

Patria Research Note

Hluběji pod povrch finanční krize: záplava úspor, globální nerovnováha a hypoteční krize

22. června 2009

Shrnutí:

- Poslední desetiletí minulého století přineslo do světové ekonomiky nový fenomén – výrazné zvýšení úspor v zemích východní a jihovýchodní Asie. Jedno z vysvětlení nabízí demografický vývoj a s tím související vytváření úspor.
- K vytváření vysokých úspor v Číně a zemích jihovýchodní Asie přispěla měnová krize v roce 1997, resp. proexportní a kurzová politika po této krizi.
- Běžné účty Číny a dalších asijských zemí díky této politice dosahují v posledním desetiletí výrazně kladných hodnot. Protiváhou se stal schodek běžného účtu v USA.
- Pozornost asijský úspor se obrátila zejména k největšímu, nejrozvinutějšímu a nejlikvidnějšímu finančnímu trhu – USA.
- Ke globální nerovnováze přispěl růst cen ropy. V prosinci 1998 stál barel lehké ropy z Texasu (WTI) necelých 11 dolarů. Loni na začátku července její cena překročila 145 dolarů z barel. S růstem cen ropy korespondují rostoucí přebytky běžných účtů zemí těžících a vyvážejících ropu. Tyto přebytky v posledních letech dokonce převyšovaly kladná salda asijských zemí. Petrodolary podobně jako asijské úspory směřují na likvidní finanční trhy.
- Polarizace finančních toků v podobě zvýšení přebytků běžného účtu na jedné straně a finančních investic na straně druhé vedla především k úvahám o přizpůsobení prostřednictvím devizových kurzů. Nicméně tektonický posun finančního kapitálu ani tak neovlivnil kurzy měn jako úrokové sazby.
- Pokles dlouhodobých úrokových sazeb s sebou přinesl dva efekty. Prvním z nich byla motivace ke zvýšení zadluženosti. Nejvíce se zvýšil objem hypoték a cenných papírů garantovaných GSE, které představují především sekuritizované hypotéky. Druhým efektem byla snaha investorů o hledání vyšších výnosů. Řada investorů podlela iluzi, že díky novým finančním instrumentům lze lépe diverzifikovat riziko a dosáhnout vyšších výnosů při nezměněném riziku.

Přečtěte si prosím důležité upozornění na konci tohoto reportu.

ECONOMICS

David Marek
chief economist
E-mail: marek@patria.cz
Tel: +420 221 424 115

Tomáš Vlk
economist
E-mail: vlk@patria.cz
Tel: +420 221 424 139

EQUITY RESEARCH

Bohumil Trampota
analytik
E-mail: trampota@patria.cz
Tel: +420 221 424 149

Jiří Fišer
analytik
E-mail: fiser@patria.cz
Tel: +420 221 424 128

Patria Finance, a.s.
Jungmannova 24, 110 00 Prague 1
www.patria.cz

- Selhání mnoha MBS, ABS a CDO odhalilo, že se žádné investiční perpetuum mobile nekoná. Následná finanční krize přinesla mnoha investorům vysoké ztráty. V červnu 2009 dosáhla celková hodnota ztrát téměř 1,5 bilionu dolarů.
- Základními kameny řešení finanční krize se staly částečné znárodnění bankovního sektoru v USA i Evropě, mimořádně uvolněná měnová politiky a rozsáhlé fiskálních stimulů. „Deleveraging“ soukromého sektoru (bank a domácností) probíhá na pozadí rychlého růstu veřejného dluhu (leveraging). Nicméně i nadále přetrvává jedna ze základních příčin finanční krize, přebytek úspor na jedné straně a globální ekonomická nerovnováha v zahraničním obchodu na straně druhé.
- Řešení vyžaduje zvýšení míry úspor, zpomalení dlouhodobého tempa růstu ekonomiky a snížení inflace v USA a dalších vyspělých zemí a změnu kurzové politiky, snížení míry úspor a zvýšení domácí míry investic v zemích východní a jihovýchodní Asie a zemích vyvážejících ropu.
- Pokud se tak nestane, je jen otázkou času, kdy se nemoc záplavy úspor a globální nerovnováhy projeví jinou formou katarze.

