

MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – PROSINEC

Sekce měnová a statistiky
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

8

200

200

200

V tomto čísle

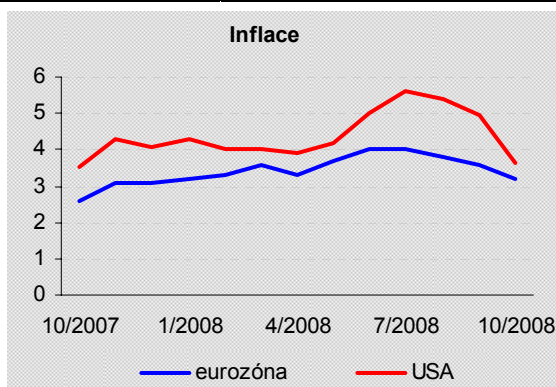
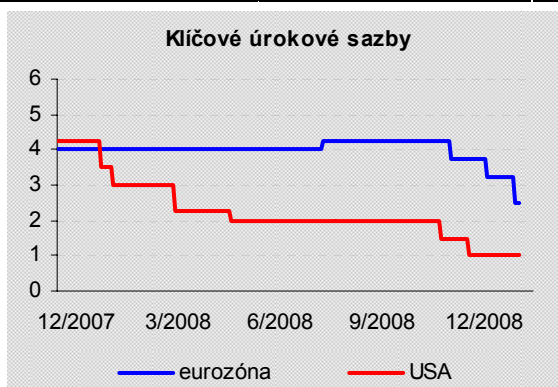
Uplynulé tři měsíce byly poznamenány eskalací finanční krize. Došlo k pádu některých významných finančních institucí a celosvětový finanční systém se jako celek silně otrásl. Finanční krize se dotýká čím dál více zemí a centrálních bank. Proto je toto číslo z převážné části věnováno právě finanční krizi. Centrální banky v námi sledovaných zemích s výjimkou Maďarska v situaci vyhrocení finanční krize uvolňovaly svoji měnovou politiku, a to jak individuálně, tak i koordinovaně. Reagovaly tak na obavy z prudkého oslabení ekonomického růstu a na pokles inflace. V „Tématu pod lupou“ se věnujeme kompletnímu příběhu finanční krize od počátečních příčin až do současné doby. Ve vybraném projevu přinášíme vystoupení Larse Nyberga, který hovořil o výzvách, kterým bude třeba čelit po skončení současné krize.

1. Poslední vývoj měnové politiky vybraných centrálních bank

ECB a Fed

	eurozóna (ECB)	USA (Fed)
inflační cíl	< 2 % ¹	n.a.
MP zasedání (změny sazeb)	2. října (0,00) 8. října (-0,50) K 6. listopadu (-0,50) 4. prosince (-0,75)	16. září (0,00) 29. září (0,00) M 8. října (-0,50) K 28. - 29. října (-0,50)
aktuální klíčová sazba	2,50 %	1,00 %
poslední inflace	2,1 % (listopad 2008) ²	3,7 % (říjen 2008)
očekávaná MP zasedání	15. ledna 5. února 5. března	15. - 16. prosince 27. - 28. ledna
další očekávané události	5. března zveřejnění prognózy	14. ledna zveřejnění Beige Book
očekávaný vývoj sazeb ³	↓	↓

• ECB v průběhu čtvrtletí snížila klíčovou sazbu o 1,75 p.b. na 2,50 %, z toho jednou na mimořádném zasedání (8.10.), na kterém bylo rozhodnuto společně s bankami zemí G10 (Fed, Bank of Canada, BoE, Riksbank, Swiss National Bank) o koordinovaném uvolnění (pokr. pod grafy)

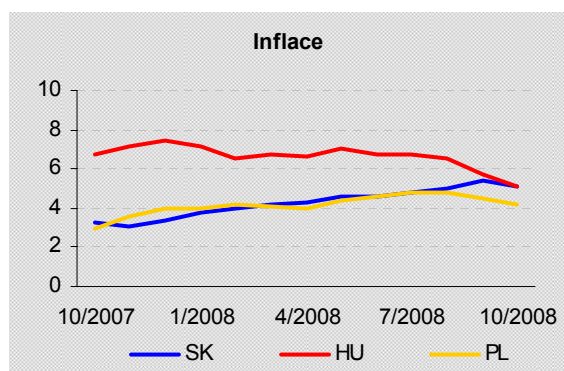
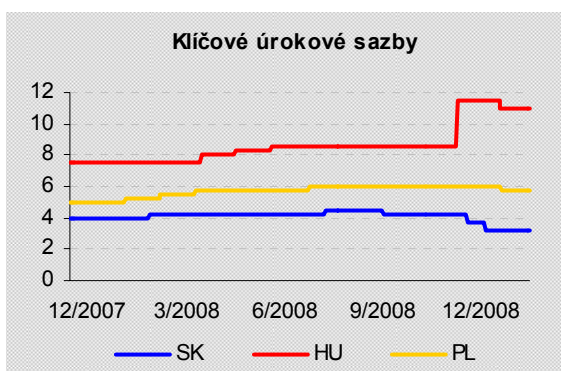


¹ definice cenové stability dle ECB ; ² předběžný odhad; ³ směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts ; K značí koordinované měnověpolitické rozhodnutí ; M značí mimořádné zasedání

měnové politiky snížením klíčových sazeb o 0,50 p.b. Tento krok byl zdůvodněn odezníváním inflačních tlaků jak z titulu poklesu cen komodit, tak zhoršujících se vyhlídek ekonomického růstu vlivem výrazně zesílených projevů finanční krize. Druhé snížení sazeb ECB počátkem listopadu o 0,50 p.b. bylo komunikováno v podobném duchu na pozadí převážně stabilního cenového výhledu a aktuálně klesající míry inflace. Nová, intenzivnější fáze finanční krize přináší hlubší zpomalení poptávky v eurozóně i ve světové ekonomice, než se původně očekávalo a právě na výrazné zpomalení ekonomické aktivity ECB reagovala výrazným snížením sazeb o 0,75 p.b. i v prosinci. Fed snížil svou klíčovou úrokovou sazbu dvakrát po sobě o 0,50 p.b. na 1 %. První snížení bylo součástí koordinované akce bank zemí G10. Druhé uvolnění měnové politiky reagovalo na dále se výrazně zhoršující vyhlídky ekonomické aktivity.

Středoevropské ekonomiky

	<u>Slovensko (NBS)</u>	<u>Maďarsko (MNB)</u>	<u>Polsko (NBP)</u>
<i>inflační cíl</i>	<2 %	3,0 %	2,5 %
<i>MP zasedání (změny sazeb)</i>	30. září (0,00) ⁴ 28. října (-0,50) 11. listopadu (-0,50) M 25. listopad (0,00)	29. září (0,00) 20. října (0,00) 22. října (+3,00) M 24. listopadu (-0,50)	23. - 24. září (0,00) 28. - 29. října (0,00) 25. - 26. listopadu (-0,25)
<i>aktuální klíčová sazba</i>	3,25 %	11,00 %	5,75 %
<i>poslední inflace</i>	5,1 % (říjen 2008)	5,1 % (říjen 2008)	4,2 % (říjen 2008)
<i>očekávaná MP zasedání</i>	19. prosince	21. ledna 25. února	27. - 28. ledna 24. - 25. února
<i>další očekávané události</i>		25. února zveřejnění IR ⁵	2. polovina února zveřejnění IR ⁵
<i>očekávaný vývoj sazeb³</i>	↓	↓	→



⁴ NBS rozhoduje o sazbách jednou týdně, uvedené termíny odpovídají předpokládaným dnům projednávání Situační zprávy

⁵ Inflation Report (Zpráva o inflaci); M značí mimořádné měnověpolitické zasedání

