

Masarykova univerzita
Ekonomicko-správní fakulta
Studijní obor: Finanční podnikání



FINANČNÍ KRIZE V USA A JEJÍ PŘÍČINY

The financial crisis in the U.S. and its causes

Diplomová práce

Vedoucí práce:
Ing. Boris ŠTURC, CSc.

Autor:
Václav MAREŠ

Brno, 2011

**Masarykova univerzita
Ekonomicko-správní fakulta**

Katedra financí

Akademický rok 2010/2011

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Pro: MAREŠ Václav
Obor: Finanční podnikání
Název tématu: FINANČNÍ KRIZE V USA A JEJÍ PŘÍČINY
The financial crisis in the U.S. and its causes

Zásady pro vypracování

Problémová oblast:
Finanční krize v USA

Cíl práce:
Analýza vzniku finanční krize v USA a jejích příčin.

Postup práce a použité metody:
Studium literatury, analýza příčin vzniku finanční krize v USA a možnosti její eliminace.

Rozsah grafických prací: předpoklad cca 10 tabulek a grafů

Rozsah práce bez příloh: 60 – 70 stran

Seznam odborné literatury:

HOLMAN, ROBERT. *Americká finanční krize: hrozba pro světovou ekonomiku?: sborník textů*. Edited by Václav Klaus - Marek Loužek. Vyd. 1. Praha: CEP Centrum pro ekonomiku a politiku, 2008. 87 s. ISBN 978-80-86547-65.

MENŠÍK, JOSEF. *Dopady finanční krize*. In *MendelNet 2001*. Brno: Konvoj a Mendelova zemědělská a lesnická univerzita v Brně, 2001. s. 31-35. ISBN 80-7302-024-6.

FOSTER, JOHN BELLAMY - MAGDOFF, FRED. *Velká finanční krize: příčiny a následky*. Translated by Radovan Baroš. 1. české vyd. Všeň: Grimmus, 2009. 156 s. ISBN 978-80-902831-1.

MORRIS, CHARLES R. *Ztracené bilióny dolarů: levné peníze, rozhazování a velká finanční krize*. Translated by Tereza Stratilová. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009. 212 s. ISBN 978-80-251-2526.

Související webová stránka: <http://www.imf.org>, <http://www.cnb.cz>, <http://www.ecb.int>, <http://www.federalreserve.gov>, <http://www.banque-france.fr>

Vedoucí diplomové práce: Ing. Boris Šturc, CSc.

Datum zadání diplomové práce: 5. 3. 2010

Termín odevzdání diplomové práce a vložení do IS je uveden v platném harmonogramu akademického roku.

.....
vedoucí katedry

.....
děkan

V Brně dne 5. 3. 2010

Jméno a příjmení autora: Václav Mareš
Název diplomové práce: Finanční krize v USA a její příčiny
Název práce v angličtině: The financial crisis in the U.S. and its causes
Katedra: Katedra financí
Vedoucí diplomové práce: Ing. Boris Šturc, CSc.
Rok obhajoby: 2011

Anotace

Předmětem diplomové práce „Finanční krize v USA a její příčiny“ je analýza příčin a souvislostí, které vedly ke vzniku finanční krize, společně s řešeními, které mají dopady krize zmírnit a odvrátit opakování podobné krize v budoucnosti. Samotná práce je rozdělena na čtyři hlavní kapitoly. První kapitola se zabývá definováním finanční krize a poskytuje stručný pohled do historie finančních krizí. Druhá kapitola popisuje události, které se odehrály před propuknutím finanční krize a které měly na krizi nepřímý vliv. Třetí kapitola analyzuje hlavní příčiny, které vzniku krize bezprostředně předcházely a měly na něj zásadní vliv. Čtvrtá kapitola je zaměřena na problémy ve finančních institucích, které znamenaly faktický vznik krize, a poskytuje výčet možností eliminace, které mají opakování krize zabránit.

Annotation

The aim of submitted thesis „The financial crisis in the U.S. and its causes“ is to analyse causes and connections, which led to the financial crisis along with solutions to mitigate the effects of the crisis and prevent the recurrence of similar crises in the future. The thesis is divided into four main chapters. The first chapter deals with the definition of financial crisis and provides a brief insight into the history of financial crises. The second chapter describes the events that took place before the financial crisis and that possessed an indirect influence on it. The third chapter analyses the main causes of the crisis that immediately preceded it and had a major impact. The fourth chapter focuses on the problems in financial institutions, which climaxed into the actual emergence of the crisis and provides a list of possible solutions to prevent another meltdown.

Klíčová slova

Finanční krize, sekuritizace, deregulace, CDO, subprime hypotéky, hypoteční bublina, morální hazard, Federální rezervní systém, ratingové agentury, internetová bublina.

Keywords

Financial crisis, securitization, deregulation, CDO, subprime mortgages, mortgage bubble, moral hazard, Federal Reserve System, rating agencies, internet bubble.

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci *Finanční krize v USA a její příčiny* vypracoval samostatně pod vedením Ing. Borise Šturce, CSc. a uvedl v ní všechny použité literární a jiné odborné zdroje v souladu s právními předpisy, vnitřními předpisy Masarykovy univerzity a vnitřními akty řízení Masarykovy univerzity a Ekonomicko-správní fakulty MU.

V Brně dne 29. 4. 2011

vlastnoruční podpis autora

Poděkování

Na tomto místě bych rád poděkoval Ing. Borisi Šturcovi, CSc. za cenné připomínky a odborné rady, kterými přispěl k vypracování této diplomové práce.

Obsah

ÚVOD.....	13
1 POJEM FINANČNÍ KRIZE A JEJÍ HISTORIE.....	15
1.1 Dělení finanční krize	15
1.1.1 Měnová krize	16
1.1.2 Bankovní krize.....	16
1.1.3 Dluhová krize.....	17
1.1.4 Systemická finanční krize.....	17
1.2 Historie finančních krizí	18
1.2.1 Velká deprese ve 30. letech	18
1.2.2 Japonská krize v 90. letech	20
2 POZADÍ VZNIKU FINANČNÍ KRIZE	23
2.1 Community Reinvestment Act	23
2.2 Fannie Mae a Freddie Mac	24
2.3 Postupná deregulace	25
2.3.1 Glass-Steagall Act.....	26
2.3.2 Gramm-Leach-Bliley Act	26
2.3.3 Commodity Futures Modernization Act	27
2.4 Internetová bublina	27
2.5 Politika FEDu	29
3 HLAVNÍ PŘÍČINY VZNIKU KRIZE	32
3.1 Vznik hypoteční bubliny	32
3.2 Monetární expanzivní politika FEDu	36
3.3 Sekuritizace	38
3.3.1 Zajištěné dluhové obligace	40
3.3.2 Swapy úvěrového selhání	45
3.3.3 Morální hazard.....	46
3.3.4 Podvody na hypotečním trhu	47
3.4 Problém ratingových agentur.....	48
3.5 Nadměrná spekulace.....	52

4	PROPUKNUTÍ FINANČNÍ KRIZE A MOŽNOSTI JEJÍ ELIMINACE	54
4.1	Průběh finanční krize.....	54
4.1.1	Rok 2007.....	55
4.1.2	Rok 2008.....	57
4.2	Eliminace finanční krize.....	60
4.2.1	Vládní zásahy v USA.....	61
4.2.2	Mezinárodní vyjednávání skupiny G-20	63
4.2.3	Dodd-Frank Act	64
4.2.4	Nové úpravy plynoucí z BASEL III	68
4.2.5	Regulace ratingových agentur	69
ZÁVĚR	72
SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ	75
SEZNAM GRAFŮ	80
SEZNAM TABULEK.....	80
SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK	81

Úvod

Ke konci roku 2007 se ve Spojených státech amerických začaly projevovat problémy ve finančním sektoru, které se naplno projeví v září 2008, kdy došlo k převzetí poskytovatelů hypoték – Fannie Mae a Freddie Mac - státem a kdy došlo k bankrotu investiční banky Lehman Brothers. Tento měsíc tak lze datovat jako počátek finanční krize, která následně přerostla do globálního rozměru a uvrhla do recese ekonomiky mnoha států. I na počátku roku 2011 je finanční krize často probíraným ekonomickým tématem, některé finanční instituce jsou prošetřovány v rámci možností prohlubování krize a s následky se stále potýká spousta států po celém světě.

I když finanční krize zasáhla celosvětovou ekonomiku, tato diplomová práce se především zaměřuje na ekonomiku Spojených států amerických, které jsou považovány za původce krize. Cílem této práce je analýza příčin, jež vedly ke vzniku finanční krize, společně s možnostmi řešení, které měly zmírnit její dopady, ale také návrhy, které mají zabránit opakování podobných krizí v budoucnosti. Metodologicky je práce postavena na analýze a deskripci institucionálního uspořádání na trhu s hypotékami ve Spojených státech amerických společně s využitím metody syntézy a komparace při vyvozování příčin krize.

Toto téma jsem si vybral zejména pro jeho aktuálnost, jelikož finanční krize prostupovala celým mým studiem na vysoké škole, a současně pro její důležitost, protože se nejspíš jedná o největší krizi od dob Velké hospodářské krize, která zasáhla do životů mnoha lidí a která bude rozebírána a posuzována ještě za mnoho let. V neposlední řadě ale také kvůli motivaci prozkoumat příčiny finanční krize podrobněji.

Práce je strukturována tak, aby došlo k naplnění stanoveného cíle s tím, že jednotlivé kapitoly na sebe navazují a pokouší se poskytnout výstižný a ucelený pohled na příčiny vzniku finanční krize i přes to, že rozsah diplomové práce neumožňuje detailně popsat všechny události, které měly na vznik krize vliv. První kapitola se zabývá definováním pojmu finanční krize podle různých ekonomických zdrojů s rozdělením finanční krize na jednotlivé dílčí krize. Dále v této kapitole nalezneme historii krizí zaměřenou především na Velkou hospodářskou krizi a „ztracenou dekádu“ v Japonsku, u kterých lze najít některé společné znaky se současnou krizí.

Ve druhé kapitole popisují přijatá opatření v průběhu 20. století, která umožnila nafouknutí hypoteční bubliny. Kapitola tak popisuje přijetí Community Reinvestment Act, vytvoření vládou sponzorovaných podniků Fannie Mae a Freddie Mac, postupnou deregulaci, která umožnila vznik univerzálních bank a velké uvolnění trhu s finančními deriváty. Konec kapitoly se zabývá internetovou bublinou, jež se po snížení úrokových sazeb FEDem prakticky přelila v bublinu hypoteční.

Třetí kapitola analyzuje hlavní příčiny, které stojí za rozšířením finanční krize do tak velkých rozměrů. Za tyto faktory lze považovat monetární expanzivní politiku FEDu, dále nadměrnou úvěrovou expanzi spojenou hlavně s hypotečními úvěry, sekuritizaci a také hodnocení ratingových agentur.

Poslední čtvrtá kapitola pak dokumentuje roky 2007 a 2008, ve kterých se finanční krize prosadila naplno, a rovněž popisuje nejdůležitější řešení, která měla dopady krize zmírnit, společně s možnostmi zamezení opakování podobných krizí do budoucna.

1 Pojem finanční krize a její historie

Při prostudování dostupné literatury nenajdeme jednotnou formulaci nebo vysvětlení termínu finanční krize. I když definice samotné krize je také velmi obtížná. V literatuře se povětšinou setkáváme s definicí, jež za krizi považuje sestupnou fázi hospodářského cyklu jako kolísání ekonomické aktivity, která je nověji a přesněji označována jako recese, případně kontrakce či deprese v závislosti na jejím rozsahu. Výraz krize je tak spíše používán pro zasažení některé části ekonomiky. Podle Mezinárodního měnového fondu (MMF) je finanční krizi označován potenciálně těžký rozpad finančních trhů, který při zhoršení efektivního fungování trhů může mít nepříznivé efekty na reálnou ekonomiku.¹ S rozdílnou definicí pracuje Mishkin, který finanční krizi definuje jako „*nelineární narušení finančních trhů, na nichž se problémy nepříznivého výběru a morálního hazardu stávají horšími, a tak nejsou finanční trhy schopny efektivně přesouvat finanční prostředky těm, kteří mají nejvíce produktivní investiční příležitosti.*“² Za více výstižnou však lze považovat definici, kterou uvádí Musílek ve své výzkumné studii. Označuje zde finanční krizi jako „*výrazné zhoršení velké většiny finančních indikátorů, projevující se nedostatečnou likviditou finančního systému, rozsáhlou insolventností finančních institucí, nárůstem volatility výnosových měr finančních instrumentů, výrazným poklesem hodnoty finančních a nefinančních aktiv a podstatným snížením rozsahu alokace úspor ve finančním systému*“³

1.1 Dělení finanční krize

Důležité u definování pojmu finanční krize je fakt, že vzniklé problémy se nenacházejí v reálné ekonomice, ale ve finančním systému. Finanční krizi lze následně rozložit na jednotlivé, dílčí, krize, neboli specifické poruchy finančního systému, mezi které patří:⁴

- měnová krize (currency or exchange rate crisis),
- bankovní krize (banking crisis),

¹ HELÍSEK, Mojmír. *Měnová krize (empirie a teorie)*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2004. 180 stran. s. 11-12. ISBN 80-86419-8-27.

² MISHKIN, Frederic S. *Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective*. 1996. [online]. 56 stran. s. 17. [cit. 2011-01-10]. Dostupné na WWW:

<<http://www.ppgge.ufrgs.br/giacomo/arquivos/eco02237/mishkin-1996.pdf>>

³ MUSÍLEK, Petr. *Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech*. Praha, 2004. [online]. [cit. 2011-01-10]. Dostupné na WWW: <http://nb.vse.cz/kbp/TEXT/Grant_krize_1a.pdf>

⁴ DVOŘÁK, Pavel. *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2008. 343 stran. s. 169. ISBN 978-80-7400-075-1.

- dluhová krize (credit or debt crisis),
- systematická finanční krize (systematic financial crisis).

Při vypuknutí a průběhu finanční krize tyto dílčí krize působí jako jevy propojené a navzájem se překrývají, proto bývá většinou obtížné jednoznačné a přesné rozdělení finanční krize.⁵

1.1.1 Měnová krize

Pod pojmem měnová neboli devizová krize rozumíme situaci, kdy dochází k prudkému a neočekávanému oslabení kurzu domácí měny. V případě pohyblivého kurzu se tak měnová krize projevuje jako výrazná deprecie nominálního kurzu, i když samotný pohyb je málo pravděpodobný díky intervencím centrální banky. U systému fixního kurzu pak spekulativní útok na směnný kurz, zapříčiněný nakupováním zahraniční měny domácími i zahraničními investory ve snaze útěku od měny postižené, vede k devalvaci domácí (postižené) měny. Za měnovou krizi lze považovat i situaci bránění měnového kurzu z pozice centrální banky, kdy dojde ke ztrátě části devizových rezerv nebo navýšení úrokových sazeb. K samotnému vzniku měnové krize bez doprovodů krize dluhové a bankovní povětšinou nedochází. Za příklad čistě měnové krize lze posuzovat například rozpad evropského měnového systému v letech 1992 – 1993.⁶

1.1.2 Bankovní krize

Podle pojetí MMF je bankovní krizi označován potenciální nebo i skutečný *run*⁷ na bankovní instituce v důsledku obavy z neschopnosti bank splácet své závazky. Jedná se tak o problémy bankovních institucí spojené s nedostatečnou likviditou, které vedou k úpadku některých bank popřípadě většiny bank. Za bankovní krizi lze považovat i situaci, kdy právě postiženým bankám je poskytnuta pomoc od centrální banky a nemusí tak dojít bezprostředně k jejich úpadku. Jako příklad lze uvést především krize v rozvojových zemích, které jsou spojené se ztrátou důvěry dlužníků, jako v 80. a 90. letech krize v Argentině, Mexiku, Turecku nebo Venezuele. V rozvinutých zemích jsou tyto problémy často spojeny s poklesem některých

⁵ MUSÍLEK, Petr. *Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech*. Praha, 2004. [online]. [cit. 2011-01-10]. Dostupné na WWW: <http://nb.vse.cz/kbp/TEXT/Grant_krize_1a.pdf>

⁶ DVOŘÁK, Pavel. *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 1. vyd. Praha: C. Beck, 2008. 343 stran. s. 169-170. ISBN 978-80-7400-075-1.

⁷ Run na banku je hromadné vybírání vkladů věřiteli, kteří se obávají budoucí insolvence banky. Paradoxně svých chováním jen urychlí krizi banky a mohou být hlavní příčinou jejího bankrotu.

bankovních aktiv. Dalším příkladem může být bankovní krize v USA probíhající v 80. letech, jinak označovaná jako „savings-and-loan“ krize, nebo bankovní krize, které vznikly začátkem 90. let ve Španělsku a severovýchodních zemích. Bankovní krize taky nevznikají jako jevy osamocené, ale mohou mít návaznost na zmíněnou krizi měnovou, a to v případě, kdy jsou jednotlivé domácí banky v pozici dlužníků v zahraničí. Rovněž mohou působit společně také s krizí dluhovou, když samotní dlužníci nejsou schopni splácet poskytnuté půjčky a úvěry.⁸

1.1.3 Dluhová krize

Další dílčí částí finanční krize může být krize dluhová neboli úvěrová, kterou lze rozdělit na další dva typy. Nejrozšířenější typem je tzv. externí dluhová krize, která vzniká v případě neschopnosti dané země splácet zahraniční dluh. Příklady vzniku takové krize jsou Mexiko v roce 1982, Rusko v roce 1998 nebo Argentina v roce 2001. Tento problém je často řešen nemalými půjčkami od MMF nebo od Světové banky. Patří sem i případy, kdy jednotlivé zahraniční dluhy nejsou schopny splácet ani soukromé firmy a banky. Dalším typem je tzv. interní dluhová krize, kde dochází k vnitřnímu zadlužení ekonomik (platební neschopnost podniků a nárůst objemu úvěrů), a vede tak k zamrznutí úvěrového trhu. Za vnitřní dluhovou krizi lze považovat vývoj ekonomiky Japonska na počátku 90. let nebo nedávnou dluhovou krizi v Řecku.⁹

1.1.4 Systemická finanční krize

Jelikož samotné vzniknutí výše zmíněných tří druhů krizí je velmi ojedinělé a dané krize probíhají jako jevy propojené a prolínající se, je nutné definovat pojem, který je těmto krizím nadřazeným a spojuje je do jednoho celku. Mishkin tento pojem popisuje jako „systematic financial crisis“, Krugman jako „general financial crisis“ a Dvořák tento druh krize posuzuje jako systematickou finanční krizi.¹⁰ Mezinárodní měnový fond tuto krizi definuje tak, že „*systemické finanční krize jsou potenciálně závažným narušením finančních trhů tím, že ohrožují schopnost trhů fungovat efektivně, což může mít velký negativní vliv na reálnou*

⁸ DVOŘÁK, Pavel. *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2008. 343 stran. s. 170. ISBN 978-80-7400-075-1.

⁹ DVOŘÁK, Pavel. *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2008. 343 stran. s. 170-172. ISBN 978-80-7400-075-1.

¹⁰ DVOŘÁK, Pavel. *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2008. 343 stran. s. 209-210. ISBN 978-80-7400-075-1.

ekonomiku...¹¹ Systemická krize tak není novým druhem, ale pouze pojmem, který je výše zmíněným krizím nadřazeným. Právě finanční krize v USA vykazuje charakteristické znaky pro systemickou finanční krizi, která z krize dluhové přerostla v krizi bankovní a měnovou.

1.2 Historie finančních krizí

Soudobá finanční krize určitě nebyla krizí ojedinělou v historii lidstva, i když svou velikostí se určitě do historie zapíše jako jedna z největších. Před analýzou jednotlivých příčin současné finanční krize stručně poukážeme na důležité krize z historie, které mají část příčin vzniku podobných se současnou hypoteční krizí.

Mezi nejstarší, spíše spekulativní bubliny, patří tzv. „Tulipánové šílenství“, které se odehrálo v letech 1634 až 1637, kdy se vytvořila na trhu s tulipány v Holandsku spekulativní bublina, která následně zachvátila i ostatní země. Cena cibulek tulipánů se tehdy vyšplhala jenom díky bezmezné spekulaci do závratných výšin a hodnota jedné pak dosahovala i ceny domu v Amsterdamu, což jenom předznamenávalo brzký krach, který nastal v roce 1637 s propadem ceny cibulek přes 90%. Další známou krizí je tzv. „Bublina Jižních moří“, která vznikla v letech 1711 až 1720 v Anglii a je především spojována se „Společností Jižních moří“ (South Sea Company), jejíž dobré postavení na trhu v obchodování se zeměmi Jižní Ameriky vyvolávalo v investorech naději vysokých zisků. Cena akcií tak opět rychle rostla. Když pak v roce 1720 bublina splaskla, dopady nebyly tak velké jako u tulipánového šílenství, jelikož Společnost Jižních moří vykazovala aspoň nějakou obchodní činnost a navíc zasáhla Bank of England, která zmírnila vzniklé ztráty.¹²

1.2.1 Velká deprese ve 30. letech

Největší ekonomickou krizí, která zasáhla světové hospodářství, je zcela určitě Velká deprese (Great depression), česky označovaná jako Velká hospodářská krize. Původ této krize se nacházel také v USA v roce 1929, avšak je nutné zdůraznit, že některé ekonomiky světa

¹¹ INTERNATIONAL MONETARY FUND. Financial Crises: Causes and Indicators. World Economic Outlook, 1998. s. 75. *imf.org* [online]. [cit. 2011-01-11]. Dostupné na WWW: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo0598/pdf/0598ch4.pdf>>

¹² VYKOUKAL, Petr. *Finanční šílenství aneb půl království za tulipán*. [online]. [cit. 2011-01-12]. Dostupné na WWW: <<http://www.penize.cz/dan-z-prijmu-fyzickych-osob/17683-financni-silenstvi-aneb-pul-kralovstvi-za-tulipan>>

se potýkaly s depresí ještě před jejím vypuknutím. Na odstartování krize se podílelo více faktorů, ale hlavní počáteční příčinou je propad americké burzy během října 1929.

V poválečné období během 20. let 20. století Federální rezervní systém (FED) pomocí změn peněžní zásoby úspěšně tlumil hospodářský cyklus, čímž napomáhal vytvořit stabilní finanční a hospodářské prostředí, a to v pozici USA jako nejsilnější ekonomiky světa. Přehnaný optimismus z poválečné konjunktury vyvolával ve finančnících, podnikatelích a spotřebitelích pocit víry ve stabilní a trvalý růst.¹³

Tento optimismus společně s podhodnocenými akciemi a volnými finančními prostředky dal vzniknout nafouknutí spekulativní bubliny. Od roku 1924 začaly kurzy akcií na americké burze závratně růst, jak ukazuje index Dow Jones¹⁴. Ten na počátku roku 1929 dosahoval hodnoty 100 bodů, následně vzrostl do září roku 1929 na hodnotu 381 bodů. Mezi lety 1928 a 1929 se na trhu objevila nervozita z možného ukončení vzestupného (tzv. býčího) trendu, avšak z řad politiků, finančníků a zástupců FEDu se ozývaly jenom slova chvály a uklidňovaly tím lidi, že možnost prasknutí bubliny a propadu cen akcií nehrozí. Když pak došlo k poklesu indexu Dow Jones o 21 bodů a trh dále výrazněji nerostl, zachvátila trh panika a nedůvěra, a každý se snažil prodat své akcie za jakoukoliv cenu.¹⁵

Dne 24. října 1929, který je označován jako „Černý pátek“, tak došlo k dramatickému propadu americké burzy. Počátkem září dosahoval index akciových kurzů Dow Jones svého maxima a pak začal prudce padat. Jestliže na začátku září 1929 byla tržní hodnota akcií obchodovaná na newyorské burze 89,7 miliard dolarů, tak v listopadu to bylo už jen 71,8 miliard a do roku 1932 spadla až na 15,6 miliard. Došlo tak k dramatickému snížení cen akcií až o 70%. Dalším problémem, následujícím po propadu akciových kurzů, je krize bankovní. Když začaly runy na banky, jednotlivé bankovní instituce nepřijaly dostatečné opatření na vydávání vkladů a doufaly, že jim půjčky poskytne FED jako věřitel poslední instance, což

¹³ HOLMAN, Robert. *Velká hospodářská krize - 75 let od Černého čtvrtku*. [online] [cit. 2011-01-15]. Dostupné na WWW: <<http://www.cepin.cz/cze/prednaska.php?ID=481>>

¹⁴ Dow Jones Industrial Average – nejstarší akciový index v USA, který se skládá ze třiceti největších a nejvíce obchodovaných společností.

