

Příčiny, průběh a možnosti řešení krize ve finančním sektoru

Ing. Karel Mráček, CSc.

Institut evropské integrace, NEWTON College, a. s.

Vědeckopopularizační seminář

Zvládání finančních krizí: evropský a americký model

Brno, 13. listopadu 2009

Tento seminář je spolufinancován Evropským sociálním fondem a státním rozpočtem České republiky.

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ



Příčiny současné finanční krize

Charakteristické rysy

- dynamika současné finanční krize, lokální vznik spojený s jejím rychlým celosvětovým šířením – provázanost finančních trhů a projevy v globálním měřítku (lokální hypoteční krize – finanční krize – krize reálné ekonomiky – zpětné dopady)
- **komplex faktorů**, které ji způsobily a jejich vnitřní propojenost, zejména
 - makroekonomické příčiny (nadbytek likvidity, nadměrná úvěrová expanze, ...)
 - problémy sekuritizace (finanční inovace – ABS, MBS, CDO...)
 - nedostatky v řízení rizika
 - selhání ratingových agentur
 - regulatorní a dohledová selhání
 - politické zájmy, psychologické a sociologické aspekty
 - globální institucionální slabost

Makroekonomické příčiny

Lze hledat především v:

- *nadbytku likvidity* (projevoval se především v rychle rostoucích cenách aktiv)
- *nízkých úrokových sazbách* (podporujících rychlou úvěrovou expanzi) při doprovodných iluzích o permanentním a udržitelném ekonomickém růstu. Dlouhodobé přehřívání americké ekonomiky.
- rychle rostoucí objem úvěrů + nízká inflace spotřebitelských cen – Fed zjevně nepocíťoval potřebu zpřísnit monetární politiku
- **Úvěrová expanze a její průvodní rizikové jevy**
- ✓ snaha o další rozšíření trhu hypotečních úvěrů v tvrdé konkurenci
- subprime hypotéky

Makroekonomické příčiny

- kdo jsou subprime klienti?
 - *poměrně rizikový segment méně bonitních klientů s předpokládanou horší platební morálkou (např. klienti i s nepříliš dobrou kreditní historií, vyšším rizikem ztráty zaměstnání apod.)*
 - *nejsou schopni poskytnout dostatečné záruky, že budou pravidelně splácet hypoteční úvěr*
 - *většinou nižší úroveň finanční gramotnosti*
- nepřehlédnout politickou podporu přístupu nižších příjmových skupin obyvatelstva k vlastnímu bydlení
- v roce 2006 inflační tlaky – zvýšení úrokových sazeb – bylo zřejmé, že bublina subprime bydlení splaskne

Makroekonomické příčiny

Každá bublina jednou splaskne!!!

(spekulativní odchylka směrem vzhůru od skutečných hodnot)

- ✓ Hypoteční instituce se také opíraly o očekávání, že ceny na americkém trhu nemovitostí nadále porostou a hodnota záruk bude vždy dostatečnou pojistkou při případném osobním bankrotu.
 - cenová bublina po roce 2000 s kulminací 2006-2007
 - liberalizované národní trhy a ošidnost srovnávací metody při tržním oceňování nemovitostí

Makroekonomické příčiny

- ✓ Trend žití na dluh (posilovaný rychle rostoucí dostupností hypotečních a spotřebitelských úvěrů)
 - osobní úspory na disponibilních příjmech v USA od roku 1990 (7 %) trend vývoje směrem k nule
 - roční nominální míra růstu hypotečních úvěrů poskytnutých domácnostem v letech 2001-2006 – stabilně 10 %
 - subprime hypotéky : v roce 2001 byly 180 mld USD
v roce 2006 dosáhly 625 mld USD
- ✓ ??? Regulace poskytování hypotečních úvěrů, přehled o činnosti hypotečních agentur Fannie Mac a Freddie Mac podporovaných americkou vládou???
- ✓ V zemích EU se postupovalo celkově odpovědněji a obezřetněji.