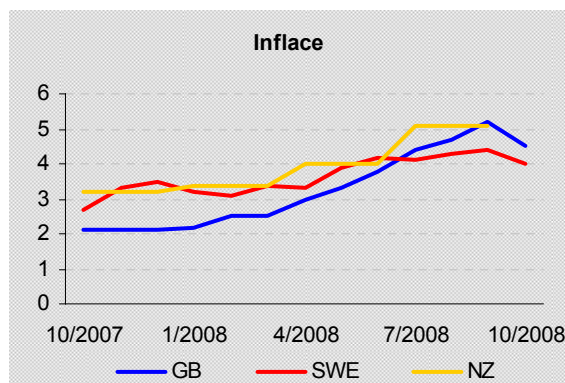
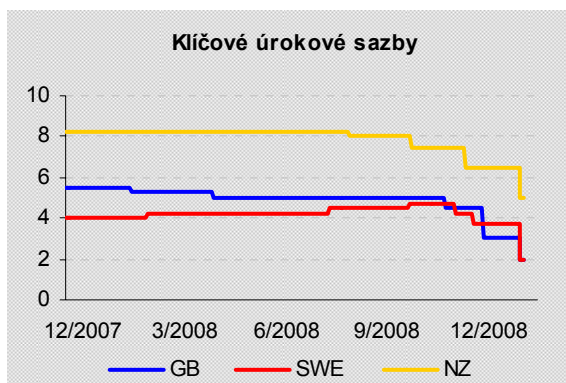
NBP snížila svou klíčovou sazbu o 0,25 p.b. na 5,75 % v reakci na zhoršující se výhled domácí ekonomiky zejména z důvodu zpomalující ekonomické aktivity v USA, eurozóně, Velké Británii a klesajících cen komodit i potravin. NBP ve svém rozhodnutí též vzala v potaz prohlubující se finanční krizi, z ní vyplývající nárůst nákladů refinancování a zhoršující se dostupnost úvěrů.

NBS následovala snížení úrokových sazeb v eurozóně, když snížila sazby o 1 p.b. na úroveň ECB ve výši 3,25 % z titulu synchronizace finančního prostředí Slovenska s eurozónou, jejímž členem se Slovensko stane od začátku příštího roku. Z téhož důvodu se v této části Monitoringu věnujeme Slovensku v tomto čísle naposledy.

MNB sáhla v říjnu k výraznému zvýšení úrokových sazeb o 3 p.b. v reakci na neočekávanou skokovou depreciaci forintu ([v období zásahu MNB byl forint historicky nejslabší k euru](#)). MNB ponechala klíčovou sazbu beze změny na svém pravidelném zasedání (20.10.), ale o dva dny později ve světle narůstajících nepříznivých okolností na měnovém trhu ji mimořádně zvýšila. Pro maďarskou ekonomiku silné znehodnocení měny mimo jiné znamená zvýšení nákladů refinancování vnějšího dluhu a úvěrů v cizích měnách. Tyto problémy se s největší pravděpodobností projeví v recesi maďarské ekonomiky. K částečné korekci mimořádného zvýšení úrokové sazby došlo na listopadovém zasedání, na kterém MNB snížila své sazby o 0,50 p.b. v reakci na uklidnění situace na devizovém trhu, snížení očekávané míry inflace a ekonomického růstu v důsledku krizového vývoje maďarské ekonomiky.

Další vybrané země s režimem inflačního cílování

	<u>Velká Británie (BoE)</u>	<u>Švédsko (Riksbank)</u>	<u>Nový Zéland (RBNZ)</u>
<i>inflační cíl</i>	2 %	2 %	2 %
<i>MP zasedání (změny sazeb)</i>	8. - 9. října (-0,50) K 5. - 6. listopadu (-1,50) 3. - 4. prosince (-1,00)	8. října (-0,50) K 23. října (-0,50) 3. prosince (-1,75)	11. září (-0,50) 23. října (-1,00) 4. prosince (-1,50)
<i>aktuální klíčová sazba</i>	2,00 %	2,00 %	5,00 %
<i>poslední inflace</i>	4,5 % (říjen 2008)	4,0 % (říjen 2008)	5,1 % (3Q 2008)
<i>očekávaná MP zasedání</i>	7.-8. ledna 4.-5. února 4.-5. března	10. února	29. ledna
<i>další očekávané události</i>	11. února zveřejnění IR ⁵	11. února zveřejnění Monetary Policy Report	
<i>očekávaný vývoj sazeb³</i>	→	→	→



BoE třikrát za sebou snížila svou klíčovou úrokovou sazbu. Nejprve o 0,50 p.b. při koordinovaném snižování centrálních bank a podruhé o 1,50 p.b. a v prosinci po třetí o 1,00 p.b. na 2 %. Druhé a třetí výrazné snížení sazeb nastalo v reakci na výrazně klesající výhled inflace v důsledku zhoršeného výhledu ekonomického růstu doma i v zahraničí a za přispění poklesu cen komodit. Podle listopadové Zprávy o inflaci existují rizika podstřelení inflačního cíle ve střednědobém horizontu. Navíc bankovní systém ve Velké Británii prošel v uplynulém čtvrtletí silnými otřesy, kdy BoE společně s vládou výrazně zasahovaly ve prospěch znovunastolení stability v tomto sektoru (viz Téma pod lupou).

RBNZ uvolnila klíčovou úrokovou sazbu třikrát za sebou o 0,50 p.b., o 1,00 p.b. a o 1,50 p.b. na úroveň 5,00 % z titulu výrazně zhoršených vyhlídek domácího ekonomického růstu. Stalo se tak v reakci na pokračující finanční krizi (ztížená dostupnost úvěrů) a výrazně zhoršený výhled globálního ekonomického růstu. Měnová politika se tak díky kumulativnímu snížení sazeb dostává dle RBNZ do expanzivní pozice a měla by zabránit poklesu míry inflace pod inflační pásmo.

Riksbank rovněž snižovala úrokové sazby třikrát za sebou, dvakrát o 0,50 p.b. a začátkem prosince o 1,75 na úroveň 2,00 %. Prosincové výrazné snížení klíčové sazby je reakcí na neočekávané a náhlé zhoršení ekonomické aktivity. Snižováním klíčové sazby Riksbank zamýšlí zmírnit dopady finanční krize na reálnou ekonomiku a udržet inflaci poblíž 2% inflačního cíle.

2. Zajímavé události

Koordinované snížení klíčových úrokových sazeb centrálních bank G10

Bank of Canada (BoC), Bank of England (BoE), Evropská centrální banka (ECB), Federal Reserve (Fed), Sveriges Riksbank a Swiss National Bank (SNB) s podporou Bank of Japan (BoJ) 8. října 2008 koordinovaně uvolnily měnové podmínky snížením úrokových sazeb o 0,50 p.b.

Koordinované dodávání dolarové likvidity

Centrální banky (Fed, BoE, BoC, ECB, BoJ, SNB) 7. října 2008 oznámily koordinované rozšíření počtu dolarových aukcí. Jedná se předběžně o dvě termínové aukce se splatnostmi 28 a 84 dní, které budou vyhlášeny před koncem roku. O **týden později** došlo k dalšímu rozšíření dolarových aukcí o 7denní aukce prováděné ECB, BoE a SNB za fixní sazby a při plném uspokojení zájemců tendru. Tyto operace jsou navázány na swapové linky uzavřené s Fedem.

ECB upravuje proceduru tendru

Procedura tendru u hlavních refinančních operací byla doposud prováděna prostřednictvím tendru s variabilní sazbou (minimální nabídková sazba – *minimum bid rate*). S platností od 15. října 2008 jsou tyto operace prováděny při plném uspokojení zájemců (*full allotment*) za fixní sazbu na úrovni klíčové sazby ECB (v současnosti 3,75 %).

Fed vytvořil nový nástroj - Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)...

Dne 25. listopadu Fed oznámil vytvoření nového nástroje, který by měl pomoci účastníkům trhu uspokojit úvěrové požadavky malých firem a domácností. Dojde k podpoření vydávání cenných papírů zajištěných aktivy (Asset Backed Securities), jejichž zástavou budou např. studentské půjčky, půjčky na auto či půjčky na kreditních kartách.

...navýšil úročení rezerv...

Fed 5. listopadu oznámil změnu výpočtu sazby, kterou jsou depozitním institucím úročeny povinné minimální rezervy a volné rezervy. Nastavení úrokových sazeb se odvíjí od klíčové sazby Fedu a nově se již od této hodnoty neodčítá 10 b.b. resp. 35 b.b., čímž došlo k navýšení úročení rezerv. Tímto krokem se Fed snaží napomoci obchodování s penězi v blízkosti své klíčové sazby.

...oznámil vytvoření dalšího nástroje: Money Market Investor Funding Facility (MMIFF)...

