

## 6. Finanční kapitál

Finanční kapitál lze definovat jako proces tvorby finančních aktiv a jejich fungování ve finančním systému, resp. směřování peněz za finanční nároky. Finanční systém není nezávislý na ekonomice a společnosti, která jej obklopuje. „Hospodářské vzestupy a poklesy, technologické inovace, politické převraty, války a sociální změny ovlivňují rozhodování na finančních trzích a mají často ničivé důsledky“ (Rose, Hudgins, 1989). Neméně ničivé důsledky má však posloupnost v opačném sledu – kdy finanční systém sám je nositelem krize prostřednictvím vlastních toxikovaných instrumentů v bilancích subjektů finančního systému a především zvýšených rizik. Jimi pak pronikají finanční krize do reálné ekonomiky. Zvýšená rizika blokuje rozvoj firem vlivem zhoršené dostupnosti či přímo nedostupnosti financování. Špatná hospodářská situace firem má sociální implikace, ty pak ovlivňují politický život. Lze tedy říci, že dopad změn ve finančním systému na společnost může mít charakter komplexní.

Ceny aktiv na finančních trzích mohou prudce klesat. Při globálním charakteru toků peněz a technologickém vývoji spojeném s operacemi na trzích zemí a kontinentů pak v logice věci dostává takováto situace rysy globální finanční krize. Poslední velká krize začala vznikat již ve druhé polovině roku 2007, následující rok uvrhla do recese Spojené státy a následně i Japonsko a Evropskou unii (v zemích se společnou měnou euro byl zaznamenán ekonomický propad hlubší než v EU 27).

Finanční trhy tak jsou schopny v krizovém scénáři - který se potvrdil v nedávné době, s prvními náznaky zhruba již v polovině roku 2007 - uvrhnout svět do hospodářské krize, která poprvé od doby Velké Deprese způsobila hospodářský pokles ve většině vyspělých zemí a ve velkých emerging markets (tzv. BRIC) značně zpomalila do té doby velmi vysoká tempa ekonomického růstu. Nejvýraznější postihla USA a Evropu, které se podílejí na světovém HDP téměř 60 procenty. V širším kontextu pak už zřejmě nestačí hovořit o „krizi důvěry“, která vývoj na finančních trzích vyvolal, ani o krizi hospodářské – šířeji pojato jde s největší pravděpodobností o krizi žebříčku hodnot především transatlantské aliance.

Je pochopitelné, že pokud finanční kapitál považujeme za jednu z komponent bohatství zemí, pak výše zmíněný vývoj znamená jeho redukcí. Opačný vývoj pak přináší zvyšování tohoto kapitálu v globálním měřítku, při značné regionální diferenciaci. Finanční trhy jsou totiž schopny v extrémní míře toto bohatství „vytvářet“, jako tomu bylo po celou velice dlouhou konjunkturu americké ekonomiky po téměř celá 90. léta minulého století. Tu ovšem živil masivní technologický boom vyvolaný růstem počtu dot-com firem a jejich obchodů, tj. obecně rozvojem informačních a telekomunikačních technologií, které měly kolébku v USA. Stejně tak jsou finanční trhy schopny – s ohledem na již výše zmíněný technologický charakter globálních finančních operací – během velmi krátké doby toto bohatství zhatit. Vývoj lze rozebrat podle druhů jednotlivých finančních aktiv (finančního kapitálu), jejich užitku pro vlastníky, rizik spojených s jejich získáváním a držetím a změny jejich hodnoty, k níž dochází v čase. Takto obšírné pojetí však není účelem rozboru této kapitoly. Pozornost bude soustředěna především na vývoj bankovních aktiv v ČR jako objemově nejvýznamnější složky finančního kapitálu a dále pak na vývoj vybraných akciových trhů. Z globálního pohledu pak na finanční majetek domácností a jeho vývoj v posledních letech v souvislosti s teorií efektivních trhů.