Problémy sekuritizace

- Úvěrová expanze a nový prvek – **sekuritizace hypoték** (hypotéky jako zajímavé aktivum do portfolií investičních bank)
 - Sekuritizace jako jeden z hlavních soudobých trendů na finančních trzích
 - Prostředí hojné likvidity a nízkých výnosů z úvěrů – motivuje k hledání příležitostí pro vyšší výnosy; stále více bylo ale podceňováno riziko.
- **Inovace investičních produktů**
 - cenné papíry kryté aktivy (asset backed securities – ABS)
 - hypoteční úvěry jako podkladové aktivum (mortgage backed securities – MBS)
 - formou sekuritizace – tzv. zajištěné dluhové obligace (collateralized debt obligations – CDOs)

Problémy sekuritizace

- *podle údajů Larosiérový zprávy v letech 2000 - 2006:*
 - *emise amerických ABS vzrostla ze 337 mld USD na 1250 mld USD*
 - *rychlejší růst konkrétně emise MBS – ze zhruba 100 mld USD na 773 mld USD*

- **Jaký je konkrétní postup při sekuritizaci úvěrů?**
 1. Banka vytvoří „balíky“ úvěrů, zpravidla rozdělené na tzv. tranše (člení se podle rizika /kvality podkladových úvěrů/ a výnosů na:
 - senior tranše
 - mezzanine tranše
 - junior tranše
 2. Banka prodá „balík“ úvěrů jako podkladová aktiva nebankovní instituci

Problémy sekuritizace

- svěřenský správce (trustee) jako neregulovaný subjekt vydá na budoucí cash flow plynoucí z balíků úvěrů tzv. postupované cenné papíry (CDOs)
- zabezpečí jejich ohodnocení některou ratingovou agenturou
- zvýší jejich bonitu určitým typem záruky (pojištěním apod.)

3. CDOs převezmou investiční zprostředkovatelé a snaží se je prodat s určitým ziskem investorům

V celé sekuritizační operaci :

- banka nadále odpovídá jako administrátor za obsluhu úvěrů (inkaso úroků, splácení jistiny atd.) až do jejich splacení
- peněžní toky z podkladových aktiv - od administrátora přes trustee až k investorovi (v průběhu odečítány příslušné provize)

Problémy sekuritizace

➤ **Co bylo motivem bank při sekuritizaci úvěrů?**

- snaha vymanit se v jisté míře z bankovní regulace (zprísněná pravidla kapitálové přiměřenosti – přírůstek objemu poskytnutých úvěrů musí být doprovázen zvýšením vlastního kapitálu)
- vlastní kapitál obvykle dražší než cizí kapitál
- sekuritizace úvěrů jim tedy umožňuje snižovat náklady na získávání kapitálu a regulovat kapitálovou strukturu
- zvýšení rentability vlastního kapitálu (leverage effect)
- redukce úvěrových a úrokových rizik (jejich transfer)

Problémy sekuritizace

➤ Proč si CDOs kupovali investoři?

- investor získává sice výnos navázaný na cash flow z podkladových úvěrů, ale současně také sdílí rizika úvěrových obchodů
- důvěryhodnost CDOs však zvyšovala příznivá ohodnocení renomovanými ratingovými agenturami (AAA, AA ...) – vycházely z předpokladu, že podíl skutečně špatných aktiv je nízký
- posilování důvěryhodnosti i pojištěním (viz credit default swap /CDS/ – smluvní pojištění rizika třetí strany)

Jak to nakonec bylo?