¹⁵ VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 1. vyd. Praha: ASPI, 2007. 703 stran. s. 503-504. ISBN 978-80-7357-297-6.

se však nestalo. Během této bankovní krize z původního počtu 24 000 bank zkrachovalo 9 000 bankovních ústavů, což mělo neblahé důsledky na délku a hloubku této krize.¹⁶

Samotná krize měla mnoho příčin, mezi které můžeme zařadit propad mezinárodního obchodu, úvěrovou expanzi a pokles celkové spotřeby. Nadměrná spekulace na burze a její následný krach tak byl spíše psychologickým efektem, který oddálil investování podnikatelů a současně spotřebu obyvatelstva. Na přelivu této recese do dlouhodobé deprese se, mimo bankovního kolapsu a nárůstu cen komodit, především podepsala špatná politika FEDu, kdy na počátku krize (mezi lety 1929 až 1933) omezila peněžní zásobu, což vyústilo v pokles produkce a nárůst nezaměstnanosti. V roce 1931 se tak USA potýkaly s 10% deflací, navíc FED v roce 1931 ještě navýšil úrokové sazby ve snaze udržet zlatý standard. Následně došlo k přesunu hospodářské krize do zbytku světa a USA tak nedokázaly sehrát roli supervelmoci, kdy prohloubení krize pomohlo zvýšení ochranářství a omezení vývozu kapitálu.¹⁷

Podobnost současné finanční krize s velkou depresí lze spatřovat ve volnější monetární politice umožňující úvěrovou expanzi spojenou s nafouknutím spekulativní bubliny a pomíjení s ní souvisejících rizik, především ze strany prestižních osobností, které uklidňovaly trh, že k nafouknutí spekulativní bubliny nedochází. Za další zde hrají dominantní roli USA, kde velká finanční krize vznikla a odkud se šířila do ostatních zemí. Avšak zásadním rozdílem je reakce FEDu na tuto situaci, kdy se neadekvátní politikou podepsal na prohloubení a protažení krize. I když samotné krizi se asi předejít nedalo, její následky a dopady by se monetární expanzí podařilo zmírnit.

1.2.2 Japonská krize v 90. letech

Během 80. let 20. století se ekonomika Japonska nacházela na vrcholu hospodářského cyklu. I když už v průběhu sedmdesátých let se hospodářský růst zpomalil z 9% růstu v šedesátých letech na 4% růstu po roce 1973, stále tak byl tento růst o polovinu větší než v USA a Japonsko tak dohánělo pozici právě Spojených států jako první ekonomické a technologické velmoci. Přes varovné signály udržovala japonská centrální banka (Bank of Japan) úrokové

¹⁶ ŽÍDEK, Libor. *Dějiny světového hospodářství*. 1. vyd. Plzeň: Aleš Čeněk, 2007. 391 stran. s. 67. ISBN 978-80-7380-035-2.

¹⁷ ŽÍDEK, Libor. *Dějiny světového hospodářství*. 1. vyd. Plzeň: Aleš Čeněk, 2007. 391 stran. s. 69-70. ISBN 978-80-7380-035-2.

sazby na nízké úrovni, které ve spojitosti s vysokou mírou úspor vedly k nafouknutí bubliny na trzích aktiv, kde ceny akcií a nemovitostí vzrostly tři až pětkrát v průběhu daného období. Počátkem 90. let tak celková hodnota akcií všech podniků a firem v Japonsku přesahovala právě stejný součet akcií v USA při polovičním počtu obyvatel a při polovičním HDP. Došlo k takovému nadhodnocení, že cena jednoho pozemku v Tokiu o rozloze čtvereční míle měla větší cenu než všechna půda v Kalifornii.¹⁸

Index Nikkei 225¹⁹ tak v roce 1985 dosahoval hodnoty okolo 11 500 bodů, což dokresluje graf č. 1, přičemž vzrostl do prosince roku 1989 na závratných 38 915 bodů. Během roku 1990 však japonská centrální banka zvedla úrokové sazby ze stávajících 2,5% na 6%, což zapříčinilo propad cen akcií a nemovitostí. Hodnota indexu Nikkei poklesla jenom v průběhu roku na hodnotu okolo 20 000 bodů a do roku 1993 následoval pokles až k hodnotě 15 000 bodů. Cena nemovitostí se mezi lety 1990 až 1996 snížila o 70%.²⁰ Tato situace poslala do bankrotu několik japonských bank, jelikož dlužníci, kterým poskytly tyto banky finanční prostředky, ručili právě znehodnocenými nemovitostmi.

Po splasknutí bubliny došlo k propadu japonského hospodářství. Hlavní reakcí japonské vlády byla stimulace agregátní poptávky fiskální expanzí, kdy ve snaze o obnovení ekonomiky byly investovány stovky miliard dolarů, které výrazně zvýšily nízký státní dluh do výše, který v současné době dosahuje přes 200% HDP. Reakcí ze strany japonské centrální banky bylo snížení úrokových měr z 6% až na velmi nízké 0,5%.²¹

S probíhající recesí a stagnací nastala v Japonsku i deflace, kdy byl nominální výstup ekonomiky v roce 2005 nižší než v 1996, a byla především vyvolána slabou poptávkou a nadbytečnými kapacitami. Japonská ekonomika se tak objevila v tzv. „pasti likvidity“, kdy ani velmi nízké úrokové sazby nezapříčinily zvrát krize. Když pak v průběhu roku 1997 došlo k oživení japonské ekonomiky, japonská vláda se dopustila chyby tím, že zvýšila spotřební daně, čímž došlo v následujícím roce opět k stagflaci.²² Hospodářství Japonska se tak

¹⁸ KRUGMAN, Paul R. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. 168 stran. s. 56-58. ISBN 978-80-7021-984-3

¹⁹ Nikkei 225 – japonský index počítaný z 225 akciových titulů obchodovaných na Tokyo Stock Exchange.

²⁰ ŽÍDEK, Libor. *Dějiny světového hospodářství*. 1. vyd. Plzeň: Aleš Čeněk, 2007. 391 stran. s. 248. ISBN 978-80-7380-035-2.

²¹ JAKLÍN, Jiří. Recese a deflace v Japonsku. 2004. *Euroekonom.cz* [online]. [cit. 2011-01-22]. Dostupné na WWW: <www.euroekonom.cz/analyzy/japonsko.doc>

²² ŽÍDEK, Libor. *Dějiny světového hospodářství*. 1. vyd. Plzeň: Aleš Čeněk, 2007. 391 stran. s. 249-252. ISBN 978-80-7380-035-2.

na dlouhých deset let potýkalo se stagnací a toto období bývá označováno jako „ztracená dekáda“. K obnovení došlo až v roce 2003, kdy reálný HDP rostl přes 2%, poklesla míra nezaměstnanosti a deflace ustoupila.²³

Graf č. 1.: Vývoj indexu Nikkei 225 v období 1985 - 2000



Pramen: Finance.yahoo.com [online]²⁴

Hlavní podobnost s hypoteční krizí v USA je především v nafouknutí bubliny na trhu nemovitostí, kdy v důsledku po dlouhou dobu držených nízkých úrokových sazeb došlo k nadměrné úvěrové expanzi. Dalším faktorem je i morální hazard²⁵ ze strany bank, které poskytovaly půjčky spojené s vysokými riziky s vědomím toho, že případné ztráty pokryje stát. Tato krize však zasáhla vesměs jenom Japonsko a japonská ekonomika se především mohla opřít o vývoz do Spojených států, na rozdíl od současné krize, která má charakter globální.

²³ KRUGMAN, Paul R. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. 168 stran. s. 71. ISBN 978-80-7021-984-3.

²⁴ Yahoo, Finance. Historical Prices of Nikkei 225. *Finance.yahoo.com* [online]. [cit. 2011-01-23]. Dostupné na WWW: <<http://finance.yahoo.com/echarts?s=%5EN225+Interactive#symbol=%5EN225;range=1d>>

²⁵ Tento problém je podrobněji rozebírán v kapitole 3.3.3.

2 Pozadí vzniku finanční krize

Za vznikem samotné finanční krize v USA stojí spousta faktorů, které větší nebo menší měrou přispěly k vypuknutí krize. Abychom zahrnuli všechny podstatné události, musíme se podívat několik let zpátky, jelikož v průběhu celého 20. století se vláda USA pokoušela o podporu vlastního bydlení a ke konci 20. století nastala i velká vlna deregulace na trhu s finančními deriváty.

2.1 Community Reinvestment Act

Kongres USA v roce 1977 přijal Community Reinvestment Act (CRA), který ukládal bankám půjčovat, investovat a poskytovat služby do těch částí společnosti, od kterých berou vklady. Hlavním cílem CRA byl boj s praktikou zvanou „redlining“ – praktice zamezování poskytování úvěrů a jiných služeb nebo jejich prodražování jednotlivcům i společnostem z chudých částí, většinou s rasovým podtextem, bez ohledu na jejich bonitu (schopnost splácet). Hlavní vliv to mělo v případě, kdy banky chtěly fúzovat nebo otvírat nové pobočky. V tom případě regulátoři dohlíželi, jestli danou praktiku již opustily. CRA povzbuzoval banky k půjčování dlužníkům, kterým tento obchod byl dříve zamítnut.²⁶

V roce 1995 došlo ke zpřísnění pravidel CRA tím, že bylo regulátory požadováno, aby banky prokázaly uzavírání úvěrů se sociálně slabšími jedinci a příslušníky menšin. Kongres prosadil, aby CRA ratingy byly veřejnou informací a uváděly, kolik která banka poskytla úvěrů pro nízkopříjmové dlužníky a podle kterých regulátoři povolovali nebo zakazovali slučování bank, otevírání nových poboček a dokonce i nových oddělení. Což v době velkého meziregionálního rozvoje toto povolení znamenalo obzvlášť hodně.²⁷ A tak byl na banky vytvářen enormní tlak v poskytování půjček, že se pro to začal používat výraz „bankovní socialismus“. Bankám bylo vyčítáno, že neposkytují úvěry kvůli rasovým problémům. Aby banky samy sebe nedostaly do problémů, začaly vydávat úvěry i těm nejriskantnějším klientům. Ben Bernanke, současný předseda FEDu, na toto téma prohlásil, že: „CRA sloužil jako katalyzátor, jenž tlačil banky do vstupu na nelukrativní trhy, které by jinak zůstaly

²⁶The financial crisis inquiry report [online]. 2011. [cit. 2011-02-09]. 662 stran. s. 100. Dostupné na WWW: <<http://www.gpoaccess.gov/fcic/fcic.pdf>>

²⁷ WHITE, Lawrence H. How Did We Get into This Financial Mess. *Cato.org* [online]. [cit. 2011-02-09]. Dostupné na WWW: <<http://www.cato.org/pubs/bp/bp110.pdf>>

ignorovány.“²⁸ Tímto zákonem bylo umožněno větší množství hypoték i pro jedince, kteří na to neměli dostatečné finanční prostředky.

2.2 Fannie Mae a Freddie Mac

Vládní úsilí o podporu cenově dostupného domácího vlastnictví sahá až do 20. let minulého století. Tento cíl byl hlavně prosazován přes tyto dva vládou sponzorované podniky (Government-sponsored Enterprises – GSE) zastávající na americkém trhu hypoték výraznou pozici. Pokusím se poukázat na důvod, proč jsou tak často zmiňovány s finanční krizí, a současně přiblížit princip jejich hospodaření.

Už za prezidenta F. D. Roosevelta byla v roce 1938 v rámci New Dealu založena společnost Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) jakožto vládní agentura. Tato společnost spolupracuje s hypotečními bankéři, makléři a dalšími partnery ve snaze zajistit dostatek prostředků k vytvoření hypotečních úvěrů za dostupné úroky.²⁹ Neboli vystupuje na sekundárním trhu s hypotékami, tudíž samotné hypoteční úvěry neposkytuje, ale odkupuje hypoteční úvěry od jejich zprostředkovatelů a tím jim zajišťuje dostatečnou likviditu. Fannie Mae byla v roce 1968 zprivatizována a rozdělena na dvě části – Fannie Mae a Ginnie Mae (Státní národní hypoteční asociace), která byla vyňata z privatizace a dále fungovala jako vládní agentura. V roce 1970 byla vytvořena společnost Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation), která byla hned po založení privatizována a jejíž cíle byly podobné, jako u již existující Fannie Mae, a to snaha obnovit likviditu lokálním úvěrovým trhům primárně prostřednictvím skupování hypoték od Savings & Loan (S&L) bank. Freddie Mac byla vytvořena jako protipól k existující Fannie Mae, aby dodala více konkurence do dané oblasti a zabránila tak monopolizaci trhu s hypotékami.³⁰

Jednalo se tehdy o klasickou levicovskou výpomoc trhu s bydlením a rozšíření dostupnosti bydlení. Tyto dvě společnosti se stávaly častým předmětem sporu díky jejich nové právní formě – hybrid mezi státní společností a akciovou společností. Fannie Mae a Freddie Mac tak mohly vést do jisté míry bezrizikové a dostatečně výnosové podnikání. Banky mohly

²⁸ KOŽÍŠEK, Jan. *Zdivočelou ekonomiku usměrni regulace* [online]. 2009. [cit. 2011-02-15]. Dostupné na WWW: <<http://www.ilist.cz/clanky/zdivocelou-ekonomiku-usmerni-regulace>>

²⁹ *About Fannie Mae* [online]. [cit. 2011-02-15]. Dostupné na WWW: <<http://www.fanniemae.com/kb/index?page=home&c=aboutus>>

³⁰ MORRIS, Charles R. *Ztracené miliardy dolarů: levné peníze, rozhazování a velká finanční krize*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009. 212 stran. s. 52. ISBN 978-80-251-2526-7.

poskytovat více hypoték při podstupování minimálního rizika, jelikož uzavřené hypotéky od nich odkoupily tyto státní instituce, ke kterým se vázala i spousta výhod.³¹ Podle White jsou vyloučeny z placení všech státních a lokálních daní, mohou používat Federální rezervní systém jako svého fiskálního agenta, jimi vydané cenné papíry jsou vyloučeny z požadavků SECu (Securities and Exchange Commission), mohou požadovat od ministerstva financí 2,25 miliardy dolarů na splacení závazků, jsou vyjmuty z konkurzního zákona, takže v případě úpadku o nich rozhoduje Kongres, a prezident USA může jmenovat 5 z 18 členů představenstva každé společnosti.³²

Fannie Mae a Freddie Mac představují na americkém hypotečním trhu nezastupitelné místo, jelikož garantují téměř polovinu všech poskytnutých hypoték. Během let 1990 až 2003 se neuvěřitelně rozrostly a poskytly některé problémové úvěry, ale po účetních problémech a dosáhnutí znepokojivých ztrát okolo 14 miliard dolarů, byly nuceny přejít v roce 2008 pod kontrolu americké vlády pod správou Federální agentury pro financování bydlení (FHFA). Henry Paulson, ministr financí, prohlásil, že „*Fannie Mae a Freddie Mac jsou tak velké a tak protkané do našeho finančního systému, že by kolaps některé z nich způsobil velkých chaos na finančních trzích doma i po celém světě.*“³³ Avšak podle Krugmana právě díky účetním skandálům se tyto agentury v období hlavního propuknutí finanční krize dostaly stranou a tak sehrály jen méně podstatnou roli.³⁴

2.3 Postupná deregulace

Komerční americké banky prováděly v průběhu 19. století a počátkem 20. století pouze komerční bankovníctví, neboli přijímaly vklady a mohly poskytovat úvěry. Od komerčního bankovníctví bylo odděleno investiční, pro které nebylo třeba žádné licence a bylo spíše založeno na partnerských vztazích. Největšího rozkvětu investiční bankovníctví dosáhlo

³¹ MACH, Petr. *Americká finanční krize – selhání státních regulací*. In HOLMAN, Robert. *Americká finanční krize: hrozba pro světovou ekonomiku?* Sborník textů. 1. vyd. Praha: CEP, 2008. 87 stran. s. 63-64. ISBN 978-80-86547-65.

³² WHITE, Lawrence J. *On Truly Privatizing Fannie Mae and Freddie Mac: Why It's Important and How To Do It* [online]. 2005. s. 13-14. [cit. 2011-02-15]. Dostupné na WWW: <http://www.housingfinance.org/uploads/Publicationsmanager/0512_Fan.pdf >

³³ Patria: investiční portál. *Vláda USA přebírá hypoteční agentury Fannie Mae a Freddie Mac*. *Patria.cz* [online]. [cit. 2011-02-16]. Dostupné na WWW: <<http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1266603/ctk-vlada-usa-prebira-hypotecni-agentury-fannie-mae-a-freddie-mac.html>>

³⁴ KRUGMAN, Paul R. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. 168 stran. s. 144. ISBN 978-80-7021-984-3.

krátce po občanské válce, kdy byly založeny společnosti jako JP Morgan, Goldman Sachs a Lehman Brothers. Od 20. let 20. století se na spekulativní investiční trhy začaly dostávat i komerční banky. V rámci zabránění prolínání investičního a komerčního bankovníctví byl přijat Glass-Steagall Act (GSA).³⁵

2.3.1 Glass-Steagall Act

V reakci na Velkou hospodářskou krizi byl v roce 1933 přijat bankovní zákon Glass-Steagall Act, jehož tvůrci byli Carter Glass a Henry Steagall, a který striktně rozdělil univerzální bankovníctví na komerční a investiční, kde si jednotlivé banky musely vybrat, kterou částí se budou zabývat nadále. Už tak nedocházelo k riskování vkladů přes obchodování s cennými papíry na území v USA. Během 80. a 90. let minulého století už však tento zákon nebyl vnímán tak, jako několik let po Velké hospodářské krizi. Komerční banky už mohly do určité míry obchodovat s cennými papíry a obecně byl vyvíjen tlak na zrušení tohoto zákona, jelikož měl bránit konkurenceschopnosti amerických bank oproti bankám evropským. Ke konci 90. let postupně účinnost GSA upadala, až byl zrušen přijetím Gramm-Leach-Bliley Act (GLBA).³⁶

2.3.2 Gramm-Leach-Bliley Act

Tato legislativní úprava (také známá jako Financial Services Modernization Act) zrušila oddělení komerčního bankovníctví, investičního bankovníctví, kolektivního investování a pojišťovnictví, a tak umožnila používání vkladů na rizikové investiční operace. Důvod vzniku GLBA je často zmiňován s převzetím pojišťovny Travelers finanční skupinou Citicorp v roce 1998, čímž byla vytvořena Citigroup – největší finanční skupina na světě té doby, čímž si zároveň vysloužil neformální označení jako Citigroup Relief Act. Za platnosti GSA nebylo toto spojení možné, ale po přijetí GLBA došlo ke zlegalizování a umožnění dalších spojení do budoucna.³⁷

³⁵ MUSÍLEK, Petr. *Finanční krize a jejich odezvy v institucionálních reformách* [online]. 2010. [cit. 2011-02-18]. Dostupné na WWW: <http://cfuc.vse.cz/media/2010/cfuc_2010-2_006-017.pdf>

³⁶ MUSÍLEK, Petr. *Finanční krize a jejich odezvy v institucionálních reformách* [online]. 2010. [cit. 2011-02-18]. Dostupné na WWW: <http://cfuc.vse.cz/media/2010/cfuc_2010-2_006-017.pdf>

³⁷ FERGUSON, Charles. *Inside Job*. Sony Classics, 2010.

2.3.3 Commodity Futures Modernization Act

V prosinci roku 2000 byl Kongresem USA podán a prezidentem Clintonem podepsán Commodity Futures Modernization Act. Ve své podstatě zrušil regulaci a dohled nad over-the-counter (OTC)³⁸ finančními deriváty, které už nebyly regulovány jako futures pod záštitou Commodity Futures Trading Commission (CFTC) ani jako cenné papíry pod Securities Exchange Commission (SEC). Jakmile byl CFMA přijat, došlo k dramatické explozi na trhu s OTC deriváty. Od roku 2000, kdy byl zákon přijat, do června roku 2008, kdy trh s OTC deriváty dosahoval svého maxima, došlo k nárůstu hrubé tržní hodnoty OTC derivátů celkově obchodovaných z 3,2 biliónu dolarů na 20,3 biliónů, neboli skoro sedmkrát, a to jenom v rámci sedm a půl let.³⁹

2.4 Internetová bublina

Další podstatnou událostí, která se nemalou měrou přičinila o vznik finanční krize, byla internetová horečka, neboli tzv. „dotcom bubble“.⁴⁰ Od začátku 90. let se internet stále více začal dostávat do povědomí veřejnosti společně s klesajícími poplatky za internetové připojení. Spousta firem se začala prezentovat na internetu a zakládat internetové obchody, vznikaly první internetové vyhledávače, první zpravodajské portály, rozkvět zaznamenal internetový marketing a emailová komunikace. Spousta firem v této době získávala dané finanční prostředky přes emisi akcií, jakožto levný způsob financování podniku. Díky tomu plynula spousta amerických dolarů do internetových sítí, serverů, programování webových aplikací, obchodu a marketingu. Dalším podstatným faktorem bylo větší používání internetového obchodování, přes které spousta nezkušených investorů mohla zadávat kupní a prodejní příkazy přímo. To vše, ještě umocněno intenzivní a do značné míry zavádějící reklamou, společně s vidinou návratnosti investice do několika málo let, vyhnalo mnoho akciových kurzů (i firem, které by byly jinak bezcenné) do nebeských výšin.⁴¹

³⁸ Tento typ obchodování neprobíhá pod záštitou oficiální instituce a účastníci obchodu tak o daných podmínkách vyjednávají přímo mezi sebou.

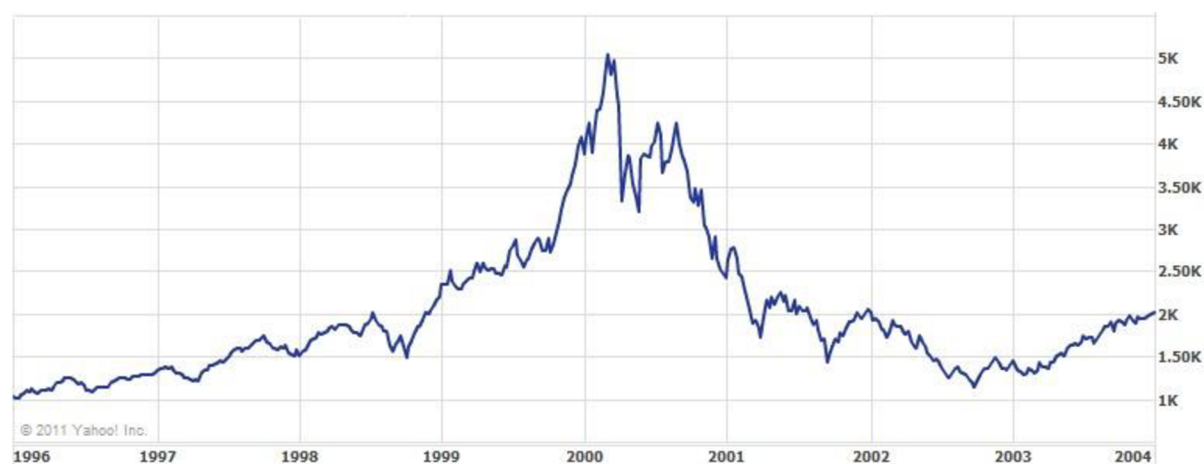
³⁹ *The financial crisis inquiry report* [online]. 2011. 662 stran. s. 48. [cit. 2011-02-19]. Dostupné na WWW: <<http://www.gpoaccess.gov/fcic/fcic.pdf>>

⁴⁰ Spekulativní bublina v internetové a počítačové oblasti.

⁴¹ REJNÚŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 2. vyd. Ostrava: Key Publishing, 2010. 659 stran. s. 364. ISBN 978-80-7418-080-4.

Do roku 1998 ohodnocení těchto akcií odpovídalo reálnému ohodnocení firem. Avšak s přibývajícím počtem investorů, kteří s vidinou vysokých zisků z technologických akcií tyto akcie poptávali, rostla kurzová hodnota těchto firem. A tak díky neuváženým investicím a nadhodnoceným očekávaným ziskům došlo k propadu technologických akcií hodnocených indexem NASDAQ Composite⁴² v roce 2000. Postupný vývoj toho indexu, a tudíž i internetové bubliny, nám názorně dokresluje graf č. 2.

Graf č. 2.: Index NASDAQ Composite v období 1996 - 2004



Pramen: *Finance.yahoo.com [online]*⁴³

Od roku 1994 do roku 1998 vzrostl index z 800 na 1200, neboli o 150% v období 4 let. Během tohoto období kurz reflektoval skutečnou hodnotu daných technologických firem. Avšak do konce roku 1999 dosáhl hranice 4000, neboli došlo k nárůstu o 100% prakticky během jednoho roku, a 10. března 2000 pak NASDAQ dosáhl svého maxima, kdy dosahoval hodnoty 5132 bodů.⁴⁴

Spousta domácností se dostála do potíží tím, že se jim nedostalo očekávaných zisků z nadhodnocených akcií. Část internetových firem zbankrotovala nebo musela mohutně

⁴² Akciový index, který sleduje vývoj všech akcií obchodovaných na The Nasdaq Stock Market, zaměřen především na technologické akcie.

⁴³ Yahoo, Finance. Historical Prices of Nasdaq Composite. *Finance.yahoo.com [online]*. [cit. 2011-02-20].