### 6.1. Finanční aktiva

V definicích bankovní teorie je za finanční aktivum považována hotovost a bankovní účty, dále pak i cenné papíry a účty investiční povahy, které mohou být pohotově konvertovány do peněz. Nezahrnují tedy nelikvidní hmotná aktiva jako jsou nemovitosti, automobily, klenoty, nábytek, apod.<sup>1</sup> Charakteristickým rysem finančního aktiva je okolnost, že jeho vlastník od něj očekává výnosy. Finanční systém dokáže prostřednictvím multiplikačních efektů generovat vyšší peněžní objemy aktiv. Slouží k tomu především bankovní systém v obvyklém pojetí.<sup>2</sup>

#### Aktiva bankovního sektoru v ČR

Velmi zajímavý vývoj bankovního sektoru v České republice je příkladem růstů a propadů cen aktiv, které vycházely z poměrně širokého důvodového spektra. Přírůstky a úbytky finančního kapitálu zde neodpovídaly pouze křivkám hospodářského cyklu – jež sám je utvářen významnou měrou úvěrovou expanzí či restrikcí. Podílela se na něm i institucionální nevyzrálость daná slabou regulací v počátku přechodu od netržních

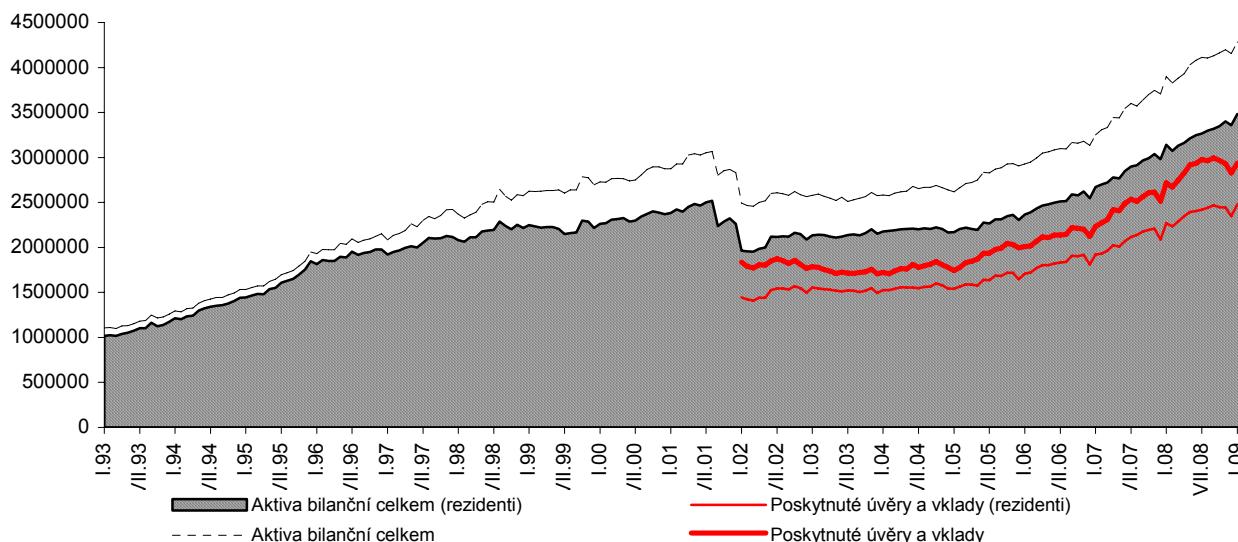
<sup>1</sup> Takovéto typy aktiv však používají banky a instituce nabízející finanční služby jako měřítko pro hodnocení a kategorizaci klientů.

<sup>2</sup> Jinak je tomu např. u bank v islámském světě.

podmínek k tržní ekonomice. Samu transformační fázi, v níž proběhla i v roce 1996 měnová krize vyvolaná prudkým vychýlením ekonomiky z vnitřní i vnější rovnováhy, pak doprovázely - co se finančního kapitálu týká - nejprve krize sektoru malých a středních bank, poté pak záchranné akce státu na podporu velkých bank. Ty měly charakter odkupu špatných aktiv (úvěrů) z bankovních portfolií.