- mnoho Američanů přestalo hypotéky splácet, klesaly ceny nemovitostí – náhle nižší hodnota CDO, přitom CDS se ukázalo jako nedostatečné a slabé, ratingy pak nadsazenými.
- bublina vytvořená sekuritizací úvěrů splaskla

Problémy sekuritizace

➤ **Jak tedy pohlížet na sekuritizaci úvěrů?**

- je to v podstatě určitý obchodní model

jeho problémem se však stala netransparentnost

- hledání určitých tržních příležitostí

přitom podceněny hrozby spojené s řetězcem přenášení rizik na někoho jiného (diverzifikace a široké sdílení rizik)

- problém hrozeb širšího nakládání s individuálním rizikem obchodu v podmínkách globalizované ekonomiky („šíření nákazy“) – ukázalo se, že v podstatě lokální událost může přerůst ve vážný celosvětový problém

Jak vůbec pohlížet na finanční inovace ?

➤ Celá situace – nové nároky z hlediska regulatorních opatření a řízení rizik

Nedostatky v řízení rizik

- selhání při hodnocení rizika na straně regulátorů a dohledu i na straně finančních společností
- současná finanční krize odhalila rostoucí nebezpečí pro finanční systémy v systémovém riziku
- **systémové riziko** (systemic risk)
 - ve financích představuje riziko kolapsu nebo nestability určitého finančního systému nebo určitého trhu (jinak řečeno - negativní důsledky aktivit daných finančních institucí pro větší okolí, na větší část ekonomiky, vyvolá určité intervence státu)
 - obvykle identifikováno a hodnoceno ve dvou klíčových situacích:
 - „*too large to fail*“
 - „*too interconnected to fail*“
 - systémové riziko nesměšovat s tržním rizikem

Nedostatky v řízení rizik

- **tržní riziko**
 - na mikroekonomické úrovni
 - kreditní, úrokové, měnové, akciové, komoditní riziko
 - vztahuje se svými důsledky jednoznačně k prodávanému či kupovanému produktu (položce) a příslušné finanční společnosti či skupině
- strukturované finanční produkty vyžadují sofistikovanější podobu hodnocení rizika
- systém odměňování a hodnocení v bankách a jiných finančních institucích a podstupování nadměrného rizika (viz odpolední přednáška)
- EK se snaží reagovat, zejména na systémové riziko (viz dále)

Selhání ratingových agentur

- Jaké je současné odvětví ratingového hodnocení ?
 - charakter oligopolního odvětví s vysokými vstupními bariérami, k tomu vedly postupně i regulační zásahy státu
 - samotná regulace a efektivní dohled v případě ratingových agentur a jejich činností prakticky neexistuje
- nezanedbatelný podíl ratingových agentur na současné finanční krizi – dramaticky selhaly při hodnocení rizik CDOs
- závislost rozhodování investorů na hodnocení ratingových agentur
- Pozor na zájmy! Emitenti sekuritizovaných produktů – získat co nejvíce příznivé hodnocení pro emitovaný cenný papír od renomované ratingové agentury
- větší regulace nebo větší prostor pro konkurenci (liberální ekonomové) ?

Regulatorní a dohledová selhání

- Bankovníctví patří v tržních ekonomikách již k odvětvím s nejvyšší mírou regulace a dohledu; snahy o posilování regulace a dohledu i v ostatních částech finančního sektoru.

Obhájci a odpůrci regulace a dohledu

➤ *Obhájci* – argumenty pro:

- specifická role bankovních institucí v tržní ekonomice daná předmětem jejich činnosti; úpadky bank pro ekonomiku mnohem horší důsledky (zvláště „too large to fail“)
- značná asymetrie informací, vyžadující zejména ochranu spotřebitele
- potřeby měnové politiky (regulace množství peněz v oběhu)
- pokles zprostředkování (de-intermediation) – snižování podílu bankovních institucí na zprostředkování finančních transakcí v ekonomice, růst podílu nebankovních subjektů -argumenty i pro jejich regulaci a dohled