Dostupné na WWW:

<<http://finance.yahoo.com/echarts?s=^IXIC#chart12:symbol=^ixic;range=19960102,20040102;charttype=line;cr osshair=on;ohlcvvalues=0;logscale=off;source=undefined>>

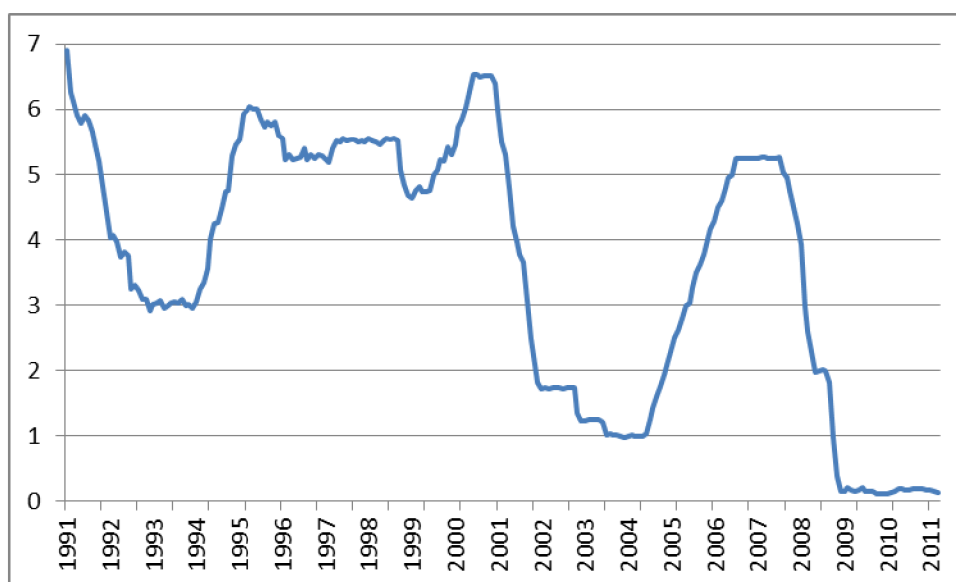
⁴⁴ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 2. vyd. Ostrava: Key Publishing, 2010. 659 stran. s. 364. ISBN 978-80-7418-080-4.

propouštět zaměstnance, díky investicím mířeným mimo USA došlo k oslabení kurzu dolaru a americká ekonomika postupně směřovala do recese.⁴⁵

2.5 Politika FEDu

Ve snaze zabránit přicházející recesi se do hry zapojil FED, v čele s předsedou Alanem Greenspanem, se svou monetární politikou. Vývoj úrokové sazby je znázorněn v grafu č. 3, kde je zřetelně vidět, že na počátku roku 2000 byly úrokové sazby na hodnotě 6,5%, od které byly postupně snižovány.

Graf č. 3.: Základní úrokové sazby stanovené FEDem v období 1991-2011



Pramen: Vlastní zpracování dle dat [Federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov) [online]⁴⁶

Během roku FED snižoval hodnotu úrokových sazeb, a tak se před útokem dne 11. září 2001 pohybovaly na úrovni 3,5%. V reakci na teroristický útok došlo ke snížení ve čtyřech dalších krocích až na hodnotu 1,75%, a to vše během jednoho roku. Tuto sazbu FED udržoval po celý rok 2002, kdy docházelo k postupnému oživení americké ekonomiky, ale v listopadu se ekonomický růst začal zpomalovat a došlo tak ke snížení až na hodnotu 1%, která byla nejnižší úrokovou sazbou od roku 1954. FED tímto dovolil tok levných peněz do ekonomiky a umožnil tak mnoha firmám a společnostem postavit se opět na vlastní nohy. Domácnosti

⁴⁵ ZEMÁNEK, Josef. Hypoteční krize v USA. Příčiny, průběh, následky (1. díl). *Euroekonom.cz* [online]. 2008. [cit. 2011-02-20]. Dostupné na WWW: <<http://www.euroekonom.cz/analyzy-clanky.php?type=jz-usa-hypoteky>>

⁴⁶ Board of Governors of the Federal Reserve System. Effective Federal Funds Rates. *Federalreserve.org* [online]. [cit. 2011-02-20]. Dostupné na WWW: <<http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>>

díky levným spotřebitelským úvěrům splatily ztráty spojené s propadem technologických akcií a firmy, místo emise nových akcií, pokryly ztráty úvěry.⁴⁷ Recese americké ekonomiky tak nakonec byla mělká, kdy došlo k poklesu HDP pouze o 0,3%, a relativně krátká, jelikož trvala pouze 8 měsíců od března do listopadu.⁴⁸

Avšak nízké úrokové sazby sebou přinášely i negativní účinky. Jelikož ohlašování konce recese stanovuje Národní úřad pro ekonomický výzkum, který bere v potaz spoustu ekonomických ukazatelů (zaměstnanost, spotřebu, HDP atd.). Pokud některý z ukazatelů začne růst, ohlásí konec recese. Bohužel i po ohlášení konce recese docházelo k nárůstu míry nezaměstnanosti, což dělalo FEDu starosti, a tak snížil úrokové sazby až k výše zmíněnému jednu procentu. Díky této monetární politice se podařilo FEDu vytáhnout hospodářství, ale to vlastně jenom díky nahrazení internetové bubliny bublinou realitní.⁴⁹

Za vlády Alana Greenspana tak došlo ke vzniku dvou spekuláčních bublin. W. M. Martin (předseda FEDu v letech 1951 až 1970) tvrdil, že centrální banka by měla zvyšovat úrokové sazby tehdy, dochází-li k obnovení ekonomické prosperity a hrozí-li jí přehřátí. Greenspan však před podobnými bublinami varoval, ale víceméně nic proti nim nepodnikl. Už v roce 1996 podotkl, že ceny akcií jsou nadhodnocené, avšak ke snížení úrokových sazeb nedošlo. K podobné situaci došlo i u bubliny hypoteční, kde prohlásil, že větší pokles cen nemovitostí je velmi nepravděpodobný a žádná celostátní bublina neexistuje. Avšak na druhou stranu musíme připustit, že v době působení Greenspana byl tento postoj považován mnohými politiky za adekvátní.⁵⁰

Ke Greenspanovi se váže i termín „Greenspanův put“, neboli kdykoliv se ekonomika dostane do problémů, tak to centrální banka zachrání pomocí vytváření dostatečného množství levných peněz.⁵¹ Tyto levné peníze však přeměnily hospodaření spousty domácností do života na dluh. V krátkém časovém období by to nevadilo, ale po té, co Greenspanův výbor udržoval

⁴⁷ MORRIS, Charles R. *Ztracené bilióny dolarů: levné peníze, rozhazování a velká finanční krize*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009. 212 stran. s. 76-79. ISBN 978-80-251-2526-7.

⁴⁸ KRUGMAN, Paul R. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. 168 stran. s. 134. ISBN 978-80-7021-984-3.

⁴⁹ KRUGMAN, Paul R. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. 168 stran. s. 134-135. ISBN 978-80-7021-984-3.

⁵⁰ KRUGMAN, Paul R. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. 168 stran. s. 126-135. ISBN 978-80-7021-984-3.

⁵¹ MORRIS, Charles R. *Ztracené bilióny dolarů: levné peníze, rozhazování a velká finanční krize*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009. 212 stran. s. 79. ISBN 978-80-251-2526-7.

úrokovou sazbu na hodnotě 1% po zbytek roku 2003 a celý rok 2004, tak lze jen těžko tohle období od roku 2000 do roku 2004 považovat za krátkodobé. Banky v té době mohly poskytovat spoustu různých úvěrů s nízkým úrokem. Pro tuto diplomovou práci budou především důležité hypoteční úvěry, jejichž větší dostupnost vedla ke zvýšení poptávky a tím nafouknutí hypoteční bubliny. Alan Greenspan po skoro 19 letech opustil post předsedy FEDu v roce 2006, v době splaskávání realitní bubliny, a na jeho místo nastoupil Ben Bernanke za vlády prezidenta G. W. Bushe.

3 Hlavní příčiny vzniku krize

K hlavním příčinám, stojícími za vznikem finanční krize v USA, bezpochyby patří nafouknutí bubliny na trhu hypoték, probíhající úvěrová expanze FEDu a zabalování jednotlivých hypotečních cenných papírů do balíčků neboli tzv. sekuritizace. Na tyto problémy se více zaměříme v této kapitole. Samozřejmě, že na vznik finanční krize mají vliv i vedlejší faktory, jež byly zmíněny v předchozí kapitole, které jenom dopomohly dosáhnout krizi obrovských rozměrů.

3.1 Vznik hypoteční bubliny

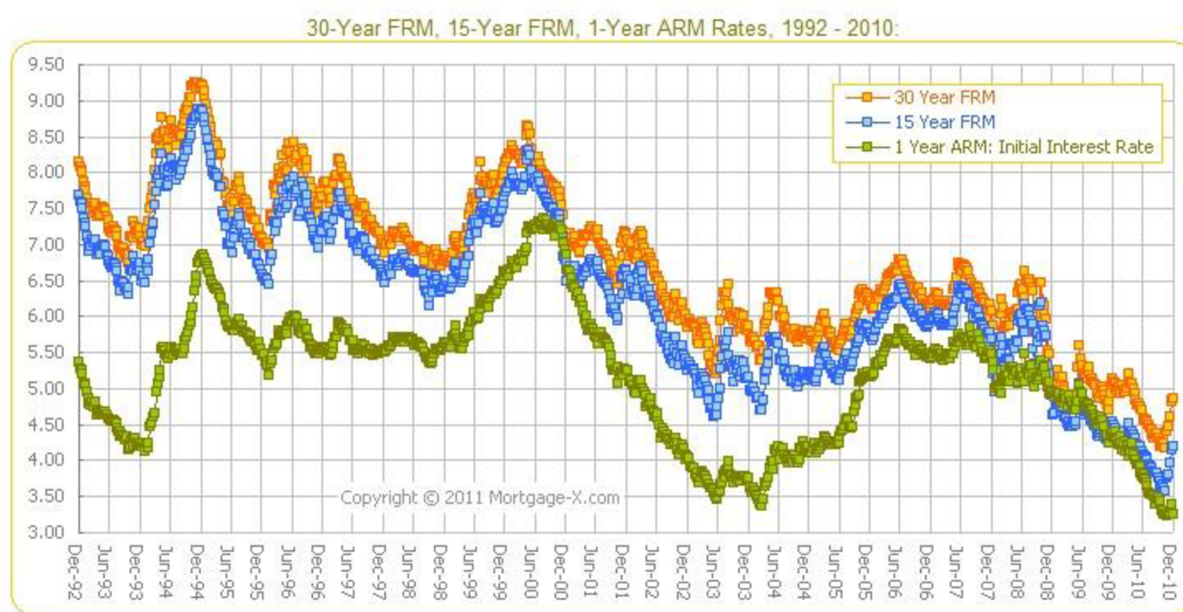
Po snížení úrokových sazeb FEDem v reakci na internetovou bublinu došlo k poklesu úrokových sazeb u všemožných úvěrů – přes spotřebitelské úvěry až k úvěrům hypotečním. A tak americké domácnosti začaly postupně více propadat životu „na dluh“. Spotřebitelé začali nekontrolovaně utrácet ve dvou významných oblastech, jednak v oblasti spotřebního zboží (automobily, elektronika, oblečení, nábytek atd.), jednak v oblasti nemovitostí.

Na trhu hypoték se setkáme při poskytování hypoték se dvěma druhy těchto úvěrů – s fixní a pohyblivou úrokovou sazbou. U hypoték s fixní úrokovou mírou (Fixed-Rate Mortgages) zůstává úroková sazba po celou dobu trvání stejná a tak dlužník ví, jakou částku bude muset každý měsíc splácet. Na rozdíl od hypoték s pohyblivou úrokovou mírou (Adjustable-Rate Mortgages – ARM), kde se výše úrokové sazby může měnit v čase. Nejpoužívanějšími druhy ARM jsou 2+28 nebo 3+27, což jsou třicetileté hypoteční úvěry, u kterých první číslo značí, že první 2 nebo 3 roky je úroková sazba fixovaná na předem domluvené hodnotě, která je většinou velmi nízká, a po uplynutí této doby dojde k uvolnění a úroková sazba se přizpůsobí sazbě referenční, kterou může být například referenční sazba udávaná na londýnském trhu, tzv. LIBOR. V důsledku toho mohou být splátky levnější, ale dlužník si nemůže být jistý, zda nedojde ke zvýšení úrokové sazby, a on tak už nebude nadále schopen danou hypotéku splácet. A tak v průběhu roku 2003 poklesla hodnota u hypoték s 30-letou fixací na 5,5%, s 15-letou fixací na 5% a u hypotečních úvěrů s pohyblivou úrokovou mírou dokonce

na 3,5%.⁵² V roce 2004, kdy měly domácnosti možnost nákupu nemovitosti s fixovanou dlouhodobou sazbou na velmi nízkých číslech, Alan Greenspan prohlásil, že přijdou o spoustu dolarů, pokud neuzavřou hypotéku s ARM, která byla v té době už pouze 3,25%.⁵³

Vývoj všech tří úrokových sazeb můžeme vidět v následujícím grafu č. 4, kde je především důležitý výrazný pokles v období od roku 2000 do roku 2003.

Graf č. 4.: Historický vývoj úrokových sazeb v období 1992 - 2010



Pramen: *Mortgage-x.com* [online]⁵⁴

A právě hypotéky s pohyblivou úrokovou sazbou byly tím faktorem, který odstartoval nafukování hypoteční bubliny. I když postupnou míru zadlužování americké společnosti můžeme spatřovat v průběhu několika desítek let, v 70. letech byla míra zadlužení americké společnosti jeden a půl násobek celkového HDP. Do celkového amerického dluhu patří zadlužení domácností, vlády, finančních i nefinančních institucí. Do roku 1980 rostla míra zadlužení poměrně kontinuálně. Avšak v roce 1985 už dosahovala míry dvojnásobku HDP, což byl prudký vzestupný trend. Do roku 2005 se dostala až na třiapůlnásobek celonárodního HDP, což odpovídalo hodnotě 44 bilionů, která se rovná HDP celého světa. S tímto

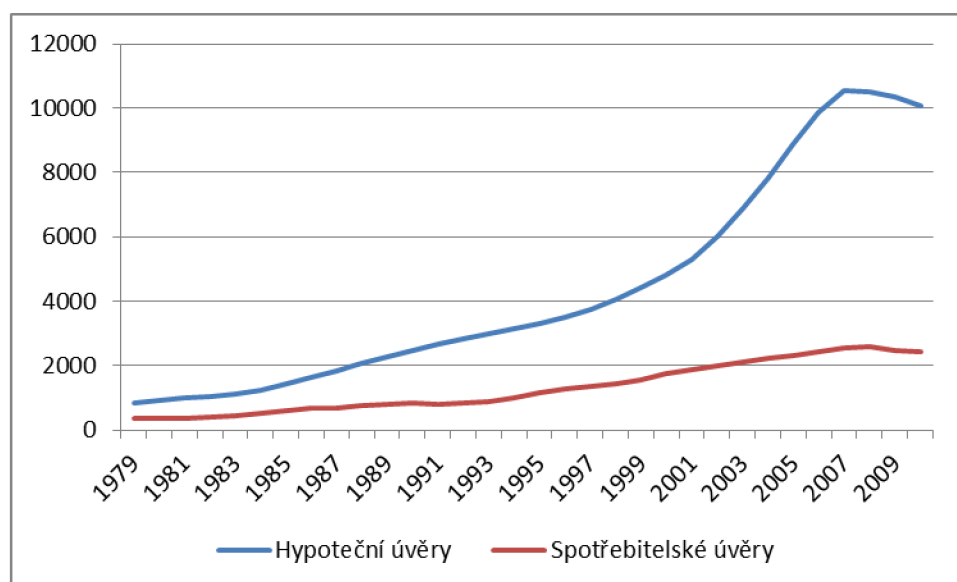
⁵² ZEMÁNEK, Josef. Hypoteční krize v USA. Příčiny, průběh, následky (1. díl). *Euroekonom.cz* [online]. 2008. [cit. 2011-02-26]. Dostupné na WWW: <<http://www.euroekonom.cz/analyzy-clanky.php?type=jz-usa-hypoteky>>

⁵³ MORRIS, Charles R. *Ztracené bilióny dolarů: levné peníze, rozhazování a velká finanční krize*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009. 212 stran. s. 82. ISBN 978-80-251-2526-7.

⁵⁴ Historical Graphs For Mortgage Rates. *Mortgage-x.com* [online]. [cit 2011-02-27]. Dostupné na WWW: <<http://mortgage-x.com/trends.htm>>

zadlužováním vzrostlo samozřejmě i hypoteční zadlužení domácností, které se mezi lety 2000 až 2005 zvýšilo o 75 procent.⁵⁵ Lehce dostupné úvěry pro občany, které si při vysokých sazbách v roce 2000 nemohli dovolit, společně s podpůrnými programy na bydlení, které jsme zmínili v kapitole předchozí, patří k hlavním příčinám vzniku hypoteční bubliny. Tento nemovitostní rozmach od roku 2000 do poloviny roku 2005 označil Robert J. Shiller jako největší nemovitostní bublinu v historii. Polovina růstu domácí produkce USA byla v průběhu roku 2005 spojena především s investicemi do nemovitostí, ať už přímou výstavbou, anebo nákupy domácího zařízení.⁵⁶ Tento trend nám dokumentuje graf č. 5, na kterém je především zřejmý nárůst hypotečního zadlužení domácností po roce 2000.

Graf č. 5.: Dluh domácností v USA (v mld. USD)



Pramen: Vlastní zpracování dle dat *Federalreserve.gov* [online]⁵⁷

Spousta lidí uzavírala hypotéky, ne jenom z důvodu vlastního bydlení, ale i jako investici do budoucna. Tito dlužníci, kteří nakupují dům jenom z důvodu jeho zpětného prodeje v rámci jednoho roku, jsou označováni jako „flippers“. V roce 2005 tak bylo 40% domů koupeno jako druhý dům nebo investice. Při růstu cen nemovitostí jste si v té době mohli pořídit hypotéku na dům a následně po chvíli splácení jste danou nemovitost prodali. Tím jste vydělali na rozdílu, jelikož cena splátek byla nízko a cena domů rostla. V roce 2003

⁵⁵ FOSTER, John Bellamy; MAGDOFF, Fred. *Velká finanční krize: příčiny a následky*. 1. vyd. Všeň: Grimmus, 2009. 156 stran. s. 46-50. ISBN 978-80-902831-1-4.

⁵⁶ MORRIS, Charles R. *Ztracené miliardy dolarů: levné peníze, rozhazování a velká finanční krize*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009. 212 stran. s. 79. ISBN 978-80-251-2526-7.

⁵⁷ Board of Governors of the Federal Reserve System. Credit Market Debt Outstanding. *Federalreserve.org* [online]. [cit. 2011-02-29]. Dostupné na WWW: <<http://www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/z1r-2.pdf>>

se věřitelé dostali do situace, kdy už nebylo komu dalšímu půjčovat, a tak se ze stran bank snížily standardy pro poskytování hypoték. Tyto kroky, společně s myšlenkou uzavřít co nejvíce půjček, tak umožnily občanům žítí jejich „amerického snu“. A tak se hypoteční úvěry začaly dostávat i k méně kvalitním plátcům, u kterých byla větší pravděpodobnost, že hypotéku nesplatí. Neboli se rozrostl trh podřadného (subprime) půjčování, kde na americkém trhu existují prime hypotéky, které jsou poskytovány dlužníkům, u kterých nehrozí nesplacení půjčky, jelikož jsou velmi důvěryhodní a s vysokými příjmy. Na druhé straně existují subprime půjčky, které jsou poskytovány horším dlužníkům se špatnou bonitou a velmi nízkými příjmy. Subprime půjčování tak vzrostlo během let 2001 až 2005 ze 145 miliard dolarů na 625 miliard dolarů. Mnoho úvěrů se rovněž přeměnilo v tzv. ninja úvěry, které byly poskytovány dlužníkům se skoro žádnými příjmy a minimem dokumentace.⁵⁸

Ospravedlněním pro poskytování subprime hypoték v té době bylo, že je jedno jakému dlužníkovi se peníze propůjčují, jelikož je vždy schopen danou hypotéku refinancovat pomocí nového úvěru, nebo se jí může finanční instituce zbavit prodejem na hypotečním trhu a nevznikne jí tak ztráta. To vše ovšem platí pouze v případě nekonečného růstu cen nemovitostí, avšak v období hypoteční bubliny byla jejich cena velmi nadhodnocena.

Z grafu č. 6 vyčteme, že poslední hypoteční bublina propukla koncem 80. let a vzrůst cen nemovitostí byl tehdy relativně nízký. Avšak od roku 1996 do roku 2006 se cena nemovitostí prakticky zdvojnásobila.⁵⁹ V polovině roku 2006 už byl trh tak přesycený, že cena domů začala, nejdříve pomalu, a v průběhu roku 2007 čím dál rychleji, klesat. Podle Case-Shillerova indexu⁶⁰ se ceny nemovitostí v průběhu roku 2007 propadly o 3% a v roce následujícím došlo k 15% propadu. V průběhu roku 2007 tak došlo ke splasknutí hypoteční bubliny. Ceny domů začaly padat, nové domy už se hůře prodávaly a čím dál více lidí přestávalo splácet své hypotéky. To vše znamenalo nejen tragédii pro vlastníky domů, protože jim byl zabaven dům, ale rovněž i pro finanční instituce, jelikož prodej nemovitostí se natahoval a navíc pak většinou získaly jenom část z poskytnutých peněz.⁶¹

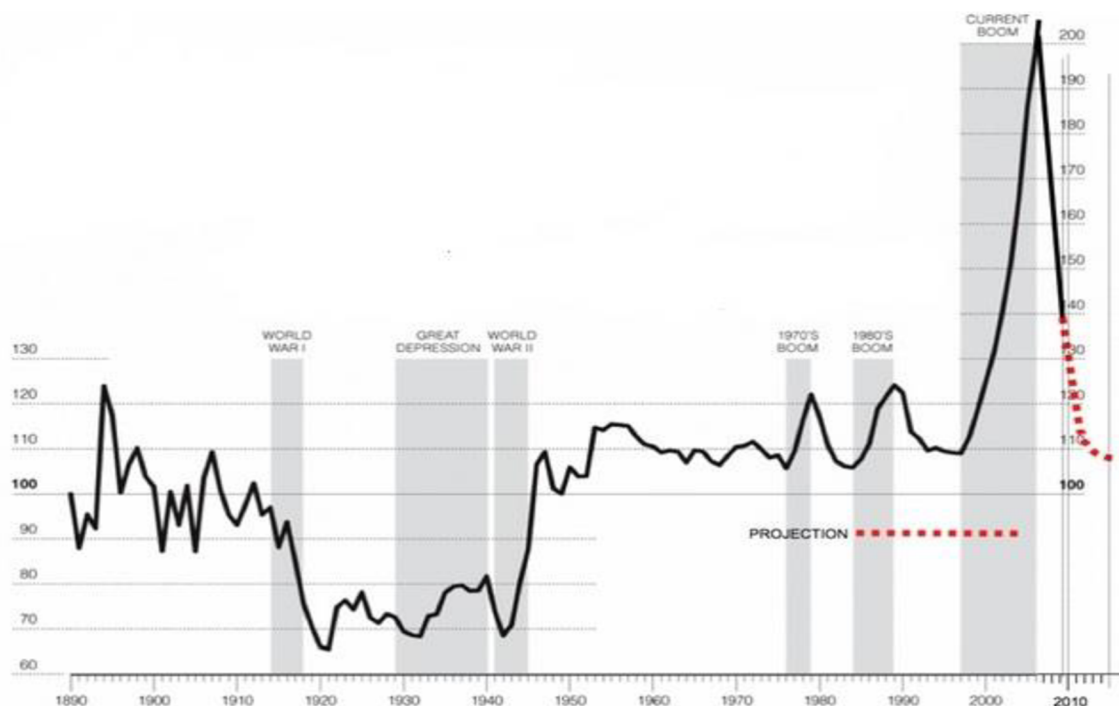
⁵⁸ MORRIS, Charles R. *Ztracené miliardy dolarů: levné peníze, rozhazování a velká finanční krize*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009. 212 stran. s. 82-83. ISBN 978-80-251-2526-7.

⁵⁹ FERGUSON, Charles. *Inside Job*. Sony Classics, 2010.

⁶⁰ Case-Shiller Home Price Indexes je vytvářen ke spolehlivému a konzistentnímu určení měřítka cen domů v USA, měří tak průměrnou cenu rodinného domu na určitém trhu. Je počítán měsíčně a pokrývá 20 metropolitních oblastí.

⁶¹ KRUGMAN, Paul R. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. 168 stran. s. 147. ISBN 978-80-7021-984-3.

Graf č. 6.: Case-Shillerův Home Price index 1890 - 2010



Pramen: Case-Shiller 100-year chart [online]⁶²

3.2 Monetární expanzivní politika FEDu

Jak jsme si ukázali na konci druhé kapitoly, FED snížil úrokové sazby až na hodnotu 1% a na této hodnotě je udržoval po dobu následujících 4 let až do roku 2004, což vedlo k nadměrné úvěrové expanzi. Proč však FED udržoval tuto velmi nízkou sazbu po tak dlouhou dobu? Jak uvádí Krugman, FED v čele s Alanem Greenspanem se především obával vzniku deflace, jelikož ekonomika stagnovala a stále rostla nezaměstnanost.⁶³ Avšak, jak se dočteme ve zprávě Kongresu USA, Alan Greenspan držel podle Taylorova pravidla⁶⁴ úrokové sazby během období 2001 až 2006 příliš nízkou. Politikou nízkých úrokových sazeb tak dovolil nafouknutí bubliny do podstatně větších rozměrů, než kdyby se držel úrokových sazeb, které doporučuje Taylorovo pravidlo. Alan Greenspan k tomu dodává, že spojitost

⁶² SHILLER, Robert J. *Irrational Exuberance*. 2006. [cit. 2011-03-02]. Dostupné na WWW: <<http://www.ritholtz.com/blog/2009/07/update-case-shiller-100-year-chart/>>

⁶³ KRUGMAN, Paul R. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. 168 stran. s. 135. ISBN 978-80-7021-984-3.

