

KRIZE VZNIKAJÍ V PODMÍNKÁCH NEODPOVĚDNOSTI: VLIV MORÁLNÍHO HAZARDU NA VZNIK FINANČNÍ KRIZE

JAN URBAN*

Příčiny hospodářských poklesů bývají spojovány se snížením soukromých i veřejných výdajů, zpravidla pod vlivem „hospodářského pesimismu“. Toto vysvětlení není zcela přesné. Nezahrnuje totiž výchozí příčiny, které k poklesu výdajů vedou. Prvotní příčinou krizí nejsou snížené výdaje firem, spotřebitelů či vlád, ale předchozí výdaje, které se ukázaly jako „špatné“.

„Špatné“ výdaje, které ke vzniku hospodářských krizí přispívají nebo je dokonce spouštějí, jsou výsledkem „špatných“ ekonomických rozhodnutí, soukromých i veřejných rozhodnutí, nejčastěji rozhodnutí týkajících se investic. Jde o rozhodnutí, která nevedla k očekávaným výsledkům či skončila ztrátou. Zvláště nepříznivé důsledky přinášejí v situacích, kdy firmy, spotřebitelé či vlády tyto výdaje financovaly ze značné části cestou úvěrů. Finanční ztráty a břemeno zadlužení, které lze jen obtížně splácet, nutí ekonomické subjekty k úsporám, jejichž ekonomický dopad většinou výrazně zesiluje chování bankovního sektoru. Ten v této situaci – z obavy před dalšími ztrátami – zpravidla tvorbu nových úvěrů výrazně omezuje.

Dlouhodobým řešením problémů, jejichž primární důvody jsou spjaty se špatnými investičními či úvěrovými rozhodnutími, není další zvyšování výdajů. To sice krátkodobě řeší následky, nikoli však skutečné příčiny krize. Prvotním příčinám krizí lze celit jen odstraněním faktorů, které ke špatným ekonomickým rozhodnutím přispěly.¹

1. PŘÍČINY ŠPATNÝCH ROZHODNUTÍ

„Špatná“ rozhodnutí ekonomických subjektů vznikají zpravidla v důsledku chybného posouzení nebo nedostatečného respektování rizik. V případě soukromých subjektů jde nejčastěji o rizika spojená s finančním investováním. Důvodem je,

* Autor pracuje jako vedoucí katedry národního hospodářství Právnické fakulty UK.

¹ Tuto skutečnost si velmi jasně uvědomoval již Tomáš Baťa, který ve svém vystoupení v roce 1932 prohlásil doslova: „V naší zemi je mnoho lidí, kteří se domnívají, že hospodářský úpadek lze sanovat penězi. Hrozím se důsledku tohoto omylu. Řešením je nepodporovat bankrotáře, nedělat dluhy, nevyhazovat hodnoty za nic...“ (viz BAŤA, T.: *Úvahy a projevy*. Zlín: Univerzita Tomáše Bati, 2002).

že posouzení rizik spojených s finančními „produkty“ je často obtížnější než u investic reálných.

Riziko jako takové k trhu patří. Úspěšnost ekonomických rozhodnutí, především těch dlouhodobějších, nelze totiž nikdy předem zcela odhadnout. V rozporu s občasnými představami to nedokážou ani vlády. Ochota firem a investorů podstupovat rizika je pro ekonomiku klíčová: je nositelem inovací, a tím i dlouhodobé růstové dynamiky. Soukromé subjekty, na které připadá většina investic, vedou přitom vlastní zájmy za „normálních okolností“ zpravidla k obezřetnosti. Jejich „špatná“ rozhodnutí mají proto spíše individuální povahu, a pro ekonomiku většinou nejsou problémem. Konkurenční trh je navíc dokáže poměrně rychle korigovat.

Ke vzniku krize dochází v situaci, kdy se špatná rozhodnutí ekonomických subjektů hromadí. Kumulované ztráty těchto subjektů mohou totiž vést k prodlouženým obdobím hospodářského pesimismu a s nimi spojeným poklesům souhrnné poptávky, tzv. „poptávkovým šokům“ schopným destabilizovat nejen jednotlivé trhy, ale i ekonomiku jako celek.

Zvýšený sklon ekonomických subjektů nerespektovat tržní rizika a přijímat rozhodnutí s vyšší pravděpodobností ztrát má většinou tři hlavní, „systémové“ příčiny.

Prvou tvoří levné úvěry, ke kterým dochází nejčastěji pod vlivem politiky centrální banky snažící se stimulovat hospodářský růst, ale i politiky komerčních bank usilujících o získání zákazníků. Nižší úrokové sazby přitom nejen podporují půjčky, ale vedou i ke snaze bank nabízet (v podmínkách nízkých depozitních sazeb) „výhodnější“ investiční produkty, zatížené však vyšší (a většinou ne zcela transparentní) mírou rizika.