Regulatorní a dohledová selhání

- nebankovní subjekty v podmínkách silnější regulace a dohledu bank získávají určité konkurenční výhody - proto i tlaky bankovních lobby na rozšiřování regulace a dohledu na nebankovních finančních trzích
- po institucionální a organizační stránce koncentrovat výkon dohledu do 1 místa
- Regulace jako stanovení pravidel hry není v rozporu s principy tržní ekonomiky (předcházení selhání trhu, ochrana drobných vkladatelů a investorů v podmínkách určité nedokonalosti a tvrdosti finančních trhů).
- **Odpůrci** – argumenty proti:
 - deformace přirozeného tržního prostředí a chování finančních institucí v něm
 - vysoké náklady a často nepříliš velká efektivita regulace a dohledu
 - snahy o obcházení („hra kočky s myší“)

Regulatorní a dohledová selhání

- otázky morálního hazardu a současná finanční krize
- přesuny regulace z oblasti ekonomické do oblasti politické (zestátňování bank v současné globální finanční krizi)
- dosud střetávání snah o silnější regulaci finančních trhů se snahami o jejich deregulaci (příkladem historie Glass – Steagall Act v USA – jeho zrušení označováno i za „příspěvek“ ke vzniku finanční krize)
- **selhání aktivního přístupu v regulaci a dohledu**
 - nebyli včas identifikováni a separováni účastníci finančních trhů s tzv. toxickými aktivy (projevy byly zřejmé již v roce 2007), u regulovaných finančních institucí (bank) selhala často dohledová politika
 - spíše sledování nárůstu nedůvěry na finančních trzích v roce 2008
 - až následně záchranné programy (rekapitalizace bank, záruky a další formy podpory)

Regulatorní a dohledová selhání

- tolerované obcházení regulatorních pravidel
- nedostatečná pozornost posouzení rizika na makroúrovni
- dohledové problémy z hlediska globálního rámce se projevily v národním a přeshraničním kontextu (národní dohledové orgány neměly k dispozici veškeré relevantní informace globálního významu, nesdílení všech potřebných informací s jinými partnery např. v zemích EU)
- stále více se poukazuje i na chybějící adekvátní regulaci derivátových trhů
 - rozvoj derivátových obchodů a současná finanční krize
 - rozvoj derivátových obchodů - značný vliv na hospodářské výsledky bank, ale i na míru jejich rizikovosti

Finanční krize v EU

- **EK – podpora opatření k udržení finanční stability, navrácení důvěry ve finanční sektor a předcházení rizikům včetně jejich přiměřeného podstupování (zároveň zachovat soudržnost jednotného trhu a předcházet narušování hospodářské soutěže a pasti protekcionismu)**
- za účelem zachování finanční stability přijaly členské státy EU:
 - záruční režimy (částka ve výši 2300 mld EUR, skutečný rozpočtový výdaj nastává pouze při čerpání státní záruky, 12 členských zemí EU)
 - rekapitalizační režimy (cca 300 mld EUR, 5 zemí EU)
 - záchranná a restrukturalizační opatření ad hoc určená jednotlivým bankám a dalším finančním institucím (cca 400 mld EUR, 10 zemí EU)
 - kombinace několika opatření (5 zemí EU)

Finanční krize v EU

- **orientace na posílení regulace finančního sektoru a přísnější dohled nad finančními institucemi**

- Larosièrova zpráva

- ambiciózní záměry v oblasti regulace finančních trhů a nové architektury dohledu nad finančními trhy

cíle:

- ✓ evropský systém dohledu se schopností zjistit a odhalit možná rizika již na počátku jejich vzniku (krizové poučení – selhání přeshraniční spolupráce dohledu)
- ✓ zaplnit mezery nedostatečné nebo neúplné evropské nebo národní regulace (v souladu s regulatorním přístupem typu „bezpečnost především“)
- ✓ zvýšit ochranu spotřebitelů, MSP a investorů (se záměrem růstu důvěry v uložené vklady, v přístup k úvěrům a ve svá práva při investicích do

Finanční krize v EU

finančních produktů)

- ✓ zkvalitnit řízení rizika ve finančních společnostech (součástí tlak na orientaci systému odměňování na podporu dlouhodobě udržitelných výkonů a výsledků)
- ✓ vytvořit systém účinných sankcí proti zneužití trhu.

