

8. Vznik a vyprázdnění bublin na trhu aktiv

Souvislostmi propadu cen aktiv s makroekonomickým a finančním vývojem vyspělých zemí v období let 1960 až 2002 se zabývá studie Mezinárodního měnového fondu. Porovnává se chování makroekonomických a finančních proměnných před a v průběhu propadu cen aktiv. Všechny státy zahrnuté ve zkoumaném vzorku (19 zemí) prošly ve sledovaném období alespoň jednou poklesem cen aktiv.

Poválečná empirická data naznačují, že propad cen aktiv byl vždy spojen se ztrátami reálného hrubého domácího produktu. Pokles HDP byl v období tří let po propadu cen akcií průměrně o 4 p. b. pod úroveň, která existovala v období před propadem cen akcií. V případě propadu cen za bydlení činil rozsah ztrát 8 p. b. oproti předchozímu tříletému průměru. Přitom v letech 1970 – 2002 zaznamenaly ceny za bydlení nižší cenové výkyvy v porovnání s výkyvy cen akcií. Dopady na reálnou ekonomiku byly však dvojnásobné v porovnání s propady akcií.

• **Příčiny a důsledky propadů cen bydlení**

Pět faktorů je třeba brát v úvahu v případě poklesu cen bydlení:

- Propad cen za bydlení měl daleko větší vliv na spotřebu domácností v porovnání s dopady výkyvů cen akcií. Příčinou byla skutečnost, že domácnosti disponovaly větším rozsahem majetků nemovitostí v porovnání s investicemi do akciových fondů.
- Propad cen za bydlení byl spojen se silnějším nežádoucím vlivem na bankovní systém v porovnání s propadem cen akcií. Banky totiž musely čelit rychlému růstu zajišťovacích nákladů spojených s propadem cen bydlení, což omezilo úvěrovou kapacitu a snížilo zisk.
- Propadu cen bydlení zpravidla předcházela dynamický vzestup, takže příčinou propadu byla větší nerovnováha. Empirická data potvrdila, že změna v průměrném tempu růstu cen aktiv za uplynulé tři roky a po propadu narůstá s úrovní průměrného tempa růstu během tříletého období zakončeného propadem.
- Při pohybech cen bydlení se prosadily vedlejší efekty na ceny jiných aktiv. Cen procházejí napříč všemi třídami aktiv, jak je zřejmé ze skutečnosti, že ceny za bydlení jsou pravděpodobněji spojeny s celkovým tržním poklesem cen aktiv či dokonce s jejich propadem než s poklesem cen akcií.
- Propad cen bydlení souvisel více se zpřísněnou monetární politikou než s propadem cen akcií.

• **Efekty propadů cen akcií a bydlení se liší**

Analýza propadů cen aktiv v poválečné době přináší tyto hlavní poznatky:

- Zhruba každých 13 let se vyskytne propad cen aktiv, trvá přibližně 2,5 roku, ceny přitom klesnou zhruba o 45 % (třebaže propad v polovině roku 1970 činil 60 %). Propad cen bydlení se v průměru vyskytl jednou za 20 let, trval asi 4 roky, ceny poklesly zhruba o 30 %. Zatímco jen asi čtvrtinu vzestupů cen akcií postihl propad, u bydlení činil propad 40 % z předchozího nárůstu. Oba typy propadů se vyznačovaly vysokou synchronizací a probíhaly napříč zeměmi.
- Jak propad cen aktiv, tak propad cen bydlení byl spojen se ztrátami na výstupech (vztaheno k jednoduché extrapolaci tempa růstu před propadem), jež svědčily o poklesu tempa růstu HDP ve všech hlavních součástech soukromé finální domácí poptávky: spotřeby domácností, strojních a stavebních složek investic. Ztráta na výstupech spojená s typickým propadem cen bydlení (zhruba 8 % HDP) byla dvojnásobná, než bývají ztráty spojené s typickým propadem cen akcií (kolem 4 % HDP). Výstupy se zotavují zpravidla jedenáct čtvrtletí od počátku propadu cen aktiv, nebo propadu cen bydlení.
- Byly zaznamenány výrazné vedlejší efekty na ceny u jiných typů aktiv, které procházely napříč všemi druhy aktiv. V případě propadu cen akcií byly zaznamenány tendence poklesu cen bydlení zároveň s cennými papíry; kdežto při propadu cen bydlení propad hodnoty akcií proběhl rychleji a ve větší míře než propad cen bydlení. Propad cen aktiv byl spojen se snížením tempa růstu soukromých úvěrů a peněžních prostředků. Propad cen bydlení byl pevněji spjat se zpomalením či propady emise úvěrů než propad cen akcií.
- Velikost poklesu cen aktiv v průběhu propadu částečně závisela na velikosti

vzestupu cen před propadem. Podobně rozsah zpomalení růstu investic během propadu částečně závisel na předchozím tempu investic.

- Během propadů cen bydlení jsou finanční systémy, jejichž základem jsou banky více postiženy ztrátami na výstupech, než finanční systémy využívající ve větším měřítku kapitálový trh. Při propadu cen akcií je tomu naopak. Tato fakta vyplývají z toho, že v tržních finančních systémech jsou banky vystaveny vyššímu tlaku kvůli zastavování nemovitostí a velkému významu akcií v soukromém vlastnictví.

Velmi významným faktem též je, že propady cen bydlení byly propojeny s mnohem závažnějším makroekonomickým a finančním vývojem než propady cen akcií.

- ***Propad cen akcií nastartovaný v roce 2000 měl určitá specifika***

V čem lze porovnat nedávnou vlnu propadu cen akcií, která začala ve vyspělých zemích na počátku roku 2000 s tou, která proběhla v poválečném období? Nedávné propady cen akcií v širokém měřítku indikují, že budou mít podobný průběh z hlediska doby a synchronizace pohybu cen napříč státy. Avšak makroekonomický a finanční vývoj se odlišoval od poválečných zkušeností ve třech významných bodech:

- Pokles růstu výstupu se objevil dříve v zemích G-7, byl rozsáhlejší než v jiných zemích, a v řadě zemí byl dokladem relativně prudkého pádu privátních fixních investic. Strmost poklesu investic byla v souladu s vyšším růstem investic, než bylo typické během předchozích vzestupů a zřejmě odrážela i impuls rychle se zvyšujících cen akcií.
- Růst privátní spotřeby byl dynamičtější v některých zemích G-7 (v USA, ve Velké Británii a v menší míře ve Francii), u kterých zřejmě docházelo k reflexi silného růstu cen bydlení. V Německu a v Itálii byl zaznamenán růst spotřeby nižší, než je průměrná.
- V USA klesaly krátkodobé reálné úrokové míry rychleji a ve větším měřítku, než je obvyklé, totéž proběhlo v Kanadě, ale v menším rozsahu. V Japonsku zůstaly úrokové míry stálé, zatímco ve Francii, Německu, Itálii a ve Velké Británii setrvaly úrokové míry na úrovni vyšší, než bylo obvyklé. Zatímco u všech zemí charakter propadu není dosud do detailů k dispozici, růst investic se začal v USA typickým způsobem stabilizovat, avšak v zemích eurozóny a v Japonsku ještě v průběhu roku 2003 klesal.