Fed 21. října oznámil vytvoření nástroje pro podporu investorů na peněžním trhu, který je nastaven tak, aby umožňoval těmto investorům přístup k likviditě. V podstatě se jedná o úvěrový nástroj poskytovaný Fedem určený speciálním účelovým firmám (*Special Purpose Vehicle*), které jsou vytvořené společnostmi soukromého sektoru (viz Téma pod lupou). Tento nástroj je doplňkem k již dříve oznámenému nástroji [Commercial Paper Funding Facility](#) (CPFF) a [Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility](#) (AMLF). Komplexně tyto nástroje slouží ke zvýšení dostupnosti úvěrů převážně krátkodobé splatnosti.

...poskytl dalším zemím možnost využívat swapové linky

Fed navýšil vzájemnou měnovou dohodu o výměně finančních prostředků s [japonskou centrální bankou \(Nippon Genko\)](#), a poté uzavřel nové vzájemné měnové dohody s [RBNZ](#) v hodnotě do 15 mld. USD a dále s [brazílskou, mexickou, jihokorejskou a singapurskou](#) centrální bankou po 30 mld. USD v případě každé z uvedených centrálních bank.

...a odkupuje obligace navázané na hypotéky a MBS

Fed oznámil přímý odkup obligací navázaných na hypotéky, které jsou ve vlastnictví tzv. vládou sponzorovaných organizací (Fannie Mae, Freddie Mac, a Federal Home Loan Banks) do objemu 100 mld. USD a odkup MBS (*mortgage backed securities*) vydaných Fannie Mae, Freddie Mac a Ginnie Mae v objemu do 500 mld. USD.

Finanční podpora největší americké pojišťovací společnosti AIG

Fed a americká vláda 10. října oznámily další opatření na podporu finančního zdraví pojišťovny

AIG. Jedná se o kroky vedoucí k pevnější kapitálové struktuře, vyřešení otázky likvidity, realizaci změny struktury AIG a ke zlepšení její tržní stability.

Bankrot investiční banky Lehman Brothers

Dne 15. září 2008 zbankrotovala investiční banka Lehman Brothers. Celková suma aktiv této instituce dosahovala více než 600 mld. USD a její bankrot je považován za moment, kdy se krize, do té doby považovaná převážně za lokalizovanou krizi likvidity, stala globální finanční krizí. Vládní autority USA se rozhodly nikterak nevstupovat do hry a nefinancovat Lehman Brothers. Po této události sazby mezibankovního trhu ještě více vzrostly v obavách ze zhoršení rizik protistrany.

NBP se dohodla s ECB na poskytování likvidity

Dne 6. listopadu 2008 se NBP s ECB dohodly na podpoře NBP formou výpůjční facility (facility to borrow) v hodnotě do 10 mld. EUR, která souvisí s prováděním repo operací.

MNB zavedla jednodenní měnový swap...

Maďarská centrální banka v reakci na nepříznivý vývoj forintu zavedla (16.10.2008) jednodenní měnový swap forintu a eura za účelem poskytování likvidity v uvedených měnách. Swap byl zaveden poté, co byla podepsána dohoda MNB s ECB, která umožnila MNB půjčit si od ECB až 5 mld. eur.

...a snížila míru povinných minimálních rezerv (PMR)

S platností od 24. listopadu MNB snížila požadovanou míru PMR z 5 % na 2 % za účelem podpory likvidity úvěrových institucí.

... a Maďarsko získalo půjčku od Mezinárodního měnového fondu, Světové banky a Evropské unie

Maďarsko získalo půjčku od Mezinárodního měnového fondu ve výši 15,7 mld. USD (10,5 mld. SDR – zvláštní práva čerpání) na 17 měsíců. Půjčka MMF je podmíněna rozpočtovými stabilizačními kroky a rovněž stabilizací bankovního systému. Další část půjčky Maďarsko získalo od Evropské unie (8,1 mld. USD) a Světové banky (1,3 mld. USD) a celkově tak obdrží 25,1 mld. USD, což je největší půjčka pro jednu zemi od počátku finanční krize.

Riksbank pořádala sérii dolarových aukcí a aukcí ve švédských korunách

Švédská Riksbank v posledních měsících vyhlásila několik dolarových i korunových (SEK) aukcí na dodávání likvidity a hodlá v této aktivitě pokračovat i nadále podle potřeb švédské ekonomiky. Termínové aukce ve švédských korunách byly objemově navýšeny a jsou pořádány rovněž se šestiměsíční splatností. Přehled opatření Riksbank naleznete zde.

Bank of England rozhodla o novém nastavení podmínek pro tzv. Special Liquidity Scheme...

BoE prodloužila délku, po kterou je možné vyměňovat vybrané druhy aktiv kryté hypotékami za vládní cenné papíry, do 30. ledna 2009. Dále navýšila celkový objem programu na 200 mld. GBP, zatímco počáteční návrh objemu tohoto programu činil pouze 50 mld. GBP.

... a vydala souhrnnou dokumentaci k opatřením BoE, vlády a Financial Services Authority

... a guvernér BoE Mervin King zaslal dopis ministru financí

Vzhledem ke skutečnosti, že míra inflace v uplynulých dvanácti měsících (do srpna 2008) dosáhla 4,7 % (2 % inflační cíl), zaslal guvernér BoE dopis ministru financí tak, jak jej zavazuje legislativa. V dopise guvernér uvádí důvody, kvůli kterým byl výrazně překročen inflační cíl. Zejména zdůrazňuje výrazné nárůsty cen potravin, ropy, plynu, elektřiny a nárůsty dovozních cen z titulu oslabení GBP.

Kolaps bankovního sektoru na Islandu

Na třetí největší islandskou banku Glitnir byl 9. října uvalen konkurz. Dvojka islandského bankovního sektoru Landsbanki byla převzata státem. Největší islandská banka Kaupthing musela

přijmout úvěr ze Švédska a prodat svou švédskou část banky.

...a centrální banka Islandu 15. října snížila úrokovou sazbu o 3,5 p.b. na 12 % a následně 28. října byla po poradě s mezinárodními institucemi a vlivem turbulencí islandské koruny navýšena o 6 p.b. na 18 %. Navíc centrální banka islandu reagovala na dramatický vývoj islandské koruny a vydala pravidla o investování v zahraničních měnách. Cílem pravidel je předcházet kapitálovým odlivům ze země.

Půjčky MMF ekonomikám Ukrajiny a Islandu

Mezinárodní měnový fond podpořil ekonomiku Ukrajiny dvouletou půjčkou ve výši 16,4 mld. USD (11 mld. SDR – zvláštní práva čerpání). Rovněž islandská ekonomika obdržela dvouletou finanční podporu ve výši 2,1 mld. USD (1,4 mld. SDR – zvláštní práva čerpání) na obnovu důvěry v islandskou korunu, stabilizaci bankovního sektoru a fiskální udržitelnost ve střednědobém horizontu.

3. Téma pod lupou: Finanční krize – příčiny a důsledky

Téma pod lupou je již potřetí od září loňského roku věnováno světové finanční krizi. Nyní je ambicí textu poskytnout čtenáři ucelený pohled na okolnosti, příčiny, průběh a důsledky této krize včetně následných reakcí hospodářskopolitických autorit. Na začátku celého příběhu přitom stál nadměrný optimismus ohledně výnosů a rizik podpořený příliš uvolněnými hospodářskými politikami, prudký růst zadluženosti finančního i reálného sektoru a řada finančních inovací v podmínkách odbourávaných a nedostatečně vynucovaných regulatorních omezení ve finančním systému. Prozatímni a bohužel zřejmě zdaleka ne konečný účet za tuto „bezstarostnou jízdu“, který vystavila následná tržní korekce a realizace systémových rizik, je vysoký. Má přitom podobu jak masivní podpory finančního sektoru ze strany vlád a centrálních bank, tak hospodářské recese, do které postupně upadají vyspělé západní země.