Druhou příčinou nerespektování tržních rizik bývá mylná představa investorů, že růst cen určitých aktiv, například cenných papírů či nemovitostí, bude trvat velmi dlouho. Jde o situace „investičních bublin“, při kterých stádní chování investorů potlačuje jejich sklon k obezřetnosti. Na investiční bubliny by měly reagovat centrální banky, ty jsou však často pod tlakem politiků i silných investičních skupin, kterým umělý růst cen aktiv vyhovuje. Třetí příčinu tvoří relativně nová forma tržního selhání, které představuje tzv. morální hazard. Vzniká v situaci, kdy soukromé, ale i veřejné subjekty za svá špatná rozhodnutí nenesou (plnou) odpovědnost.

Za kumulací špatných rozhodnutí, které spustily poslední krizi, stály všechny tři příčiny. Důležitou úlohu v jejich rámci však sehrála především třetí z nich.

2. MORÁLNÍ HAZARD A JEHO PŘÍČINY

Důvodem snížené odpovědnosti soukromých subjektů při investičních či dalších rozhodnutích zpravidla není prudký úpadek morálky. Sklon ke zvýšeně rizikovému jednání je vyvolán skutečností, že případné negativní důsledky svého rozhodnutí mají možnost přenést na někoho jiného. Svou podstatou lze tak morální hazard označit jako situaci, kdy je zvýšeně rizikové rozhodování „dotováno“.

Tato možnost není zcela nová. V soukromé sféře byla poprvé zaznamenána v oblasti pojištění, a to (v Anglii) již v 17. století. Jejím typickým příkladem je pojištěnec, který se po uzavření pojistné smlouvy chová méně obezřetně, neboť následky svého riziko-

vého jednání plně nehradí. K dlouhodobě známým případům morálního hazardu patří i jednání najatého podnikového managementu, který přijímá riziková rozhodnutí, jejichž případné negativní důsledky nese sám jen omezeně. Jejich hlavní část nesou totiž vlastníci firmy, příp. její zaměstnanci. Před tímto rizikem oddělení vlastnictví a řízení firem varoval již *Adam Smith*.

K nejčastějšímu výskytu morálního hazardu dochází dnes ve finanční sféře. K příkladům patří jednání finančních zprostředkovatelů a „poradců“ doporučující svým klientům riziková investiční rozhodnutí, za jejichž nepříznivé finanční důsledky sami nenesou odpovědnost. Většinou na nich naopak vydělávají, a to i při fatální finanční ztrátě klienta. Morální hazard nesou i finanční instituce vytvářející investiční produkty vedoucí k „rozpojení vztahu“ mezi věřitelem a dlužníkem, nejčastěji v podobě tzv. sekuritizace aktiv. Jde o produkty, jejichž rizika se finanční instituce nesnaží nijak významně omezovat, mimo jiné proto, že potenciálním investorům nejsou jejich rizika dostatečně zřejmá.² Příkladem morálního hazardu ve finanční oblasti je však i jednání osob či firem žádajících o úvěr, jehož riziko znají jen ony samy.

3. MORÁLNÍ HAZARD VEŘEJNÉ POLITIKY

Historicky nejnovější (a nejnebezpečnější) forma morálního hazardu vzniká ve veřejné sféře. Je spojena s působením vlád, ale i mezinárodních organizací. Odráží situaci, kdy „pojištění“ finančních či dalších soukromých institucí proti rizikům, resp. odpovědnosti za vlastní rozhodování poskytuje přímo či nepřímo vláda.

Toto „pojištění“ přitom nemusí být (a většinou není) explicitní. Jedná se spíše o (většinou oprávněnou) víru ekonomických subjektů, že vláda v případě potřeby zakročí v jejich prospěch, a to i když se do svých problémů jednoznačně dostaly vlastním zaviněním.

Spoléhání na vládní „garance“ sklon k rizikovému či méně obezřetnému jednání posiluje. Zvýhodnění rizikového jednání se přitom děje vždy na úkor ostatních. Vzniká především u velkých či „systémově důležitých“ podniků a finančních institucí, které jsou tzv. *too-big-to-fail*.

Obdobný morální hazard vzniká i na mezinárodní scéně, a to u států spoléhajících na pomoc zvenčí, většinou ze strany nadnárodních organizací. Jeho typickým důsledkem je zadlužení vlád. Hlavním důvodem zadlužení Řecka a dalších zemí EU a s ním spjaté