Současná finanční krize má mnoho vysvětlení. Některá se zaměřují na chybné institucionální uspořádání, roli regulace a ratingových agentur. Jiná poukazují na problém originace a sekuritizace dluhových instrumentů. Další se zabývají šířením nákazy v globálně propojeném finančním světě v regionálním měřítku i celém spektru finančních nástrojů. Z finančního sektoru se krize přelila do reálné ekonomiky a smyčkou se vrací znovu do finančního sektoru přes zhoršení úvěrových portfolií v zemích a produktech krizí původně nezasažených.

Nicméně finanční krizi lze zasadit do širšího makroekonomického rámce. Lze vystopovat spojitost mezi hypoteční krizí a jiným široce diskutovaným tématem – globální nerovnováhou. Kořeny současné finanční krize tak sahají hlouběji, než se na první pohled zdá. Hypotézu „přebytku úspor“ (saving glut) vztahující zvyšování vnějších ekonomických nerovnováh s disbalancí úspor vyslovil již před čtyřmi lety současný šéf Fedu Ben Bernanke. Tehdy sice sdílel přesvědčení, že lze tyto procesy korigovat postupnou cestou, varoval ovšem před rizikem bouřlivějšího přizpůsobení. Pozornosti se této hypotéze dostává i nyní při hledání skutečných příčin a nápravy současné finanční krize.

Asijské úspory

Poslední desetiletí minulého století přineslo do světové ekonomiky nový fenomén – výrazné zvýšení úspor v zemích východní a jihovýchodní Asie.

ÚSPORY, INVESTICE A BĚŽNÝ ÚČET (% HDP)

Čína			
	1987	1997	2006
hrubé národní úspory	37,3	41,8	53,8
hrubá tvorba kapitálu	37,3	37,9	44,4
saldo běžného účtu	0,0	3,9	9,4
Korea			
	1984	1994	2004
hrubé národní úspory	28,6	36,3	34,3
hrubá tvorba kapitálu	30,3	37,0	30,2
saldo běžného účtu	-1,4	-1,0	4,1
Thajsko			
	1987	1997	2007
hrubé národní úspory	27,2	32,8	32,0
hrubá tvorba kapitálu	27,9	33,7	29,9
saldo běžného účtu	-0,7	-2,1	2,2
Malajsie			
	1987	1997	2007
hrubé národní úspory	28,7	37,0	36,2
hrubá tvorba kapitálu	20,9	43,0	23,1
saldo běžného účtu	7,9	-5,9	14,3
Indonésie			
	1987	1997	2007
hrubé národní úspory	26,8	29,0	26,1
hrubá tvorba kapitálu	30,2	31,8	24,9
saldo běžného účtu	-2,8	-4,6	2,5
Filipíny			
	1987	1997	2007
hrubé národní úspory	17,1	19,9	29,5
hrubá tvorba kapitálu	17,5	24,8	15,0
saldo běžného účtu	-1,3	-5,3	4,5
Svět			
	1987	1997	2007
hrubé národní úspory	22,8	22,7	24,4
hrubá tvorba kapitálu	-	22,8	23,7

Zdroj: Světová banka

V Číně dosahují hrubé národní úspory téměř 54 procent HDP. Pro srovnání celosvětový průměr činí 24 procent,

v USA dosahují úspory 12 procent a eurozóna vytváří úspory ve výši 22 procent HDP.

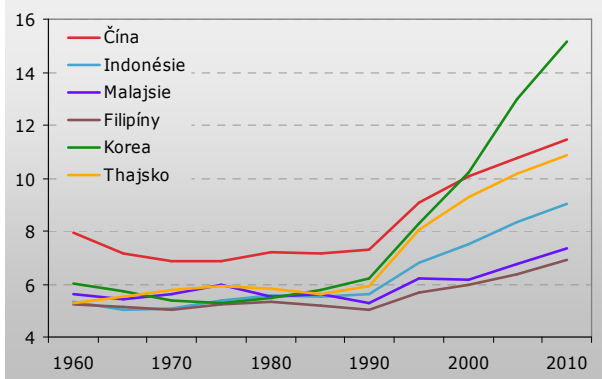
Vysoká míra úspor bývá zdůvodňována řadou faktorů. Mezi nimi je například nedostatečná nabídka finančních služeb, kdy si lidé nemohou pořizovat bydlení či spotřební věci na dluh, ale musí si na ně nejdříve ušetřit.

