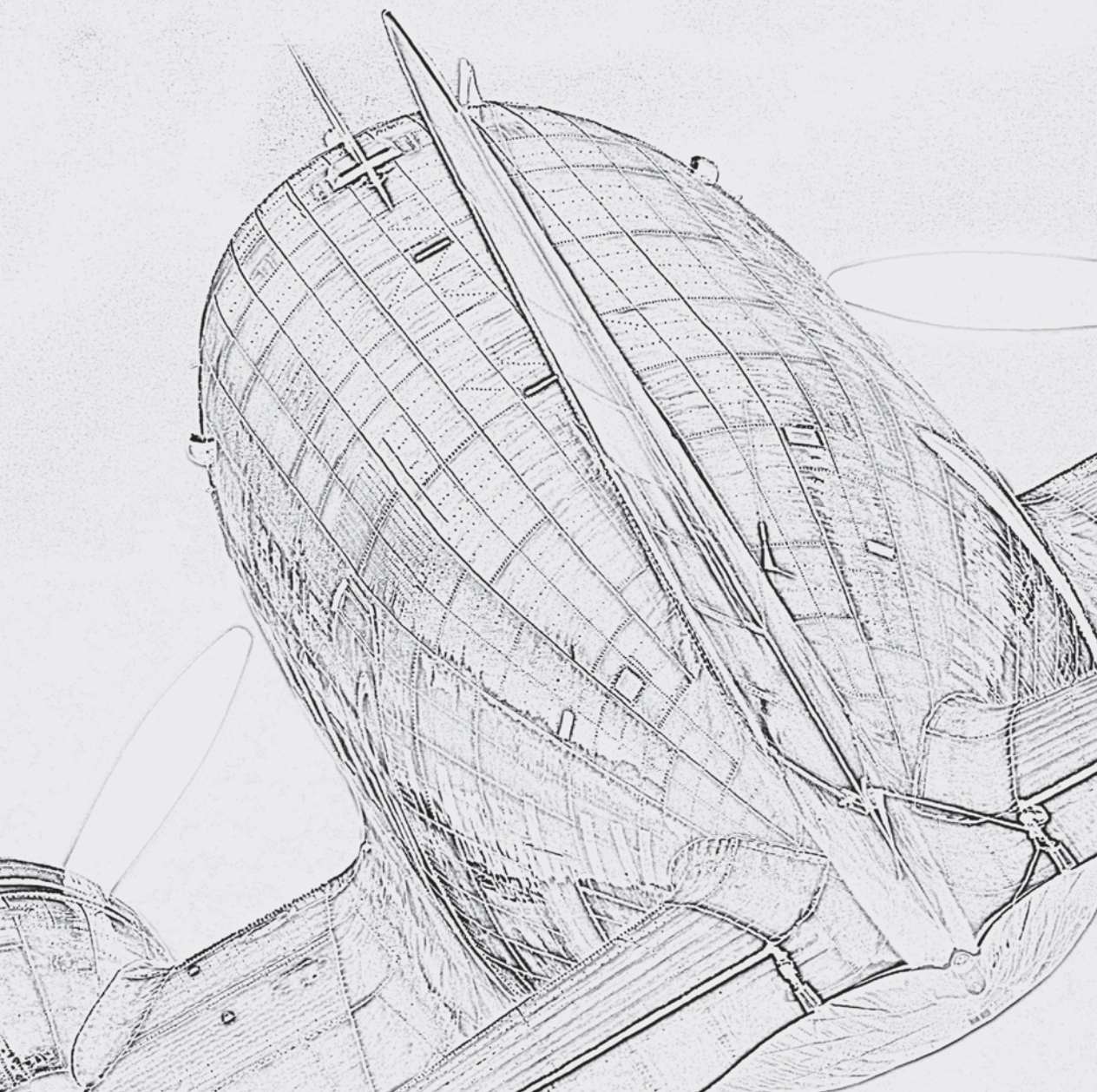
Dobrodružství vskutku vzrušující.

Pavel Kohout



FINANCE PAVEL KOHOUT PO KRIZI

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 proctví	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

Krise 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. (Krise 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 zhroucení 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.

Krise 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 odvalu 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 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 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 změni 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 změni 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 terorismu 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 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 vzdělání 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 Azimí, 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 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 reformem bývalého premiéra Aznara.

Španělsko prožívá čtrnáctý rok nepřerušeno 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 inflaci. 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.“

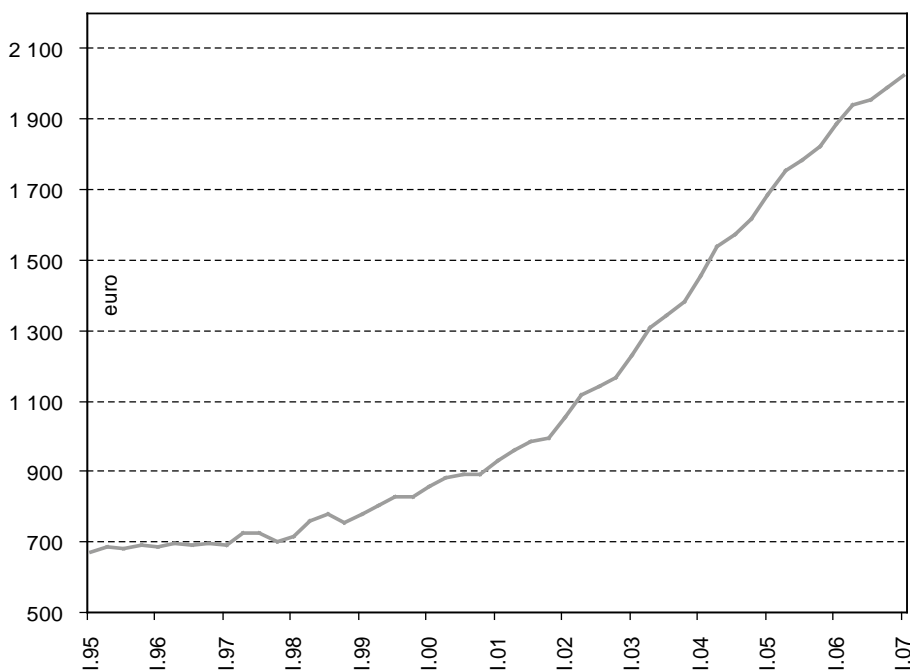
„Lidé mají neotřesitelnou víru, že ceny nemovitostí mohou jít jen nahoru,“ říká dále Encinar. Objem majetku, které mají španělské domácnosti ve formě nemovitostí, činil v roce 2004 celkem 521 miliard eur, což odpovídalo 509 % hrubého domácího produktu. Pro srovnání, americké domácnosti ve stejném roce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

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 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?“