⁶⁴ Taylorovo pravidlo odvozuje správnou úroveň úrokových sazeb a určuje, že hlavní sazba by měla být 1,5 násobkem inflace plus 0,5krát mezera mezi potenciálním a současným růstem ekonomiky plus 1.

mezi krátkodobými úrokovými sazbami a cenami nemovitostí je jen velmi malá.⁶⁵ V jednom článku uveřejněném ve Wall Street Journal prohlásil, že udržovat úrokové sazby na tak nízké úrovni po tak dlouhou dobu bylo sice problematické, ale na druhou stranu to zabránilo vzniku deflační krize, která mohla být více skličující než krize současná.⁶⁶

Po té, co byl v roce 2002 růst americké ekonomiky okolo 2,4% , sice ke konci roku 2002 a začátkem roku 2003 zpomalil, ale po zbytek roku 2003 a během roku 2004 již dosahoval solidních hodnot, a to okolo 3%.⁶⁷ FED se rozhodl po opadnutí ohrožení z deflace zvednout úrokové sazby z 1% na 2,25%. Během dalších let s nastavenou politikou pokračoval, a tak během roku 2004 dosahovaly úrokové sazby výše 4,25% a v roce následujícím až 5,25%. Toto navýšení se samozřejmě promítlo do úrokových sazeb všech hypotečních úvěrů. U hypoték s jednoletou dobou fixace došlo ke vzrůstu ze 3,5% na 5,5% během tří let. Hypotéka s patnáctiletou fixací podražila z 5% na 6% a hypotéka se třicetiletou fixací z 5,5% na 6,5%, což dokresluje graf č. 4. Toto navýšení znamenalo pro spoustu domácností, hlavně pro ty, které měly sjednány hypotéky s pohyblivou úrokovou mírou, velké problémy, jelikož se jim citelně navýšily měsíční splátky hypoték. Společně se zvýšením cen nafty to znamenalo nemalé zatížení rodinného rozpočtu. Protože byla většina hypoték uzavřena s dlužníky s nízkými příjmy, docházelo tak k hromadnému vypovídání hypotečních smluv při neplacení měsíčních splátek. Velké problémy to znamenalo i pro poskytovatele hypoték, jelikož za normální situace se zabavený dům prodá na trhu a finanční instituce tak neinkasuje ztrátu. Jenomže v této situaci bylo zabavených nemovitostí příliš mnoho, a tak se protahovala doba prodeje na trhu, spojená rovněž s dalšími materiálními škodami a náklady. Přebytek nemovitostí navíc táhl jejich ceny směrem dolů, čímž na konci prodeje byla získána pouze část peněz z poskytnuté hypotéky. Prodejní doba nového rodinného domu se tak protáhla ze 4 měsíců na 10 měsíců. Společně s tím rapidně poklesl počet žádostí o novou hypotéku. Ztráta banky, spojená se zabavenou nemovitostí, tak představovala podle lokality 15 až 25 procent původní hodnoty nemovitosti, což je přibližně 50 tisíc dolarů na jeden rodinný dům.⁶⁸

⁶⁵ *The financial crisis inquiry report* [online]. 2011. 662 stran. s. 421. [cit. 2011-03-05]. Dostupné na WWW: <<http://www.gpoaccess.gov/fcic/fcic.pdf>>

⁶⁶ GREENSPAN, Alan. *The Roots of the Mortgage Crisis* [online]. 2007. [cit. 2011-03-05]. Dostupné na WWW: <<http://economistsview.typepad.com/economistsview/2007/12/alan-greenspan.html>>

⁶⁷ MORRIS, Charles R. *Ztracené miliardy dolarů: levné peníze, rozhazování a velká finanční krize*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009. 212 stran. s. 76-77. ISBN 978-80-251-2526-7.

⁶⁸ ZEMÁNEK, Josef. Hypoteční krize v USA. Příčiny, průběh, následky (2.díl). *Euroekonom.cz* [online]. 2008. [cit. 2011-03-06]. Dostupné na WWW: <<http://www.euroekonom.cz/analyzy-clanky.php?type=jz-usa-hypoteky2>>

Ke konci roku 2007 po splasknutí hypoteční bubliny se FED snažil vzniklou situaci zachránit a postupně začal snižovat úrokovou sazbu z 5,25% na 4,75%. Pokračoval v tom i v roce 2008, kdy snížil základní úrokovou sazbu až na 2,25%. Bohužel snížení úrokových sazeb FEDu neznamena i automatické snížení sazeb u hypotečních úvěrů. Zatímco úrokové sazby poklesly během půl roku z 5,25% na 2,25%, sazby u hypotečních úvěrů poklesly jenom mírně, a to z 5,5% na 5%.⁶⁹

3.3 Sekuritizace

Dalším problémem, kterému jsme v předchozích kapitolách nevěnovali moc pozornosti, ale na vzniku finanční krize se podílel nemalou měrou, je problém sekuritizace. Nejprve se musíme podívat pár let zpátky, abychom mohli určit důvody jejího vzniku.

Pokud jste si chtěli před 30 lety vzít půjčku na bydlení, banka, od které jste si peníze půjčovali, očekávala, že jí vypůjčenou částku splatíte, díky čemuž kladla vysoké nároky na dlužníky. Jelikož trvalo spoustu let, než se půjčka splatí, věřitelé tak byli velmi opatrní v zacházení s dlužníky a vybírali si jenom ty důvěryhodné. Tento způsob udílení úvěrů se označuje jako „originate-to-hold model“ (OTH), kdy tradiční banka drží úvěr celou dobu ve své rozvaze a inkasuje tak postupně splátky jistiny a úroku. S podpůrnými programy na vlastní bydlení byla do systému jednak dodaná chybějící likvidita přes zmíněné společnosti Fannie Mae a Freddie Mac, a banky tak byly nuceny poskytovat úvěry i méně bonitním klientům. Začal se tak více využívat nový obchodní model tzv. „originate-to-distribute model“ (OTD), který umožňoval přesun úvěru a s ním spojeného kreditního rizika dále do systému.⁷⁰

Samotný vznik sekuritizace sahá až do 70. let minulého století, kdy v zjednodušené formě banky postupně začaly jednotlivé hypoteční úvěry zabalovat do „balíčků“ a prodávat investičním společnostem. Z počátku fungující systém tak v pozdější době narušil stabilitu

⁶⁹ ZEMÁNEK, Josef. Hypoteční krize v USA. Příčiny, průběh, následky (3.díl). *Euroekonom.cz* [online]. 2008. [cit. 2011-03-06]. Dostupné na WWW: <<http://www.euroekonom.cz/analyzy-clanky.php?type=jz-usa-hypoteky3>>

⁷⁰ ČNB. *Monitoring centrálních bank* [online]. 2008. s. 8-10. [cit. 2011-03-07]. Dostupné na WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/monitoring_centralnich_bank/download/0804_mcb.pdf>

finančních trhů a dal vzniknout finanční krizi.⁷¹ Došlo tak vlastně k přesunutí úvěrového rizika na další subjekty finančního trhu, čímž se banky nemusely obávat o nesplacení hypotéky a dostaly se k více prostředkům. Když pak neexistovala žádná regulační omezení, banky mohly poskytovat více půjček. Mezi lety 2000 až 2003 se tak počet poskytnutých hypotečních úvěrů skoro zečtyřnásobil.⁷²

V procesu sekuritizace dochází ke slučování nelikvidních aktiv (hypoteční úvěry, půjčky ke kreditním kartám, studentské půjčky, spotřebitelské půjčky atd.), které produkují známé nebo předem odhadnutelné cash flow, do balíku, který je následně podstoupen třetí osobě. Na tento balík aktiv jsou pak následně emitovány cenné papíry. Tyto sekuritizované cenné papíry se všeobecně označují jako Asset Backed Securities (ABS) a za jejich výnosy neodpovídá emitent, ale odvíjejí se od cash flow plynoucích z předem určených podkladových aktiv. Od roku 1970 se v USA používají i Mortgage Backed Securities (MBS), které jsou vlastně podskupinou ABS a u nichž jsou podkladovými aktivy hypotéky, a proto jsou považovány za předchůdce kolateralizovaných hypotečních obligací, kterými se budeme zabírat podrobněji dále. Největšího rozmachu dosáhla sekuritizace během konce devadesátých let, kdy docházelo k přibývání stále většího množství sofistikovanějších a komplexnějších finančních instrumentů, a až do roku 2008 byla považována za přínosnou metodu, která umožňovala ekonomice USA růst.⁷³ Sekuritizaci aktiv tak využívají jak finanční instituce jako komerční banky, vydavatelé kreditních karet, pojišťovny, tak i nefinanční instituce jako maloobchodní firmy, výrobci spotřebního zboží a leasingové společnosti.⁷⁴

Banky poskytovaly spoustu hypotečních úvěrů a zároveň na ně byly kladeny požadavky kapitálové přiměřenosti, které určují poměr mezi vlastním kapitálem a rizikově váženými aktivy. Ale samotné zvýšení vlastního kapitálu je velmi nákladné. Z těchto důvodů začaly jednotlivé úvěrové instituce převádět vybraná aktiva na speciální účelové firmy (Special Purpose Entity - SPE), jinak označované jako speciální účelové jednotky (Special Purpose Vehicle – SPV), které se stanou vlastníky těchto aktiv. A až u SPE dochází k zabalení různě

⁷¹ BUČKOVÁ, Veronika. Sekuritizace - novodobý globální trend s následky krize. *Finance.cz* [online]. 2010. [cit. 2011-03-08]. Dostupné na WWW: <<http://www.finance.cz/zpravy/finance/261776-sekuritizace-novodoby-globalni-trend-s-nasledky-krize>>

⁷² FERGUSON, Charles. *Inside Job*. Sony Classics, 2010.

⁷³ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 2. vyd. Ostrava: Key Publishing, 2010. 659 stran. s. 605-606. ISBN 978-80-7418-080-4.

⁷⁴ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 520 stran. s. 227. ISBN 978-80-86929-70-5.

rizikových aktiv do balíčku a vydání cenných papírů. Daná aktiva se tak dostala z rozvahy společnosti a banky tak splňovaly pravidlo kapitálové přiměřenosti. SPE byly zakládány jako dceřiné společnosti s odděleným účetnictvím od mateřské společnosti. Právní vztah zde však není totožný jako mezi mateřskou a dceřinou společností, jelikož hospodářské výsledky mateřské společnosti nemají vliv na hospodaření dceřiné společnosti. Pokud by tedy došlo k bankrotu SPE, zakládající společnost by tím nebyla ohrožena, díky čemuž může podstupovat i vysoce rizikové projekty a hodnocení cenných papírů vydaných dceřinou společností je vyšší, jelikož nemusí podstupovat kreditní riziko.⁷⁵

3.3.1 Zajištěné dluhové obligace

V souvislosti se soudobou krizí se do popředí nejvíc dostaly nové sekuritizované produkty, a to ve formě zajištěných dluhových obligací (Collateralized Debt Obligations – CDO). Tento neregulovaný finanční instrument vznikl tím, že banky daly dohromady spoustu dluhových aktiv, kterými mohou být hypoteční úvěry, půjčky a jiné úvěry, představující pohledávky banky označované jako zástava neboli kolaterál (collateral). Jelikož banka nechce mít tyto aktiva ve své bilanci po celou dobu trvání, vydá na tyto aktiva dluhový papír - CDO, který představuje závazek banky vyplatit investorům vloženou částku navýšenou o úrok. Protože jedno CDO obsahovalo velmi mnoho aktiv (až 200) bylo rozdělováno do tzv. tranší (tranche), přičemž každá tranše má různé riziko a výnos. Společně s každou tranší je i určeno pořadí při absorbování ztrát v důsledku poklesu nebo selhání podkladových aktiv.⁷⁶

Podle podstupovaného rizika v CDO a možných výnosů obvykle rozlišujeme 3 základní tranše:⁷⁷

- „Junior tranche“ – jedná se o nejrizikovější tranši, takže v případě, kdy přestanou být jednotlivá podkladová aktiva splácena, investoři v této tranši budou jako první, u kterých nebude vyplacen přislíbený úrok. Představuje okolo 10% z podkladových aktiv celého balíku. A jelikož je z tranší nejrizikovější, je také označována jako „first-to-default“ a tím pádem je i nejvýnosnější. Obvykle tyto tranše nemají rating.

⁷⁵ BUČKOVÁ, Veronika. Special Purpose Entities a jejich podíl na vzniku současné krize. *Finance.cz* [online]. 2009. [cit. 2011-03-10]. Dostupné na WWW: <<http://www.finance.cz/zpravy/finance/245461-special-purpose-entities-a-jejich-podil-na-vzniku-soucasne-krize/>>

⁷⁶ *Collateralized Loan Obligation* [online]. [cit. 2011-03-12]. Dostupné na WWW: <<http://www.finance-management.cz/080vypisPojmu.php?IdPojPass=89&X=Collateralized+Loan+Obligation+CLO>>

⁷⁷ *Collateralized Loan Obligation* [online]. [cit. 2011-03-12]. Dostupné na WWW: <<http://www.finance-management.cz/080vypisPojmu.php?IdPojPass=89&X=Collateralized+Loan+Obligation+CLO>>

- „Mezzanine tranche“ – u této tranše je riziko úpadku střední. Představuje okolo 20% z hodnoty balíku podkladových aktiv. Investorům přestanou být vypláceny výnosy, až pokud dojde k úplnému úpadku celé „junior“ tranše. Ratingové ohodnocení se zde pohybuje v rozmezí B až BBB.
- „Senior tranche“ – tuto tranši tvoří 70% hodnoty balíku podkladových aktiv. Protože slíbené úroky by investorům přestaly být vypláceny až v případě úpadku „junior“ i „mezzanine“ tranše, jsou s ní spojeny i nejmenší výnosy. Kreditní rating se u této tranše pohybuje na úrovni emitující společnosti, což odpovídá rozmezí A až AAA.

Toto rozdělení anglicky označované jako „tranching“ je jeden ze způsobů úvěrového posílení (credit enhancement), bez kterého by bylo velmi obtížné cenné papíry prodat, jelikož investoři nejsou ochotni na sebe přebírat celé úvěrové riziko portfolia. Kombinace jednotlivých druhů úvěrového posílení představuje pro poskytovatele značné úvěrové riziko a pokrývá tak několikanásobně očekávané ztráty. Většinou dochází ke kombinaci několika forem úvěrového posílení v důsledku větší podpory CDO.⁷⁸

Následně lze úvěrové posílení rozdělit do dvou podskupin – vnitřní a vnější:⁷⁹

- Vnější úvěrové posílení:
 - Neodvolatelná bankovní záruka (letter of credit) – bývá poskytnuta třetí stranou (bankou) na krytí odhadu ztrát z podkladových aktiv a často bývá podřízena ostatním úvěrovým posílením.
 - Pojištění třetí stranou – mezi nejdůležitější patří posílení pomocí pojišťoven, které na sebe přebírají část rizik a zajišťují tak investorům předem slíbené výnosy.
- Vnitřní úvěrové posílení:
 - Podřízenost tranší – protože jsou jednotlivé ABS rozděleny do dvou či více tranší, je ke každé tranši přidělen specifický výplatní podíl a riziko. Dochází zde k tzv. splátkovému vodopádu, kdy nejprve se na cash-flow podílejí vrchní tranše a s každou další vrstvou se zvyšuje riziko ztráty. V případě úpadku aktiv se nejprve na ztrátách podílejí nejspodnější tranše (až do výše této tranše a pak absorbují ztráty i tranše jim nadřazené).

⁷⁸ JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty v praxi*. 2. vyd. Praha: Grada, 2010. 630 stran. s. 572. ISBN 978-80-247-3696-9.

⁷⁹ JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty v praxi*. 2. vyd. Praha: Grada, 2010. 630 stran. s. 572. ISBN 978-80-247-3696-9.

- Nadměrné rozpětí (excess spread) – jedná se o rozpětí mezi úroky placenými z portfolia podkladových aktiv a nižšími úroky placenými z emitovaných cenných papírů (ABS). Tyto prostředky se akumulují a mohou tak sloužit například k pokrytí ztrát z aktiv v portfoliu.
- Účty hotovostního kolaterálu (cash collateral account) – jedná se o vklad od prodávajícího ABS na speciální účet, který se zakládá ve prospěch vlastníka tranší, jelikož v případě ztrát z podkladových aktiv se z tohoto účtu čerpá jako první.
- Překolaterizace (overcollateralization) – nastává v případě, kdy hodnota podkladových nástrojů v portfoliu převyšuje hodnotu emitovaných tranší ABS.
- Předčasné splacení (early amortization) – v případě, že dojde k události předčasného splacení (např. nedostatečné platby od dlužníků, zvýšená míra selhání podkladových pohledávek, bankrot obsluhovatele).
- Likvidní podpory (liquidity support) – běžné u komerčních ABS, kde se splatnosti jednotlivých pohledávek liší od splatnosti ABS, které je nutné nahrazovat novými emisemi.

Podle typu podkladových aktiv v CDO se můžeme setkat i s následujícími druhy:⁸⁰

- Collateralized Loan Obligations (CLO) – jedná se o CDO, kde jsou podkladovými aktivy běžné úvěry, které mohou být poskytnuté jak obyvatelstvu, tak podnikatelům i státním institucím
- Collateralized Bond Obligations (CBO) – jedná se o CDO vypsané na různé dluhopisy, většinou to jsou podnikové dluhopisy, ale mohou se objevovat i státní dluhopisy rozvíjejících se trhů
- Structured Finance CDO (SFCDO) – zde se nachází CDO zajištěné portfoliem aktiv krytých dlouhodobým hmotným majetkem
- Commercial Real Estate CDOs (CRE CDOs) – jedná se o druh CDO, které jsou kryty realitami
- CDO-Squared (CDO²) – jedná se o takový druh CDO, který je zajištěn jinými CDO
- Synthetic CDOs (SCDO) – tyto CDO mají v portfoliu úvěrové dluhopisy nebo úvěrové deriváty založené nejčastěji na prodeji swapu úvěrového selhání. Důležité je, že portfolio podkladových aktiv není převedeno na SPV, ale zůstává celou dobu

⁸⁰ *Collateralized Loan Obligation* [online]. [cit. 2011-03-15]. Dostupné na WWW: <<http://www.finance-management.cz/080vypisPojmu.php?IdPojPass=89&X=Collateralized+Loan+Obligation+CLO>>

v držení původce, pouze zde dojde k prodeji CDS, u kterých označí za kreditní události úpadky jednotlivých aktiv. Prostředky z prodeje pak používá jako kolaterál pro příslušné tranše SCDO a tyto získané prostředky pak investuje do bezrizikových dluhopisů, kterými mohou být státní pokladniční poukázky. Tento druh CDO je v Evropě nejoblíbenější.⁸¹

Při konstrukci samotných CDO je proto důležité nalezení kupujícího, který zakoupí nejspodnější tranše označované také jako „toxický odpad“, které absorbují první ztráty v portfoliu. Jednalo se tedy o investora ochotného podstupovat neuvěřitelné riziko ve snaze vysokých zisků s poměrně velkou svobodou rozhodování. Držitelé tohoto druhu CDO sloužili jako globální lapač rizika, který umožnil fungování této obrovské a vratké konstrukce. Jednalo se tak především o hedge fondy, které si díky pákování svých pozic zajišťovaly návratnost investice. Došlo tím k investování obrovských sum peněz do cenných papírů, které byly vlastně kryty subprime půjčkami. V době, kdy trh s nemovitostmi rostl, inkasovaly hedgové fondy investující do tohoto „toxického odpadu“ nemalé zisky, což je jenom nutilo k dalšímu nakupování CDO.⁸² Jak můžeme vidět z grafu č. 7, počet celosvětově emitovaných CDO se od roku 2000 do roku 2006 enormně navýšil, současně je zde viditelný značný propad po splasknutí hypoteční bubliny.

CDO manažeři většinou mixují jednotlivé druhy CDO, čímž vytvářejí různé balíky menších balíčků. Vznikala tak portfolia smíchaná ze CDO² nebo se získávaly nejrizikovější tranše z mnoha CDO, které posloužily jako podpora pro tvorbu nových CDO. V dnešní době můžeme najít i CDO³ nebo typ CDO postavený na zbytku z CDO². Dochází tak k vytvoření velmi komplexního a špatně přehledného systému v rizikovosti jednotlivých tranší, které bylo i pro institucionální investory velmi obtížné na orientaci.⁸³ To vše přispělo ke zvýšení informační asymetrie mezi subjekty finančního trhu. Jednotlivé subjekty tak disponovaly pouze částečnými soubory informací, což způsobovalo investiční chyby.⁸⁴ Většina účastníků finančního trhu se tak musela opírat o hodnocení renomovaných ratingových agentur, kterými se budeme podrobněji zabývat v následující podkapitole.

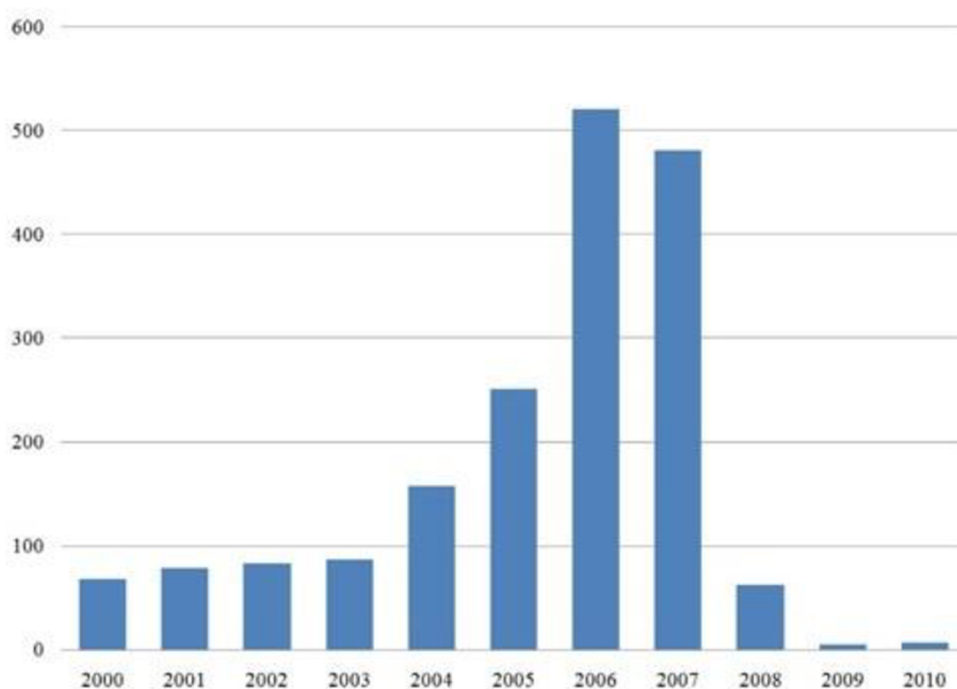
⁸¹ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 2. vyd. Ostrava: Key Publishing, 2010. 659 stran. s. 610-613. ISBN 978-80-7418-080-4.

⁸² MORRIS, Charles R. *Ztracené bilióny dolarů: levné peníze, rozhazování a velká finanční krize*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009. 212 stran. s. 98 a s. 126. ISBN 978-80-251-2526-7.

⁸³ MORRIS, Charles R. *Ztracené bilióny dolarů: levné peníze, rozhazování a velká finanční krize*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009. 212 stran. s. 93. ISBN 978-80-251-2526-7.

⁸⁴ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 520 stran. s. 142. ISBN 978-80-86929-70-5.

Graf č. 7.: Počet světově vydaných CDO v období 2000 – 2010 (v mld. USD)



Pramen: Federalreserve.gov [online]⁸⁵

Jedná se tak o velmi riskantní finanční instrumenty, které v konečném důsledku mohou skončit velmi špatně. Jelikož pokud by došlo k problému u pouze jednoho CDO, hedgový fond by neměl problém takovou ztrátu pokrýt doplněním extra marže.⁸⁶ Jenomže v případě hypoteční bubliny musíme zohlednit i faktor korelace. Kdyby byla korelace mezi jednotlivými podkladovými aktivy CDO velmi nízká, tak by „junior“ tranše byla sice riziková, ale „senior“ tranše by byla považována za relativně bezpečnou. S rostoucí korelací mezi podkladovými aktivy ale naopak roste nebezpečí úpadku většiny podkladových aktiv, a vytvořené ztráty tak už nemusí pokrýt „junior“ a „mezzanine“ tranše.⁸⁷ Protože většina CDO obsahovala podobné hypotéky, dostala se tak po splasknutí bubliny většina CDO do značných problémů.

⁸⁵ Board of Governors of the Federal Reserve System. Global CDO Issuance, Annual Rate. *Federalreserve.org* [online]. [cit. 2011-03-09]. Dostupné na WWW:

<<http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2010/1010/ifdp1010.htm>>

⁸⁶ MORRIS, Charles R. *Ztracené miliardy dolarů: levné peníze, rozhazování a velká finanční krize*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009. 212 stran. s. 132. ISBN 978-80-251-2526-7.

⁸⁷ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 2. vyd. Ostrava: Key Publishing, 2010. 659 stran. s. 614. ISBN 978-80-7418-080-4.

3.3.2 Swapy úvěrového selhání

Dalším derivátem, který sehrál ve vývoji finanční krize podstatnou roli, jsou swapy úvěrového selhání (Credit Default Swap – CDS). Kupující CDS se snaží pojistit proti úvěrovému riziku z podkladového aktiva tím, že dané riziko přenáší na prodejce CDS. Strana kupující CDS se tak zavazuje platit pravidelné částky prodejci CDS po dobu trvání swapu. Na oplátku prodejce nabízí ochranu proti úvěrovému selhání nebo jinak určené kreditní události (credit event). Pokud dojde k úvěrovému selhání, prodejce CDS je nucen zaplatit předem dohodnutou částku většinou ve výši nominálního dluhu. Proto bývají swapy úvěrového selhání přirovnávány k pojištění.