Mezi dalšími důvody bývá uváděna absence dostatečné sociální záchytné sítě s nutností vytvářet opatrnostní úspory pro případ ztráty zaměstnání či nemoci.

Někdy je zmiňován i vliv kulturních faktorů, resp. konfucianské morálky. Kapitalismus zformovala protestantská morálka a konfucianismu bývá přisuzován vliv na ekonomický vývoj ve východní Asii.

Nicméně kultura a morálka se nemění z roku na rok a dokonce ani z desetiletí na desetiletí. Prozaičtější vysvětlení nabízí demografie. Při absenci či relativně malém významu průběžného financování si musí lidé v souladu s teorií celoživotní spotřeby vytvářet v produktivním věku úspory. V případě Číny tento faktor posílila politika jednoho dítěte, jež vedla k ostrému zlomu v míře demografické závislosti (poměr počtu osob ve věku 65 let a starších vůči populaci ve věku 15-64 let).

DEMOGRAFICKÁ MÍRA ZÁVISLOSTI



Zdroj: OSN

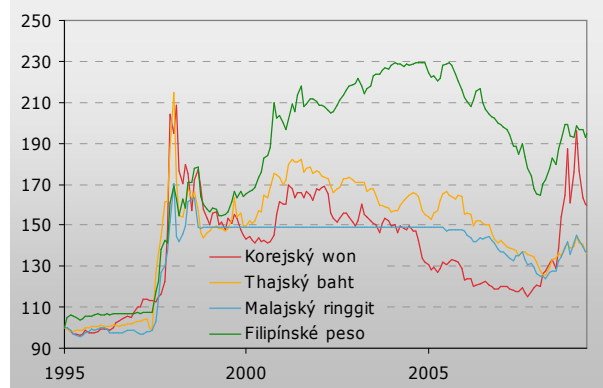
Z grafu je ovšem patrné, že jde o širší fenomén zasahující celý region. V Koreji a Thajsku došlo v posledních dvaceti letech k ještě výraznějšímu posunu míry závislosti než v Číně.

Vysoké úspory dlouho nepředstavovaly problém z hlediska globálních relací, neboť tyto úspory absorbovala investiční aktivita v zemích tohoto regionu. V polovině 90. let byla ve všech zemích regionu s výjimkou Číny hrubá tvorba kapitálu vyšší než domácí úspory.

Dědictví asijské krize

Investiční boom v zemích jihovýchodní Asie dosáhl v polovině 90. letech minulého desetiletí takové intenzity, že se výrazně zhoršila makroekonomická rovnováha v řadě zemí tohoto regionu. Všechny země se potýkaly se schodky běžného účtu platební bilance, rychle rostoucími zahraničními dluhy v relaci k HDP a některé také se zvýšenou inflací. Až dosud vše odpovídá ekonomické teorii. Rozvíjející se země, které konvergují k vyspělejším ekonomikám, musí investovat do kapitálového vybavení a při nedostatku vlastních úspor, dováží kapitál a dosahují deficitního běžného účtu. Touto fází si prošla (a částečně stále prochází) také střední Evropa. Vnější nerovnováha má ovšem v případě malých otevřených ekonomik své meze. A tu země jihovýchodní Asie překročily.

KURZY ASIJSKÝCH MĚN (1995=100)



Zdroj: Bloomberg

Rozhodnutí thajské vlády uvolnit pevnou vazbu své měny na dolar a přejít k volně plovoucímu kurzu se stalo roznětkou k hluboké měnové krizi a recesi v regionu. Nákaza tehdy zasáhla i Českou republiku, která byla pod tlakem finančního trhu také donucena změnit svůj kurzový režim.

Po zotavení z krize přistoupily postižené asijské země k jiné hospodářské politice. Jejím pilířem se stalo zvýšení exportní výkonnosti, které má zamezit

opakování měnové krize způsobené nadměrnou vnější nerovnováhou. Jedním z nástrojů proexportní politiky je udržování devizového kurzu na úrovni, která zabezpečuje rychlý růst vývozu.