1. Předkrizové (výchozí) ekonomické prostředí

Ekonomické podmínky předkrizového období ve vyspělých zemích se vyznačovaly zdánlivě neotřesitelným a dynamickým ekonomickým růstem. Ten doprovázela relativně nízká a stabilní inflace a nízké úrokové sazby¹, jež podněcovaly silný růst úvěrů². Interakce mezi růstem objemu úvěrů a cen nemovitostí a dalších aktiv postupně přizivovala expanzi na trzích aktiv. Situace přecházela až ve vznik cenových bublin na těchto trzích (zejména na trhu nemovitostí) tažených mimo jiné sebenaplňujícími se očekáváními ohledně dalšího růstu cen aktiv. Navíc se vlivem dlouhodobě uvolněných měnových politik ve světové ekonomice vytvořily obrovské objemy volných peněžních prostředků (likvidity) hledající výnosné uplatnění. Nízká volatilita a malé rozdíly ve výnosech aktiv při různé úrovni s nimi spojeného rizika přispěly k rozvoji finančních inovací. Přelévání globální likvidity mezi jednotlivými trhy vedlo posléze mimo jiné spolu s dalšími příčinami rovněž k prudkému nárůstu světových cen energetických a potravinářských surovin. Na pozadí toho se po poměrně dlouhé období udržovaly značné deficity běžného účtu platební bilance USA dané vedle jiných faktorů také tamní dlouhodobě nízkou mírou úspor. Na straně druhé přebytky běžných účtů zejména asijských zemí a zemí vyvážejících ropu, které byly umístovány do amerických finančních aktiv, a které tak napomáhaly financovat spotřebu americké ekonomiky, spoluvytvářely přetlak na amerických finančních trzích. Politická podpora masivního rozvoje vlastnického bydlení v USA se realizovala mimo jiné prostřednictvím americkou vládou sponzorovaných organizací *Fannie Mae*, *Freddie Mac* a *Ginnie Mae*. Tyto organizace ve velkých objemech odkupovaly a spravovaly hypoteční úvěry a vydávaly hypotékami kryté cenné papíry (*mortgage backed securities* MBS).

2. Finanční produkty a mechanismy v pozadí vzniku současné finanční krize

Takto nastavené ekonomické podmínky stimulovaly investory podstupovat dodatečná rizika při hledání vyššího výnosu (*search for yield*), k čemuž napomohla rozrůstající se nabídka specifických strukturovaných finančních nástrojů. Ty nabízejí investorovi atraktivnější poměr výnosu vzhledem k riziku oproti „tradičním“ finančním produktům. Ve finančním systému se vzhledem k výše uvedeným okolnostem stále častěji používal obchodní model **originate-to-distribute model** (ODM)³, který umožňuje transfer úvěru a jeho kreditního rizika dále do finančního systému. Finanční instituce podle tohoto modelu nedrží ve svých rozvahách poskytnuté úvěry až do splatnosti, ale distribuují je

¹ Zejména v USA v období 2001-2005.

² Ten byl způsoben nízkými dlouhodobými úrokovými sazbami v USA a globálním nadbytkem úspor plynoucích ze zemí kumulujících devizové rezervy (Čína, Japonsko, země vyvážející ropu), který zvyšoval poptávku po US vládních dluhopisech (viz dále).

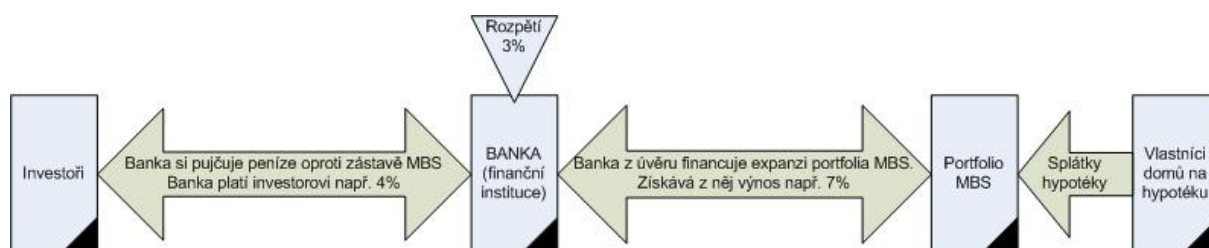
³ Tradičně banka poskytla úvěr a držela ho ve své rozvaze až do jeho splatnosti (tzv. *originate-to-hold model*). V průběhu splatnosti pak inkasovala splátky jistiny a úroku. Vznikem mimobilančních společností (*special purpose vehicle* - SPV) se situace změnila. Banky již nedrží úvěr do splatnosti, ale prostřednictvím SPV, která vytvoří strukturovaný produkt, jej „prodají“ konečnému investorovi. ODM model je součástí tzv. sekuritizace, pomocí níž jsou z méně likvidních podkladových aktiv vytvořeny lépe obchodovatelné cenné papíry. Konkrétní formou SPV jsou [conduits a SIV](#) (*structured investment vehicle*).

dále přes specializované subjekty, které vydají strukturovaný finanční produkt.⁴ Z těchto aktiv je pak vytvořen prostřednictvím speciální účelové firmy (SPV) finanční strukturovaný nástroj, např. zajištěná dluhová obligace (CDO), jenž je oceněn a prodán investorovi. Jelikož banky vybraná aktiva „prodávají“ speciálním účelovým firmám a tím je vyvádějí ze svých rozvah, vyvádí se zároveň z účetních knih úvěrové riziko. Tím se snižuje zájem původce úvěru o přesné ohodnocení bonity dlužníků a dochází k uvolňování požadavků na úvěrování. Důležitým parametrem poskytnutého úvěru se pak naopak stává nikoliv riziko jeho možného nesplacení, nýbrž jeho schopnost být vyveden z bilance banky přes strukturovaný finanční nástroj.

Uvedené finanční nástroje nebyly přitažlivé pouze pro investory, ale i pro jiné subjekty finančního trhu. Svou složitou strukturou totiž vytvářely nové role a tím rozvíjely celý řetězec vazeb, čímž do transakcí zapojovaly další mezičlánky, např. ratingové agentury⁵. Inovacemi docházelo k rozvoji tzv. paralelního bankovního systému, který umožňoval další emisi úvěrů při stávajícím stavu bankovních pasiv. Tento paralelní bankovní systém pak tvořily vedle již zmíněných speciálních účelových firem dále rovněž investiční banky a investiční a hedgeové fondy. Všechny tyto subjekty se podílely na rozsáhlých dlouhodobých operacích s vypůjčenými penězi, které financovaly krátkodobými cennými papíry. Paradoxní je, že tento paralelní bankovní systém získával svou dynamiku prostřednictvím sekuritizace, jejímž původním záměrem byla snaha o snížení systémového rizika. Nicméně selhání institucí v jejich nových rolích a konflikt zájmů v sekuritizačním řetězci jsou naopak nyní považovány za jednu z příčin současné finanční krize.

Ziskový mechanismus a sekuritizační řetězec

V hypotetickém příkladu ziskového mechanismu finanční páky (na obrázku) hraje klíčovou roli rozpětí (v příkladu 3 %), které umožňuje bance získat z každých investovaných 100 jednotek na expanzi portfolia 3 jednotky marže (*profit margin*). Z tohoto pohledu je pro banku výhodné si půjčovat od investorů a investovat „co nejvíce“. Rizikem je situace, kdy vlastníci domů nesplácejí, hodnota portfolia MBS klesá, refinancování se stává dražší, investoři požadují vyšší úrok a rozpětí se snižuje.



Zdroj: Wikipedia, vlastní úpravy

Tento mechanismus je pouze částí řetězce, ve kterém fungují ještě další vazby a subjekty. SIV (mimobilanční firma mateřské investiční banky) financují vydávání CDO⁶ (*collateralised debt obligation*) prostřednictvím ABCP⁷ (*asset backed commercial paper*), které je závislé na podmínkách peněžního trhu. SIV se povahou svého obchodování v mnohem vyšší než obvyklé míře vystavuje dvojímu riziku – nedostatku likvidity a problémům se

⁴ Ten je zpravidla kombinací úvěrů různého typu a úvěrové kvality (např. hypotéky, dluhy na kreditních kartách, spotřebitelské půjčky atd.).

⁵ Hodnocení kvality strukturovaných nástrojů posuzují ratingové agentury, které se snaží co nejpřesněji odhadnout pravděpodobnost úpadku emitenta cenného papíru. Tato hodnocení využívají i vybrané skupiny institucionálních investorů (např. penzijní fondy) a ratingová známka slouží jako „povolenka“ k nákupu daného aktiva daná regulátorem.

