

UNIVERZITA PALACKÉHO V OLMOUCI

FILOZOFICKÁ FAKULTA

KATEDRA ASIJSKÝCH STUDIÍ



BAKALÁŘSKÁ DIPLOMOVÁ PRÁCE

Japonská bubble economy a americká finanční krize – příčiny a dopady na ekonomiku

Japanese Bubble Economy and American Financial Crisis – Causes and Effects on Economy

OLMOUC 2012

Tomáš Vaverka

Vedoucí bakalářské práce: Martin Šturdík, M.A.

Kopie zadání práce

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem bakalářskou diplomovou práci *Japonská bubble economy a americká finanční krize – příčiny a dopady na ekonomiku* vypracoval samostatně a uvedl veškeré použité prameny a literaturu.

V Olomouci dne

Podpis.....

Anotace

Jméno a příjmení autora: Tomáš Vaverka

Název práce: Japonská bubble economy a americká finanční krize – příčiny a dopady na ekonomiku

Fakulta a katedra: Filozofická fakulta, Katedra asijských studií

Vedoucí práce: Martin Šturdík, M.A.

Počet znaků: cca 80 000

Počet příloh: 0

Klíčová slova: Japonsko, bubble economy, Spojené státy americké, finanční krize, hypoteční krize, banky, spekulativní bublina

Tato práce si pokládá za cíl porovnání příčin vzniku americké finanční krize z roku 2007 a prasknutí japonské ekonomické bubliny z přelomu 80. a 90. let 20. století. Dílčími cíli je zjistit, zdali obě krize měly ve svém základu společné prvky a do jaké míry tyto příčiny byly zásadní pro vznik krizí.

Těchto cílů se snaží autor dosáhnout analýzou obou ekonomických událostí a následné komparace jednotlivých bodů. V případě Japonska práce dokumentuje hospodářský vývoj od konce 70. let až po 90. léta, v případě Spojených států amerických vývoj od 2. poloviny 90. let do roku 2007. Příčiny krizí jsou hledány jak v úrovni ekonomické, tak v úrovni kulturně-sociologické.

Poděkování

Na tomto místě bych rád poděkoval vedoucímu práce Martinu Šturdíkovi, M.A. za cenné rady, které mi poskytl, a za čas, který této práci věnoval.

Obsah

Seznam grafů	7
Seznam zkratk.....	8
Ediční poznámka	8
Úvod	9
Metodologie práce	11
1. Základní vymezení	12
1.1. Japonská bubble economy	12
1.2. Americká finanční krize 2007.....	13
2. Úloha bank ve vzniku japonské bubble economy	15
2.1. Deregulace bankovního sektoru.....	15
2.1.1. Situace před deregulací.....	15
2.1.2. Důsledky bankovní deregulace.....	17
2.2. Následky internacionalizace finančního trhu.....	19
2.3. Morální hazard.....	21
3. Úloha bank v americké finanční krizi	23
3.1. Sekuritizace a vznik finančních derivátů	24
3.2. Stínové bankovníctví	28
4. Srovnání míry vlivu bankovního sektoru v Japonsku a USA	30
5. Role spekulčních a realitních bublin	32
5.1. Japonská bublinová ekonomika	32
5.2. Socio-legislativní příčiny vzniku realitní bubliny v USA	37
5.3. Dot-com bublina	39
6. Srovnání míry vlivu spekulčních bublin v Japonsku a USA.....	42
Závěr.....	45
Summary.....	47
Seznam pramenů a použité literatury	48

Seznam grafů

Graf 1: Změny cen pozemků a indexu Tokijské burzy v Japonsku v letech 1971 až 1993.

Graf 2: Pokles výroby průmyslových podniků v Japonsku v letech 1984 až 1988.

Graf 3: Kvartální změny v ziscích z investic do cenných papírů s pohyblivou úrokovou sazbou ve velkých japonských výrobních podnicích mezi roky 1985 a 1993.