² Jde o finanční praxi spočívající ve spojení různých forem smluvních dluhů, například hypoték domácností, komerčních hypoték, spotřebitelských úvěrů, závazků plynoucích z úvěrů u kreditních karet apod. a jejich prodání investorům ve formě „konsolidovaného dluhu“ či „kolateralizovaných hypotečních obligací“. Prostředky, které finanční instituce získávají z finančních nástrojů stojících za těmito cennými papíry (úroky od dlužníků) slouží jako zdroj prostředků k výplatám investorů; ti však současně nesou jejich rizika. Sekuritizace bankám přináší určitě výhody, především nižší cenu, kterou platí za získání kapitálu, protože tato aktiva jsou často považována za méně riziková. Pro investory je „výhodou“ diverzifikace rizika či vyšší likvidita těchto aktiv. Složitost těchto cenných papírů však vede k tomu, že investoři mají jen omezenou možnost hodnotit jejich rizika. Možnost bank přenášet svá úvěrová rizika na finanční investory vede navíc k tomu, že jako podkladová aktiva těchto cenných papírů slouží často aktiva podléhající značným cenovým výkyvům. Sekuritizace hypoték byla jedním z hlavních faktorů, který přispěl ke vzniku hypoteční krize v USA.

krize eurozóny nebylo euro jako takové, ale skutečnost, že EU nedala finančním trhům zavčas a dostatečně najevo, že zadluženým státům nepomůže. Kdyby to učinila, přestaly by finanční trhy Řecko půjčovat a problém jeho zadlužení by nevznikl.

Rozšíření morálního hazardu, tj. ztráty odpovědnosti za vlastní rozhodování, byl jedním z hlavních faktorů vzniku nedávné finanční a hospodářské krize. V jeho důsledku nebyly finanční trhy schopny efektivně alokovat finanční zdroje. Vládní pomoc neodpovědným subjektům, která k poklesu jejich odpovědnosti přispěla, vedla pak ke vzniku rozpočtových deficitů a vládních dluhů.

4. VÝCHODISKA Z MORÁLNÍHO HAZARDU

Morální hazard je v přímém rozporu s jedním z hlavních morálních i ekonomických argumentů ve prospěch tržní ekonomiky – argumentu, že trh vede k osobní odpovědnosti. Jeho řešení by proto mělo patřit k prioritám hospodářské politiky.

Řešením morálního hazardu v soukromé, především finanční sféře je regulace omezující možnost a motivaci přenášet rizika finančních operací na druhé, mimo jiné povinností finančních institucí své klienty o možných rizicích jejich investic plněji informovat. Finanční i další subjekty se této regulaci zpravidla brání s odkazem na možnost „soukromého řešení“ morálního hazardu. Toto řešení je však pro jednotlivé finanční subjekty většinou příliš drahé, a jejich vzájemná konkurence tak jeho zavádění brání. Ve prospěch regulace hovoří i skutečnost, že některé finanční operace (produkty), které finanční sektor ke snížení investičních rizik vyvinul, přinesly naopak jejich zvýšení (především finanční deriváty).

Regulatorní řešení však většinou není jednoduché. Regulace finančních trhů může totiž morální hazard naopak sama vytvářet. Je tomu tak například v situaci, kdy investoři důvěřující nově zavedené regulaci jsou ochotni v jejím důsledku více riskovat. Příkladem je veřejné pojištění bankovních vkladů, v jehož důsledku mohou být vkladatelé při volbě své finanční instituce méně obezřetní. Na trhu se pak ve vzájemné konkurenci mohou lépe prosazovat banky nabízející „výhodnější“, především však rizikovější produkty.

Řešení morálního hazardu veřejné politiky je neméně důležité. Je-li ztráta odpovědnosti za vlastní rozhodování jednou z příčin krize, neměla by vláda k této ztrátě přispívat. Řešením je zabránit vzniku očekávání (především na straně vlastníků a manažerů firem), že korporacím, které se v důsledku svých špatných rozhodnutí dostaly do problémů, vláda pomůže.

Toto řešení veřejné politiky pochopitelně přináší složitá dilemata. Rozhodování vlády ve prospěch velkých firem totiž velmi často vypadá jako nezbytná či rozumná pomoc bránící dominovému efektu. Téměř vždy je však politikou, která ekonomice z dlouhodobého hlediska škodí. Rozhodnutí ve prospěch záchrany korporací „usnadňuje“ často fakt, že náklady těchto záchranných operací jsou ze značné části skryté. Jejich méně viditelnou součástí je však zpravidla i prodloužení doby trvání krize a následná dlouhodobá krize veřejných rozpočtů vedoucí k nutnosti omezování výdajů a zvyšování daní.

Zásadním řešením morálního hazardu ve veřejné politice je zabránit politickému vlivu velkých korporací, především tomu, aby se mohly stát „*too-big to-fail*“. Stojí za připomenutí, že původní cíl protimonopolního zákonodárství nebyl jen chránit spotřebitele před omezováním soutěže, ale bránit tomu, aby příliš velké korporace ovlivňovaly rozhodování vlády.

CRISIS ARISE FROM CONDITIONS OF IRRESPONSIBILITY:
INFLUENCE OF MORAL HAZARD ON THE FINANCIAL CRISIS INCEPTION

Summary

The moral hazard and its influence on economy is discussed as well as the reasons for subjects to take risks. The doctrine too big to fail is shown as one of the reasons for moral hazard.

Key words: moral hazard, risk, too big to fail doctrine

Klíčová slova: morální hazard, riziko, doktrína too big to fail