

Nevíme, v jak hluboké krizi svět je

Václav Lavička

Globální ekonomika v současné době bojuje se dvěma velkými problémy. Jedním z nich je stále dražší ropa. A druhým nedávná hypoteční krize, která se rozlévá z USA do dalších zemí.

Jaké jsou příčiny těchto problémů a jak s nimi lze bojovat? A existuje nebezpečí, že by mohly ohrozit růst české ekonomiky? V rozhovoru HN na tyto otázky odpověděl Jan Švejnar, český ekonom působící na Michiganské univerzitě, který nedávno kandidoval na úřad českého prezidenta.

* HN: Jaké dlouhodobé dopady může mít drahá ropa na světovou ekonomiku?

Je třeba si uvědomit, že růst ceny - před pár lety byl barel za 20 až 30 dolarů - je obrovský, srovnatelný se šokem, který jsme zažili v 70. letech. Ekonomiky se drahé ropě teprve přizpůsobují.

* HN: Bude již takto drahá trvale?

Je samozřejmě možnost, že její cena klesne, což by přirozeně byla ta nejlepší a nejjednodušší možnost pro země, které ropu dovážejí. Ale musíme se připravit na to, že cena by mohla zůstat tam, kde je, a možná ještě poskočit výš. Proto si myslím, že nastanou velké změny v používání ropy, zvláště v dopravě, kde se už hledají alternativy. A tento proces se nyní urychlí. Za současných cen dává smysl hledat nová naleziště či využít ta, která nebyla rentabilní při ceně barelu 20 - 30 dolarů. Takže v horizontu tří až pěti let bych čekal zvýšení nabídky. Zároveň ale poroste i poptávka.

* HN: V USA jsou daně z pohonných hmot mnohem nižší, takže tamní motoristé pocítují zdražování ropy rychleji než evropští. Jak vlastně běžný Američan vnímá cenu benzínu, která se poprvé přehoupla přes čtyři dolary za galon?

Pro mnohé Američany je to opravdu velký šok. Zvláště pro ty, kteří si zvykli na velká, žízňivá auta. Američané se ale umějí rychle přizpůsobit, což bylo vidět i během 70. let při prvním šoku, kdy rychle přešli na menší, úspornější auta. Kromě toho je v USA znát velký politický tlak, že by se měly zmírnit daně. I když už nyní jsou mnohem nižší než v Evropě.

* HN: Američtí zákonodárci si pravidelně zvou »na kobereček« šéfy ropných firem, kteří před nimi musejí obhajovat astronomicky vysoké a stále rostoucí zisky. Není to jenom divadlo?

Děje se tak opět na základě tlaku, a to ze zdola, od voličů. A politici pochopitelně před nimi chtějí vykázat činnost, a proto si firmy zvou. Ale zároveň chtějí zjistit, zda se ropné společnosti určitým způsobem neobohacují na úkor spotřebitelů, a proto chtějí slyšet názor ropných firem. Ale myslím, že to k ničemu velkému nepovede. Spíš vidím to, že i ropné koncerny nyní více investují do alternativních zdrojů, včetně vývoje vodíkových motorů.

Prekvapilo, že krize tentokrát propukla v USA

* HN: Ropný šok se dostavil v době, kdy svět stále pocítuje důsledky krize na americkém trhu rizikových hypoték. Kde spatřujete její příčiny?

Jsme svědky krize, která je pozoruhodná tím, že přišla z finančně nejvyspělejší země minulých desetiletí. Zvykli jsme si na to, že podobné otřesy přicházejí z méně vyspělých zemí. Dřívější krize se vysvětlovaly právě tím, že finanční trh méně vyspělých zemí není dostatečně vyvinutý, postrádá pojistné mechanismy a podobně. Je tedy překvapení, že krize propukla v USA. Projevila se zde souhra několika okolností. Za prvé to byl vysoký růst cen na trhu nemovitostí a s ním spojených hypoték. Vycházel vlastně z recese v USA v letech 2001 - 2002, která vyvolala změnu monetární politiky, snížily se úrokové míry, a tudíž hypotéky si začali brát i lidé, kteří by si to jinak nemohli dovolit. Za druhé, ve finančním byznysu došlo k velkým inovacím, pokud jde o jeho nástroje a produkty. Krize je také následkem těchto finančních inovací, které ale jsou v jiných aspektech velmi blahodárné, skýtají investorům více možností a přinášejí zlepšení životní úrovně.

* HN: V čem spočívala ona inovace?

V tom, že banky, které hypotéky poskytl, si je nemusely ponechat, nemusely čekat na jejich splacení, a tedy nést riziko případného nesplacení. Banky je mohly prodat dál a vydělat na transakčních poplatcích, které nejsou bezvýznamné. Banky se tak snažily poskytnout klientům co nejvíce hypoték a zároveň už tolik nedbaly na to, jak kvalitní jsou klienti, neboť nenesly riziko splácení.

* HN: Jak to fungovalo v praxi?