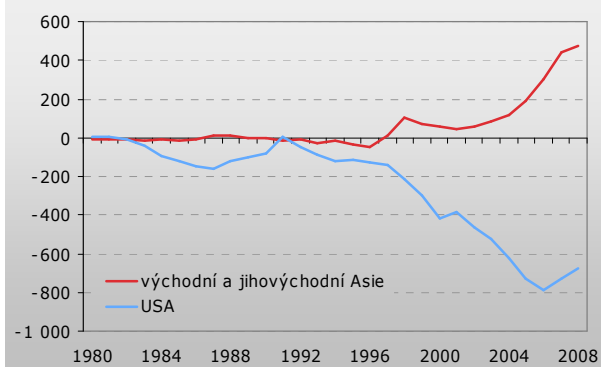
Měny těchto zemí jsou i nyní na slabších úrovních než před krizí před dvanácti lety, a to navzdory výraznému zvýšení ekonomické úrovně a konvergenci k USA, Japonsku a dalším zemím.

Kurzy měn zemí východní Asie lze porovnat s úrovní jejich ekonomiky. Pokud použijeme data ze srovnávacího programu Světové banky (International Comparison Program), zjistíme statisticky prokazatelný vztah mezi cenovou hladinami a ekonomickou úrovní (měřeno buď v relaci k HDP na obyvatele nebo pracovní sílu, případně v poměru k hrubému národnímu důchodu na osobu). Pokud bychom aplikovali tento teoretický zjištěný vztah na cenové hladiny východoasijských ekonomik, zjistili bychom, že indonéská rupie byla v roce 2005 reálně podhodnocena o 2,1 procenta, korejský won o 6,9 procenta, thajský baht o 20,4 procenta, a malajský ringgit dokonce o 23,6 procent.

K zemím jihovýchodní Asie se připojila Čína. Poučena negativní zkušeností svých sousedů přistoupila také Čína ke kurzové politice stimulující rychlé zvyšování vývozu. Čínský jüan byl podle výše uvedené metriky v roce 2005 reálně podhodnocen o 4 procenta.

Běžné účty Číny a dalších asijských zemí díky této politice dosahují v posledním desetiletí výrazně kladných hodnot. Protiváhou se stal schodek běžného účtu v USA, které absorbují největší část asijského vývozu.

BĚŽNÝ ÚČET PLATEBNÍ BILANCE (MLD. USD)



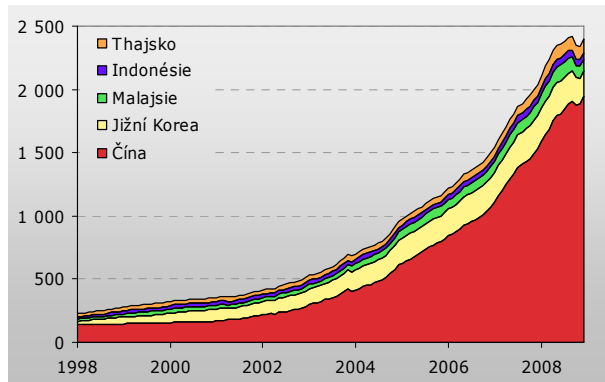
Zdroj: MMF

Obrát k výrazným přebytkům běžného účtu způsobil, že se země z jihovýchodní a východní Asie změnily z dovozců kapitálu na jejich vývozce. Vzhledem k vysoké míře úspor a rychle rostoucímu výkonu těchto ekonomik se jedná o značný objem kapitálu i v celosvětovém měřítku. Pozornost asijský úspor se obrátila zejména k největšímu, nejrozvinutějšímu a nejlikvidnějšímu finančnímu trhu – USA.

Proexportní politika s sebou přináší potřebu devizových intervencí udržujících kurz v žádoucích mezích. Od začátku roku 1998 do konce roku 2008 se devizové rezervy Číny, Korey, Thajska, Indonésie a Malajsie zvýšily desetinásobně. Nejvýraznější nárůst v absolutním i relativním měřítku zaznamenala Čína, zvýšení o stovky procent se ale týká všech zemí regionu. Vedle úspor domácností a firem dochází také ke zvyšování úspor ve formě devizových rezerv.

Čína na konci loňského roku investovala ve světě 2,9 bilionu dolarů, z toho 169 miliard činily přímé investice, 252 miliard portfoliové investice, 533 miliard operace čínských bank a 1966 miliard rezervy centrální banky (devizové rezervy, zlato a SDR).