Na rozdíl od klasického pojištění však zde najdeme podstatné rozdíly. Za prvé: CDS jsou neregulované deriváty obchodované na OTC trzích, tudíž zde neexistuje dohled nad tím, zda prodejci CDS mají dostatečné finanční prostředky na krytí případných ztrát. Za druhé: v klasickém pojištění si můžete pojistit jenom věci, které vlastníte (například pojištění auta). Na trzích s CDS si toto auto může „pojistit“ prakticky každý. A tak na rozdíl od klasického pojištění může na trzích derivátu spekulovat na selhání podkladového aktiva mnoho kupujících CDS a přitom nemusí být majitelem těchto aktiv.

Během krize AIG (American International Group), celosvětově největší pojišťovací společnost, nahromadila půl bilionu dolarů v úvěrově rizikových aktivech bez nutnosti odložení jediného dolaru na pokrytí potenciálních ztrát. AIG nebyla jediná, a tak portfolia pokrývající swapy úvěrového selhání vzrostly celosvětově z 6,4 bilionů dolarů na konci roku 2004 na vrchol dosahující 58,2 bilionu dolarů koncem roku 2007.⁸⁸

Prodejci CDS, označováni také jako garanti, byli kromě pojišťoven primárně i banky a hedge fondy,⁸⁹ které v dobrých časech produkovaly výnosy spojené s pravidelnými poplatky a mohly si dovolit vyplácet vysoké bonusy. Avšak v době propadu na trhu CDO se dostali do velkých problémů, což v případě největší světové pojišťovny znamenalo jednak likvidní problémy a také run investorů. Jelikož ji však FED shledal jako „příliš velkou, než aby

⁸⁸ *The financial crisis inquiry report* [online]. 2011. 662 stran. s. 50. [cit. 2011-03-15]. Dostupné na WWW: <<http://www.gpoaccess.gov/fcic/fcic.pdf>>

⁸⁹ MORRIS, Charles R. *Ztracené bilióny dolarů: levné peníze, rozhazování a velká finanční krize*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009. 212 stran. s. 142. ISBN 978-80-251-2526-7.

padla“⁹⁰, tak jí poskytl postupně několik úvěrů, které v současné době přesahují 180 miliard dolarů. Tím získal i majoritní akciový podíl.⁹¹

3.3.3 Morální hazard

Společně s příchodem sekuritizace se do popředí dostalo i slovní spojení „morální hazard“. Pojem morální hazard se původně začal objevovat v pojišťovnictví, kdy si poskytovatelé na trhu s pojištěním začali všimnat skutečnosti, že majitelé nemovitostí pojištěných proti požárům se ve větší míře stávají obětmi těchto činů. Pojištění jakékoliv neblahé události tak zvyšovalo tendence k chování, které danou špatnou událost přivodí, například pojištění drahých klenotů zvyšuje šanci, že je někde necháte ležet, nebo vládou podporované povodňové pojištění povzbuzuje občany ke stavění domů v záplavových oblastech. Definicí morálního hazardu tak může být nezodpovědné jednání, jehož negativní následky nenesou osoba, která toto rozhodnutí přijala.

Klasickým příkladem takového jednání mohou být výše zmíněné záchranné balíčky vlády, kdy „svými garancemi dává investorům vzkaz: v dobrých letech, když vaše investice nesou výnos, máte právo na výnos. Když hrozí, že vámi nakoupené cenné papíry nikdo neproplatí, přijde stát s penězi daňových poplatníků a zbaví vás rizika. Politici přece disponují miliardami dolarů daňových poplatníků, kteří jsou na rozdíl od velkých investorů rozptýleni a nemohou se bránit.“⁹² Toto chování se začalo objevovat až v posledních letech, od třicátých do osmdesátých let minulého století bylo na obchodování bank přísně dohlíženo, aby se nepouštěly do příliš rizikových operací, navíc do podnikání musely vkládat vlastní velké peníze. S příchodem deregulace v 80. letech se mnoho těchto omezení změnilo.⁹³

Během hypoteční bubliny si investiční banky mezi sebou mohutně půjčovaly, aby mohly nakoupit více hypoték a aby tak mohly vytvořit více CDO. Během roku 2004 se rozhodla

⁹⁰ Příliš velký než aby padlo (too big to fail) – je ekonomický termín poukazující na finanční i průmyslové podniky, které jsou ve své oblasti natolik velké, že jejich bankrot by do značné míry ohrozil chod odvětví případně celého hospodářství.

⁹¹ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 520 stran. s. 229. ISBN 978-80-86929-70-5.

⁹² MACH, Petr. *Americká finanční krize – selhání státních regulací*. In HOLMAN, Robert. *Americká finanční krize: hrozba pro světovou ekonomiku?: sborník textů*. 1. vyd. Praha: CEP, 2008. 87 stran. s. 65. ISBN 978-80-86547-65.

⁹³ KRUGMAN, Paul R. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. 168 stran. s. 61-62. ISBN 978-80-7021-984-3.

Komise pro cenné papíry a burzy (SEC), že umožní investičním bankám ještě více se zadlužit, čímž jim dovolí ještě více riskovat. Pět velkých investičních bank – Goldman Sachs, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Bear Stearns, Morgan Stanley – tak mohly zvýšit svou finanční páku⁹⁴ z do té doby povolené 15:1 na 40:1. Případně velmi malý pokles (okolo 2-3%) v hodnotě jejich vlastních aktiv by je zanechal insolventními.⁹⁵ Proto se také tyto investiční banky dostaly po splasknutí hypoteční bubliny do největších problémů.

Morální hazard můžeme nalézt i v jiných sférách finančního podnikání. Banky si tak mohly dovolit poskytovat více riskantních hypotečních úvěrů, jelikož díky sekuritizaci převáděly úvěrová rizika na další subjekty. Investiční banky začaly preferovat riskantní podřadné (subprime) půjčky, jelikož jsou s nimi spojené i vyšší výnosy. Na hypoteční makléře tak byl vyvíjen tlak ze strany investičních bank, jelikož jejich výdělky jsou spojeny s prodejem nejvíce profitujících produktů, kterými v té době byly tyto rizikové půjčky.

3.3.4 Podvody na hypotečním trhu

Zvýšení počtu riskantních půjček tak vedlo i k masivnímu nárůstu „predátorského půjčování“ (predatory lending). Tato praktika byla uplatňována především na nízkopříjmové nebo starší občany, kteří před vzniknutím hypoteční bubliny neměli nárok na dané hypotéky dosáhnout a u kterých se poskytovatelé snaží využít i jejich neznalosti. U těchto půjček jsou úrokové sazby a poplatky, spojené s vedením, častokrát velmi vysoké. Věřitel v tomto případě nemá zájem, aby dlužník svou půjčku řádně a včas splácel.

Napříč hypotečním trhem bylo 40% všech půjček uděleno s malou nebo žádnou dokumentací. To v době nafouknuté hypoteční bubliny, kdy neexistovaly skoro žádné upisovací standardy, dokumentace už nebyla ověřována a varování od interního auditu a zainteresovaných pracovníků byla ignorována, vytvářelo podmínky pro vznik podvodu. Díky snížení upisovacích standardů na uzavření hypotéky a morálnímu hazardu ze stran investičních bank docházelo i k podvodům na straně dlužníků. Podle FBI (Federální úřad pro vyšetřování – Federal Bureau of Investigation) byly do 80% všech případů zapojeni tzv. insideři

⁹⁴ Finanční páka (leverage) – poměr mezi vlastním kapitálem a vypůjčenými prostředky.

⁹⁵ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 520 stran. s. 230. ISBN 978-80-86929-70-5.

hypotečního trhu, mezi které patří kupující, realitní kanceláře, odhadci a spolupůsobilí uzavírající agenti.⁹⁶

Mezi nejrozšířenější tři podvody můžeme zařadit:⁹⁷

- „Property Flipping“ – v tomto případě dojde k nákupu nemovitosti s cílem ji obratem prodat. Do tohoto podvodu jsou zahrnuti především odhadci nemovitostí, kteří díky podplacení danou nemovitost nadhodnotí a tak může být na trhu prodána se ziskem.
- „Silent Second“ – v tomto druhu podvodu je na původní nemovitost uzavřen i druhý hypoteční úvěr, a to bez vědomí původního věřitele. Tento typ hypotéky je většinou uzavřen v případě, kdy nemá dlužník hotovost na zaplacení splátky.
- „Straw Buyers“ – tady existují kupci, kteří propůjčují svoje jména a úvěrovou historii dalším kupcům, jež mají opravdový zájem o nákup nemovitosti, ale z důvodu svého vlastnictví nebo špatné úvěrové historie by jim půjčka nebyla poskytnuta.

3.4 Problém ratingových agentur

Na vzniku hypoteční krize v USA a jejím následném rozšíření do celého světa se nemalou měrou podílely ratingové agentury, které jsou často označovány za hlavního viníka finanční krize.

V roce 1975 udělila Securities and Exchange Commission (SEC) třem ratingovým agenturám, *Moody's*, *Standard & Poor's*, *Fitch*, status „celonárodně uznávaných statistických ratingových agentur“ (Nationally Recognized Statistical Rating Organization – NRSRO), od jejichž ratingového hodnocení se následně odvíjela pravidla kapitálové přiměřenosti pro jednotlivé investiční banky a fondy. Příkladem může být Recourse Rule (dodatek k Baselu I), který od roku 2001 povoloval bankám držet méně kapitálu spojeného s vysoce hodnocenými cennými papíry. Pro cenné papíry hodnocené stupněm BBB bylo nutno držet pětikrát více kapitálu a u aktiv hodnocených stupněm BB bylo požadováno desetkrát více, než u papírů hodnocených AAA nebo AA. O hodnocení těchto agentur se následně opíralo víc a víc účastníků finančního trhu. Přes emitenty, kteří potřebovali schválit strukturu své

⁹⁶ *The financial crisis inquiry report* [online]. 2011. 662 stran. s. 160. [cit. 2011-03-20]. Dostupné na WWW: <<http://www.gpoaccess.gov/fcic/fcic.pdf>>

⁹⁷ *The financial crisis inquiry report* [online]. 2011. 662 stran. s. 160. [cit. 2011-03-20]. Dostupné na WWW: <<http://www.gpoaccess.gov/fcic/fcic.pdf>>

nabídky, banky, které podle ratingu posuzují míru potřebného kapitálu k držení, až po investory, kteří mohou nakupovat cenné papíry ohodnocené pouze nejvyššími ratingy. Například americké penzijní fondy mohou nakupovat do svých portfolií pouze cenné papíry hodnocené třemi nejvyššími investičními stupni. Od roku 1975, kdy musel SEC schválit udělení statusu NRSRO, agentury nepodléhaly žádné další regulaci po dobu následujících třiceti let.⁹⁸ Vznikl tak neregulovaný oligopolní trh se značnými bariérami vstupu. Na politický nátlak a ze značné obavy ze vzniku nekonkurenčního prostředí byl postupně od roku 2003 udělen status NRSRO dalším sedmi institucím, to už ale bylo v době nemovitostní bubliny a současně se předpokládalo, že novým agenturám bude nějakou dobu trvat prosadit se na trhu.

Definici ratingu můžeme vymezit jako názor na relativní schopnost emitenta nebo dané emise cenných papírů dostát svým finančním závazkům vyjádřený symboly klasifikační stupnice. Jednotlivé hodnocení se u každé ratingové agentury liší, ale ve zjednodušené formě lze říci, že emitent nebo cenný papír ohodnocený ratingem AAA nebo AA lze považovat za stabilní společnost s vysokou pravděpodobností plnění závazků a jimi emitované papíry jsou bezpečné a důvěryhodné. Cenné papíry hodnocené ratingem BBB lze považovat za papíry dobré, u kterých hrozí mírná doba prodlení a přijatelná úroveň rizika. Naopak hodnocení B případně C jsou velmi rizikové cenné papíry nebo společnosti, u kterých hrozí velká pravděpodobnost, že nedostojí svým závazkům a jsou s nimi spojena značná rizika, jedná se tak o spekulativní stupeň a jsou často označovány jako „junk“, neboli odpad. Jelikož nové sekuritizované produkty na finančních trzích byly do značné míry nepřehledné a vytvářely značnou informační asymetrii mezi investorem a dlužníkem, většina investorů se tak musela opírat o hodnocení ratingových agentur. Sami totiž nebyli schopni provést samostatně všechna vyhodnocení a rating pro ně znamenal jasné a srozumitelné ohodnocení, popř. byli nuceni investovat do určitého stupně ratingu (např. penzijní fondy).⁹⁹

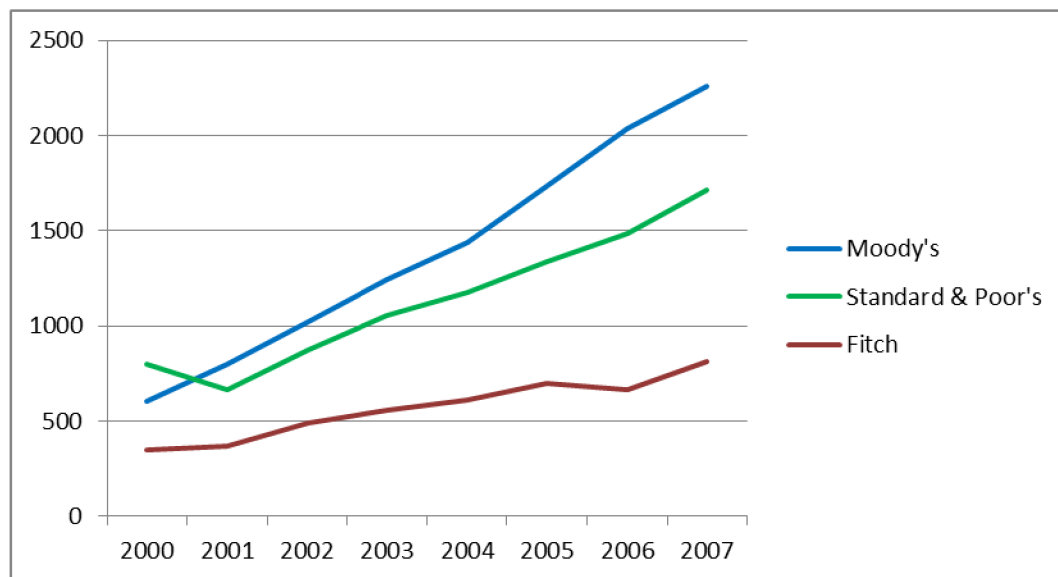
Jak je znatelné z grafu č. 8., s nárůstem sekuritizace a počtu vydaných CDO se zvýšily i zisky jednotlivých ratingových agentur. Například rating strukturovaných finančních produktů (hlavně MBS) tvořil necelou polovinu příjmu agentury Moody's v letech 2005, 2006 a 2007. Největší ratingová agentura Moody's tak mezi lety 2000 až 2007 zečtyřnásobila svůj profit.

⁹⁸ *The financial crisis inquiry report* [online]. 2011. 662 stran. s. 118-119. [cit. 2011-03-22]. Dostupné na WWW: <<http://www.gpoaccess.gov/fcic/fcic.pdf>>

⁹⁹ SŮVOVÁ, Helena. Regulace ratingových agentur. *cnb.cz* [online]. 2009. [cit. 2011-03-22]. Dostupné na WWW: <http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2009/c1_09_090408a.html>

Udělování hodnocení jednotlivým cenným papírům mělo značné mezery, jelikož Moody's nebral v úvahu možné zhoršení upisovacích standardů a možnost dramatického poklesu cen nemovitostí. Navíc na americkém subprime trhu nebyla dostatečná historická data.¹⁰⁰

Graf č. 8.: Zisky ratingových agentur v období 2000 – 2007 (v mil. USD)



Pramen: Vlastní konstrukce na základě *Moody's* [online]¹⁰¹ doplněno o data z *Inside Job*¹⁰²

Dalším problémem, zmiňovaným právě s ratingovými agenturami, je konflikt zájmů, protože agenturám vyplácejí odměny právě jednotlivé finanční instituce, které jsou za prvé ratingovým stupni ohodnoceny, a které za druhé platí i za ohodnocení jimi emitovanými cennými papíry. Čím více AAA ratingu tak udělily jednotlivým strukturovaným produktům, tím vyšší byly jejich zisky. Což lze přirovnávat například k článku k novinám, u kterých jim v případě pozitivního článku bude zaplacen požadovaná částka, ale v případě negativního článku jim nebude zaplacen nic.

Ratingové agentury tak výrazně selhaly v případě, kdy udělovaly vysoce rizikovým strukturovaným produktům hodnocení investičního stupně AAA, 80% ze všech vydaných obligací tak mělo hodnotu tři nebo aspoň dvou A, a to i přes skutečnost, že 70% podkladových aktiv byly tzv. subprime hypotéky, které by objektivně měly mít hodnocení

¹⁰⁰ *The financial crisis inquiry report* [online]. 2011. 662 stran. s. 118. [cit. 2011-03-23]. Dostupné na WWW: <<http://www.gpoaccess.gov/fcic/fcic.pdf>>

¹⁰¹ Moody's Corporation. Annual Reports. *Ir.moody's.com* [online]. [cit. 2011-03-24]. Dostupné na WWW: <<http://ir.moody's.com/annuals.cfm>>

¹⁰² FERGUSON, Charles. *Inside Job*. Sony Classics, 2010.

mnohem horší.¹⁰³ Jednalo se tak o značné pochybení v hodnocení nejen ze strany ratingových agentur, ale také z pozice investičních bank, které při vytvoření směsice mnoha malých rizikových úvěrů doufaly, že tak vytvoří bezpečný instrument s nejlepším hodnocením.

Spousta investorů, kteří chtěli vložit finanční prostředky do CDO, byla velmi závislá na těchto hodnoceních ratingových agentur. Protože SEC omezuje investování fondů peněžního trhu pouze do cenných papírů, které mají hodnocení alespoň od dvou NRSRO v rozmezí dvou nejvyšších stupňů krátkodobých kategorií. Zároveň Ministerstvo práce v USA (Department of Labor) klade na penzijní fondy nároky na investování do cenných papírů hodnocených pouze ratingem A a vyšším.¹⁰⁴ V době, kdy tyto rizikové cenné papíry měly hodnocení AAA, což odpovídá velmi bezpečným státním dluhopisům, nic nebránilo penzijní fondům investovat do těchto papírů a dosahovat tak mnohem vyšších výnosů. Na druhou stranu zde byly i investiční banky a další investoři, kteří úplně neporozuměli velmi komplexní a neprůhledné struktuře CDO, a tak byly na tyto ratingy z velké části odkázáni a navíc inklinovali k podceňování rizika spojeného s těmito strukturovanými produkty.

Ratingové agentury tak mohly zamezit velkému přílivu investic do riskantních půjček, kdyby zpřísnily pravidla a přehodnotily ratingy těchto rizikových papírů. Je těžko uvěřitelné, že ratingové agentury nevěděly, jaké ratingy udílejí těmto „toxickým“ aktivům, spíše s tím neměl nikdo větší problém, dokud celý nemovitostní trh rostl a agentury tak generovaly zisky. Například ve zprávě SECu, vydané v roce 2008 ohledně korespondence mezi ratingovými agenty, najdeme zprávy jako, že „i kdyby produkty byly strukturovány krávy, tak je stejně ohodnotíme“, anebo „doufejme, že budeme bohatí a v důchodu až tento domeček z karet spadne“.¹⁰⁵ Dalším problémem u ratingových agentur je i hodnocení jednotlivých finančních institucí, kdy hodnotily stupněm A2¹⁰⁶ Lehman Brothers pár dní před bankrotem, stejné hodnocení připadalo i na Bear Stearns chvíli před bankrotem a například i AIG měla hodnocení AA také pár dní před kolapsem. Na druhou stranu je toto jednání ratingových agentur pochopitelné, s tím jak prostupují celým finančním systémem a spousta subjektů na nich závisí, bylo by velmi nebezpečné snížit hodnocení těchto instrumentů na spekulaci

¹⁰³ MORRIS, Charles R. *Ztracené miliardy dolarů: levné peníze, rozhazování a velká finanční krize*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009. 212 stran. s. 92. ISBN 978-80-251-2526-7.

¹⁰⁴ *The financial crisis inquiry report* [online]. 2011. 662 stran. s. 119. [cit. 2011-03-25]. Dostupné na WWW: <<http://www.gpoaccess.gov/fcic/fcic.pdf>>

¹⁰⁵ Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies. *sec.gov* [online]. 2008. s. 12. [cit. 2011-03-25]. Dostupné na WWW: <<http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf>>

¹⁰⁶ Podle stupnice Moody's, což odpovídá solidnímu investičnímu stupni.

stupeň a zapříčinit tak vznik finanční pohromy. Proto se zhoršováním jednotlivých ratingů agentury vyčkávaly ve snaze zabránit nebo zmírnit již vzniklou situaci, i když snížení ratingů by bylo za normálních okolností zcela zřejmou věcí.

Když pak byli zástupci ratingových agentur vyslýcháni před Kongresem, označili svoje ratingové ohodnocení jako jejich „názor“, který nemá představovat investiční doporučení a který nezaručuje možnost selhání emitenta nebo hodnoceného cenného papíru. Bohužel o jejich ratingy se opírala spousta investičních společností, a tak není divu, že za jednu z příčin vzniku finanční krize je považováno právě jednání ratingových agentur.

3.5 Nadměrná spekulace

S rozšířením trhu s CDO společně s nízkou úrokovou sazbou a nízkou inflací, které vedly k přehřívání americké ekonomiky, došlo na americkém trhu k nadměrným spekulacím, kdy se jednotlivé subjekty právě nahromaděné volné finanční prostředky pokoušely investovat do produktů s vyššími výnosy, se kterými se pojilo i vyšší riziko. Toto dluhové financování hraje důležitou roli v tržní ekonomice, avšak vytváří tak nestabilní a rizikové prostředí.

Musílek uvádí tři typy deficitních jednotek podle definice Minského:¹⁰⁷

- Opatrné finanční jednotky (hedge financing units) – tyto jednotky povětšinou nespekulují a jejich očekávané důchodové peněžní toky budou převyšovat jimi splatné závazky v podobě úroků a jistin. Čím větší podíl vlastního kapitálu ve finanční struktuře deficitní jednotky, tím je větší pravděpodobnost, že deficitní jednotka používá opatrné financování. Úspěch těchto jednotek zapojí do hry další jednotky, které však v důsledku vyšších výnosů zapojí i spekulování.
- Spekulativní finanční jednotky (speculative financing units) – tyto jednotky očekávají, že jim inkasované důchodové peněžní toky a kapitálové zisky budou postačovat na pokrytí úrokových závazků, avšak nebudou pokrývat splacení jistiny. V důsledku udržení svých pozic budou muset přistoupit k půjčování, prostřednictvím obnovení úvěrů nebo uzavřením úvěrů nových. Nejedná se zde o iracionální jednání, ale

¹⁰⁷ MUSÍLEK, Petr. *Příčiny globální finanční krize a selhání regulace* [online]. 2008. [cit. 2011-03-26]. Dostupné na WWW: <http://cfuc.vse.cz/media/2008/cfuc_2008-4_020.pdf>

v případě, kdy dojde k panice na finančním trhu a krachu bank, bude to mít negativní dopady na hospodaření těchto jednotek.

- Ponzioho finanční jednotky (Ponzi financing units) – u těchto jednotek nedochází k dostatečnému generování důchodových peněžních toků a kapitálových zisků, aby to stačilo na pokrytí úrokových závazků a jistin. Tyto jednotky tak buď spekulují na enormní vzestup spekulativních aktiv a velký pokles úrokových měr, nebo v častějších případech si neustále půjčují, čímž dochází k nárůstu jejich dluhového zatížení. Příkladem může být kolaps amerických aerolinek United Airlines LBO v roce 1989 nebo selhání Ruských cenných papírů v roce 1998, kdy dojde k obratu trhu podle velikostí spekulace a tudíž i vypůjčených prostředků.¹⁰⁸

Minsky tak konstatuje, že čím je více ve finančním systému spekulativních a Ponzioho finančních jednotek, tím se stává nestabilnější a zranitelnější. První příčinu vzniku lze hledat v příchodu nemajetných přistěhovalců do USA, což výrazně zvýšilo poptávku na trhu nemovitostí. Se sníženými upisovacími standardy a dostatečnými volnými finančními prostředky tak došlo k nemovitostnímu boomu. Rostoucí poptávka po nemovitostech a spekulace hnaly ceny nemovitostí nahoru, což přilákalo další investice. Z podnikání na americkém trhu se tak stala nadměrná spekulace a počet spekulativních a Ponzioho jednotek rostl. Když pak došlo k problémům na hypotečním trhu, tyto jednotky se staly insolventními, bankám a investorům poklesla výrazně cena aktiv, čímž se některé staly také insolventními. Finanční krize se tak postupně přelila do celého světa, jelikož podřadné hypoteční dluhopisy byly emitovány na světových trzích, a také nafouknutí nemovitostní bubliny bylo z části financováno přílivem zahraničních zdrojů.¹⁰⁹

¹⁰⁸ MORRIS, Charles R. *Ztracené miliardy dolarů: levné peníze, rozhazování a velká finanční krize*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009. 212 stran. s. 150-151. ISBN 978-80-251-2526-7.