Menší banka místního významu hypotéku klienta prodala jako cenný papír jištěný nemovitostmi nějaké velké finanční instituci, třeba Citibank. Tento cenný papír dala dohromady s jinými cennými papíry - dluhopisy. Vznikl tak »balík« cenných papírů nazývaný CDO's. Na trhu se tak objevil nový finanční nástroj, s nímž se čile obchodovalo po celém světě. Nakupovaly ho různé banky, hedgeové či penzijní fondy i jednotlivci.

* HN: Proč si je kupovali?

Byla to inovace přinášející vyšší úrokovou míru než jiné produkty. Zájem o ně byl obrovský. Nezapomeňme, že sazby byly nízké a lidé hledali nástroje, které by jim vynášely více. A vrhli se na CDO's. Hypoteční banky nabíraly stále více méně bonitních klientů a tyto podstandardní půjčky měly v USA 10 -15 procent trhu, což je hodně. Šlo tedy o masový jev. Aby získaly nové klienty, banky jim dávaly prvních šest měsíců nebo první rok prakticky nulové nebo velice nízké úroky. Ale ty potom rostly. Kromě toho, hypotéky byly založeny na kalkulaci, že ceny nemovitostí dále porostou. Takže i kdyby nebyl klient časem schopen splácet, banka mu zabere dům, který mezitím získal na hodnotě. Ale ceny místo toho klesaly a hra se zcela změnila.

Ratingové společnosti podle mne selhaly

* HN: Jakou roli v tom sehrály ratingové společnosti?

Bohužel negativní. Myslím, že selhaly, neboť novým cenným papírům často dávaly hodnocení AAA. Problém je v tom, že do sofistikovaných portfolií cenných papírů nikdo pořádně neviděl. Byly »namíchané« tak rafinovaně, že ani německá regionální banka, neřkuli běžný člověk, si nemohli být jisti tím, co vlastně kupují a dále prodávají svým klientům. Spoléhali se právě na hodnocení ratingových agentur v domněnku, že jde o kvalitní cenné papíry. Tyto nástroje dobře fungovaly v době, kdy po nich stoupala poptávka. Pak ale začaly jít nahoru úrokové sazby a část klientů hypotečních bank se dostávala do problémů. Na trhu se začalo pochybovat o tom, zda jsou opravdu bezpečným nástrojem. A jak to vždy bývá, když propukají krize, jakmile se obavy změní v chování, vývoj pak má rychlý spád. Obavy se přeměnily v neochotu bank si navzájem půjčovat. To zasáhlo hlavní aktéry obchodů, kteří si jinak běžně půjčovali, často i »přes noc«, aby si udrželi likviditu. A najednou s tím i

instituce, které se vzájemně dlouhá léta znají, přestaly. A systém založený na velkých půjčkách se začal propadat a začal mít nedostatek likvidity.

* HN: Jaké poučení si banky, jejich klienti i regulační úřady vzali z krize?

Ještě bych řekl, že jde o krizi velkých rozměrů. Nikdo přesně neví, o jak velký problém jde. Jsme v poločase, nebo ve třetině, nebo ve dvou třetinách? Jak hluboký je propad? Nevíme. I velké banky vykazují obrovské ztráty a naléhavě potřebují navyšovat kapitál. Za normálních okolností by vlády, a zvláště centrální banky neintervenovaly s tím, že lidé, kteří na nových instrumentech zbohatli - a někteří hodně - nyní ponесou určité ztráty. Takové je riziko podnikání, s nímž musejí všichni počítat.

* HN: Nemůže se tento problém ještě zvětšit?

Kdyby nastala panika a lidé by se snažili rychle vybrat své úspory z bank a chtěli by masově prodávat cenné papíry, pak by mohl nastat obrovský propad a celý světový finanční systém by mohl zkolabovat. A tomu se centrální banky snaží zabránit. Bohužel tak daňoví poplatníci vlastně dotují ty bohaté investory, kteří předtím tolik vydělali během konjunkturální části cyklu a nyní by měli platit.

* HN: Které banky na krizi nejvíce doplácí?

Především ty finanční instituce, které se spoléhají na půjčky a nemají vlastní depozita. Banky, které mají střadatele, tak zároveň mají zdroj kapitálu. Ale ústavy jako Bear Stearns žijí převážně z půjček. Normálně to funguje velice dobře. Ale v době, kdy si banky přestaly důvěřovat, jí vyschl kapitál.

Příliv kapitálu do Česka nemusí trvat věčně

* HN: Americká ekonomika výrazně zpomalila. Jaké dopady to může mít na svět? Zůstanou USA nadále hlavním tahounem světové ekonomiky?

Je dobré si nynější vývoj zasadit do souvislostí. Americká ekonomika po druhé světové válce opravdu dominovala světu a stále zůstává jednou z hlavních ekonomik. Ale, když se sečte hospodářský výkon, tak už je celá Evropská unie přinejmenším stejná, nebo o něco větší než USA. Nicméně Evropa stále nemá onen leadership, jímž se vyznačuje Amerika. Je to vidět jak na dlouhodobých cyklech, kdy americká ekonomika táhne svět nahoru. Pak se jako první noří do recese a svět pomalu za ní. Vidíme to i každodenně i na akciových burzách, kdy Evropa otevírá před Amerikou, čili má výhodu toho prvního na trhu, ale jakmile otevře newyorská burza, tak ji evropské následují.