Spolu se situací bank v Maďarsku měla Česká republika nejvyšší procento špatných úvěrů na celkovém úvěrovém portfoliu bankovního sektoru v zemích střední a východní Evropy. Zhruba 35 % z celkových půjček bylo klasifikováno jako úvěry s jistým stupněm rizika. Tomu odpovídala i nákladnost sanační operace, která nebyla přesně vyčíslena ani po zániku České konsolidační agentury<sup>3</sup> jako entity, do níž byly špatné půjčky převáděny, byla v nich oceňována jejich faktická hodnota a poté prodávány - zpravidla v balících - firmám na vymáhání pohledávek.

**Graf č. 7 Vývoj bankovních aktiv a poskytnutých úvěrů v ČR (v mil. Kč)**



Pramen: ČNB

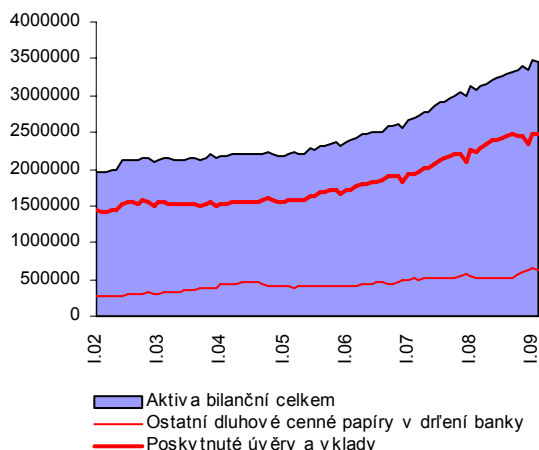
### Objemy bankovních aktiv

Objem celkových aktiv bank dosáhl v závěru roku 2008 výše 4,157 bil. Kč. Proti stavu z počátku roku 1993, kdy vznikla Česká republika, byla bilanční aktiva vyšší zhruba 3,3krát. Vývoj v grafu č. 9 ukazuje zlom v roce 2001 způsobený očištěním bankovních portfolií. Na úroveň před touto operací, tj. zhruba srpen 2001 - již v září ubylo 279,3 mld. Kč celkových aktiv - se objem bilanční sumy bank na českém trhu dostal až teprve v závěru roku 2006. Nejnižší úroveň dosahovala aktiva bankovního sektoru v únoru 2002 (1,955 bil. Kč).

Rezidentské subjekty se v polovině roku 1994 podílely na celkových aktivech bank v České republice z 94 %, poté jejich podíl klesal a ustálil se dlouhodobě na zhruba 4/5 celkové bilanční sumy. V závěru roku 2008 pak činila suma aktiv rezidentů 3,359 bil. Kč, což bylo 80,8 % celkových aktiv bankovního sektoru. Vývoj je patrný z grafu č. 10. Ukazuje také - co se objemu bankovních aktiv v ČR týká - na dlouhodobou ustálenost proporcí.

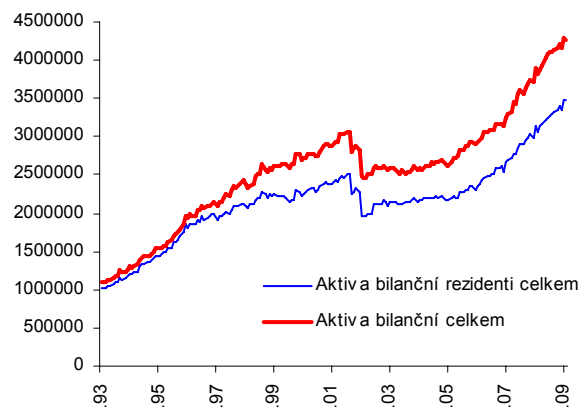
<sup>3</sup> Byla vytvořena jako akciová společnost po zániku Konsolidační banky.