Graf 4: Změny v poměru cen akcií k průměrným příjmům a cen nájemného ke spotřebitelským cenám ve Spojených státech v letech 1985 až 2010.

Graf 5: Vývoj míry nezaměstnanosti ve Spojených státech amerických během ekonomické recese a období *dot-com* spekulativní bubliny.

Seznam zkratek

BOJ – Bank of Japan, japonská centrální banka

FED – Federální rezervní systém, instituce zastávající roli centrální banky v USA

Ediční poznámka

K vypracování práce bylo použito několik anglických pramenů. Z důvodu zachování soudržnosti textu v českém jazyce je v práci použito autorových překladů do češtiny, pokud je z těchto pramenů v práci citováno.

Japonské názvy a vlastní jména jsou přepsána českou transkripcí. S vlastními jmény je zacházeno jako s českými jmény, jsou tedy skloňována, ostatní přepsaná japonská slova zůstávají neohebná.

Většina použitých ekonomických termínů je stručně vysvětlena v první kapitole. Termíny, které se zde nenacházejí, jsou všeobecně používány v anglickém jazyce nebo jsou přímo spojené s určitým analyzovaným jevem, jsou vysvětleny v odpovídající kapitole a v poznámkách pod čarou. Toto samé se vztahuje i na použité zkratky, které nejsou obsažené v seznamu zkratek.

Termín „bubble economy“ je záměrně ponechán v anglickém formátu, aby nedocházelo ke zmatení, když v textu potřebuji rozlišit tento konkrétní historický fenomén od všeobecné ekonomické bubliny.

Dle citační normy jsou v textu uvedeny jen zkrácené citace. Plné citace použitých pramenů lze nalézt v seznamu použitých pramenů a literatury.

Úvod

Ve své bakalářské práci se budu zabývat formováním a příčinami vzniku tzv. *bubble economy*, která je charakteristická pro Japonsko na přelomu 80. a 90. let 20. století, a americké finanční krize z roku 2007, jež vznikala přibližně od přelomu tisíciletí. Tyto dvě ekonomické události jsou spolu mnohdy srovnávány, a to nejen z důvodů, které stály na pozadí jejich vzniku, ale i při spekulacích o možných dopadech americké krize na ekonomiku země a jejich podobnosti s dopady právě krize japonské.

Základní hypotéza mé práce je, že mnoho aspektů ve formování obou krizí bylo podobných a že jako fundamentální rozdíl mezi nimi se projevíly nikoli primárně ekonomické, ale především společenské a technologické vlivy.

Mým cílem je zaměřit se na podrobnou analýzu příčin obou krizí a následně porovnat jednotlivé body, které z rozboru vyplynou jako podstatné. Na základě tohoto porovnání vyvodím, zdali se má hypotéza potvrdila či vyvrátila.

Práci jsem rozčlenil do šesti kapitol. V první kapitole vymezuji podstatné termíny, které jsou v práci frekventovaně používány, a seznamuji čtenáře se základní charakteristikou japonské *bubble economy* a americké finanční krize. Tato kapitola je určena především pro čtenáře, kteří nemají odborné znalosti ekonomických termínů nebo nemají přehled o probíraných obdobích.

Ve druhé kapitole se soustředím na historický vývoj japonského bankovníctví a finančních trhů od konce 70. let 20. století. Postupně rozebírám jednotlivé události spojené s bankovním systémem, které vedly k přesycení japonského trhu penězi a následným ekonomickým bublinám.

Třetí kapitola mapuje vznik a rostoucí rozšíření finančních derivátů vytvořených z rizikových hypoték během první dekády 21. století v USA. V této kapitole jsou shrnuty příčiny americké hypoteční krize a role, kterou hrál nebankovní sektor americké ekonomiky v jejím formování.

Pátá kapitola se postupně zaměřuje na nemovitostní a spekulativní bubliny v Japonsku a v USA. V této kapitole analyzuji, jak k těmto bublinám došlo a do až jaké míry se byly

schopné rozrůst. Definuji zde rovněž několik sociologických problémů, které k formování obou krizí značnou mírou přispěly.