* HN: Čím to asi je?

Je to dáno zmíněnou historickou dynamikou, tím, že Amerika silně inovuje. Američané jsou ti, které Evropa následuje, ale myslím, že situace se pomalu mění. Vidíme, že Evropa a Asie se začínají od Ameriky do určité míry odpoutávat, a to je blahodárné. Kdyby část světové ekonomiky zpomalila, ale další části rostly, nenastalo by růstové vakuum. Všichni na světě by na tom byli lépe. Ale nejsem si jist, že k tomu už opravdu dochází. Pravděpodobnější je, že zbytek světa pořád zrcadlí to, co se děje v Americe, ale už ne tak extrémně jako v minulosti. Druhý aspekt, který může být v těchto datech je, že recese americké ekonomiky, nebo její zpomalení, nemusí být tak hluboká, jak se očekává.

* HN: Za jakých okolností by se mohl dolar vzpamatovat a jeho kurz se vrátit na úroveň, která by byla pro evropské investory přijatelnější?

K tomu může dojít ve střednědobém horizontu. Předně, americkému vývozu se díky slabému dolaru daří, schodek obchodní bilance USA se tak bude postupně zmírňovat. Měna tedy posílí. Velký vliv na úroveň směnných kurzů mají též kapitálové toky. Takže jakmile pominou důsledky hypoteční krize a zrychlí se konjunktura, pak opět nastane silný kapitálový tok do dolarové oblasti, což pozvedne kurz dolaru. Další dobrou zprávou by bylo ukončení války v Iráku. Takže bude dobré sledovat, jak se budou vyvíjet prezidentské volby v USA. Navíc kdyby došlo k jakékoli krizi ve světě v tom smyslu, že zesílí nejistota, pak víme, že investoři se většinou uchylují k měnám, které považují za bezpečnější. A to by také mluvilo ve prospěch silnějšího dolaru.

* HN: Jaký výsledek prezidentských voleb by více prospěl americké ekonomice, a tedy i dolaru?

Zatím je to těžké říci. Vyčkal bych několik měsíců. Obama se stal kandidátem Demokratické strany a teprve nyní se budou tříbit volební platformy obou hlavních stran. Uvidíme například, do jaké míry bude Obama prosazovat protekcionismus v zahraničním obchodě. Protivníkem je ale McCain, který je naopak pro volný obchod. McCain alespoň zatím tvrdí, že by nezvyšoval daně, ale spíše je snižoval. Myslím, že z toho do jisté míry ustoupí. Celkově si myslím, že vítězství McCaina by mělo o něco pozitivnější efekt na hospodářský růst.

* HN: Čím to je, že česká ekonomika dosud nepocítila výrazné ochlazení konjunktury?

Přímý dopad na českou ekonomiku je opravdu velice malý. Vyplývá to z toho, že banky, které zde působí, v rámci Česka buď nekupovaly nové finanční nástroje, nebo jenom velice malé množství, a očekávají, že je budou držet až do doby splatnosti. Nepřímý dopad toho, že se méně půjčuje a bude méně půjčovat, ten se nás již dotýká, takže tempo růstu se také ochladí. Což se už vlastně děje. Ale přesto Česko nadále roste slušným tempem. Jde ale o to, že nebýt globálních problémů, bylo by tempo hospodářského růstu vyšší. Evropa, hlavní odbytiště, stále ještě tolik nezpomalila své tempo. Za druhé, pokračuje solidní příliv přímých zahraničních investic. V tomto smyslu jsme v příznivé situaci. Musíme si ale uvědomit, že silný příliv tohoto kapitálu nemusí trvat věčně. Proto stále nabádám k dlouhodobější strategické vizi.

Jan Švejnar (55)

Pražský rodák vycestoval v osmnácti letech na výjezdní doložku za svými rodiči do Švýcarska. Krátce nato se přestěhoval do Spojených států amerických. Vystudoval ekonomii na Cornell University a získal titul Ph. D. na Princetonské univerzitě. Po listopadové revoluci se podílel na změnách v Československu. V roce 1991 založil na Karlově univerzitě CERGE (Centrum pro ekonomický výzkum a doktorské studium). V publikaci Strategie ekonomické přeměny Československa představil své názory na možný způsob transformace české ekonomiky. Působil jako ekonomický poradce prezidenta Václava Havla, který o něm v roce 1997 uvažoval jako o předsedovi úřednické vlády. Od roku 1996 působí na Michiganské univerzitě. Od roku 2003 je předsedou dozorčí rady ČSOB. V roce 2008 neúspěšně kandidoval na prezidenta republiky. Je ženatý a má dvě děti.

O autorovi: Václav Lavička, www.ihned.cz/lavicka