**Graf č. 8 Struktura aktiv bankovního sektoru ČR (v mil. Kč)**



Pramen: ČNB

**Graf č. 9 Aktiva bankovního sektoru v členění rezidenti a nerezidenti (v mil. Kč)**



Pramen: ČNB

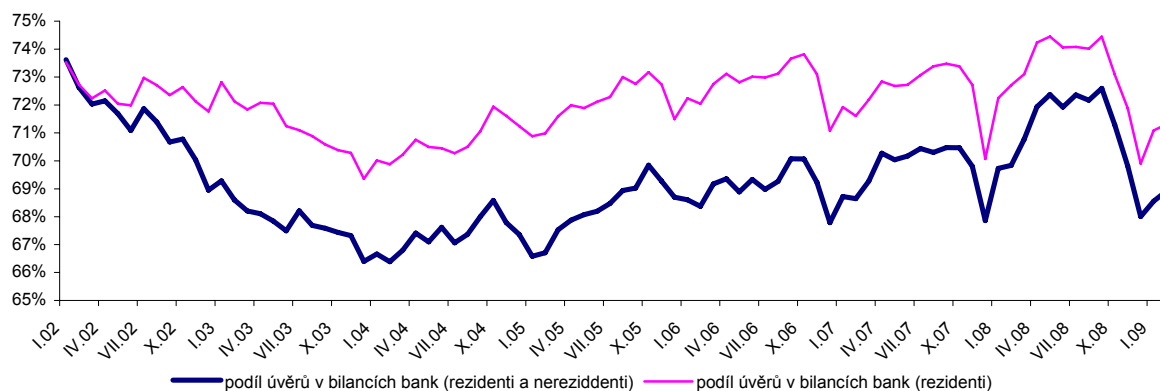
Objem finančních aktiv v českém bankovním sektoru byl v období od roku 1993 výrazně ovlivněn úvěrovou aktivitou velkého množství bank operujících na trhu České republiky - graf č. 11 tuto skutečnost nezachycuje, neboť vlivem změněné metodiky vykazování úvěrů dané rovněž změnami bankovních hlavních účetních výkazů není konzistentní časová řada od roku 1993 centrální bankou vykazována. V polovině 90. let dosahovala aktiva bank na českém trhu celkem 1,951 bil. Kč.

### Struktura bankovního sektoru

Strukturu bankovního sektoru tvořilo v roce 1995 celkem 54 bank, z toho 6 bank velkých, 12 bank zahraničních a 18 poboček zahraničních bank. Po krizích likvidity, které postihly na počátku druhé poloviny 90. let především segment malých a středních bank zůstalo na českém trhu podle údajů ze závěru roku 2008 celkem 37 bank vč. 16 poboček zahraničních bank, z toho 4 velké banky.

Zmíněná masivní očista bankovních portfolií o špatné půjčky, k níž docházelo především u velkých v době před nákupem státních podílů akcionáři ze zahraničí – převod těchto špatných půjček na speciální instituce – se promítla do poklesu bankovních aktiv. Vlivem převodu špatných půjček na specializované instituce klesl objem klasifikovaných úvěrů z 291,1 mld. korun z konce roku 1999 (tj. 32,2 % celkového objemu úvěrů) na 209,9 mld. korun v závěru roku 2001 (tj. 21,5 % celkových úvěrů). Vzhledem k poměrně silné nasycenosti pasivní strany bilancí bank primárními zdroji bylo nutné alokovat tyto zdroje do jiných typů aktiv než byly korporátní úvěry. Banky nakupovaly především státní dluhopisy, státní pokladniční poukázky a poukázky emitované Českou národní bankou. To bylo řešením v době, kdy byla rizika firemního sektoru vnímána ze strany bank jako velmi silná. Právě credit crunch v této době způsoboval v ČR velkou měrou relativně pomalý růst HDP.

**Graf č. 10 Podíl úvěrů v bilancích bank fungujících v ČR (v %)**



Pramen: ČNB, vlastní propočty

Podíl úvěrů v bilancích bank nerezidentů byl výrazně nižší než u rezidentů (graf č. 10) – zvýšil se až v během období české ekonomické konjunktury. Ukazoval z tohoto pohledu na větší obezřetnost nerezidentských subjektů v obchodních strategiích, mohl však souviset právě s redukcí rizikových úvěrů v portfoliích privatizovaných velkých bank. Obecně však již v předchozím období – v převážné většině 90. let – byla známa i větší obezřetnost nerezidentů při posuzování rizik korporátních klientů, která vedla k větší „čistotě“ úvěrových portfolií těchto nerezidentských subjektů.