⁶ CDO je dluhově zajištěná obligace krytá podkladovým portfoliem (*underlying pool*), které se skládá z dluhových nástrojů např. MBS. Vyplacené výnosy z tranší se odvíjí od výkonnosti jednotlivých položek pokladového portfolia. CDO je vydávána obvykle ve třech rizikových variantách (tranších). Každá z tranší má rozdílnou míru výnosu a rizika (čím vyšší výnos, tím vyšší riziko ztráty). Nastane-li kreditní událost v podkladovém portfoliu, jsou ztráty uplatňovány nejprve na nejrizikovější tzv. *equity (first-loss) tranche* a podle výše ztráty jsou následně uplatňovány dále v pořadí tzv. *mezzanine tranche* a *senior tranche*. Hlavním důvodem pro transakce s CDO je zejména možnost profitovat z arbitráže mezi výnosy z aktiv podkladového portfolia (CDO zástava) a náklady financování pasiv (CDO tranše). Druhotně slouží transakce s CDO ke snížení regulatorního požadavku na kapitál vyvedením úvěrů z rozvahy původce (*originator*).

⁷ SIV vydá ABCP a za něj získá finanční prostředky z peněžního trhu, které využije na nákup aktiv z „poolu“. ABCP je forma krátkodobého dluhu zpravidla na 90-180 dní a financování prostřednictvím ABCP je zpravidla levnější než úvěrové linky (*credit lines*).

solventností. Likviditnímu riziku se vystavuje z titulu krátkodobého vypůjčování na peněžním trhu (kde roluje ABCP) a investování v delším časovém horizontu. Riziku solventnosti čelí v případě, kdy ceny nakoupených dlouhodobých investic (zejména CDO) výrazně klesnou a SIV tak nebude moci plně splatit své závazky.

3. Další faktory vzniku krize

Změny v institucionálním prostředí v podmínkách masivního rozvoje uvedených strukturovaných finančních operací rovněž přispěly ke vzniku současné finanční krize. Docházelo zejména k postupnému **uvolňování úvěrových standardů** a podmínek poskytování hypoték stejně jako k volnějším dozorování půjček na bydlení, přičemž přestávala být uplatňována obezřetnostní pravidla. To platilo zejména pro tzv. subprime segment amerického hypotečního trhu, tj. segment domácností s vyšším rizikem nesplácení úvěrů, jehož úvěrování prudce vzrostlo díky masivnímu využívání sekuritizace prostřednictvím CDO a tedy transferem kreditního rizika dále do finančního systému. Stimulem k těmto aktivitám byl nadměrný optimismus a prospěch z transakcí pro všechny strany sekuritizačního řetězce (poplatky z objemů prodaných instrumentů, marže z objemů transakcí atd.). Navíc Fed v roce 2002 rozhodl nevyužívat dohledových orgánů na nové firmy poskytující hypotéky. Uvolňování regulačních a dohledových standardů se vztahovalo nejen na trh hypoték, ale i na finanční deriváty, které byly v roce 2000⁸ vyjmuty z požadavků na minimální rezervy (Commodity Futures Modernisation Act). Velmi podstatným zásahem do systému bylo v roce 2004 **poskytnutí výjimky z pravidel** ohledně kapitálových požadavků. Ta se týkala investičních firem s kapitálem převyšujícím 5 mld. USD; jednalo se tedy zejména o významné investiční společnosti jako *Goldman Sachs*, *Merrill Lynch*, *Lehman Brothers*, *Bear Stearns* a *Morgan Stanley*. Poskytnutím výjimky došlo k legálnímu uvolnění poměru dluhu k čistému kapitálu (*debt to net capital ratio*) z původních 12:1 na přibližně 30:1. Tímto uvolněním regulačního pravidla americká komise pro cenné papíry (SEC) umožnila investičním bankám využívat pákového efektu více než dvojnásobně. Pro srovnání tento poměr u depozitních bank činil přibližně 15:1 naproti tomu u *Freddie Mac* až 70:1.

Jak již bylo zmíněno, komplexnost vazeb sekuritizace umožňuje prostředníkům tohoto řetězce vydělávat na poplatcích, aniž nesou úvěrové riziko či vstupují svým kapitálem do transakce.⁹ Vzniklé strukturované finanční produkty jsou ale z povahy věci složitě ocenitelné. Důležitou roli přitom sehrávají externí subjekty (ratingové agentury, upisovatelé, opatrovníci), které poskytují specifické služby, ale sami tato aktiva neprodávají ani nekupují. Celý systém je ze své podstaty kriticky závislý na důvěře v protistranu.

Ratingové hodnocení strukturovaného produktu není úplně totožné s hodnocením firemního dluhopisu, jak se patrně mnozí investoři mylně domnívali. Důvod spočívá v principu¹⁰ rozkládání rizika – shromažďování (*pooling*) aktiv a jejich rozdělování na tranše (*tranching*). Tím sice dojde k rozptýlení rizika a vytvoření cenného papíru s nízkou pravděpodobností ztráty, ale potenciální ztráta je podstatně vyšší, případně citlivější na hospodářský cyklus. Ratingové agentury neočekávaly ve svých modelech pokles cen nemovitostí¹¹ a podcenily vliv poklesu cen nemovitostí na míru úpadku subprime hypoték (*subprime default rates*). Modely ratingových agentur tak operovaly s nízkou mírou úpadku pozorovanou v době vzestupu ekonomiky. Nutno podotknout, že hodnocení prováděné ratingovými agenturami se vztahovalo pouze na riziko úpadku, a nikoliv na tržní či likviditní riziko. Investoři tedy mylně chápali ratingové hodnocení komplexně (jako integrující likviditní, tržní a úvěrové riziko).

⁸ CDO nejsou nikterak regulovány, jsou obchodovány mimoburzovně - OTC, přičemž prakticky neexistuje sekundární trh.

⁹ Prodejci hypotečních úvěrů jsou motivováni prodat jich co nejvíce, banky z nich vytvářejí cenné papíry kryté těmito hypotékami (MBS). Investiční banky (i jejich SIV) za poplatky „přebalují“ MBS do komplexně postavených CDO.

¹⁰ Z podstaty CDO víme, že hotovostní toky podkladového portfolia jsou generovány jeho aktivy. Existuje propojenost úpadků mezi podobnými skupinami aktiv a potenciální ztráty jsou uplatňovány nejdříve na tranše dříve podřízené (*junior equity tranche*). U strukturovaných cenných papírů tak mohlo při nepříznivém vývoji dojít k podstatně rychlejšímu a rozšířenějšímu zhoršování ratingu než u firemních dluhopisů. Variabilita ratingu tranší byla oproti firemním dluhopisům vyšší. Známky běžně využívány jako pomocná proměnná pro posuzování rizikovitosti firemních dluhopisů, tak nejsou stejnou měrou vhodné pro strukturované produkty.

¹¹ I přesto, že růst cen nemovitostí v USA v poslední dekádě byl varovně označován za možný zdroj potíží.

Z pohledu účetních standardů (US GAAP, IFRS) vychází oceňování strukturovaných produktů z tzv. reálné hodnoty¹² (*fair value*). Oceňování CDO se řídí modely, jejichž vstupní parametry nejsou přímo pozorovatelné. Přitom oceňování CDO tranší ovlivňuje **korelace událostí týkajících se úpadku** a nedávný vývoj poukázal na nedostatečné zohlednění tohoto rizika v modelech¹³. V počátcích krize (léto 2007) se indexy cenných papírů zajištěných úvěry (zejména hypotékami)¹⁴ propadaly a vzhledem k metodice oceňování CDO tlačily ceny CDO dolů. Tímto vývojem se roztočila spirála tažená masivními výprodeji aktiv kvůli jejich klesající hodnotě z titulu poklesu indexů. Oceňování finančních aktiv skrze reálnou hodnotu má patrně pro-cyklický vliv na vývoj na finančních trzích. Ovšem tato procykličnost není vyvolána samotnými účetními standardy operujícími s reálnou hodnotou, ale vychází z ekonomických podnětů jako takových a účetní standardy cyklus pouze zdůrazňují. Podobně může v některých případech cyklický vývoj zdůrazňovat regulace finančních trhů, když stanovuje u vybraných institucionálních investorů požadavky na nákup finančních aktiv určité kvality vycházející z ratingu. V případě snížení ohodnocení agenturou je investor nucen, vzhledem k požadavkům regulátora, prodat aktivum za zpravidla nižší cenu, než by investor zamýšlel. Snížením ohodnocení nedojde přímo ke ztrátě, ale vyvolají se výprodeje aktiv, a tím klesá jejich tržní hodnota.