DEVIZOVÉ REZERVY (MLD. USD)



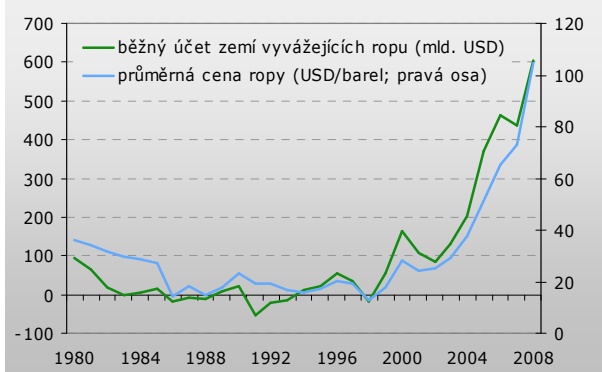
Zdroj: Bloomberg

Rychle rostoucí devizové rezervy byly centrálními bankami Číny a dalších zemí východní Asie investovány především do likvidních dolarových aktiv. Oficiální informace o struktuře čínských devizových rezerv nejsou k dispozici, ale podle odhadů by 70 procent měla tvořit dolarová aktiva, zejména státní dluhopisy a dluhopisy státních agentur Fannie Mae a Freddie Mac. Ke konci dubna letošního roku držela Čína americké státní dluhopisy v objemu 763,5 miliardy dolarů, tj. 23 procent z celkového objemu emitovaných dluhopisů.

Černé zlato

Období po měnové krizi v jihovýchodní Asii se shoduje s dobou, kdy vytrvale stoupala cena ropy. V prosinci 1998 stál barel lehké ropy z Texasu (WTI) necelých 11 dolarů. Loni na začátku července její cena překročila 145 dolarů z barel. S růstem cen ropy koresponduje vnější bilance zemí těžících a vyvážejících ropu, jak je patrné z grafu, kde je uvedena souhrnná hodnota salda běžného účtu Bruneje, Iráku, Íránu, Kuvajtu, Libye, Nigerie, Norska, Kataru, Ruska, Saúdské Arábie, Spojených Arabských Emirátů a Venezuely.

ROPA A BĚŽNÝ ÚČET ZEMÍ VYVÁŽEJÍCÍCH ROPU



Zdroj: MMF, IEA

Přebytky běžného účtu zemí vyvážejících ropu v posledních letech dokonce převyšovaly kladná salda asijských zemí. Jihovýchodní a východní Asie vyváží levnou pracovní sílu (obsaženou v exportované produkci), Blízký východ, Rusko a další ropné země vyváží své černé zlato. Petrodolary podobně jako asijské úspory směřují na likvidní finanční trhy. Příkladem mohou být investice arabských států ve finančním sektoru v USA a Velké Británii.

Desetiletí levných peněz

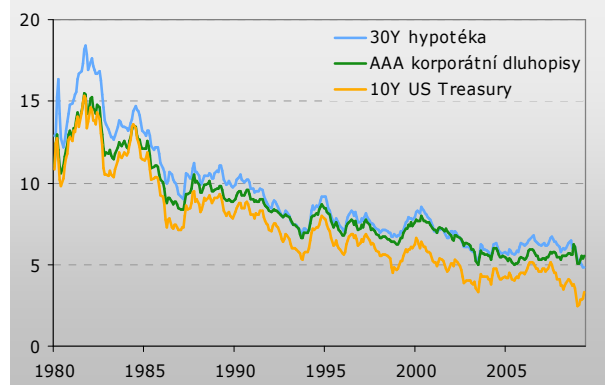
Polarizace finančních toků v podobě zvýšení přebytků běžného účtu na jedné straně a finančních investic na straně druhé vedla především k úvahám o přizpůsobení prostřednictvím devizových kurzů. Jedním z hlavních témat pro finanční trhy bylo riziko kolapsu dolaru. Nicméně tektonický posun finančního kapitálu ani tak neovlivnil kurzy měn jako úrokové sazby.

V posledních 25 letech se výrazně snížily výnosy státních dluhopisů a dalších dluhových instrumentů v USA. V 80. a 90. letech k tomu výrazně přispěl pokles

inflace a inflačních očekávání. V posledním desetiletí jde ale především o pokles reálných výnosů a úrokových sazeb. K tomu přispěly právě investice zemí východní Asie a zemí vyvážejících ropu.