### **Aktiva bank a nominální HDP**

Podíl bankovních aktiv na HDP postupně klesá. Jestliže v roce 1995 byl jejich objem zhruba o čtvrtinu vyšší než vytvořený HDP v běžných cenách, v roce 2008 již tvořil pouze 91 % nominálního HDP. To by za obvyklých podmínek vedlo k závěru, že ekonomický růst je sycen ve větší míře zdroji z kapitálových trhů než bankovních úvěrů. Je však známo, že český firemní sektor kapitál touto formou nezískává, jak plyne ověřením z dosud realizovaného počtu primárních emisí. Nabízí se tedy vysvětlení, že konjunktura byla živena – vč. předchozí období počínající rokem 2002 – také rozvoje alternativ financování a kultivací obchodního prostředí v ČR obecně. Tuto tezi podporuje i skutečnost, že se výrazně zredukoval předchozí vysoký podíl bankovních úvěrů poskytovaných firmám při nebyvalé expanzi úvěrů segmentu domácností.

ČR však i přes pokles podílu bankovních aktiv na HDP způsobený především snižujícím se podílem úvěrů na celkové bilanční sumě bankovního sektoru zůstává zemí, kde je tradiční „zvyklostí“ získávat peníze ve formě úvěrů od bank spíše než z kapitálového trhu.

### **Globální finanční majetek domácností**

Finanční majetek segmentu domácností spravovaný bankami a fondy činil na celém světě v závěru roku 2008 celkem 92,4 bil. USD. Výrazný vliv na meziroční výrazný pokles hodnoty tohoto majetku (-11,7 %) měl vývoj na globálních finančních trzích charakterizovaný prudkým propadem cen aktiv v tomto roce. Druhým výrazným vlivem byl pochopitelně i ústup investorů (domácností) z pozic – je však otázka, do jakých typů ostatních aktiv bylo možné finanční majetek konvertovat, protože např. hodnota nemovitostí jako fixních aktiv v mnoha regionech světa rovněž významně ztrácela. Finanční majetek tak byl ve značné míře konvertován do alternativ financování či přímo držení hotovosti. Finanční majetek domácností v globální měřítku poklesl poprvé od roku 2001.

V roce 2008 se rovněž výrazně snížil počet domácností, které správcům svěřily finanční majetek v přepočtu z národních měn za více než milion USD – na zhruba 9 mil. proti 11 mil. v roce 2007, tj. o 18 %. V Severní Americe i v Evropě činil tento pokles v obou případech necelých 22 %.

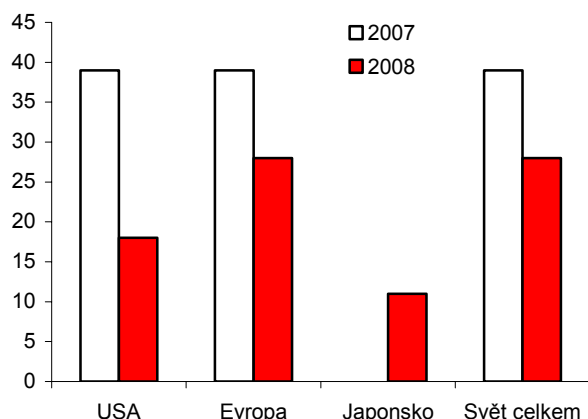
Mezi šesticí zemí s nejhustším výskytem domácností, jejichž finanční aktiva svěřená bankám a fondům převýšila v roce 2008 milion USD patřily Kuvajt, Sjednocené arabské emiráty a Katar.

Jediným regionem, který loni zbohatl, byla Latinská Amerika s přibližně tříprocentním růstem. Důvodem je, že tamní banky se příliš nepouštěly do obchodů s americkými vysoce rizikovými cennými papíry. Proto se tomuto regionu vyhnula finančně úvěrová krize.

Globální krize také vedla k částečnému zmenšení rozdílu mezi počty bohatých a méně bohatých klientů bank a fondů co se týká správy majetku – počet domácností se spravovaným finančním majetkem pod hranicí 100 tis. USD se meziročně zvýšil o 2 %, zatímco majetek těch nejbohatších (nad 5 mil. USD) o 21,5 % klesl.