Lze shrnout, že v období předcházejícím vypuknutí krize investiční banky, vládou sponzorované organizace, hedgeové fondy a další zainteresované instituce operovaly s vysokým poměrem zadlužení k vlastnímu kapitálu za podmínek nízkých a stabilních úrokových sazeb. Celý finanční systém se přitom ocitl na nebezpečné vlně růstové a ziskové euforie. Po celou dobu předkrizového období přitom existovaly rizika neudržitelnosti takového vývoje a hrozby pro stabilitu finančního systému z něj vyplývající. Tato rizika však nebyla z dnešního pohledu řádně doceněna, a to ať už vlivem přílišného optimismu, nebo proto, že s nimi modely řízení rizik, oceňování produktů a ratingové modely nepočítaly či je podcenily.¹⁵

4. Vypuknutí krize: průběh, projevy a důsledky

Trh nemovitostí v USA se v létě roku 2007 začal potýkat s nárůstem delikvencí splátek hypoték. Tento stav byl vyvolán jednak nárůstem úrokových sazeb u progresivně úročených hypoték a jednak zvyšováním úrokových sazeb obecně (cca až k 5 %). Vlivem splasknutí bubliny na nemovitostním trhu současně začala klesat hodnota nemovitostí, jež sloužily jako zástava hypotečním úvěrům. Poskytovatelé hypotečních úvěrů vyžadovali dorovnání hodnoty zástavy, přičemž klienti z nízkopříjmových skupin neměli dostatek finančních prostředků, aby vyhověli těmto požadavkům. Tím lze charakterizovat počáteční fázi krize, popisovanou tehdy jako krize na trhu subprime hypoték ([viz MCB září 2007](#)). Problém subprime hypoték (ale i dalších ztrátových úvěrů) však bohužel nebyl izolován a záhy došlo k mnohem závažnějšímu přelítí problému do sektoru cenných papírů navázaných na tyto úvěry a dalších trhů se strukturovanými produkty. Dotčené cenné papíry přitom vlastnilo velké množství finančních institucí nejen z USA ale i z Evropy a jiných částí světa. Vzhledem k výše popsaným vzájemným vztahům uvnitř sekuritizačního řetězce v čase narůstalo **systémové riziko** (*systemic risk*), jež se při vypuknutí krize realizovalo v důsledku poklesu cen nemovitostí a hromadného úpadku v sektoru subprime hypoték.

¹² Je definováno jako částka, za kterou by bylo možné směnít aktivum nebo vyrovnat závazek mezi informovanými partnery ochotnými uskutečnit transakci za obvyklých podmínek.

¹³ V klidném období se počítalo přibližně s korelací 0,2. Naproti tomu v období krize se korelace skokově zvýšila až téměř k jedné.

¹⁴ Např. ABX tržní indexy, které odráží hodnotu určitých typů aktiv, v tomto případě ABS. Indexy jsou vyjádřeny jako průměry, které odrážejí hodnotu dolarové investice v široce diverzifikovaném portfoliu ABS s určitým ratingem.

¹⁵ Jednalo se zejména o tato rizika: (i) ztráta informací o kreditní kvalitě, protože se silně snížila transparentnost vlivem procesů nutných k vytvoření strukturovaného produktu, tedy díky shromáždění úvěrů do podkladového portfolia a vytvořením tranší. (ii) riziko korelace (čím je vyšší korelace mezi úpadky, tím je větší riziko, že úpadek jednotlivých položek podkladového portfolia nastane hromadně) (iii) riziko koncentrace - s úvěrovými deriváty obchoduje omezená skupina účastníků, která je zpravidla silně zadlužena a citlivěji reaguje na zvyšování nákladů refinancování. S tím je spojené (iv) likviditní riziko, tj. možnost získat peněžní prostředky. Do značné míry také „klasické“ (v) tržní riziko nelikvidních strukturovaných produktů. Navíc v dluhových nástrojích, které tvoří základ CDO produktů, je zakotvena značná míra finanční páky. Lze říci, že „tranšováním“ vzniká další vrstva finanční páky, což znamená zvýšenou náchylnost ke ztrátám.

Události z léta a podzimu 2007 vyústily v **problémy s likviditou, nedostatek věrohodných informací a pokles důvěry mezi subjekty na finančních trzích**. Informace byly v celém sekuritizačním řetězci nedostatečné, asymetricky rozložené a ratingové agentury čelily po vlně zhoršení svých hodnocení ztrátě důvěry. Zejména nebylo jasné, které instituce jsou exponovány ve strukturovaných finančních produktech a v jakém rozsahu jim hrozí ztráty z jejich držby. Navíc se informace o cenách těchto produktů staly nevěrohodnými nebo nedostupnými. Nedůvěra vedla k nárůstu úrokového rozpětí, docházelo k přehodnocování rizik a narůstání nákladů refinancování. Problémy s likviditou (v počátcích byla finanční krize považována za krizi likvidity) se ukázaly jako velmi závažné, jelikož zvyšovaly náklady refinancování celému spektru účastníků trhů.¹⁶ V průběhu likviditní krize, tedy v počátku celé finanční krize, se pak naplno ukázalo, že finanční inovace jsou značně závislé na tržní likviditě. To vyústilo ve společnou materializaci úvěrového, tržního i likviditního rizika.

Významně se zhoršující rozvahy investičních firem v důsledku odpisů problémových aktiv vyústily v **problémy** těchto institucí **se solventností**. Prvotní problémy s likviditou a s refinancováním závazků tedy postupem času začaly ohrožovat zdraví a v některých případech samotnou existenci finančních institucí.¹⁷ Při masivních poklesech cen strukturovaných produktů klesala totiž hodnota aktiv držených v bilancích investičních bank, což ohrožovalo jejich schopnost dostát závazkům. Ukázalo se, že úvěrové riziko úplně nezmizelo ze systému a mateřské banky byly nuceny převzít ohrožené mimobilanční firmy typu SIV a conduits zpět pod svá křídla, což dále zhoršilo finanční hospodaření mateřských bank.

Situace eskalovala, když bankovní potažmo celý finanční svět zažil sérií pádů investičních bank (Bear Stearns, Lehman Brothers) a masové „zestátňování“ či nucené přebírání významných investičních firem a pojišťoven konkurencí (Merrill Lynch, Wachovia, Fortis, Dexia, AIG a islandské banky). Za kritický časový bod, kdy doposud lokalizovaná krize likvidity a solventnosti v sektoru amerických hypoték přerostla v celosvětovou finanční krizi velkého rozsahu, je považován bankrot významné investiční banky Lehman Brothers (15. září 2008). Tato banka byla nejen významně exponována v oblasti strukturovaných produktů, ale rovněž hodnota její finanční páky byla vysoká (stejně tak jako v případě Bear Stearns¹⁸). Naproti tomu např. Washington Mutual, největší americká spořitelna, zbankrotovala spíše proto, že neměla dostatek likvidity pro své obchodování, než že by byla nadměrně exponována v CDO a jiných strukturovaných produktech.

5. Postupy centrálních autorit v průběhu finanční krize

Na problémy finančního sektoru a na pády a nucená převzetí některých finančních korporací zareagovaly centrální banky a vlády různým způsobem a v různé míře. Centrální banky zejména USA, eurozóny a Velké Británie podporovaly mezibankovní trh dodáváním likvidity nad rámec běžných aktivit a za pomoci svého rozšířeného instrumentaria^{19 20}. BoE zprvu (do prosince 2007) spoléhala zejména na standing facility, následně rozšířila škálu možné zástavy přijatelné pro operace na peněžním trhu. Oproti tomu ECB již téměř od začátku rozevřela spektrum zástavy, prodloužila splatnosti svých operací a aktivně řídila poskytování likvidity. Fed reagoval zejména snižováním klíčové úrokové sazby (z 5,25 % v létě 2007 na současné 1 %) a v pozdější fázi až do současné doby

¹⁶ Např. kupujícím nemovitostí se zvyšovaly náklady na úvěr; hedgeové fondy měly problémy rolovat své finanční pákou zatížené pozice, jelikož čelily jak výběrům kapitálu klienty, tak byly žádány o navyšování zástav. Peněžní fondy byly nuceny prodávat aktiva, jejichž rating byl snížen a dle svých regulačních požadavků mohly držet v portfoliích pouze cenné papíry s nejvyšším hodnocením. SIV čelily stále více problémům s financováním vydávání CDO, jelikož již nebylo snadné rolovat ABCP a v lepším případě musely využívat dražších kreditních linek mateřských bank.