Institucionální změny:

- vytvoření evropského orgánu dohledu nad stabilitou finančního systému jako celku (European Systemic Risk Council) – reakce na rostoucí nebezpečí systémového rizika /riziko kolapsu či nestability určitého finančního systému nebo trhu s negativními důsledky pro větší okolí, na větší část ekonomiky/, makroekonomický obezřetnostní přístup
- svěření dohledových kompetencí na mikroekonomické úrovni /dohled jednotlivých finančních institucí/ - European System of Financial Supervisors

Finanční krize v EU

bude tvořen sítí národních orgánů finančního dohledu spolu s novými orgány evropského dohledu (European Banking Authority, European Insurance and Occupational Pensions Authority, European Securities Authority – vytvořeny transformací stávajících dohledových výborů finančních služeb)

Problémy:

- přetrvávající fragmentace dohledových orgánů v Evropě (nadměrný počet národních orgánů dohledu, v současné době asi 80) – obtíže s růstem přeshraničních finančních transakcí a operací, při harmonizaci regulatorních opatření apod.
- poměrně složitá Lamfalussyho struktura (4 úrovně) z hlediska spolupráce a koordinace činností

Příležitost – zjednodušení a zefektivnění sítě různých orgánů, výborů a dalších institucí

Projevy finanční krize v ČR

- bankovní sektor – jen omezený dopad nepříznivých faktorů globální finanční krize
- ČR – jedna z mála zemí, která nebyla nucena přijmout žádná opatření na podporu solventnosti bankovního sektoru
- bankovní sektor - dobře kapitalizovaný, se silnou likviditou v rozvahách a udržuje si stále poměrně vysokou ziskovost (v některých případech k poklesu zisku z důvodu odepsání některých rizikových aktiv)
- podíl toxických aktiv zanedbatelný (méně než 1 % aktiv)
- propad akciového trhu (v ČR omezený význam)
- pokles cen aktiv – ztráty podílových fondů, pojišťoven, penzijních fondů

Projevy finanční krize v ČR

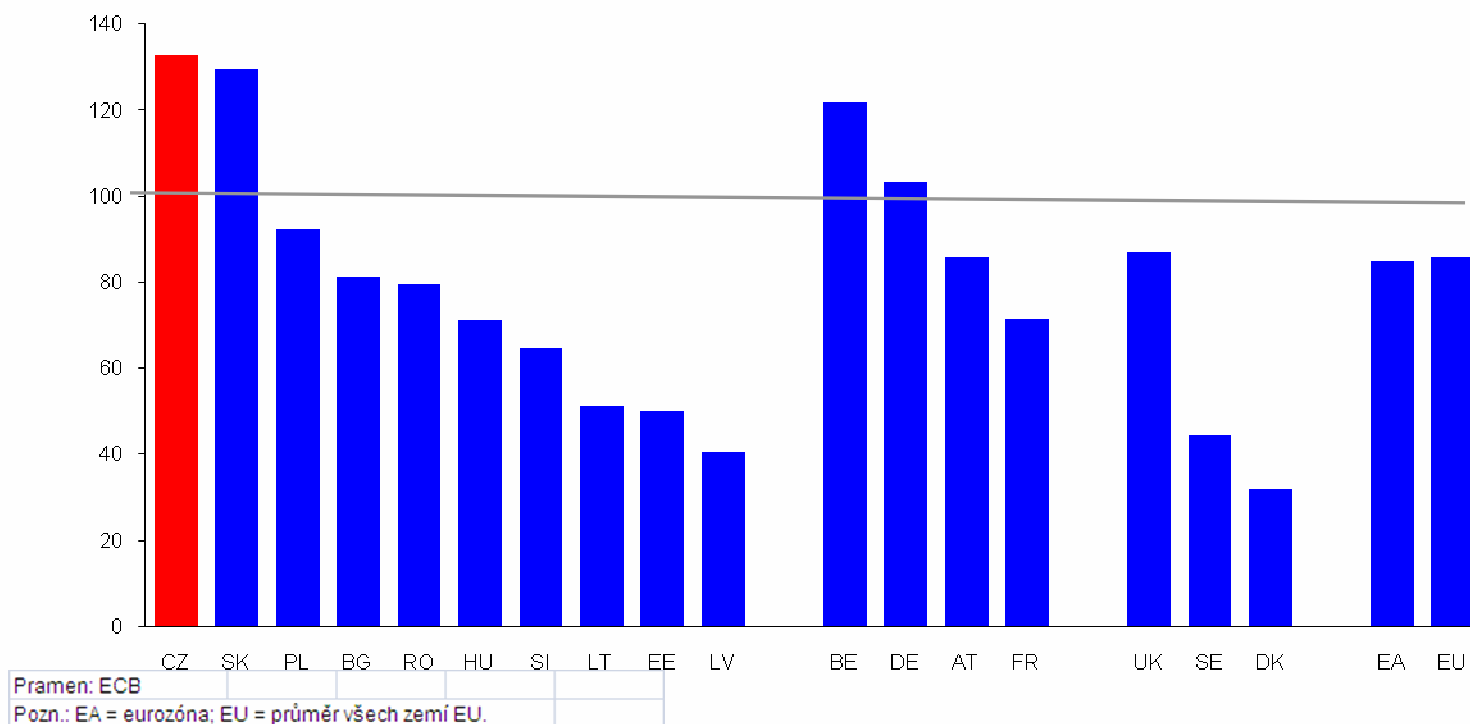
- Bankovní sektor v ČR nezávislý na externím financování