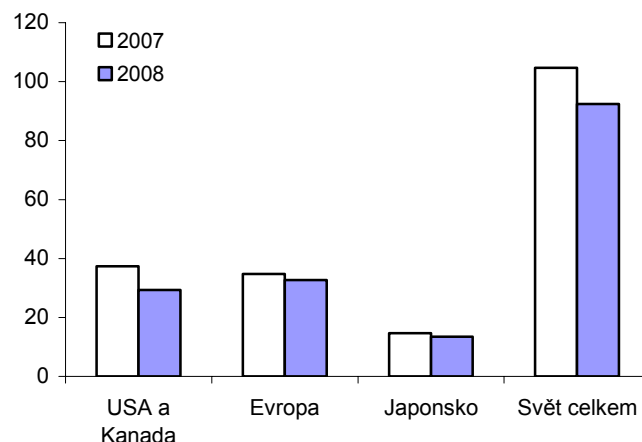
Významným zjištěním v souvislosti s bohatstvím domácností v podobě finančních aktiv v globálních proporcích byla v roce 2008 skutečnost, že objem těchto aktiv převýšil v Evropě (32,7 bil. USD) jejich tradičně vyšší objem v Severní Americe (29,3 bil. USD). Tuto změnu ovlivnil fakt, že pokles finančních aktiv evropských domácností byl mírnější (-6 %) než jejich pokles v Severní Americe (USA a Kanada), kde šlo o propad o více než pětinu (-21,5 %).

**Graf č. 11 Finanční majetek domácností v akcích** (v % z celkového majetku domácností, asset management bank a fondů)\*



\*pozn.: údaj za Japonsko v roce 2007 neuveden  
Pramen: Boston Consulting Group, vlastní propočty

**Graf č. 12 Hodnota spravovaného finančního majetku domácností v bil. USD** (asset management bank a fondů)



Pramen: Boston Consulting Group, vlastní propočty

### Teorie efektivních trhů a vývoj finanční krize

Na teorii efektivních trhů vzniklo celé jedno odvětví finančního průmyslu – finanční deriváty, jejichž ocenění čistě záviselo na předpokladu takřka dokonalého fungování efektivního trhu, tj. takového který okamžitě a beze zbytku zpracuje všechny dostupné informace (např. po zveřejnění čtvrtletních výsledků firmy se efekt během okamžiku projeví v cenách akcií). Předpoklad, že „burza vše racionálně a správně vyhodnotí“ byla brána vážně i v praxi a od 70. let minulého století vznikaly indexové podílové fondy a právě zmíněné deriváty. Paradoxně se však ukázalo, že čím více se trhy spoléhaly na svou efektivitu, tím méně efektivně fungovaly (tzv. „Lucasova kritika“ platila i pro sebe samotnou).

Robert Lucas v článku z roku 1976 publikoval myšlenku, která je nyní známa pod stručným označením „Lucasova kritika“. Lucas tvrdí, že v důsledku racionálních očekávání<sup>4</sup> ztrácejí osvědčené makroekonomické modely trvanlivost: co platilo dříve, v budoucnosti platit nemusí, navzdory robustním časovým řadám a použitým matematickým modelům. Byť tyto modely mohly být původně správné, jejich parametry se časem změnily až do stádia nepoužitelnosti. Lucasova kritika změnila v průběhu 80. a 90. let hospodářské politiky většiny vlád. Od původně velmi oblíbené keynesiánské stimulace se ustoupilo. Makroekonomie a hlavně ekonometrie ztratily na prestiži, když se ukázalo, že sofistikované modely nejsou fakticky schopny předpovídat budoucnost ani poskytovat politická doporučení. Pozornost ekonomů se začala obracet k mikroekonomickým otázkám a také k matematickým financím. Jenže i zde bylo ověřeno, že trvanlivost modelů není věčná.