Čtvrtá a šestá kapitola jsou zamyšlením nad v předchozích kapitolách stanovenými aspekty vzniku ekonomických krizí. Porovnávám v nich výsledky, ke kterým jsem svou analýzou dospěl, a jsou mým vlastním zodpovězením otázek, které vyplývají z mé základní hypotézy.

Metodologie práce

Výběr adekvátních materiálů pro podložení mé práce se projevilo jako komplikovaný proces. Existuje velké množství publikací zabývajících se americkou finanční krizí, a to z mnoha hledisek - ekonomických, sociologických či čistě matematických. U japonské krize je situace poněkud obtížnější, jelikož velká část mnou nalezených odborných článků měla svou tematiku vymezenou pouze na průběh a dopady krize v 90. letech. Příčiny byly často zmíněny pouze okrajově a povrchně, a proto nešlo zmíněné články vhodně použít pro mou práci. Z toho důvodu jsem si v počátku své práce jasně zvolil dané okruhy, kterými se chci zabývat, a prameny dohledával podle klíčových slov. Ty obsahovaly kombinace hesel *Japan*, *USA*, *bubble economy causes*, *deregulation of banking sector*, *mortgage crisis* nebo *financial crisis* a *mortgage backed-securities*. K tomu to účelu mi velice dobře posloužil akademický vyhledávač JSTOR.

Pro získání tištěné literatury jsem využíval Knihovnu Univerzity Palackého v Olomouci, Městskou knihovnu v Praze a knihovní fond Katedry asijských studií při Filozofické fakultě UP. Stěžejním kamenem pro japonskou část mé práce byla publikace WOOD, Christopher. *The Bubble Economy: Japan's Extraordinary Speculative Boom of the '80s and the Dramatic Bust of the '90s*, která se dopodrobna zabývá situací v Japonsku na přelomu 80. a 90. let v oblasti bank i v oblasti nemovitostí, a rovněž TAKAFUSA, Nakamura. *Lectures on modern Japanese economic history: 1926-1994*, která je klíčovým zdrojem pro pochopení historických souvislostí vedoucích k formování *bubble economy*. Pro americkou část práce jsem hojně využíval publikaci KRUGMAN, Paul. *Návrat ekonomické krize*, která poskytuje vhled do zákulisních dění americké finanční krize, a taktéž velmi přínosná byla kniha FOSTER, John Bellamy a MAGDOFF, Fred. *Velká finanční krize: příčiny a následky*, jež poskytuje mnoho cenných dat. Velice přínosným pro pochopení základních souvislostí americké finanční krize byl i dokumentární film *Inside Job* od Charlese Fergusona. Dále byly pro práci využívány články na oficiálních webech Bank of Japan a Federálního rezervního systému.

1. Základní vymezení

Na začátku mé práce je třeba definovat několik ekonomických pojmů, které se zde frekventovaně objevují, a vymežit témata, kterými se budu zabývat.

Japonská *bubble economy* a původ americké finanční krize mají spolu leccos společného, ostatně jako mnoho ekonomických krizí. Krize můžeme dělit na krize finanční a hospodářské. *Finanční krize* jsou odlišné tím, že jejich původ stojí mimo *reálnou ekonomiku*, tedy pouze na trzích s cennými papíry a nemovitostmi. Jsou vyvolávány *spekulačními bublinami*, které vznikají, když se v důsledku vysoké poptávky nerealisticky zvedají ceny mimo své přirozené hranice. Spekulační bubliny po čase splasknou, nejčastěji v důsledku zvýšení ceny peněz nebo paniky na burzách, což vyvolá *krach na finančních trzích* a nafouklé ceny se začnou vracet k normálu. Konec finanční krize zpravidla vyvolá hospodářskou krizi, neboli *recesi*, jelikož je ekonomika zaplavená *inflačními penězi*, tedy rozdílem mezi *cenovou bublinou* a reálnými cenami.