Důvody:

- vysoký poměr vkladů k úvěrům (ČR má nejvyšší ze zemí EU, z nových členských zemí převis vkladů má ještě Slovensko; převis má také Belgie, mírně Německo)
- úvěrová expanze je tak financována především z primárních vkladů
- externí výpůjčky ve srovnání s ostatními zeměmi EU poměrně malé; nečerpání ze zdrojů zahraničních matek
- konzervativní strategie zadlužování domácností (nulový podíl úvěrů v zahraniční měně) i podniků v domácí měně

Poměr vkladů k úvěrům ve vybraných zemích EU

(v %, 2008, rezidentské úvěry a vklady, nebankovní subjekty. Zpráva o finanční stabilitě 2008/2009, ČNB)



Dopady hospodářské recese na finanční sektor

- Negativní dopady poklesu reálné ekonomiky:
 - platební styk (snížení počtu a objemu transakcí, poplatky jako zdroj výnosů bank)
 - riziko schopnosti podniků a domácností splácet dříve přijaté závazky (rizika úvěrových ztrát bank)
 - pokles úvěrové dynamiky (nově poskytované úvěry)

Výhled Moody's pro české banky (očekávání – kvalita úvěrového portfolia i profitabilita bank se výrazně zhorší kvůli oslabení české ekonomiky)

Reakce bank:

- zpřísnění úvěrových podmínek (úrokové sazby, požadované zajištění úvěrů, podíl vlastního financování, vyšší požadované příjmy na daný objem úvěru)
- zvýšená pozornost rizikovému managementu - poptávka v oblasti HR

Závěry

- Současná globální finanční krize přinesla:
 - ✓ řadu poznatků a poučení v oblasti regulace a dohledu finančních trhů
 - ✓ nastolila řadu otázek pro diskusi a hlubší poznání, zejména možných cest k předcházení finančních krizí tohoto globálního typu
 - jaké směry a efektivita posílení regulace a dohledu
 - vytváření nových orgánů dohledu
 - jaká je účinná míra regulace se zřetelem k zachování konkurenčního prostředí a možnému stupňování regulatorních nákladů

Příčiny, průběh a možnosti řešení krize ve finančním sektoru

Děkuji Vám za pozornost

Ing. Karel Mráček, CSc.

mracek@avo.cz

m.: 723 079 137