¹⁰⁹ MUSÍLEK, Petr. *Příčiny globální finanční krize a selhání regulace* [online]. 2008. [cit. 2011-03-26]. Dostupné na WWW: <http://cfuc.vse.cz/media/2008/cfuc_2008-4_020.pdf>

4 Propuknutí finanční krize a možnosti její eliminace

V této kapitole se budu zabývat hlavními událostmi, které vedly k prostoupení krize do širšího povědomí. Zároveň nastíním zásahy vlád, které měly odstranit následky této krize, a následně i přijatá opatření, která by měla zabránit vzniku podobných krizí do budoucna.

4.1 Průběh finanční krize

Přesné datum vzniku současné finanční krize, která vznikla na hypotečním trhu USA a postupně zasáhla celý svět, nelze samozřejmě jednoznačně určit. Za hlavní rok vypuknutí lze zcela určitě považovat rok 2007. I když bychom tuto krizi mohli považovat za jedinečnou, která v historii nemá obdoby, lze říci, že s podobnými problémy jsme se již setkali. Charles R. Morris tuto krizi označuje za klasickou krizi Argentinského typu, kdy došlo ke stádovému zadlužení podporovaného spotřebitelskými orgiemi s dovezenými surovinami, se současnými rozepřemi v nové okázalé třídě super bohatých.¹¹⁰ Tato krize má však stejné příčiny v podobě splasknutí hypoteční bubliny v 90. letech v Japonsku a spousta bankovních runů je z části podobná se situací USA během Velké deprese. Přerušení mezinárodních kapitálových toků a vzestup měnových krizí se zase podle Krugmana podobá vývoji v Asii koncem devadesátých let.¹¹¹

I když za hlavní rok propuknutí krize se označuje rok 2007, už během roku 2006 se na trhu nemovitostí vyskytly problémy, způsobené existencí velkého množství poskytnutých hypoték a přesyceností trhu, následně ceny jednotlivých nemovitostí začaly pomalu klesat. S tím, že ceny začaly padat a dlužníci si tak nemohly dovolit financovat úvěry uzavřením nových úvěrů, narostl ke konci roku i počet nesplacených úvěrů.

¹¹⁰ MORRIS, Charles R. *Ztracené miliardy dolarů: levné peníze, rozhazování a velká finanční krize*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009. 212 stran. s. 2. ISBN 978-80-251-2526-7.

¹¹¹ KRUGMAN, Paul R. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. 168 stran. s. 146. ISBN 978-80-7021-984-3.

4.1.1 Rok 2007

Projevy finanční krize začaly být znatelné především v létě roku 2007. Americký finančník George Soros považuje za oficiální datum propuknutí krize srpen 2007, kdy musely zasáhnout centrální banky do bankovního systému, aby mu dodaly dostatečnou likviditu.¹¹² První znatelné problémy se objevily na konci července 2007, kdy investiční banka Bear Stearns musela uzavřít své dva hedgové fondy, konkrétně High-Grade Fund, který poklesl o 91%, a Enhanced Leverage Fund, který se propadl skoro na nulu. Vzniklé ztráty měly především spojitost s investováním do ABS a MBS, kde nárůst poměru nesplacených subprime půjček společně s vysokou finanční pákou je přivedl k insolvenčnímu. 6. srpna se dostala do problémů American Home Mortgage, jeden z největších nezávislých poskytovatelů úvěrů na bydlení v USA, a čelila bankrotu, když se podle jejích slov stala obětí krize na americkém hypotečním trhu. Vzniklé problémy se objevily následně i v Evropě, kde 9. srpna největší francouzská banka BNP Paribas musela zamrazit výběry ze svých tří fondů, jelikož s vyschnutím likvidity na americkém hypotečním trhu nemohla ocenit hodnotu svých aktiv, což bylo znakem nedůvěry bank si mezi sebou půjčovat. Z tohoto důvodu se rozhodla Evropská centrální banka (ECB) napumpovat do bankovního systému hodnotu 95 miliard euro v rámci zvýšení likvidity a necelých 109 miliard euro přidala v dalších dnech. FED přistoupil k situaci podobně, kdy byl ochoten poskytnout tolik peněz, kolik bude potřeba k odvracení problémů s likviditou. Do finančních problémů se dostala také Countrywide Financial, největší poskytovatel hypoték od roku 2004 až do kolapsu v roce 2007. V reakci na danou situaci snížil FED diskontní sazbu (sazbu, za kterou si od FEDu mohou banky půjčovat) o 50 bazických bodů, aby pomohl bankám vypořádat se s problémy s likviditou. Snížení však nemělo požadovaný účinek, a tak se spousta bank po celém světě potýkala s problémy spojenými se subprime hypotékami.¹¹⁴

U pátého největšího britského poskytovatele hypoték, Northern Bank, bylo odhaleno, že stojí na pokraji insolvence, a stala se tak předmětem klasického bankovního runu, který v Británii nenastal po dobu necelých třiceti let. Vzniklý, do značné míry nepřehledný, trh s CDO vytvořil prostředí, ve kterém bylo velmi obtížné rozlišit, které banky drží právě „toxický odpad“ a se kterými je tudíž spojeno vysoké riziko úpadku. V takové situaci si banky přestaly

¹¹² SOROS, George. *The new paradigm for financial markets: the credit crisis of 2008 and what it means*. 1. vyd. New York: PublicAffairs, 2008. 162 stran. s. 15. ISBN 978-1-58648-683-9.

¹¹³ *The financial crisis inquiry report* [online]. 2011. 662 stran. s. 241. [cit. 2011-03-28]. Dostupné na WWW: <<http://www.gpoaccess.gov/fcic/fcic.pdf>>

¹¹⁴ SOROS, George. *The new paradigm for financial markets: the credit crisis of 2008 and what it means*. 1. vyd. New York: PublicAffairs, 2008. 162 stran. s. 15. ISBN 978-1-58648-683-9.

důvěřovat, což vedlo ke značnému poklesu likvidity na mezibankovních trzích. Při čerpání nouzových úvěrů od centrálních bank pak docházelo k situacím, kdy nouzový úvěr sice pomohl vyřešit problém likvidity banky, ale tím označil čerpající banku jako nestabilní. Pokud totiž tato banka čerpá úvěr, tak nejspíš drží daná toxická aktiva, a tím může vyvolat bankovní run právě na sebe.¹¹⁵

Na vzniklou finanční situaci zareagovaly i akciové trhy, na kterých došlo k větší korekci již na přelomu května a června roku 2006, kdy došlo k propadu hlavních indexů USA téměř o 10%. Tento propad byl zapříčiněn především obavou z růstu úrokových sazeb, avšak následně se většina burzovních trhů zotavila. K dalšímu propadu došlo v únoru a březnu 2007, kdy ze světových kapitálových trhů vymizelo 3,3 biliónu dolarů, a globální index Morgan Stanley poklesl o 6%. I když některé akciové tituly dosáhly v červenci 2007 na svá historická maxima, na konci července ale došlo nejhoršímu jednodennímu propadu od dubna 2003 a burzy tak za jediný měsíc ztratily v USA 9,5% a v Evropě 12%. V prvním zářijovém týdnu poklesl i japonský Nikkei o 6% stejně jako Londýn nebo Nasdaq. S propadem akcií bank, finančních institucí a developerů došlo k zamrznutí trhu s mezibankovními úvěry a banky přestávaly být ochotny si půjčovat.¹¹⁶

Během října 2007 šokovala investiční banka Merrill Lynch své investory, když ohlásila, že ve třetím čtvrtletí zaznamenala ztráty ve výši 6,9 miliard dolarů spojených se CDO a jednu miliardu ztráty spojenou se subprime hypotékami. Finanční sektor se tak během podzimu roku 2007 potýkal s velkým problémem, kterým byly miliardy dolarů ztrát z půjček, cenných papírů a derivátů, které byly zajišťovány právě nemovitostmi. FED tak během celého roku snižoval diskontní sazbu, která dosahovala 5,25% počátkem roku, 4,75% během září, a 4,25% v prosinci.¹¹⁷

¹¹⁵ KOHOUT, Pavel. *Finance po krizi a co bude dál*. 2. vyd. Praha: Grada, 2010. 266 stran. s. 24. ISBN 978-80-247-3583-2.

¹¹⁶ DVOŘÁK, Pavel. *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2008. 343 stran. s. 302-303 a s. 329. ISBN 978-80-7400-075-1.

¹¹⁷ *The financial crisis inquiry report* [online]. 2011. 662 stran. s. 256-257. [cit. 2011-03-30]. Dostupné na WWW: <<http://www.gpoaccess.gov/fcic/fcic.pdf>>

4.1.2 Rok 2008

Počátkem roku 2008 pokračovalo klesání cen nemovitostí, ohlašování ztrát jednotlivých společností spojených s poklesem cen cenných papírů a snižování diskontní sazby ze strany FEDu, kdy ji ve snaze podpořit likviditu trhu během ledna snížil až na 3,5%. Do velkých problémů se dostala investiční banka Bear Stearns během března 2008, kdy ji došla hotovost, jelikož investovala především na trhu sekuritizovaných produktů s vysokým pákováním, a čelila tak bankrotu. Bear Stearns tak byla převzata bankou JP Morgan za výprodejní cenu 2 dolary za akcii, a to ještě za asistence FEDu, který této fúzi pomohl částkou 30 miliard dolarů na pokrytí méně likvidních aktiv. Bez asistence FEDu by se tato fúze nejspíš neuskutečnila a jeho zásah lze hodnotit jako správnou věc, jelikož jinak by nastala řetězová reakce, která by měla mnohem horší dopady a zapříčinila hlubokou recesi, i když byla zaplácena z peněz daňových poplatníků.¹¹⁸

Dominový efekt ovšem pokračoval dál. Během května se do finančních problémů dostala i Contrywide Financial a byla zachráněna jenom díky hotovostním injekcím od Bank Of America. Následně pak 7. září Henry Paulson ohlásil převzetí pod křídla státu dvou gigantických poskytovatelů hypoték – Fannie Mae a Freddie Mac, kteří se nacházeli na pokraji kolapsu s 5 bilióny investovanými v půjčkách na domy, což představovalo okolo poloviny trhu s nemovitostmi v USA.¹¹⁹

Za hlavní událost, kterou se finanční krize zapsala do povědomí širšího obyvatelstva, lze posuzovat především krach investiční banky Lehman Brothers. Na tuto společnost byl vytvářen tlak ze strany Paulsona společně s Bernankem na vytvoření více stabilizační finanční instituce přes vložení dodatečných ekvitrních aktiv, avšak generální ředitel Richard Fuld společně s vedením banky překračoval interní předpisy týkající se právě přijatelných rizik a následně se v katastrofickém stavu banky snažil přesvědčit investory, že je všechno v pořádku.¹²⁰ Poté, co v průběhu roku 2008 zaznamenala ztráty v hodnotě 7 miliard dolarů spojených s chybnými spekulacemi ohledně nemovitostí, a poté, co se FED rozhodl nijak nepodílet na pomoci Lehman Brother, a bez možnosti fúzování, tak došlo k pádu 158 let staré

¹¹⁸ KOHOUT, Pavel. *Finance po krizi a co bude dál*. 2. vyd. Praha: Grada, 2010. 266 stran. s. 60-62. ISBN 978-80-247-3583-2.

¹¹⁹ MORRIS, Charles R. *Ztracené bilióny dolarů: levné peníze, rozhazování a velká finanční krize*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009. 212 stran. s. 6-7. ISBN 978-80-251-2526-7.

¹²⁰ *Za krizi prý může vedení Lehman Brothers* [online]. 2010. [cit. 2011-03-30]. Dostupné na WWW: <<http://aktualne.centrum.cz/ekonomika/business-ve-svete/clanek.phtml?id=663163>>

investiční banky dne 15. září 2008, což byl zároveň i největší bankrot v historii Spojených států. V Lehman Brothers tak přišlo o místo 28 000 zaměstnanců. Bankrot této banky prohloubil paniku a nedůvěru na finančním trhu, s tím, že už nelze jednoznačně prosazovat pravidlo „too big to fail“. Do určité míry také přispěl k bankrotovým situacím, do kterých se dostaly i ostatní investiční banky. Proč však nedošlo k záchraně Lehman Brothers FEDem jako v případě výše zmíněné banky Bear Stearns? Důležité je si uvědomit, že se jedná o investiční banku, u které dochází ke spekulacím s vlastními prostředky a v případě propadu zisku z těchto spekulací nesou způsobené ztráty akcionáři. Nejedná se tedy o banku komerční, u které dochází k poskytování úvěrů a přijímání vkladů. Hlavním důvodem však je, že pádem Lehman Brothers došlo pouze ke zhroucení samotné instituce, zatímco při pádu Bear Stearns by se nacházel v ohrožení celý finanční systém, navíc americká vláda tuto společnost nechtěla zachraňovat z peněz daňových poplatníků, protože tyto prostředky chce použít pouze na společnosti, které jsou pro finanční trh více důležité.¹²¹ FED se tak rozhodl nezachránit tuto banku z mnoha důvodů, především proto, že zde neexistovala jiná privátní společnost, která by ji byla ochotná převzít, důležitá dále byla i nejistota ohledně jejích ztrát, riziko morálního hazardu a hlavně také chybné odhady, že krach banky bude mít zvládnutelné dopady na finanční systém, jelikož finanční subjekty tento bankrot očekávají.¹²²

Hned následující den se dostala do finanční tísně i největší pojišťovací společnost AIG, přes kterou docházelo k praktickému „sázení“ na úpadek špatných CDO. Například banka Goldman Sachs v roce 2006 začala se současným vydáváním „toxických“ CDO sázet i na jejich úpadek v podobě CDS, které vydávala právě AIG. I když tyto CDO byly označovány jako velmi kvalitní investice, přesto Goldman Sachs nakoupil CDS v hodnotě okolo 22 miliard dolarů. Jedná se proto do značné míry o konflikt zájmů, jelikož později začala tato banka vytvářet specifický druh CDO, u kterého čím více investoři ztráceli, tím více Goldman vydělával. AIG tak v té době prodala enormní počet CDS na části trhu, který byl neregulovaný, bez dohledu federální nebo státní organizace, a nemusela si tak uchovávat záruční jistinu, která by případně pokryla vzniklé ztráty. Dlužila tak spoustu miliard dolarů právě držitelům CDS a neměla na jejich vyplacení. FED jí následně poskytl záchrannou půjčku v hodnotě 85 miliard dolarů za majoritní podíl akcií, čímž byla 17. září

¹²¹ KOHOUT, Pavel. *Finance po krizi a co bude dál*. 2. vyd. Praha: Grada, 2010. 266 stran. s. 67-69. ISBN 978-80-247-3583-2.

¹²² *The financial crisis inquiry report* [online]. 2011. 662 stran. s. 343. [cit. 2011-04-02]. Dostupné na WWW: <<http://www.gpoaccess.gov/fcic/fcic.pdf>>

AIG převzata vládou.¹²³ AIG tak byla ve své podstatě „too big to fail“, jelikož její krach by znamenal vrstvicí se ztráty a kolapsy napříč celým finančním systémem z důvodu značné provázanosti na velké komerční banky, investiční banky a ostatní finanční instituce.

Právě investiční banky, u kterých byla zvednuta povolená finanční páka, se po propadu trhu CDO dostaly do finanční tísně. Bear Stearns byla převzata společností JP Morgan, banka Lehman Brothers zkrachovala. Další na pokraji bankrotu byla investiční banka Merrill Lynch, která po vyjednávání s Bank of America byla převzata za cenu 50 miliard dolarů. K převzetí došlo 15. září a Bank of America přemýšlela i o spojení s Lehman Brothers, ale nakonec se rozhodla pro Merrill Lynch právě kvůli lepším výhodám v oblasti makléřských operací, čímž částečně zapříčinila padnutí Lehman Brothers. Po krachu jednání s Bank of America se jednání upínala k britské bance Barclays, která byla ochotna Lehman koupit v případě, že se americká vláda zaručí za špatná aktiva banky, což však tehdejší ministr financí H. Paulson zamítl.¹²⁴ FED o týden později povolil dvěma největším investičním bankám - Morgan Stanley a Goldman Sachs - přeměnu na banky s univerzální bankovní licenci, čímž se staly komerčními bankami, které mohou přijímat od veřejnosti vklady, a tím se jim dostane dostatečné likvidity. Právě touto přeměnou se však dostaly z dohledu SECu pod přímý dohled FEDu.¹²⁵

Na podzim roku 2008 tak finanční krize propuká na globální úrovni, kdy se pomocí investovaných prostředků do CDO po celém světě přesouvá i do Evropy a zbytku světa. Mezinárodní instituce se snaží najít společná řešení pro zastavení této krize, a banky jednotlivých zemí poskytují půjčky na stimulaci ekonomiky a podporu bankrotujících podniků. V USA žádají Paulson a Bernanke po Kongresu záchranný balíček v hodnotě 700 miliard dolarů na podporu krachující bank, jelikož bez podpory vlády by mohl nastat katastrofický finanční kolaps.

Ve zkratce tak finanční krize začala problémy s nesplacením vysokého množství podřadných hypoték, které se následně pomocí vytvořených CDO přelily do finančního systému, kde v případě poklesu jejich ceny o velkou část zanechal hodně finančních institucí insolventními.

¹²³ FERGUSON, Charles. *Inside Job*. Sony Classics, 2010.

¹²⁴ Spojení obrů: Bank of America kupuje Merrill Lynch. *Ekonomika.ihned.cz* [online]. 2008. [cit. 2011-04-02]. Dostupné na WWW: <<http://ekonomika.ihned.cz/c1-27629670-spojeni-obru-bank-of-america-kupuje-merrill-lynch>>

¹²⁵ Wall Street se podřídí tvrdší regulaci. *hn.ihned.cz* [online]. 2008. [cit. 2011-04-02]. Dostupné na WWW: <<http://hn.ihned.cz/c1-28053310-wall-street-se-podridi-tvrdsi-regulaci>>

Následně došlo k poklesu cen nemovitostí, postupnému snižování ratingových hodnocení, bankrotům bank a propadu cen akcií. Přenesla se tak postupně i do reálného hospodářství, kde došlo k poklesu HDP napříč světem, růstu nezaměstnanosti a propadu ekonomik do recese.

4.2 Eliminace finanční krize

V této kapitole se zaměřím na možnosti řešení, které by měly zabránit vzniku podobné události do budoucna. Samotná krize je ovšem součástí hospodářství, kdy se růst ekonomiky ve fázi recese hospodářského cyklu propadá, a neefektivní a slabé finanční instituce a firmy by měly opustit hospodářství a uvolnit tak prostor novým, více efektivním a silnějším společnostem. Což se bohužel v současné finanční krizi neděje v plné míře, jelikož státy zachránily některé větší společnosti, na druhou stranu však došlo k úpadku mnoha menších bank a podniků. Vytváří se tak opět nebezpečný precedens pravidla „too big to fail“, kdy se banky budou pokoušet fúzovat, aby v případě problému přišel stát a zachránil je.

Jestli bylo možné vzniku hypoteční krize v USA zabránit, není úplně jednoznačně stanovitelné. Avšak velký vliv deregulace, která vytvořila několika miliardový trh s CDO, nad kterým prakticky nikdo nedohlížel, a vytvoření velmi netransparentních sekuritizovaných produktů dalo vzniknout nafouknutí nemovitostní bubliny a dopadů krize takových rozměrů, kterým by v kontrolovanějším prostředí šlo určitě zamezit. V této podkapitole se tak zaměřím především na přijímaná opatření, která by měla pomoci vyřešit hypoteční krizi a také omezit opakování krize do budoucna.

Před vznikající hypoteční bublinou varovalo několik ekonomů a institucí, i když nutno dodat, že většina těchto varování nebyla úplně přesná a skoro nikdo neviděl finanční krizi s globálními dopady. Například v roce 2004 upozornila FBI na mnoho podvodů spojených s poskytováním hypotečních úvěrů, především prostřednictvím zmanipulované dokumentace. Během roku 2005 přední ekonom MMF, Raghuram G. Rajan, upozornil na nebezpečí poskytovaných úvěrů v době, kdy většina ekonomů věřila, že procesem sekuritizace a vytvořením velkého množství CDO byl vytvořen nový systém, který s nižším rizikem přináší vyšší zisky. Avšak opak byl pravdou, došlo pouze k vytvoření systému s vyššími zisky, ale také mnohem větším rizikem. Jako další můžeme uvést varování Allana Sloana během roku 2007 a také v květnu 2007 prezentaci Billa Ackmana s názvem „Who's holding

the bag?“, ve které zčásti popsal, jak se bude nemovitostní bublina odvíjet.¹²⁶ První varování přišla od Nouriel Roubiniho v roce 2006 a v červenci roku 2007 uveřejnil úvahu „Are we at the peak of Minsky credit cycle?“, ve kterém poukazoval na skutečnost, že se USA mohou vyskytovat na vrcholu úvěrového cyklu, kde většina dlužníků se subprime hypotékami vykazovala znaky tzv. Ponziho dlužníků a okolo 50% všech hypoték poskytnutých mezi lety 2005 a 2006 měla tuto charakteristiku. A nejprve označil ztráty spojené s nadměrnou úvěrovou expanzí a velkou mírou sekuritizace ve výši 100 mld. dolarů, a i když byl označován za velkého pesimistu, jeho odhad se nakonec projevil jako ta úplně nejnižší hranice.¹²⁷

4.2.1 Vládní zásahy v USA

Hned po pádu Lehman Brothers a propuknutí finanční krize v plné velikosti se rozšířila i vlna záchranných akcí, které měly dopady této krize zmenšit a co nejdříve obnovit hospodářský růst, aby tak nedošlo k situaci jako ve 30. letech. V říjnu 2008 byl na návrh Henryho Paulsona schválen Emergency Economic Stabilization Act of 2008, který v reakci na krizi spojenou se subprime hypotékami měl pomoci bankám v odkupu toxických aktiv v podobě derivátů, dodat bankám likviditu a vrátit na finanční trh důvěru. Na základě tohoto zákona byl vytvořen Program na podporu problémových aktiv - Troubled Asset Relief Program (TARP), jehož původním cílem byla forma odkupu toxických aktiv v držení finančních institucí, čímž by mělo dojít k posílení jejich pozic a poskytování úvěrů. Tento postup se v listopadu ukázal jako neefektivní, a tak došlo ke změně na formu přímého investování do akcií bankovního sektoru. Tímto postupem banky dostaly dodatečný kapitál na poskytování nových úvěrů a současně tím mělo dojít k obnově důvěry v bankovním sektoru. Když totiž tyto společnosti přežijí krizi, hodnota jejich akcií stoupne a vláda získá velkou část peněz zpátky. I přesto, že program měl původně k dispozici 700 miliard dolarů z peněz daňových poplatníků, se ke konci roku 2010 odhadovalo, že náklady na tento záchranný program budou dosahovat pouze výše 25 miliard dolarů, které především zahrnují nesplacené peníze poskytnuté institucím jako AIG a automobilkám Chrysler a General Motors.¹²⁸ I když se tento program setkal

¹²⁶ FERGUSON, Charles. *Inside Job*. Sony Classics, 2010.

¹²⁷ DVOŘÁK, Pavel. *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2008. 343 stran. s. 310-311. ISBN 978-80-7400-075-1.

¹²⁸ Patria: investiční portál. Náklady daňových poplatníků na program TARP klesly na 25 mld. USD. *Patria.cz* [online]. 2010. [cit. 2011-04-03]. Dostupné na WWW: <<http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1732457/naklady-danovych-poplatniku-na-program-tarp-klesly-na-25-mld-usd.html>>

s neoblíbenou mezi veřejností i Kongresem, na podporu stability finančního sektoru USA měl určitě značný vliv.

Dalším krokem FEDu ve spolupráci s ministerstvem financí bylo rozšíření již existujícího programu Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF), pomocí něhož FED odkupuje cenné papíry kryté právě hypotečními a spotřebitelskými úvěry, úvěry z kreditních karet i studentskými půjčkami. Z původních 200 mld. dolarů, se kterými TALF pracoval, došlo k navýšení až na hodnotu jednoho biliónu dolarů. Při větším množství vykupování těchto cenných papírů by se měl otevřít prostor pro větší množství poskytovaných půjček, čímž se pokusí stimulovat spotřebu.¹²⁹ Plánem ministra financí Timothy Geithnera, jak by se banky měly zbavit nekvalitních aktiv, bylo vytvoření soukromo-veřejného investičního programu (Public-Private Investment Program – PPIP), který zahrnuje vysokou účast soukromého kapitálu s pomocí vládních prostředků z programu TARP. Za investované prostředky by se měla zaručit Federální pojišťovna vkladů (FDIC), čímž by došlo k navýšení zájmu investorů a rozhybání trhu s těmito problémovými cennými papíry.¹³⁰

S novým programem přišel i nový prezident Barack Obama po nástupu do funkce, a to ve formě American Recovery and Reinvestment Act (ARRP), jehož cílem už nebyla snaha o odkup toxických aktiv. Tento zákon byl přijat v únoru 2009 a v jeho rámci bylo vyčleněno 787 mld. dolarů na povzbuzení americké poptávky a zmírnění následků krize. Cílem těchto prostředků bylo vytváření nových pracovních míst, zvýšení vládních výdajů na infrastrukturu, vytváření obnovitelných zdrojů energie, navýšení daňových úlev a pomoc nezaměstnaným.¹³¹

Tento program byl důležitý pro obnovu ekonomického růstu USA, i když jako výše zmíněné programy pouze přistupuje k řešení následků krize a snaží se je zmírnit. Ve snaze adresování příčin krize došlo k navýšení regulace a dohledu, kterými se budu zabývat dále. Protože finanční krize se rozšířila do celého světa, byla nutná i forma řešení mimo USA. K té došlo v rámci vyjednávání nejsilnějších ekonomik světa - G-20, jehož výsledkem byly reakce na tuto krizi a další postup globálního hospodářství.