Ekonomické krize se staly častým tématem světových ekonomů po zkušenostech z Velké hospodářské krize roku 1929. Od té doby svět zažil mnoho jiných krizí, malých nebo velkých, které měly vždy do jisté míry společné rysy. Přesto se většinou nepodařilo tyto krize včas zachytit a jejich původ byl analyzován až retrospektivně. Japonská *bubble economy* a americká finanční krize nebyly výjimkou. A přesto, že jsou od sebe téměř 20 let vzdálené, měly toho společného víc, než si většina lidí uvědomuje.

1.1. Japonská bubble economy

Co je vlastně *bubble economy*? *Bubble economy* je termín, který se mezi ekonomy ustálil jako pojmenování vývoje a stavu japonské ekonomiky před finanční krizí na začátku 90. let 20. století. Přibližně lze *bubble economy* vymežit roky 1985, kdy byla podepsána mezinárodní dohoda v hotelu Plaza,¹ do roku 1991, který byl vrcholem finanční krize, která se přetransformovala do následné několikaleté stagnace. Její původ a dopady však zasahují mnohem širší časové rozmezí. Zrod cenové bubliny lze v Japonsku sledovat už od konce 70. let, kdy japonské banky a podniky začaly po skončení období silné ekonomické konjunktury

¹ Viz kapitola 2.2

vytvářet velké množství investičního kapitálu. Následky splasknutí *bubble economy* cítí Japonsko prakticky dodnes.

Kolaps cen uvrhl japonskou ekonomiku do tzv. „*Lost Decade*“ – období stagnace cen i hospodářského růstu, které se protáhlo až do první dekády 21. století. Tento kolaps byl způsoben splasknutím realitní a spekulativní bubliny.

V 80. letech začala prudce růst cena akcií. Tento silně inflační růst hnaný levnými úvěry a silícím kurzem japonského jenu vyvolal růst ceny nemovitostí, který se nejvýrazněji projevil v Tokiu a dalších velkých japonských městech. Zvýšené ceny způsobily vlnu investic na finančních trzích, která tyto ceny jen dále zvyšovala. Neregulované úvěrování japonských bank, expanzivní politika BOJ a využívání nadhodnocené půdy jako kolaterálu pro získání dalších úvěrů vyvolalo cenovou spirálu, která během několika let zvedla ceny akcií i nemovitostí do zcela astronomických výšek. Po zvýšení diskontní sazby v roce 1989 tato cenová bublina splaskla a japonské banky, domácnosti i podniky přišly o velkou část svého majetku. Jednotlivé příčiny této krize budou podrobně rozebrány dále v mé práci.

1.2. Americká finanční krize 2007

Současná globální ekonomická krize, často nazývána největší světovou krizí od Velké deprese v roce 1929, měla svůj původ v hypoteční bublině, která vypukla ve Spojených státech amerických v roce 2007². Kvůli obchodování s nadhodnocenými a vysoce rizikovými hypotečními úvěry kamuflovanými do vysoce rentabilních finančních produktů vznikla spekulativní bublina, která po splasknutí na konci léta 2007 způsobila rapidní propad na burzovních trzích, nejdříve v samotných Spojených státech a následně, kvůli vysoké provázanosti aktiv světových bank, i ve zbytku světa.

Příčiny i přesný rok počátku této krize jsou dodnes předmětem mnoha spekulací a odborných debat, především kvůli značné nepřehlednosti, hloubce a vysokému počtu faktorů, které ve finálním kolapsu sehrály roli. Argumenty jsou často zabarveny politickými agendami, jednotlivým dílčím příčinám je přisuzován různý stupeň závažnosti a dalo by se říci, že se spíše jednalo o selhání systému jako takového než o souhrn několika nešťastných okolností. Mezi hlavní příčiny se uvádí příliš nízká regulace bankovních aktivit, neadekvátní

² Rok vzniku krize nelze s přesností určit a tento údaj se napříč různými publikacemi liší.

reakce americké administrativy, realitní bublina spojená s nezdravým zadlužováním domácností, neopatrná financializace amerického korporátního sektoru a spekulace na trhu s finančními deriváty podpořené nesprávnými odhady ratingových agentur. Některým z těchto faktorů se budu dále věnovat ve své práci.