Klesající výnosy státních dluhopisů ovlivnily trh s korporátními dluhopisy a úrokové sazby úvěrů včetně hypoték. K tomuto vývoji se váže slavná poznámka Alana Greenspan o neobvyklém vývoji dlouhodobých úrokových sazeb (Greenspanovo conundrum). Fed začal v polovině roku 2004 zvyšovat svou sazbu na federální fondy a do února 2005 ji zvýšil celkem o 150 bazických bodů. Výnos desetiletého státního dluhopisu ve stejném období klesl z 4,73 na 4,17 procenta.

VÝNOSY A ÚROKOVÉ SAZBY V USA (%)



Zdroj: Fed

Pokles dlouhodobých úrokových sazeb s sebou přinesl dva efekty. Prvním z nich byla motivace ke zvýšení zadluženosti. Objem dluhových instrumentů se v USA v letech 1998 až 2007 více než zdvojnásobil a dosáhl téměř 50 bilionů dolarů. Nejvíce se zvýšil objem hypoték a cenných papírů garantovaných GSE (Fannie Mae, Freddie Mac a Ginnie Mae), které představují především sekuritizované hypotéky. Objem hypoték se v uvedeném desetiletí téměř ztrojnásobil, objem cenných papírů garantovaných GSE se více než zdvojnásobil. Data ukazují, že právě v oblasti dluhového financování nemovitostí došlo k vytvoření největší dluhové bubliny.

Druhým efektem byla snaha investorů o hledání vyšších výnosů. Řada investorů přitom ale podlela iluzi, že díky novým finančním instrumentům lze lépe diverzifikovat riziko a dosáhnout vyšších výnosů při nezměněné míře rizika. Jinými slovy, uvěřili iluzi, že vztah, který je v pozadí modelu oceňování kapitálových

aktiv, přestal platit. Právě proto se nástrojem zkázy staly sekuritizované hypotéky.

OBJEM DLUHOVÝCH INSTRUMENTŮ V USA			
mld. USD	1998	2008	změna
Celkový objem dluhu	23 424	49 614	26 191
krát. korp. dluhopisy	1 173	1 785	612
státní dluhopisy	7 044	5 299	-1 745
cenné papíry GSE	3 321	7 558	4 238
municipální dluhopisy	1 403	2 657	1 254
firemní dluhopisy	4 175	10 803	6 628
bankovní úvěry	1 315	2 108	793
ostatní úvěry	1 172	2 128	956
hypotéky	5 712	14 733	9 021
spotřebitelské úvěry	1 430	2 543	1 113

Zdroj: Fed

Selhání mnoha MBS, ABS a CDO odhalilo, že se žádné investiční perpetuum mobile nekoná. Následná finanční krize přinesla mnoha investorům vysoké ztráty. V červnu 2009 dosáhla celková hodnota ztrát téměř 1,5 bilionu dolarů.

Masivní příliv kapitálu ovšem nepokřivil pouze finanční trh tím, že směřoval především do dluhových instrumentů, a zejména státních dluhopisů a hypotečních derivátů. Pokřivil také reálnou ekonomiku. Díky přílivu zájmu investorů o sekuritizované hypotéky došlo k expanzi stavebního sektoru, která by se jinak nekonala.

Finanční krize jako korekce symptomu, nemoc však trvá

O globální nerovnováze se mluví již několik let. Obvykle se v souvislosti s ní mluvilo o možném kolapsu dolaru. Místo toho přišla finanční krize v oblasti dluhových instrumentů.

Základními kameny řešení finanční krize a jejích následků se staly vládní zásahy v podobě částečného znárodnění bankovního sektoru v USA i Evropě, mimořádně uvolněné měnové politiky a rozsáhlých fiskálních stimulů. „Deleveraging“ soukromého sektoru (bank a domácností) probíhá na pozadí rychlého růstu veřejného dluhu (leveraging).

Nicméně jedna ze základních příčin finanční krize, globální ekonomická nerovnováha v zahraničním obchodu i na straně finančních toků zůstává. V blízké

budoucnosti tak může způsobit novou krizi v jiné oblasti.

Vnější nerovnováha má teoreticky tři možnosti řešení – vyrovnávací mechanismy: důchodový, cenový a kurzový.