¹²⁹ BRYCHTA, Jaroslav. Plán USA na finanční stabilitu aneb další krok vedle. *Finance.cz* [online]. 2009. [cit. 2011-04-03]. Dostupné na WWW: <<http://www.finance.cz/zpravy/finance/209616-plan-usa-na-financni-stabilitu-aneb-dalsi-krok-vedle/>>

¹³⁰ BRYCHTA, Jaroslav. Záchrana bank v USA a špatné zprávy pro daňového poplatníka. *Finance.cz* [online]. 2009. [cit. 2011-04-03]. Dostupné na WWW: <<http://www.finance.cz/zpravy/finance/214667-zachrana-bank-v-usa-a-spatne-zpravy-pro-danoveho-poplatnika/>>

¹³¹ USA a Čína proti recesi nasadily fiskální injekce. *hn.ihned.cz* [online]. 2009. [cit. 2011-04-03] Dostupné na WWW: <<http://hn.ihned.cz/c1-39562590-usa-a-cina-proti-recesi-nasadily-fiskalni-injekce>>

4.2.2 Mezinárodní vyjednávání skupiny G-20

Po pádu investiční banky Lehman Brothers si finanční systém vyžádal značné státní zásahy a jelikož tato krize zasáhla celý svět, byla zde potřeba jednání na nadnárodní úrovni. Hlavním subjektem působícím v této pozici je skupina G-20, která vznikla v roce 1999 s cílem řešit zásadní otázky globální ekonomiky, a jejímiž členy jsou především guvernéři centrálních bank a ministři financí. Summity G-20 vznikly v reakci na finanční krizi v USA a účastnily se jich i hlavy států a vlád. Jako první byl uskutečněn summit G-20 v roce 2008 ve Washingtonu, členové skupiny G-20 se pak sešly v roce 2009 dvakrát, v Londýně a Pittsburgu, během roku 2010 v Torontu a Soulu. Následující summit je plánován v roce 2011 ve francouzském Cannes.

Jednání v roce 2008 ve Washingtonu proběhlo spíše na obecnější bázi, kde se členové zavázaly státními zásahy podpořit globální ekonomiku a stabilizaci finančních trhů a vytvořit reformy, které zabrání opakování podobné krize v budoucnu. Za hlavní cíle těchto reforem bylo stanoveno především zvýšení transparentnosti a důvěryhodnosti finančních trhů, posílení regulace, zvýšení integrity finančních trhů, navýšení mezinárodní spolupráce a reforma mezinárodních institucí (jako MMF a Světová banka). Důležitým cílem bylo zabránění tendencím k protekcionismu, aby tím nedošlo k propadu do tak dlouhé recese jako v období Velké hospodářské krize.¹³²

Další summit se konal v Londýně v roce 2009, na kterém se pokračovalo ve vyjednávání ohledně reformy finančních trhů a zvýšení jejich regulace. Bylo rozhodnuto o poskytnutí zdrojů pro MMF ve výši 750 miliard dolarů (z původních 250 mld. navýšení o dalších 500 mld.), čímž by se měla zvýšit možnost MMF reagovat na budoucí krize efektivněji pomocí rozdělování prostředků státům v potížích. Dalších 250 mld. dolarů bylo určeno na rozšíření programu zvláštních práv čerpání (SDR – Special Drawing Rights) společně s 250 mld. dolarů na podporu mezinárodního obchodu.¹³³ Důležitým bodem bylo vytvoření Financial Stability Board (FSB), která by měla podporovat finanční stabilitu vytvářením analýz, zvýšením dohledu a regulace, které by vedlo k včasnému varování před další krizí. Mezi

¹³² Summit on financial markets and the world economy declaration. *g20.org* [online]. 2008. [cit. 2011-04-04]. Dostupné na WWW: <http://www.g20.org/Documents/g20_summit_declaration.pdf>

¹³³ Závěry G20: Na boj s recesí půjde další bilion dolarů. *Ekonomika.ihned.cz* [online]. 2009. [cit. 2011-04-05]. Dostupné na WWW: <<http://ekonomika.ihned.cz/c1-36596680-g20-dnes-zacala-cesta-z-krize-ukoncil-summit-gordon-brown>>

hlavní cíle této rady patří posuzování slabostí ovlivňujících finanční systém, podporování koordinace a výměny informací mezi institucemi zodpovědnými za finanční stabilitu, monitorovat a radit ohledně vývoje trhu společně se zavedením regulatorních opatření atd. Mezi dalšími cíli je i spolupráce s MMF na vytvoření systému včasného varování (Early Warning Exercises), který se nesnaží předpovídat krize, ale identifikuje slabosti, které by mohly vést k systemické krizi a které by vyžadovaly formu mezinárodní spolupráce.¹³⁴

V roce 2010 se země G20 v Torontu dohodly na snižování rozpočtových deficitů do roku 2013 na polovinu, jelikož vzniklá krize odčerpala velkou část prostředků ze státních rozpočtů a možná si nějakou část ještě vyžádá. Je důležité tuto částku snižovat společně s obnovením ekonomického růstu v rámci posílení důvěry ve finanční trh. Za hlavní přínos summitu v Soulu je považováno pouze obecné prohlášení, ve kterém se jednotlivé státy zavazují, že se budou snažit vyvarovat devalvacím, které by jim zaručily konkurenční výhodu.

Vyjednávání zemí G20, které přineslo institucionální změny a nové regulatorní a dohledové orgány a normy, v bezprostředním období po propuknutí krize považují za přínosné, jelikož tato krize propukla na globální úrovni a tudíž byly potřebné společné zásahy významných států světa. Tato jednání snad vrátila finanční trhům důvěru, a jestli došlo k obnovení finanční stability, se ukáže až s odstupem času.

4.2.3 Dodd-Frank Act

Právě vznik globální finanční krize, která se vytvořila z americké hypoteční krize, otevřel debaty na téma pozměnění amerického finančního systému ve snaze zamezit opakování podobné krize do budoucna. Finanční reformou, která se podobným událostem snaží zamezit, je Dodd-Frank Act (DFA), celým názvem „Dodd-Frank The Wall Street Reform and Consumer Protection Act“ – zákon o reformě Wall Streetu a ochraně spotřebitele, který podepsal prezident Barack Obama dne 21. července 2010, čímž tak vstoupil v platnost. Dvěma hlavními autory jsou senátor Christopher Dodd, předseda bankovního výboru senátu, a poslanec Barney Frank, předseda výboru pro finanční služby ve Sněmovně reprezentantů, podle kterých nese název.

¹³⁴ Declaration on strengthening the financial system - London. *g20.org* [online]. 2009. [cit. 2011-04-05]. Dostupné na WWW: <http://www.g20.org/Documents/Fin_Deps_Fin_Reg_Annex_020409_-_1615_final.pdf>

Mezi základní cíle nového zákona zejména patří: ¹³⁵

- podpora finanční stability zvýšením důvěryhodnosti a transparentnosti amerického finančního systému,
- ochrana amerických daňových poplatníků, aby v budoucnosti již nenesli náklady na záchranu nadměrně riskujících a nedostatečně kapitálově vybavených bank,
- ochrana finančních spotřebitelů před nepoctivými finančními praktikami,
- omezení stínového bankovníctví, které v minulosti prakticky nepodléhalo regulaci a dohledu.

Jako hlavním cílem tak může být opětná regulace finančního trhu a tudíž částečné „navrácení“ Glass-Steagall Act, který byl zrušen v roce 1998 a tato deregulace dala vzniknout propojení komerčního a investičního bankovníctví, které později vedlo ke krizi značných rozměrů. S tímto cílem by mělo v USA dojít ke změně institucionálního uspořádání dohledu a regulace finančního trhu, které bylo do této chvíle odvětvového charakteru. Vytváří se tak při FEDu nový nezávislý Úřad finanční ochrany spotřebitele (Consumer Financial Protection Bureau), jehož hlavním úkolem bude ochrana spotřebitele před špatnými spekulacemi s hypotékami a ostatními druhy úvěrů, které před ním měly za úkol bankovní a pojišťovací dohledové úřady. Dalším novým orgánem je Rada pro dohled nad finanční stabilitou (Financial Stability Oversight Council), kterému bude předsedat ministr financí společně s dalšími zástupci FEDu nebo Komise pro cenné papíry, a jeho hlavní činností bude identifikace bankovních i nebankovních společností, jejichž případný kolaps by představoval riziko pro celý finanční systém. Tyto společnosti by podléhaly přísnějším regulačním pravidlům v oblasti kapitálové přiměřenosti, pravidlu likvidity a pákovému pravidlu, a sestavovaly by scénář rozdělení svých aktiv v případě jejich bankrotu. Pod její činností by tak měla vzniknout efektivnější síť dohledu specializovaných regulátorů jednotlivých států, čímž by se mělo zamezit vzniku systémového rizika umožňující vypuknutí nových finančních krizí.¹³⁶ Nové změny se však netýkají pouze institucionálního uspořádání.

Tato finanční reforma, která obsahuje přes 2000 stran textu, se především zaměřuje na tři oblasti, které jsou navzájem propojeny. Jsou to oblasti regulace, finančních derivátů a bank, u kterých platí pravidlo „too big to fail“. V případě derivátových obchodů lze očekávat,

¹³⁵ MUSÍLEK, Petr. *Finanční krize a jejich odezvy v institucionálních reformách* [online]. 2010. s. 12. [cit. 2011-04-07]. Dostupné na WWW: <http://cfuc.vse.cz/media/2010/cfuc_2010-2_006-017.pdf>

¹³⁶ TOMAN, Karel. *21. červenec 2010, reforma Wall Streetu je tady* [online]. 2010. [cit. 2011-04-07]. Dostupné na WWW: <<http://aktualne.centrum.cz/grafika/2010/07/21/21-cervenec-2010-reforma-wall-streetu-je-tady/>>

že dojde k částečné reorganizaci toho trhu, jelikož po změnách, které přinesl CFMA v roce 2000, se trhy s CDO a CDS staly v podstatě neregulovanými a nedohlížel nad nimi ani stát ani Komise pro cenné papíry. Správným řešením by bylo přenést tyto derivátové obchody na speciální centrální burzu nebo by měly probíhat na speciálních swapových trzích, kde by došlo k jejich regulaci a dohledu, společně s určitou formou standardizace by tak mohlo dojít k poklesu objemu těchto zobchodovaných derivátů, což by přineslo větší průhlednost a navrátilo by ztracenou důvěru v tyto produkty.

Společně s tímto problémem by mělo dojít i k omezení rizikovosti jednotlivých bank, které v průběhu finanční krize hazardovaly s prostředky vkladatelů a u kterých tak došlo k posunu od komerčních bank na banky investiční se značným rizikovým profilem a vysokým pákovým efektem. Banky by tak podle této normy měly oddělit své divize obchodující právě s těmito derivátovými produkty z hlavního bankovního podnikání a zároveň by mělo dojít k omezení obchodování bank na vlastní účet a investování do hedgových a kapitálových fondů. Tento postup je částečnou modifikací Volckerova¹³⁷ pravidla, které tvrdí, že komerční banky by se neměly zaplétat do rizikových transakcí, jež v mnohých směrech mají podobu kasina, zvláště když jsou zaručeny vládou a tudíž z peněz daňových poplatníků. Podle Volckera by k takovým obchodům nemělo vůbec docházet, avšak v DFA byla přijata pouze mírnější verze, při které lze na tento typ obchodů vyčlenit 3% vlastního kapitálu.¹³⁸

Další oblastí, kterou se DFA zabývá, je přítomnost institucí označovaných jako „too big to fail“ (příliš velké, aby padly). Globální finanční krize ukázala, že do značných problémů se dostaly především velké bankovní instituce, které byly následně zachráněny z peněz daňových poplatníků. Možnost, že by došlo k rozpadu bankovníctví na soustavu malých bank, není reálně očekávat, a tak DFA ukládá vládě pravomoc zestátnit a zlikvidovat velkou finanční instituci, jejíž pád by znamenal riziko pro finanční sektor. Věřitele by pak vyplatila vláda z fondů, do kterých by prostředky byly vybrány z dodatečných daní uvalených na celý sektor v důsledku zavedení tohoto záchranného programu. Jak lze vyčíst z následující tabulky, tato finanční krize se stala především krizí největší světových bank.¹³⁹ V Americe se tak do značných problémů dostaly především banky Citigroup, Wachovia, Goldman Sachs,

¹³⁷ Paul Volcker – přední americký ekonom a předseda FEDu v letech 1979 – 1987.

¹³⁸ MUSÍLEK, Petr. *Finanční krize a jejich odezvy v institucionálních reformách* [online]. 2010. s. 13. [cit. 2011-04-07]. Dostupné na WWW: <http://cfuc.vse.cz/media/2010/cfuc_2010-2_006-017.pdf>

¹³⁹ MUSÍLEK, Petr. *Finanční krize a jejich odezvy v institucionálních reformách* [online]. 2010. s. 14-15. [cit. 2011-04-08]. Dostupné na WWW: <http://cfuc.vse.cz/media/2010/cfuc_2010-2_006-017.pdf>

Merrill Lynch a Morgan Stanley, což dokresluje tabulka č. 1. Mimo USA lze jmenovat francouzskou banku BNP Paribas, nizozemskou ING Group nebo britskou Barclays.

Tabulka č.1.: Největší americké banky (podle tržní kapitalizace v mil. USD)

Název banky	2006	2009
Citigroup	286,337	17,016
Bank of America	251,872	68,660
JP Morgan Chase	172,109	148,484
Wells Fargo & Co.	122,056	112,251
Wachovia Corp.	114,542	Úpadek
Goldman Sachs	91,457	69,454
Merrill Lynch & Co.	82,235	Převzetí
Morgan Stanley	80,553	31,307
American Express Company	75,285	50,281
US Bankcorp	68,942	39,617

Pramen: Vlastní zpracování dle dat z *imf.org* [online]¹⁴⁰

Zatímco v reakci na Velkou hospodářskou krizi došlo k oddělení komerčního a investičního bankovníctví, DFA se na vzniklou situaci snaží reagovat v podobě změny institucionálního uspořádání a tak nedochází k rozdělení bank na speciální segmenty, i když to byla jedna z původních myšlenek. Usiluje tak o posílení finanční stability, zprůhlednění derivátových trhů a také ratingového hodnocení.

Dalším problémem ve finančním sektoru mohou být vysoké odměny vrcholového managementu těchto bank a institucí, které se DFA nesnaží nijak omezit, a nikdo z těchto vysoce postavených lidí nebyl kriminálně stíhán, ani nenesl žádné jiné následky. Na vrcholových místech v USA tak zůstávají ti samí lidé, kteří tuto krizi „způsobili“. Například po nastoupení Baracka Obamy byl ministrem financí zvolen Timothy Geithner, který byl v průběhu krize předsedou federální banky v New Yorku. Bývalý přední ekonom Goldman Sachs William C. Dudley je novým předsedou federální banky. Novým předsedou Komise pro obchodování s komoditami (Commodity Futures Trading Commission) je Gary Gensler, bývalý člen Goldman Sachs, který napomohl snížení regulace derivátů. A předsedkyní Komise pro cenné papíry (SEC) je Mary Schapiro, která byla ředitelkou

¹⁴⁰ INTERNATIONAL MONETARY FUND. Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly.. *imf.org* [online]. 2010. s. 35. [cit. 2011-04-09]. Dostupné na WWW: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10146.pdf>>

FINRA¹⁴¹, což je největší nezávislý regulátor pro všechny firmy působící na území USA a jehož cílem je chránit investory na kapitálových trzích. A Obamovým hlavním ekonomickým poradcem byl donedávna Lawrence Summers, který za Clintonovy vlády působil jako ministr financí a následně jako prezident Harvardovy univerzity. Počátkem roku 2010 započal své druhé období jako předseda FEDu Ben Bernanke.¹⁴² Z toho plyne, že většina ekonomických poradců jsou ti samí lidé, kteří vybudovali tu „špatnou“ strukturu finančního systému s velkou částí deregulací, která vedla ke vzniku finanční krize v podobě, jakou ji známe.

4.2.4 Nové úpravy plynoucí z BASEL III

Finanční krize odhalila také pochybení ze strany kapitálové přiměřenosti bank, kdy nedostatečná kapitálová vybavenost a problémy s likviditou měly na rozsahu krize velký podíl. Současný Basel II, který byl přijat v roce 2004, ukázal mezery v procykličnosti chování bank, kdy většina ztrát byla absorbována výdaji státu a tudíž z peněz daňových poplatníků. Nový Basel III by měl snížit pravděpodobnost krizí a zvýšit spolehlivost bank z pohledu klientů s tím, že jeho úplná implementace je určena na rok 2019. Jednou důležitou úpravou je vytvoření tzv. konzervačních polštářů, které by měli dosahovat výše 2,5% nad regulační minimum a pokrývat tak ztráty v období propadu ekonomiky. Jako druhý by měl být tzv. kapitálový polštář (capital buffer), neboli procyklický polštář, který u Baselu II chybí, a proto je mu také vytýkáno, že nereaguje na procykličnost ekonomiky. Tento polštář by měl dosahovat výše do 2,5% a měly by ho banky vytvářet v období růstu ekonomiky, kdy se na trhu objevuje pozitivní přístup a jsou poskytovány i rizikovější úvěry, jak tomu bylo právě v případě finanční krize. Banky by tak v období růstu dávaly peníze stranou, aby v období recese mohly absorbovat případné ztráty. Je tak vytvářen tlak především na vlastní kapitál bank. Poměr mezi kapitálovými zdroji a velikostí požadavku na krytí rizik úvěrových, tržních a operačních je v současnosti roven 8% a měl by být postupně navyšován až na úroveň 10,5% v roce 2019. Když k tomu přičteme i velikost polštáře, měl by tento poměr dosahovat až výše 13%.¹⁴³ Požadování větší kapitálové zásoby po bankách je na jednu stranu žádoucí, avšak může sebou přinést i jiné problémy, jelikož banky budou muset držet více kapitálu,

¹⁴¹ Financial Industry Regulatory Authority

¹⁴² FERGUSON, Charles. *Inside Job*. Sony Classics, 2010.

¹⁴³ LAUŠMANOVÁ, Monika. *Basel III může pozitivně ovlivnit řízení bank*. [online]. 2010. [cit. 2011-04-10]. Dostupné na WWW: <<http://bankovnictvi.ihned.cz/c1-50251200-basel-iii-muze-pozitivne-ovlivnit-rizeni-bank>>

čímž se méně prostředků dostane na poskytování úvěrů a půjček pro podniky i domácnosti. Banky pak nebudou dosahovat takových zisků a může tak být jenom otázkou času, kdy tyto změny zaplatí domácnosti a firmy prostřednictvím vybíraných poplatků.

Další změnou, která by měla sloužit jako alternativa ke kapitálové přiměřenosti, je tzv. pákový poměr (leverage ratio). Tento poměr se vypočítá jako hodnota vlastního kapitálu vzhledem k rozvahovým, ale také podrozvahovým aktivům banky. Prozatímni poměr byl stanoven od roku 2011 na hodnotu 3%, ale roku 2019 však může dojít k jeho úpravě. Tento limit je zaváděn díky problémům, do kterých se dostaly především investiční banky, kdy se díky vysokému pákování staly insolventními. Jedná se tak o další faktor, který vyvíjí tlak na banky v rámci udržování vyššího objemu vlastního kapitálu, a mohl by tak nepřímo vést k rizikovějšímu profilu bilance banky.¹⁴⁴

I samotný Basel II se podílel na prohloubení hypoteční krize, jelikož požadavky na kapitálovou přiměřenost bank přinutily většinu investičních bank tuto regulaci obcházet a hledat jiné cesty. Banky tak přetahovaly některá aktiva a s nimi spojená rizika mimo rozvalu banky a vytvářely tak nové entity, která tato aktiva zpravovaly, odkud se následně balily do balíčku v podobě CDO.

4.2.5 Regulace ratingových agentur

Za spoluviníky finanční krize byly v médiích především označovány ratingové agentury, jelikož jejich vysoké hodnocení strukturovaných produktů spojených se subprime hypotékami přispělo do velké míry k velikosti této krize. Za hlavní problémy u těchto agentur jsou považovány špatná metodologie určování ratingů a především konflikt zájmů, kdy si za udělení dobrých ratingů platí sám emitent. Tato situace si tak vyžádala zvýšenou regulaci a dohled nad činností ratingových agentur.

V období nafukování hypoteční bubliny bylo ratingové prostředí tzv. samoregulované, kde se jednotlivé ratingové agentury přihlásily k dodržování Etického kodexu IOSCO¹⁴⁵, který byl

¹⁴⁴ BŮČKOVÁ, Veronika. Leverage ratio - nové pravidlo podle Basel III. *Finance.cz* [online]. 2011. [cit. 2011-04-10]. Dostupné na WWW: <<http://www.finance.cz/zpravy/finance/303396-leverage-ratio-nove-pravidlo-podle-basel-iii/>>

¹⁴⁵ International Organization of Securities Commissions - Mezinárodní organizace Komise pro cenné papíry

přijata v roce 2004 po problémech ve společnostech Enron a WorldCom. Tato pravidla byla vytvořena na obecné bázi a zaměřovala se na kvalitu a integritu ratingového procesu, zaručení vhodných interních postupů, nezávislosti analytiků, zajištění možnosti úpravy ratingů bez prodlení a zacházení s důvěrnými informacemi. Avšak zde neexistoval žádný postup v případě nedodržení kodexu a udělení nějakých sankcí. Se vznikem finanční krize a volání po vyšší regulaci agentur byl tento kodex v roce 2008 revidován s cílem zvýšit zveřejňování informací pro investory i regulátory, aby tak došlo ke snížení závislosti mezi investorem a uděleným ratingem. V rámci snížení konfliktu zájmu musí ratingové agentury dokázat, že zisk od klienta nepřekračuje 10% celkových příjmů agentury.¹⁴⁶ Právě nízká průhlednost strukturovaných produktů donutila investiční banky, potažmo i ostatní investory, vkládat prostředky do CDO, o kterých vesměs věděly, že jsou jenom dobře hodnocené.

V Evropské Unii (EU) došlo ještě k přísnějšímu přístupu ohledně regulace ratingových agentur. EU tak bude vyžadovat povinnou registraci ratingových agentur společně s tím, že budou muset zveřejňovat své metody a jednotlivé modely, podle kterých dochází k vypočítávání ratingů, zároveň by neměly poskytovat poradenské služby a také hodnotit finanční nástroje, pokud o nich nebudou mít dostatečně kvalitní informace. S tímto cílem by mělo dojít k vyšší transparentnosti ratingových agentur, avšak při zveřejňování takových modelů by mohly jednotlivé ratingové agentury postupovat stejně a došlo by tak ještě ke snížení konkurence na do značné míry oligopolním trhu. Zároveň by agentury měly zavést speciální ratingovou stupnici, podle které se budou hodnotit rizika strukturovaných produktů většinou těch, které zapříčinily vznik finanční krize. Avšak tento krok vytváří i problematickou oblast, jelikož by pak vznikly dvě různé stupnice pro strukturované produkty typu CDO a dalších finančních derivátů a pro tradiční cenné papíry, které by nebyly mezi sebou poměřitelné a vnesly by tak ještě větší zmatek na finanční trhy.¹⁴⁷ Tato podoba regulace a dohledu by se měla především zaměřovat na využití v oblasti regulatorního využití ratingů, jak v podobě kapitálové přiměřenosti bank, tak rovněž na úrovni hodnocení států. Jelikož ratingové agentury snížily na počátku roku 2011 hodnocení států Řecka, Portugalska a Španělska o několik stupňů dolů, společně s tím došlo i ke snížení ratingů některých bank. Toto jednání ratingových agentur staví tyto státy do problematické situace, jelikož tyto ratingy hodnotí schopnost země splácet závazky a podle nich jsou vyvozovány podmínky,

¹⁴⁶ MACHALA, Karel. *Rating, krize a regulace* [online]. 2010. [cit. 2011-04-11]. Dostupné na WWW: <http://bankovnictvi.ihned.cz/c4-10053430-41401370-900000_d-rating-krize-a-regulace>

¹⁴⁷ HOLMAN, Robert. *Jak (ne)regulovat ratingové agentury* [online]. 2009. [cit. 2011-04-12]. Dostupné na WWW: <http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2009/cl_09_090818.html>

za kterých si může země půjčit, čímž se vládám prodraží tato dluhová možnost. Masivní snižování ratingů hodnocení ratingů závazků těchto zemí také přispívá k nárůstu výnosu státních dluhopisů. EU by chtěla v regulaci pokračovat ještě dál tím, že by v případě určení ratingů, které by se prokázalo jako chybné a poškodilo by tak postavení dané země, tyto agentury nějakým druhem sankcionovala. Tento postup ratingové agentury odmítají, jelikož by pak nevydávaly ratingy na některé země eurozóny.¹⁴⁸ Tato evropská regulace ratingových agentur může mít špatný dopad i na globální finanční trhy, jelikož by existovaly různé podmínky regulace v USA a v Evropě, což by znamenalo rozdělení finančních trhů a tím snížení jejich efektivnosti.