Kapitálové trhy vyspělých zemí prošly od roku 1999 sérií euforických bublin a následných hlubokých propadů. Teorie efektivních trhů v cyklech eurofií a depresí během desetiletí platily jen během velmi krátké doby (mohla se počítat řádově v týdnech) – rozhodně nebylo tuto teorii možné použít pro vysvětlování těchto spekulativních bublin a iracionálních depresivních propadů<sup>5</sup>. Definitivně (empiricky) vyvrátila teorii efektivního trhu současná globální finanční krize (grafy 14 až 19). Další cestou ekonomické teorie jsou alternativní modely, neignorující davové chování, psychologii a iracionalitu účastníků trhu.

Co se samotného finančního sektoru týká, ukazuje se, že zejména zde je nutné obohatit modelový aparát pro řízení rizik, a to nejen ve sledování tržních, ale i kreditních rizik - opomíjena se zdá zejména komunikace výsledků modelování<sup>6</sup>, zapojení vrcholového managementu do jejich řízení a pravidelné ověřování

<sup>4</sup> Podle teorie racionálních očekávání reagují ekonomické subjekty (investoři, spekulativní investoři i domácnosti) na informace rozumně - dopředu uvažují např. s tím, jaké důsledky může mít daná hospodářská politika.

<sup>5</sup> Na jaře 2007 po prvních veřejných zprávách o krizi na hypotečním trhu USA ceny akcií prakticky vůbec nereagovaly – k poklesům došlo až teprve po půl roce (ještě pozdější byla reakce bank).

<sup>6</sup> Statistické techniky v modelování (ani jejich zlepšení) nemusí vždy správně odrážet potřeby obchodů přinést odpovídající tržní efekty. Na druhou stranu by specialisté na modely měli být schopni přetavit obchodní zadání do matematické optimalizace a vyvíjet modely v

výkonnosti modelů stranou nezávislou na jejich vývoji. Tento nedostatek je patrný i přesto, že většina bank již delší dobu aktivně modeluje podstupované kreditní riziko pomocí různých, často velmi sofistikovaných statistických technik a některé banky mají tyto modely schválené regulátorem i pro potřeby výpočtu kapitálové přiměřenosti.

V dobách růstu, kdy portfolio vykazuje nízkou míru rizikovosti, modelování na "optimistických" datech je stabilní a získané predikce se shodují s pozorovaným chováním, se obohacení modelů rizik výše zmíněnými doplněními nejví jako bezpodmínečně nutné. „Během hospodářského růstu, jehož jsme byli v minulých letech svědky, se nemusí zmíněné aspekty považovat za kritické. V době zhoršujících se ekonomických podmínek však absence zřetelně nastavených indikátorů, odpovědností a připravených scénářů, jak na zhoršení reagovat, výrazně ztěžuje odhady dopadů krize. Navíc ad hoc reakce v návaznosti na pozorované úvěrové ztráty již přichází pozdě a případné změny modelů nezvrátí negativní změny v chování portfolia“ (Prchal, 2009).

**Graf č. 13 Index Dow-Jones (v bodech)**

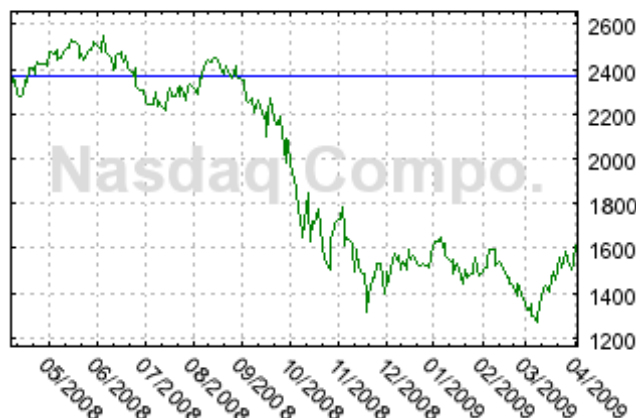
**Dow Jones** -1989.71 03.04.2009  
8 017.59 -19.88% 22:00



Pramen: [www.kurzy.cz](http://www.kurzy.cz)

**Graf č. 14 Index Nasdaq (v bodech)**

**Nasdaq Compo.** -742.96 03.04.2009  
1 621.87 -31.41% 22:00



Pramen: [www.kurzy.cz](http://www.kurzy.cz)