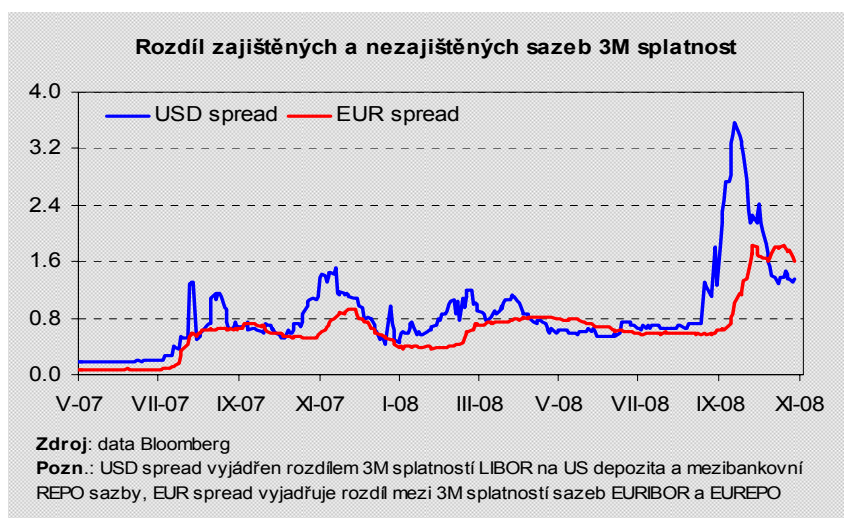
¹⁷ Důležitým faktorem je zde realizace rizika koncentrace a propojenosti významných firem sektoru strukturovaných produktů. Investiční banky nejenže vydávaly strukturované produkty, ale držely je i ve svých obchodních portfoliích, častokrát neadekvátně rizikově oceněné.

¹⁸ Bear Stearns byla odkoupena JP Morgan/Chase 25.3.2008 za cenu 10 USD/akcii, přičemž cena akcií v srpnu 2007 dosahovala 205 USD/akcii

¹⁹ Popis operací viz [Monitoring centrálních bank](#) březen 2008 a v aktualitách v [červnu](#) 2008.

²⁰ Likviditní krize si vyžádala úpravy v instrumentariu centrálních bank, které lze v kostce charakterizovat takto: (i) prodloužení doby splatnosti finančních nástrojů, (ii) rozšíření rámce aktiv, jež slouží jako zástava, (iii) rozšíření spektra finančních institucí, kterým jsou CB připraveny půjčit a (iv) navýšení objemů jednotlivých operací.

výrazně rozšířil své [instrumentarium](#) o operace zacílené na určité segmenty finančního trhu např. o úvěrovou facilitu pro primární dealery (PDCF) nebo o [ABCP MMMF](#) likviditní facilitu²¹. Mezi Fedem a několika centrálními bankami²² byly také zřízeny swapové linky, jež umožňovaly výměnu domácí měny za americký dolar. Tyto operace v průběhu času byly rozšiřovány na větší počet centrálních bank a prováděny ve větších objemech z titulu větší poptávky po dolarovém financování. Centrální banky v uplynulých čtvrtletích rovněž výrazně snižovaly úrokové sazby (viz úvodní strany Monitoringu). Proběhlo dokonce koordinované snížení klíčových úrokových sazeb o 50 b.p. centrálních bank skupiny G10. Uvedené výrazné a mnohdy koordinované snižování úrokových sazeb centrálními bankami a zavádění nových nástrojů na dodávání likvidity do jejich instrumentaria se dělo ve snaze odvrátit nebezpečí zamrznutí mezibankovních peněžních trhů, eliminovat nezamýšlené a neadekvátní zpříšňování měnové politiky, zachovat dostupnost úvěrů pro subjekty z reálné ekonomiky, a odvrátit tak nebezpečí hospodářské recese a jejího zpětného negativního odrazu v dalším zhoršování zdraví finančního sektoru.



Centrální banky přitom dočasně přebíraly do svých rozvah (zejména Fed) pomocí transakcí i méně kvalitní aktiva než pokladniční poukázky a vládní dluhopis (formou kolateralizovaných zápůjčních operací a v případě BoE skrze Special Liquidity Scheme). Donedávna stabilní rozvahy [Fedu](#), [BoE](#) a ECB začaly od září 2008 prudce růst.²³ Ačkoliv centrální banky hojně dodávaly

likviditu do finančního systému, nepodařilo se jim snížit mezibankovní sazby ani spready mezi zajištěnými a nezajištěnými instrumenty peněžního trhu (viz graf indikátor kreditního rizika) na předkrizovou úroveň.

Konkrétní kroky **vládních autorit** zacílené na solventnost a finanční zdraví systémově důležitých finančních institucí lze rozdělit do čtyř základních skupin opatření: (i) navýšení garancí na depozita²⁴ a zavedení garancí na mezibankovní úvěry²⁵, (ii) přímý kapitálový vstup do soukromých finančních institucí²⁶, (iii) odkupy problémových aktiv vládou zřízenými fondy, (iv) ostatní nástroje a opatření aplikovaná vládními autoritami za účelem obnovení důvěry na finančních trzích a stabilizace finančního systému. Přehled přibližných objemů finanční podpory je uveden v tabulce

²¹ Tento nástroj byl zaveden v září 2008 a dokládá snahu Fedu reagovat na potřeby jednotlivých segmentů finančního systému.

²² Austrálie, Brazílie, Kanada, Dánsko, eurozóna, Korea, Japonsko, Nový Zéland, Mexiko, Norsko, Singapur, Švédsko, Švýcarsko, Velká Británie.

²³ Příčinou nárůstu aktiv Fedu jsou jak refinanční facility, tak nově zřízené nástroje v podobě nákupů komerčních papírů (ABCP). Tímto se Fed snaží pročistit rozvahy důležitých finančních subjektů a obnovit důvěru mezi nimi tak, aby byly ochotné znovu úvěrovat ekonomiku a umožnit fungování jednotlivých trhů. Aktiva BoE se rozrůstala zejména díky nárůstu dlouhodobých reverzních repo operací.

²⁴ Minimální garance pojištěných vkladů v zemích EU je nyní 50 000 EUR a některé státy nabízejí neomezené garance.

²⁵ Některé vlády zemí EU poskytují garance na nově vydané bankovní půjčky se splatností do 5 let a časovým omezením do prosince 2009.

²⁶ Kapitálové injekce zacílené primárně na Tier 1 kapitál, většinou formou vydání prioritních akcií a jejich odkoupení vládou.

Tabulka: Vybrané kroky centrálních autorit – záchranné balíčky (mld.)

	<i>garance na mezibankovní závazky</i>	<i>kapitálový vstup do institucí</i>	<i>odkupy problémových aktiv</i>	<i>ostatní programy a opatření</i>
USA	1 400 USD	250 USD ¹	450 USD 800 USD ²	185 USD ³
UK	250 GBP	50 GBP		200 GBP ⁴ 149 GBP ⁵
Eurozóna⁶	1 140 EUR ⁷	242,3 EUR	52,5 EUR	

Zdroj: tiskové zprávy centrálních bank, [BoE FSR October 2008](#) str. 33, vlastní úpravy, tabulka přibližně k datu 26.11.2008

Pozn.: ¹nezahrnutí informace o 20 mld. USD kapitálového vstupu do Citigroup, jelikož nebyly dostupné informace o tom, zda-li uvedených 20 mld. USD jde z celého programu v hodnotě 250 mld. USD (doposud rozděleno 125 mld. USD devíti institucím a zbývající část ostatním organizacím prostřednictvím aplikačního procesu) nebo nad jeho rámec, ² nový plán na odkup aktiv (dluhů vázaných na hypotéky, spotřebitelské dluhové cenné papíry), ³ zahrnuje [TSLF](#) nesplacené ke dni 25.11.2008; ⁴ tzv. [Special Liquidity Scheme](#); ⁵ 99 mld. GBP pro Northern Rock a 50 mld. GBP pro Bradford a Bingley; ⁶ zahrnuté státy: Rakousko, Belgie, Francie, Německo, Řecko, Irsko, Itálie, Nizozemsko, Portugalsko, Španělsko, ⁷ všechny země Eurozóny garantují nově vydané bankovní půjčky se splatností od 1 do 5 let (dle země) a časové omezení do 12/2009, údaj v tabulce je součtem hodnot z tabulky 2, BoE FSR October 2008 str. 33. plus Francie 320 mld. EUR

Tyto čtyři základní skupiny opatření (inspirované mimo jiné záchranným plánem Velké Británie²⁷) se rovněž staly pilíři přístupu zemí EU implementovaného v jednotlivých národních modifikacích. I za cenu vysokých nákladů vlády vyjádřily aktivní zájem zabránit úpadku systémově významných finančních institucí, odvrátit hrozbu řetězové reakce (domino efektu) ve finančním systému a podpořit zejména bankovní sektor v jeho schopnosti úvěrovat reálnou ekonomiku.