Jako hlavní problém v případě ratingových agentur se jeví jejich postavení na globálním finančním trhu, kde působí jako regulační nástroj. Regulace a dohled nad ratingovými agenturami by měly být po celém světě stejné, jelikož rating jako takový má smysl a jejich poměřitelnost je důležitá. Prostředí ratingových agentur by se tak mělo stát více transparentnějším, snížit konflikt zájmů, kdy bylo navrhováno, že by na jeden finanční nástroj vydávaly hodnocení dvě různé ratingové agentury, kterým by musel emitent zaplatit. O tento přístup však nemají zájem ani agentury ani emitenti, a tak by větší konkurenci mohlo umožnit pouze opětovné placení ratingu z pozice investorů. Následně by tak mohlo dojít ke vstupu dalších společností na trh, které by také zajistily větší konkurenceschopnost tohoto odvětví. Současné regulace se tak ubírají trochu jiným směrem a nadměrná důvěra v regulaci není úplně na místě. Aby tak nedošlo k opakování finanční krize, mělo by dojít k poklesu váhy ratingového hodnocení v případě investování do strukturovaných produktů a jednotliví investoři by se měli rozhodovat i na základě jiných informací a doporučení.

¹⁴⁸ Patria: investiční portál. Za důsledky našich hodnocení nemůžeme zodpovídat, brání se ratingové agentury regulačním snahám EU. *Patria.cz* [online]. [cit. 2011-04-12]. Dostupné na WWW: <<http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1799449/za-dusledky-nasich-hodnoceni-nemuzeme-zodpovidat-brani-se-ratingove-agentury-regulacnim-snaham-eu.html>>

Závěr

Celosvětová finanční krize, s jejímiž dopady se světové hospodářství částečně vypořádává i tři roky od jejího vypuknutí, započala právě hypoteční krizí na území Spojených států amerických, kde se přelila do krize finanční a následně přesunula do zbytku světa. Cílem této práce bylo analyzovat hlavní příčiny, které měly na propuknutí krize podstatný vliv a které umožnily vzniknutí krize takových gigantických rozměrů.

Společně s propuknutím finanční krize a následným hledáním jejích příčin bylo poukazováno na mnoho viníků, přičemž existuje obecná shoda na tom, že největší podíl na této krizi měla právě bublina na americkém hypotečním trhu. Avšak u příčin, které daly této spekulaci vzniknout, už tak jednotná shoda nepanuje. Mezi často zmiňovanou příčinou rozsáhlé hypoteční bubliny patří zákon Community Reinvestment Act přijatý v roce 1977, jehož hlavním cílem byla podpora poskytování úvěrů i méně bonitní klientům. Ale na poskytování podřadných (subprime) hypoték, které sehrály při nafukování hypoteční bubliny podstatnou roli, se podílel malou měrou, a proto se jedná o méně významnou příčinu, která však zčásti do hypotečního trhu zasáhla. Jako další možnou příčinu shledávám ve vytvoření státem podporovaných podniků – Fannie Mae a Freddie Mac, které měly odkupovat hypoteční úvěry od jejich zprostředkovatelů a tím podporovat cenově dostupné domácí vlastnictví širšímu obyvatelstvu. Samotné firmy ale nelze uvádět jako přímou příčinu vzniku finanční krize, spíše jako podpůrný faktor, který však nemalou měrou přispěl na rozšíření takového počtu subprime hypoték.

S rozšířením nových informačních technologií došlo na přelomu tisíciletí k nafouknutí internetové bubliny, na jejíž splasknutí v roce 2000 reagoval FED snížením úrokových sazeb ve snaze zabránit propadu hospodářství Spojených států do recese. I když tento krok FEDu se posuzuje jako správný, došlo ale k udržování nízkých úrokových sazeb po příliš dlouhou dobu, čímž došlo k nadměrné úvěrové expanzi a internetová bublina tak byla nahrazena bublinou hypoteční.

Pro vznik a vývoj finanční krize je však důležitým faktorem postupná deregulace, která započala v 80. a 90. letech, kdy došlo ke zrušení Glass-Steagall Act, jež původně odděloval komerční a investiční bankovníctví. V roce 2000 pak další přijatý zákon způsobil velkou deregulaci finančních derivátů obchodovaných over-the-counter, čímž došlo k dramatickému

rozšíření tohoto trhu. V roce 2004 navíc byla navýšena finanční páka u některých investičních bank, čímž na sebe tyto banky začaly brát stále větší rizika a jenom malý pokles v hodnotě jejich aktiv by je zanechal insolventními.

Zásadní příčinou, bez které by hypoteční bublina pravděpodobně nedosáhla takových rozměrů, je proces sekuritizace. Což znamená, že banky poskytnuté úvěry balily do balíčků, které prodávaly jako nové strukturované produkty typu CDO, čímž se dostaly k likvidním prostředkům na poskytování dalších úvěrů. Společně se sekuritizací došlo k poklesu upisovacích standardů, jelikož banky se soustředily na množství poskytnutých úvěrů a ne na jejich kvalitu, protože se domnívaly, že v případě nesplacení hypoték mohou nemovitost prodat na trhu bez inkasování ztrát.

Dalšími viníky, kteří byli s finanční krizí často spojováni, jsou ratingové agentury, jelikož posvětily tyto druhy CDO založené na subprime hypotékách vysokými investičními ratingy, čímž umožnily jejich prodej ve velkém množství. Jelikož tyto nové finanční produkty byly velmi komplikované a neprůhledné, byla spousta investorů závislých na těchto hodnoceních, anebo je byli nuceni používat například v případě penzijních fondů. Problémem u těchto agentur je i konflikt zájmů, kdy jsou placeny institucemi, jejichž vydávané papíry hodnotí. I když po finanční krizi se ozývaly hlasy volající po větší regulaci celého ratingového odvětví, skutečným problémem je postavení těchto ratingů, které působí v některých případech jako regulační nástroj a podle kterých se řídí spousta investorů, ale také oligopolní postavení tří největších ratingových agentur.

Vznik finanční krize tak nezapříčinila jedna událost, ale souhra několika faktorů, které umožnily tak rozsáhlou, globální krizi. Za pomoci expanzivní monetární politiky FEDu, a tudíž i snížením úrokových sazeb u hypotečních úvěrů, se k hypotékám dostal větší počet lidí a většina si tyto půjčky uzavírala s pohyblivou úrokovou mírou. Společně s finančními inovacemi a procesem sekuritizace, kdy banky mohly převádět rizika spojená s těmito úvěry na jiné subjekty, došlo k poklesu upisovacích standardů a banky poskytly vysoký objem subprime hypoték, jelikož se už neobávaly rizika nesplacení. To vše za podpory ratingových agentur, které ohodnotily cenné papíry, kryté nemovitostmi, vysokými ratingy a napomohly tak růstu tohoto trhu. Celý systém prosperoval, dokud úrokové sazby u hypotečních půjček byly nízké a cena nemovitostí rostla. Když pak došlo ke vzrůstu úrokových měr, mnoho dlužníků přestalo splácet svoje hypotéky a cena nemovitostí začala klesat. Ztráty spojené

s těmito nesplacenými půjčkami se přenesly na trh CDO, odkud se přesunuly do celého finančního sektoru a nakonec do celého světa.

V reakci na krizi vláda USA poskytla mohutné kapitálové injekce do finančního sektoru, který se potýkal s nedostatečnou likviditou, když si jednotlivé instituce přestávaly věřit a docházelo k zamrznutí úvěrového trhu. Záchranný balík TARP ve výši 700 miliard dolarů a nový balík Baracka Obamy napomohly k rozproudění finanční prostředků a zmenšení dopadů krize, avšak na druhou stranu neřešily příčiny krize, ale pouze její následky. Při řešení příčin krize a zamezení opakování podobných krizí do budoucna se přikládá největší význam změnám v regulaci a dohledu, které by měly vytvořit stabilnější finanční systém společně s vyšší transparentností a tím navrátit důvěru ve finanční trhy, protože velké deregulace vytvořily obrovský, a do značné míry nekontrolovaný, trh s finančními deriváty obchodovanými over-the-counter. Na druhou stranu velká regulace může zamezit přílivu nových inovací. Při vytváření opatření, která by měla zamezit opakování podobné krize, by měla napomoci nová pravidla přijímaná v rámci BASEL III, která se především zaměřují na vyšší kvalitu a objem kapitálu v bankách. Dále by mělo dojít ke změně na trhu ratingových agentur společně s omezením používání pravidla „too big to fail“ a s omezením v oblasti odměňování vrcholového managementu finančních institucí.

I když jsou krize součástí hospodářského cyklu a budou se tudíž vyskytovat i nadále, musíme zamezit opakování v takovém rozsahu, jakým se projevila tato finanční krize. Jak zní známá věta G. Santayana¹⁴⁹: „Ti, co si nepamatují historii, jsou odsouzeni k jejímu opakování“. Proto je pro všechny ekonomy a finanční instituce nutné se z této finanční krize ponaučit, přesně identifikovat všechny příčiny jejího vzniku a průběhu, včetně konkretizace jednotlivých následků a vytvořit soubor patřičných opatření, která podobným událostem zabrání.

¹⁴⁹ George Santayana (1863 – 1952) – španělský filozof a básník

Seznam použitých zdrojů

- [1] *About Fannie Mae* [online]. [cit. 2011-02-15]. Dostupné na WWW: <<http://www.fanniemae.com/kb/index?page=home&c=aboutus>>
- [2] Board of Governors of the Federal Reserve System. Credit Market Debt Outstanding. *Federalreserve.org* [online]. [cit. 2011-02-29]. Dostupné na WWW: <<http://www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/z1r-2.pdf>>
- [3] Board of Governors of the Federal Reserve System. Effective Federal Funds Rates. *Federalreserve.org* [online]. [cit. 2011-02-20]. Dostupné na WWW: <<http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>>
- [4] Board of Governors of the Federal Reserve System. Global CDO Issuance, Annual Rate. *Federalreserve.org* [online]. [cit. 2011-03-09]. Dostupné na WWW: <<http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2010/1010/ifdp1010.htm>>
- [5] BRYCHTA, Jaroslav. Plán USA na finanční stabilitu aneb další krok vedle. *Finance.cz* [online]. 2010. [cit. 2011-04-03]. Dostupné na WWW: <<http://www.finance.cz/zpravy/finance/209616-plan-usa-na-financni-stabilitu-aneb-dalsi-krok-vedle/>>
- [6] BRYCHTA, Jaroslav. Záchrana bank v USA a špatné zprávy pro daňového poplatníka. *Finance.cz* [online]. 2009. [cit. 2011-04-03]. Dostupné na WWW: <<http://www.finance.cz/zpravy/finance/214667-zachrana-bank-v-usa-a-spatne-zpravy-pro-danoveho-poplatnika/>>
- [7] BUČKOVÁ, Veronika. Leverage ratio - nové pravidlo podle Basel III. *Finance.cz* [online]. 2011. [cit. 2011-04-10]. Dostupné na WWW: <<http://www.finance.cz/zpravy/finance/303396-leverage-ratio-nove-pravidlo-podle-basel-iii/>>
- [8] BUČKOVÁ, Veronika. Sekuritizace - novodobý globální trend s následky krize. *Finance.cz* [online]. 2010. [cit. 2011-03-08]. Dostupné na WWW: <<http://www.finance.cz/zpravy/finance/261776-sekuritizace-novodoby-globalni-trend-s-nasledky-krize>>
- [9] BUČKOVÁ, Veronika. Special Purpose Entities a jejich podíl na vzniku současné krize. *Finance.cz* [online]. 2009. [cit. 2011-03-10]. Dostupné na WWW: <<http://www.finance.cz/zpravy/finance/245461-special-purpose-entities-a-jejich-podil-na-vzniku-soucasne-krize-/>>
- [10] *Collateralized Loan Obligation* [online]. [cit. 2011-03-12]. Dostupné na WWW: <<http://www.finance-management.cz/080vypisPojmu.php?IdPojPass=89&X=Collateralized+Loan+Obligation+CLO>>

- [11] ČNB. *Monitoring centrálních bank* [online]. 2008. [cit. 2011-03-07]. Dostupné na WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/monitoring_centralnich_bank/download/0804_mcb.pdf>
- [12] Declaration on strengthening the financial system - London. *g20.org* [online]. 2009. [cit. 2011-04-05]. Dostupné na WWW: <http://www.g20.org/Documents/Fin_Deps_Fin_Reg_Annex_020409_-_1615_final.pdf>
- [13] DVOŘÁK, Pavel. *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2008. 343 stran. ISBN 978-80-7400-075-1.
- [14] FERGUSON, Charles. *Inside Job*. Sony Classics, 2010.
- [15] FOSTER, John Bellamy; MAGDOFF, Fred. *Velká finanční krize: příčiny a následky*. 1. vyd. Všeň: Grimmus, 2009. 156 stran. ISBN 978-80-902831-1-4.
- [16] GREENSPAN, Alan. *The Roots of the Mortgage Crisis* [online]. 2007. [cit. 2011-03-05]. Dostupné na WWW: <<http://economistsview.typepad.com/economistsview/2007/12/alan-greenspan.html>>
- [17] HELÍSEK, Mojmír. *Měnová krize (empirie a teorie)*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2004. 180 stran. ISBN 80-86419-8-27
- [18] Historical Graphs For Mortgage Rates. *Mortgage-x.com* [online]. [cit 2011-02-27]. Dostupné na WWW: <<http://mortgage-x.com/trends.htm>>
- [19] HOLMAN, Robert. *Jak (ne)regulovat ratingové agentury* [online]. 2009. [cit.2011-04-12]. Dostupné na WWW: <http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2009/cl_09_090818.html>
- [20] HOLMAN, Robert. *Velká hospodářská krize - 75 let od Černého čtvrtku*. [online]. [cit. 2011-01-15]. Dostupné na WWW: <<http://www.cepin.cz/cze/prednaska.php?ID=481>>
- [21] INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Financial Crises: Causes and Indicators*. World Economic Outlook, 1998. [online]. [cit. 2011-01-11]. Dostupné na WWW: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo0598/pdf/0598ch4.pdf>>
- [22] INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly..* *imf.org* [online]. 2010. [cit. 2011-04-09]. Dostupné na WWW: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10146.pdf>>
- [23] JAKLÍN, Jiří. *Recese a deflace v Japonsku*. 2004. Euroekonom.cz [online]. [cit. 2011-01-22]. Dostupné na WWW: <www.euroekonom.cz/analyzy/japonsko.doc>
- [24] JÍLEK, Josef. *Finanční a komoditní deriváty v praxi*. 2. vyd. Praha: Grada, 2010. 630 stran. ISBN 978-80-247-3696-9.

- [25] KOHOUT, Pavel. *Finance po krizi a co bude dál*. 2. vyd. Praha: Grada, 2010. 266 stran. ISBN 978-80-247-3583-2.
- [26] KOŽÍŠEK, Jan. *Zdivočelou ekonomiku usměrni regulace* [online]. 2009. [cit. 2011-02-15]. Dostupné na WWW: <<http://www.ilist.cz/clanky/zdivocelou-ekonomiku-usmerni-regulace>>
- [27] KRUGMAN, Paul R. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. 168 stran. ISBN 978-80-7021-984-3
- [28] LAUŠMANOVÁ, Monika. *Basel III může pozitivně ovlivnit řízení bank*. [online]. 2010. [cit. 2011-04-10]. Dostupné na WWW: <<http://bankovnictvi.ihned.cz/c1-50251200-basel-iii-muze-pozitivne-ovlivnit-rizeni-bank>>
- [29] MACH, Petr. *Americká finanční krize – selhání státních regulací*. In HOLMAN, Robert. *Americká finanční krize: hrozba pro světovou ekonomiku?: sborník textů*. 1. vyd. Praha: CEP, 2008. 87 stran. ISBN 978-80-86547-65.
- [30] MACHALA, Karel. *Rating, krize a regulace* [online]. 2010. [cit. 2011-04-11]. Dostupné na WWW: <http://bankovnictvi.ihned.cz/c4-10053430-41401370-900000_d-rating-krize-a-regulace>
- [31] MISHKIN, Frederic S. *Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective*. [online] 1996. 56 stran. s. 17. [cit. 2011-01-10]. Dostupné na WWW: <<http://www.ppge.ufrgs.br/giacomo/arquivos/eco02237/mishkin-1996.pdf>>
- [32] Moody's Corporation. *Annual Reports*. *Ir.moody.com* [online]. [cit. 2011-03-24]. Dostupné na WWW: <<http://ir.moody.com/annuals.cfm>>
- [33] MORRIS, Charles R. *Ztracené bilióny dolarů: levné peníze, rozhazování a velká finanční krize*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009. 212 stran. ISBN 978-80-251-2526-7
- [34] MUSÍLEK, Petr. *Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech*. Praha, 2004. [online]. [cit. 2011-01-10]. Dostupné na WWW: <http://nb.vse.cz/kbp/TEXT/Grant_krize_1a.pdf>
- [35] MUSÍLEK, Petr. *Finanční krize a jejich odezvy v institucionálních reformách* [online]. 2010. [cit. 2011-02-18]. Dostupné na WWW: <http://cfuc.vse.cz/media/2010/cfuc_2010-2_006-017.pdf>
- [36] MUSÍLEK, Petr. *Příčiny globální finanční krize a selhání regulace* [online]. 2008. [cit. 2011-03-26]. Dostupné na WWW: <http://cfuc.vse.cz/media/2008/cfuc_2008-4_020.pdf>
- [37] MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 520 stran. ISBN 978-80-86929-70-5.

- [38] TOMAN, Karel. *21. červenec 2010, reforma Wall Streetu je tady* [online]. 2010. [cit. 2011-04-07]. Dostupné na WWW: <<http://aktualne.centrum.cz/grafika/2010/07/21/21-cervenec-2010-reforma-wall-streetu-je-tady/>>
- [39] Patria: investiční portál. Náklady daňových poplatníků na program TARP klesly na 25 mld. USD. *Patria.cz* [online]. 2010. [cit. 2011-04-03]. Dostupné na WWW: <<http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1732457/naklady-danovych-poplatniku-na-program-tarp-klesly-na-25-mld-usd.html>>
- [40] Patria: investiční portál. Vláda USA přebírá hypoteční agentury Fannie Mae a Freddie Mac. *Patria.cz* [online]. [cit. 2011-02-16]. Dostupné na WWW: <<http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1266603/ctk-vlada-usa-prebira-hypotecni-agentury-fannie-mae-a-freddie-mac.html>>
- [41] Patria: investiční portál. Za důsledky našich hodnocení nemůžeme zodpovídat, brání se ratingové agentury regulačním snahám EU. *Patria.cz* [online]. [cit. 2011-04-12]. Dostupné na WWW: <<http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1799449/zadusledky-nasich-hodnoceni-nemuzeme-zodpovidat-brani-se-ratingove-agentury-regulacnim-snaham-eu.html>>
- [42] REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 2. vyd. Ostrava: Key Publishing, 2010. 659 stran. ISBN 978-80-7418-080-4.
- [43] SHILLER, Robert J. *Irrational Exuberance*. 2006. [cit. 2011-03-02]. Dostupné na WWW: <<http://www.ritholtz.com/blog/2009/07/update-case-shiller-100-year-chart/>>
- [44] SOROS, George. *The new paradigm for financial markets: the credit crisis of 2008 and what it means*. 1. vyd. New York: PublicAffairs, 2008. 162 stran. ISBN 978-1-58648-683-9.
- [45] Spojení obrů: Bank of America kupuje Merrill Lynch. *Ekonomika.ihned.cz* [online]. 2008. [cit. 2011-04-02]. Dostupné na WWW: <<http://ekonomika.ihned.cz/c1-27629670-spojeni-obru-bank-of-america-kupuje-merrill-lynch>>
- [46] Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies. *sec.gov* [online]. 2008. [cit. 2011-03-25]. Dostupné na WWW: <<http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf>>
- [47] Summit on financial markets and the world economy declaration. *g20.org* [online]. 2008. [cit. 2011-04-04]. Dostupné na WWW: <http://www.g20.org/Documents/g20_summit_declaration.pdf>
- [48] SŮVOVÁ, Helena. Regulace ratingových agentur. *cnb.cz* [online]. 2009. [cit. 2011-03-22]. Dostupné na WWW: <http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2009/c1_09_090408a.html>

- [49] *The financial crisis inquiry report* [online]. 2011. 662 stran. [cit. 2011-02-09]. Dostupné na WWW: <<http://www.gpoaccess.gov/fcic/fcic.pdf>>
- [50] USA a Čína proti recesi nasadily fiskální injekce. *hn.ihned.cz* [online]. 2009. [cit. 2011-04-03]. Dostupné na WWW: <<http://hn.ihned.cz/c1-39562590-usa-a-cina-proti-recesi-nasadily-fiskalni-injekce>>
- [51] VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 1. vyd. Praha: ASPI, 2007. 703 stran. ISBN 978-80-7357-297-6.
- [52] VYKOUKAL, Petr. *Finanční šílenství aneb půl království za tulipán*. [online]. [cit. 2011-01-12]. Dostupné na WWW: <<http://www.penize.cz/dan-z-prijmu-fyzickych-osob/17683-financni-silenstvi-aneb-pul-kralovstvi-za-tulipan>>
- [53] Wall Street se podřídí tvrdší regulaci. *hn.ihned.cz* [online]. 2008. [cit. 2011-04-02]. Dostupné na WWW: <<http://hn.ihned.cz/c1-28053310-wall-street-se-podridi-tvrdsi-regulaci>>
- [54] WHITE, Lawrence H. How Did We Get into This Financial Mess. *Cato.org* [online]. [cit. 2011-02-09]. Dostupné na WWW: <<http://www.cato.org/pubs/bp/bp110.pdf>>
- [55] Yahoo, Finance. Historical Prices of Nasdaq Composite. *Finance.yahoo.com* [online]. [cit. 2011-02-20]. Dostupné na WWW: <<http://finance.yahoo.com/echarts?s=^IXIC#chart12:symbol=^ixic;range=19960102,20040102;charttype=line;crosshair=on;ohlcvvalues=0;logscale=off;source=undefined>>
- [56] Yahoo, Finance. Historical Prices of Nikkei 225. *Finance.yahoo.com* [online]. [cit. 2011-01-23]. Dostupné na WWW: <<http://finance.yahoo.com/echarts?s=^N225+Interactive#symbol=%5EN225;range=1d>>
- [57] *Za krizi prý může vedení Lehman Brothers* [online]. 2010. [cit. 2011-03-30]. Dostupné na WWW: <<http://aktualne.centrum.cz/ekonomika/business-vestete/clanek.phtml?id=663163>>
- [58] Závěry G20: Na boj s recesí půjde další bilion dolarů. *Ekonomika.ihned.cz* [online]. 2008. [cit. 2011-04-05]. Dostupné na WWW: <<http://ekonomika.ihned.cz/c1-36596680-g20-dnes-zacala-cesta-z-krize-ukoncil-summit-gordon-brown>>
- [59] ZEMÁNEK, Josef. Hypoteční krize v USA. Příčiny, průběh, následky. *Euroekonom.cz* [online]. 2008. [cit. 2011-02-20]. Dostupné na WWW: <<http://www.euroekonom.cz/analyzy-clanky.php?type=jz-usa-hypoteky>>
- [60] ŽÍDEK, Libor. *Dějiny světového hospodářství*. 1. vyd. Plzeň: Aleš Čeněk, 2007. 391 stran. ISBN 978-80-7380-035-2.

Seznam grafů

GRAF Č. 1.: VÝVOJ INDEXU NIKKEI 225 V OBDOBÍ 1985 - 2000.....	22
GRAF Č. 2.: INDEX NASDAQ COMPOSITE V OBDOBÍ 1996 - 2004.....	28
GRAF Č. 3.: ZÁKLADNÍ ÚROKOVÉ SAZBY STANOVENÉ FEDEM V OBDOBÍ 1991-2011	29
GRAF Č. 4.: HISTORICKÝ VÝVOJ ÚROKOVÝCH SAZEB V OBDOBÍ 1992 - 2010.....	33
GRAF Č. 5.: DLUH DOMÁCNOSTÍ V USA (V MLD. USD).....	34
GRAF Č. 6.: CASE-SHILLERŮV HOME PRICE INDEX 1890 - 2010	36
GRAF Č. 7.: POČET SVĚTOVĚ VYDANÝCH CDO V OBDOBÍ 2000 – 2010 (V MLD. USD)	44
GRAF Č. 8.: ZISKY RATINGOVÝCH AGENTUR V OBDOBÍ 2000 – 2007 (V MIL. USD)	50

Seznam tabulek

TABULKA Č.1.: NEJVĚTŠÍ AMERICKÉ BANKY (PODLE TRŽNÍ KAPITALIZACE V MIL. USD)	67
--	----

Seznam použitých zkratek

ABS	Asset Backed Securities
AIG	American International Group
ARM	Adjustable-Rate Mortgages
ARRP	American Recovery and Reinvestment Act
CDO	Collateralized Debt Obligations
CDS	Credit Default Swap
CFMA	Commodity Futures Modernization Act
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
CRA	Community Reinvestment Act
DFA	Dodd-Frank Act
FBI	Federal Bureau of Investigation
FED	Federal Reserve System
FHFA	Federal Housing Finance Agency
GLBA	Gramm-Leach-Bliley Act
GSA	Glass-Steagall Act
GSEs	Government Sponsored Enterprises
HDP	Hrubý domácí produkt
MBS	Mortgage Backed Securities
MMF	Mezinárodní měnový fond
NRSRO	Nationally Recognized Statistical Rating Organization
OTC	Over-The-Counter
SEC	Securities and Exchange Commission
SPE	Special Purpose Entity
SPV	Special Purpose Vehicle
TALF	Term Asset-Backed Securities Loan Facility
TARP	Troubled Asset Relief Program