2. Úloha bank ve vzniku japonské bubble economy

Pokud zvažujeme příčiny obou finančních krizí, pak prvním akterem, který přijde na mysl, jsou obchodní banky. Bankovní domy jsou hlavním tvůrcem nové peněžní zásoby v oběhu skrze úvěrování a mezi jejich hlavní funkce patří přerozdělování této peněžní zásoby mezi jednotlivé tržní subjekty.³ Jelikož primární činností bank je obchodování s vklady svých věřitelů a zodpovědnost za tyto vklady, je činnost bank silně regulována jak legislativou, tak dohledem ze strany centrální banky daného státu.⁴ Z toho samého důvodu je ale vztah mezi bankovními domy a státem poněkud ambivalentní, jelikož vláda si uvědomuje, že kromě rizikového kapitálu pocházejícího z různých investic a od spekulantů drží banky rovněž veškeré úspory zbytku obyvatelstva a jsou nejdůležitějším prvkem v chodu celé ekonomiky.

Jelikož jsou banky existenčně závislé na neustálé akumulaci kapitálu a jeho následném proměňování v nová aktiva, neustále hledají nové cesty jak toho dosáhnout, čímž vytvářejí nové bankovní produkty. Tyto produkty jsou často rozšířením portfolia činností bankovních institucí a bohužel jsou často zamýšlené jako způsob, kterým obejít existující regulace obchodních bank. Tento jev dal vzniknout tzv. stínovému bankovníctví ve Spojených státech a byl rovněž příčinou neuváženého úvěrování japonských bank během *bubble economy*. Obě zmíněné okolnosti měly velký dopad na vznik finančních krizí.

2.1. Deregulace bankovního sektoru

2.1.1. Situace před deregulací

Charakteristickým rysem poválečného vývoje japonské ekonomiky bylo úzké zaměření průmyslu na odvětví vnímaná jako perspektivní pro budoucí rozvoj a především pro export. Za tím účelem byl obezřetně chráněn domácí trh s kapitálem. Dalo by se zjednodušeně říci, že jediné, co bylo možné importovat, byly výrobní zdroje a jediný export byly hotové průmyslové výrobky. Banky byly nuceny obchodovat pouze na domácím trhu a to pouze

³ PUCHINGER, Zdeněk. *Bankovníctví I: Úvodní kapitoly k problematice bankovní soustavy*. 1.vyd. Olomouc: Univerzita Palackého v Olomouci, 2005. str. 70 - 71

⁴ Uvažuje se standardní model, kdy je centrální banka zcela nebo z velké míry nezávislá na vládě státu. Např. v ekonomice poválečného Japonska je toto poněkud diskutabilní, jelikož nezávislost japonské centrální banky byla silně omezená a hlavní rozhodovací pravomoc nad monetární politikou mělo japonské Ministerstvo financí.

v podmínkách, které stanovovalo Ministerstvo financí. V roce 1947 byl vydán *Zákon o úpravě dočasných úrokových sazeb (The Temporary Interest Rates Adjustment Law - TIRAL)*, který Ministerstvu financí umožňoval zatlačit na BOJ, aby upravila stropy úrokových sazeb obchodních bank.⁵ Ty byly stanoveny tak, aby mezi jednotlivými bankovními produkty prakticky neexistovaly rozdíly, čímž byl eliminován faktor konkurence. Z toho lze vyvodit, že banky tvořily zisk téměř výhradně úrokováním úvěrů poskytovaných jejich spřízněným podnikům na investice do nových průmyslových odvětví, která byla rovněž řízená vládním plánem.⁶