Současná finanční krize přivedla USA do recese, zatímco čínská ekonomika nadále roste. V tomto kontextu je možné současnou finanční krizi chápat jako součást důchodového vyrovnávacího procesu. Vedle krátkodobého kolísání HDP ale musí dojít ke strukturálnímu posunu. To má své implikace pro finanční trhy. Makroekonomické prognózy, na ně navazující odhady firemních bilancí a valuace akcií by měly tuto skutečnost zohledňovat. Svět po finanční krizi nebude stejný jako před ní.

V pozadí problémů je disproporce v mírách úspor. Její korekce představuje jednu z možností důchodového vyrovnávacího procesu. USA by ideálně měly zvýšit svou míru úspor, Čína a další země snížit.

Z pohledu makroekonomické teorie lze situaci popsat tak, že se obě země odchýlily od zlatého pravidla pro spotřebu a úspory. Podíl spotřeby a úspor/investic podle zlatého pravidla je takový, že maximalizuje současnou i budoucí spotřebu. Vedle suboptimálního vývoje ekonomiky a spotřeby, má odchylka od zlatého pravidla v otevřené ekonomice další následky. Současná finanční krize je příkladem.

Masivní fiskální stimul čínské vlády zapadá do tohoto kontextu, neboť představuje snížení míry úspor. Naopak USA bude potřebovat zvýšení míry úspor a substituce soukromého dluhu veřejným zadlužením není řešením. USA si nebudou moci dovolit pokračovat v rozsáhlé expanzivní fiskální politice, aniž by riskovaly zažehnutí další dluhové krize – tentokrát na úrovni státních dluhopisů.

USA i další vyspělé země budou muset výrazně zvýšit své míry úspor také s ohledem na očekávané dopady stárnutí populace. Pokud k tomu dojde, sníží se i vnější ekonomické nerovnováhy. Z demograficko-ekonomického pohledu by se dalo říci, že zatímco asijské země se začaly připravovat na své stárnutí, vyspělé země k tomu přistupují vlažněji a výsledkem se stala hypoteční bublina v USA (a několika dalších zemích) s následnou rozsáhlou finanční krizí.

Změnu v míře úspor na obou stranách může podpořit změna struktury daňového systému. Zatímco spotřební daně zvyšují míru úspor, daně z kapitálových výnosů mají tendenci ji naopak snižovat.

Pokud by měla korekce přijít v podobě cenového vyrovnávacího mechanismu, musela by proběhnout v formě zvýšené inflace v zemích s přebytky běžného účtu a nižší inflace v zemích s deficitem (krajní variantou je deflace v těchto zemích). Tento mechanismus je slučitelný s důchodovým vyrovnávacím mechanismem, tj. oba procesy budou pravděpodobně probíhat zároveň: USA se po zotavení začnou vracet k pomalejší rostoucímu potenciálnímu produktu než před finanční krizí a doprovázet je bude nižší inflace.

Třetí cesta představuje kurzový vyrovnávací mechanismus. To by ale znamenalo změnu dosavadního přístupu v měnové politice zemí východní a jihovýchodní Asie. Čína nyní používá kurzový režim v podobě posuvného zavěšení na dolar. Thajsko, Malajsie a Indonésie mají řízený floating. Jen Korea má oficiálně nezávisle plovoucí kurz. Devítinásobné zvýšení devizových rezerv v posledním desetiletí ovšem nesvědčí o zcela nezávislém, volném pohybu kurzu.

Podobně by měly zareagovat země vyvážející ropu. Pevně fixované měny na dolar mají Bahrajn, Omán, Katar, Saúdská Arábie, Spojené Arabské Emiráty i Venezuela. Libye také používá fixní kurz ovšem s vazbou na koš měn. Irák používá posuvné zavěšení na dolar, Írán posuvné zavěšení na koš měn.

Reálné posílení měn zemí východní a jihovýchodní Asie a zemí vyvážejících ropu by vedlo ke změně cenových relací, tj. zlevnění dovozu, což by mohlo pomoci ke snížení míry úspor a korekci vnějších nerovnováh.

Všechny uvedené procesy mohou probíhat zároveň: zvýšení míry úspor, zpomalení dlouhodobého tempa růstu ekonomiky a snížení inflace v USA a dalších vyspělých zemí a změna kurzové politiky, snížení míry úspor a zvýšení domácí míry investic v zemích východní a jihovýchodní Asie a zemích vyvážejících ropu.