6. Závěr

Současná finanční krize a s ní spojený přicházející znatelný hospodářský útlum mají své makroekonomické příčiny v podobě neadekvátně uvolněných měnových politik v podmínkách celosvětově propojených finančních trhů a převládajících globálních nerovnováh. Důvody vzniku finanční krize jsou ale velkým dílem také mikroekonomické povahy a souvisejí s finančními inovacemi, strukturou finančních instrumentů a finančních trhů. Napravit situaci²⁸ a snížit pravděpodobnost jejího opakování je tak třeba jak korekcí směrem k provádění obezřetných makroekonomických stabilizačních politik ve střednědobém horizontu, tak opatřeními zacílenými na odstranění mikroekonomických příčin nestability. Soukromé subjekty by se měly chovat obezřetně, adekvátně renovovat praktiky řízení finančních rizik (zejména rizika likvidity) a dodržovat je. Z pohledu regulace a dohledu nad finančními trhy bude patrně vhodné zvážit úpravy současných regulatorních standardů směrem k potlačení procykličnosti, důsledně vyžadovat disciplínu a dodržování obezřetnostních pravidel soukromými subjekty. Potřebné bude rovněž zvýšit transparentnost fungování určitých skupin finančního systému a vynutit poskytování nezkrášených informací o angažovanosti konkrétních subjektů v komplexních finančních produktech. Poslední vývoj rovněž vyzývá k zamyšlení nad vytvořením účinných omezení při tvorbě dluhu. Uvedená opatření by přitom měla vycházet z koordinovaného a systémového přístupu národních regulátorů a nikoliv ad hoc zásahů do pravidel činěných pod časovým a jiným tlakem. Zkušenost z některých zemí přitom ukazuje, že sloučení národních dohledových a regulačních orgánů pod křídla centrálních bank může být v podmínkách podobné finanční krize výhodou. Měnová politika nevyřeší svými standardními nástroji zdaleka všechny problémy, a je proto nutné, aby součástí komplexního řešení ordinovaného centrálními bankami byla i makroobezřetnostní a finančně-regulační opatření.

²⁷ Informace např. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/2008/fsrfull0810.pdf>, str. 31 BOX 5.

²⁸ Nápravou situace se rozumí nalezení dlouhodobě účinného řešení nestability finančního sektoru. Nikoliv tedy pouze krátkodobé „hašení“ či odsouvání problému, pouze kterým jsou krizové dodávání likvidity finančnímu systému, zestátnování bank, poskytování garancí, kapitálových injekcí aj.

4. Vybraný projev: Lars Nyberg o výzvách následujících po současné krizi

V této části ve zkratce přibližujeme projev Larse Nyberga, viceguvernéra Sveriges Riksbank, který přednesl na 12. Výroční konferenci Central Bank of Chile na téma: „Výzvy následující po současné krizi“ v Santiagu, 6. listopadu 2008.

Ve svém projevu se L. Nyberg ohlédl za dosavadním průběhem současné finanční krize a následně poukázal na výzvy, kterým budou vlády, centrální bankéři a regulátoři po jejím skončení čelit. Úvodem sdělil, že podstata současné krize již nepramení z oblasti kreditního rizika, ale spíše z následků experimentů v globálním finančním odvětví a tzv. deleveraging procesu. V této souvislosti poukázal na skutečnost, že vzniku finančních turbulencí nelze v principu zamezit, a že žádná z finančních krizí neměla shodný průběh. Proto je nutné zabudovat do vytvářeného preventivního rámce jak poučení z minulých krizí, tak dostatečný prostor pro jeho flexibilitu.

Následně byly L. Nybergem představeny budoucí výzvy, které spatřuje v souvislosti se současnou krizí. První výzvu vnímá v oblasti měnové politiky, tj. v typu a míře její odezvy na strmý růst cen aktiv doprovázený úvěrovou expanzí. Dle jeho názoru by měnová politika měla reagovat na růst cen aktiv (nemovitostí), jen pokud z prognózy centrální banky vyplývá vysoké riziko očekávaného přehřátí ekonomiky a nadměrně vysoké inflace. Pokud daný scénář ekonomice nehrozí, pak je vhodnější strategií s měnověpolitickým zásahem vyčkat, avšak za podmínky stále připravenosti k pohotovému reakci. Měnová politika přitom není dle L. Nyberga zřejmě nejúčinnějším nástrojem pro prevenci výskytu bublin v cenách aktiv a krizí na finančních trzích, i když svou přílišnou uvolněností může ke vzniku těchto nežádoucích situací přispívat. Vhodnější prevencí vzniku takových situací je disponovat správnými regulačními pravidly a dohledem, a právě jejich zefektivnění, nikoli rozšíření a zpřísnění, vnímá L. Nyberg jako druhou výzvu a poučení ze současné krize. Rozšíření a zpřísnění regulačního a dohledového rámce sice principiálně nevylučuje, je však možné k němu přikročit jen v případě selhání trhu, nebo je-li jisté, že celkové pozitivní efekty daného zpřísnění převýší jeho náklady.

Třetí výzvu spatřuje L. Nyberg v nutnosti zesílení připravenosti autorit v oblasti krizového managementu. V drtivé většině případů se autority v minulosti spoléhaly na improvizovaná ad hoc řešení, což ve svých důsledcích často vedlo k přijímání pozdních a vzájemně nekonzistentních opatření. Vyšší připravenost v této oblasti je možné zajistit důkladně propracovaným rámcem pro pomoc postiženým bankám. Ten by měl zahrnovat spektrum detailně rozpracovaných postupů od aplikace garance vkladů až po insolvenční proceduru v podobě mixu právních a finančních opatření. Tyto postupy se mohou pro jednotlivé země lišit, avšak jejich základní rámec by měl být shodný ve všech zemích. Jeho obsahem by např. měl být popis postupů k zajištění rychlého a efektivního uzavření banky s minimalizací nákladů pro systém pojištění vkladů a deklarace odpovědnosti akcionářů a nepojištěných vkladatelů za vlastní investiční rozhodnutí. Současně nelze opominout výjimečné situace, kdy hrozí kolaps celého bankovního sektoru, a je nutné často delegovat silnější vyjednávací pozici autoritám. V potřebě intenzivnější mezinárodní spolupráce a harmonizace krizového managementu, regulačního a dohledového rámce v prostředí rostoucí integrace finančních trhů pak spatřuje L. Nyberg čtvrtou výzvu pro autority s ohledem na řešení současné finanční krize. Nedostatečná míra mezinárodní koordinace je dle jeho názoru právě jednou z komplikací při řešení probíhající finanční krize.

Závěrem se L. Nyberg zabýval důsledky plynoucími pro práci centrálních bank při analýzách finanční stability a systémového rizika. Tyto aktivity považuje za důležitější než kdykoli předtím, nicméně uvádí, že tradiční přístup v separátní analýze institucí, trhů a infrastruktury, již není dostatečný. Větší důraz by měl být dle jeho mínění kladen na analýzu jejich vzájemné souhry s identifikací potenciálních kanálů nákazy. Analýzy by měly dále obsahovat širší mezinárodní výhled, neměly by podceňovat nebankovní instituce. Analýzy by se v jeho pohledu měly také zabývat riziky regulačního selhání, včetně rozpoznání prostoru k obcházení regulace. Spolupráce na harmonizaci používaných analytických postupů bude do budoucna rovněž žádoucí.

Tento materiál sestavuje sekce měnová a statistiky Česká národní banka a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 4. 12. 2008. Aktuální vydání jakožto i předchozí vydání lze volně stáhnout z www stránek ČNB, oddíl Měnová politika. Kontakt: <http://www.cnb.cz> nebo info@cnb.cz.