**Graf č. 15 Index Nikkei (v bodech)**

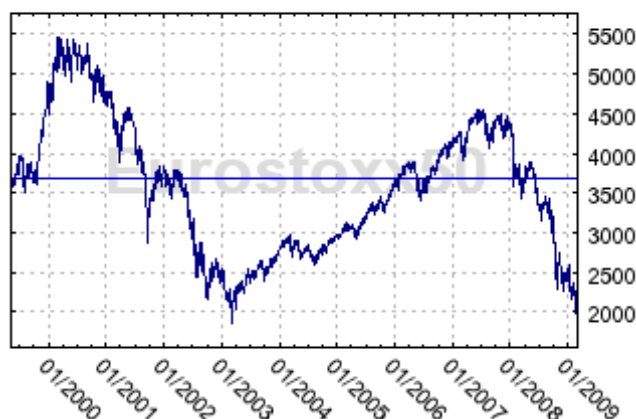
**Nikkei 225** -7584.94 03.04.2009  
8 749.84 -46.43% 07:00



Pramen: [www.kurzy.cz](http://www.kurzy.cz)

**Graf č. 16 Index Eurostoxx (v bodech)**

**Eurostoxx50** -1494.66 03.04.2009  
2 198.75 -40.46% 17:30



Pramen: [www.kurzy.cz](http://www.kurzy.cz)

souladu s jejich následným použitím (Boston Consulting Group, 2009). Součástí pravidelného reportování by mělo být rovněž vyhodnocení "varovných" signálů zhoršení vypovídací schopnosti modelu, případně zhoršení kreditní kvality portfolia (tamtéž).

Graf č. 17 Index Hang Seng (v bodech)



Pramen: www.kurzy.cz

Graf č. 18 Index PX (v bodech)



Pramen: www.kurzy.cz

## 6.2 Rizika a finanční stabilita

Za klíčové prvky, které ovlivní další rozvoj finančního sektoru, jsou považovány zejména formalizace řízení rizik a větší důraz na snahu o predikování rizika neočekávaných jevů a jejich dopadů. V reakci na globální finanční krizi vyúsťující v krizi ekonomickou navrhla Evropská unie vznik dvou nových institucí, které by měly pomoci udržet stabilitu globalizovaného finančního systému. Jde o European Systemic Risk Board, instituci orientovanou na včasné odhalení makroekonomických rizik pro finanční stabilitu a o European System of Financial Supervisors, která je zaměřena na dohledové a regulační otázky. Je však zřejmé – s ohledem na sílu současné krize - že dohledová činnost představuje jenom menší část celého problému. Mnohem závažnější je otázka, kdo a z jakých zdrojů pokryje náklady řešení této krize, což bývá především předmětem insolventní legislativy a nastavení systému pojištění vkladů. Navrhované změny v regulaci už neovlivní krizi, která vrcholí v roce 2009, ale až krizi příští.

Předpokládaná rizika, kterým finanční systém čelí a bude čelit jsou modelována možnými scénáři budoucího vývoje (zátěžovými testy je pak ověřováno, jaké zátěži bude schopen finanční sektor odolávat). Vzhledem k okolnosti, že důvěra ve stabilitu finančního systému v USA a Evropě i přes intervence vlád a uvolňování podmínek ze strany centrálních bank, případně použití méně konvenčních opatření, nebyla plně obnovena, lze i v ČR označit období několika následujících let za období výjimečně silných rizik – těmi je podle České národní banky např. pokles politické podpory pro fiskálně nákladná opatření potřebná pro stabilizaci bankovního sektoru v USA i dalších zemích. Riziková je rovněž snaha o změnu účetních standardů vedoucí k optickému vylepšení stavu bilancí finančních institucí, namísto přijetí opatření na vyčištění těchto bilancí. Jako jisté riziko se podle centrální banky ČR jeví i politické tlaky na okamžitou a zásadní celoevropskou změnu regulace finančních trhů.

Obecně tak déle trvající tlaky finančního trhu mohou způsobit větší zranitelnost finančního systému vůči vzniku jiných rizik (např. výraznější vývoj globálního úvěrového cyklu, prudké výkyvy kvůli globálním nerovnováhám nebo dopad volatilitních cen energií na finanční stabilitu).