Pokud se tak nestane, je jen otázkou času, kdy se nemoc globální nerovnováhy projeví jinou formou katarze.

Reference:

Bernanke B. S.: The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. Federalreserve.gov, březen 2005

Greenspan A.: Testimony Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs. U.S. Senate. 16. březen 2005

Krugman P.: Revenge of the Glut. New York Times, 1. březen 2009

Wolf M.: Villains and Victims of Global Capital Flows. Financial Times, 12. červen 2007

Bracke T. a Fidora M.: Global liquidity glut or global savings glut? European Central Bank, Working Paper Series No 911, červen 2008

Legg A., Prasad N. a Robinson T.: Global Imbalances and the Global Saving Glut – A Panel Assessment Data. Research Discussion Paper 2007-11, Reserve Bank of Australia, listopad 2007

KBC Securities NV

Havenlaan 12
Avenue du Port
1080 Brussel
Belgium
regulated by CBFA

KBC Securities French Branch

Le Centorial
18, rue du Quatre Septembre
75002 Paris
France
regulated by AMF

KBC Securities NV Polish Branch

Kredyt Bank SA
ul. Chmielna 85/87
00-805 Warszawa
Poland
regulated by CBFA

Patria Finance, a.s.

Jungmannova 24
110 00 Praha 1
Czech Republic
regulated by ČNB

KBC Financial Products USA Inc.

140 East 45th Street
2 Grand Central Tower
NY 10017-3144 New York, USA
regulated by NASD

KBC Financial Products UK Limited

111 Old Broad Street
London
UK
regulated by FSA

KBC Securities Hungarian Branch

Vigadó tér 1
1051 Budapest
Hungary
regulated by HFSA

KBC Securities Romania SSIF

S-Park, A2 Building
Strada Tipografilor 11-15
Bucuresti - Sektor 1
Romania

Právní upozornění

Tento dokument je vydán v České republice společností Patria Finance, a.s., licencovaným obchodníkem s cennými papíry, regulovaným Českou národní bankou a členem Burzy cenných papírů Praha a.s. Při jeho tvorbě nebo šíření Patria Finance, a.s. nepostupovala podle požadavků zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu upravujících pravidla pro analýzu investičních příležitostí nebo investiční doporučení.

Informace zde uveřejněné jsou získávány z několika důvěryhodných zdrojů. Přesto, že byl tento dokument připravován v dobré víře, nemůže Patria Finance, a.s. přijmout odpovědnost a zaručit úplnost nebo přesnost informací zde uvedených s výjimkou údajů vztahujících se k Patrii Finance, a.s. Tento dokument sděluje názor Patrie Finance, a.s. ke dni zveřejnění a může být změněn bez předchozího upozornění. Úspěšné investice v minulosti neindikují příznivé výsledky do budoucna. Tento dokument nepředstavuje v žádném případě nabídku k nákupu či prodeji investičních nástrojů. Investiční nástroje nebo strategie zde zmíněné nemusí být vhodné pro každého investora. Názory a doporučení zde uvedené neberou v úvahu situaci a osobní poměry jednotlivých investorů, jejich

finanční situaci, znalosti, zkušenosti, cíle nebo potřeby a jejich záměrem není doporučit konkrétní investiční nástroje nebo strategie konkrétním investorům. Zákazníci jsou povinni se o vhodnosti investic do jakýchkoli investičních nástrojů zde uvedených rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného nebezpečí a rizik, jejich vlastní investiční strategie a vlastní právní, daňové a finanční situace.

Hodnota či cena jakýchkoliv zde uvedených investic se může měnit. V souladu s tím mohou investoři získat prostředky menší než byla jejich původní investice. Úspěšné investice v minulosti nezaručují příznivé výsledky do budoucna. Hodnota či příjem z jakýchkoli zde uvedených investic se může měnit anebo být ovlivněna změnami směnných kurzů.

Podrobnější informace o Patria Finance, a.s., poskytovaných investičních službách, investičních nástrojích a souvisejících rizicích a opatřeních na ochranu majetku naleznete na internetových stránkách Patria Finance, a.s. zde <http://www.patria-finance.cz/MiFID/>.