Paul Krugman k dané problematice napsal: „*V padesátých a šedesátých letech sehrála japonská vláda – proslulé Ministerstvo mezinárodního obchodu a průmyslu i nenápadné, nicméně ještě vlivnější Ministerstvo financí – významnou roli v řízení ekonomiky. Hospodářský růst přinejmenším zčásti ovlivňovaly strategické vládní cíle, a tak bankovní půjčky i dovozní licence putovaly do státem upřednostňovaných průmyslových odvětví a firem. V době, kdy se západ začal o Japonsko skutečně zajímat, už vliv vlády slábl, nicméně obraz „Japan Inc.“, centrálně řízené ekonomiky směřující k ovládnutí světových trhů, přetrvával přinejmenším hluboko do devadesátých let.*“⁷

K funkčnosti tohoto neobvyklého modelu centrálně řízené nicméně kapitalistické ekonomiky silně přispívala existence podnikových skupin *keirecu* – několika spřízněných podniků sdružených okolo jedné banky, která z velké části financovala jejich aktivity. Struktura skupin *keirecu* byla do jisté míry založena na struktuře předválečných konglomerátů *zaibacu*, které byly během americké okupace v letech 1945–1952 z velké části zakázány a rozpuštěny. *Keirecu* si však z velké části ponechaly charakteristický rys *zaibacu*, kterým byla rovětvená struktura, síť vztahů s ostatními podniky a velké množství disponibilních peněžních prostředků, které používaly k upevnění svého vlivu.⁸ Pro *keirecu* bylo typické, že jako projev důvěry a spolupráce mezi podniky uvnitř skupiny a jejich bankou fungoval systém křížového držení akcií. Tyto akcie byly typicky jednou nakoupeny a nadále se s nimi neobchodovalo - jednalo se o investici pouze se symbolickým záměrem. Toto gesto však postupem času

⁵ WOO, David, KANAYA, Akihiro. *The Japanese Banking Crisis of the 1990s: Sources and Lessons* [online]. 2000 [cit. 2012-06-24]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp0007.pdf>. str. 7

⁶ Plánování výroby mělo na starost Ministerstvo průmyslu a obchodu označované zkratkou MITI (z anglického *Ministry of International Trade and Industry*)

⁷ cit. KRUGMAN, Paul. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. str. 56

⁸ YAMAMURA, Kozo. *Zaibatsu, Prewar and Postwar*. *The Journal of Asian Studies* [online]. 1964, č. 23 [cit. 2012-06-26]. Dostupné z: <http://www.jstor.org/stable/2050237> str. 539-540

přerostlo do obřích rozměrů a v 80. letech bylo takto v držení až 60 % všech obchodovatelných akcií.⁹ Vzájemné držení akcií je velmi důležitý jev, jelikož po deregulaci finančního sektoru prakticky postavil banky do pozice hlavního poskytovatele investičního kapitálu.¹⁰ Rovněž zmíněný systém vybízí k domněnce, že myšlenka *zaibacu* a potažmo tedy *keirecu* je do jisté míry založena na systému připomínajícím feudální dělení moci, které bylo v Japonsku běžné prakticky po celou dobu středověku až do reformy Meidži v roce 1886. Typickým rysem tohoto systému je dominantní vliv rodiny vlastníci konglomerát (u *keirecu* tuto funkci do jisté míry přebrala banka) a pevně cementovanými vztahy napříč spřízněnými společnostmi.¹¹

2.1.2. Důsledky bankovní deregulace

Prvopočátek vzniku bubble economy lze hledat v procesu deregulace bankovního sektoru. Ten měl svůj počátek na konci 70. let a byl dokonán v první polovině 80. let. Roky 1974-1979 jsou často uváděny jako konec zlatých let poválečné prosperity Japonska, a to především kvůli ropným šokům. Rok 1974 byl prvním rokem po konci 2. světové války, kdy Japonsko vykázalo záporný hospodářský výsledek. Podniky v reakci na pokles provedly restrukturalizaci svých aktiv a omezily míru kapitalizace z bankovních úvěrů.¹² Po druhém ropném šoku v roce 1979 se zvedla cena ropy na 34 dolarů za barel¹³, čímž se výrazně zvedly ceny importovaných výrobních surovin. Zároveň od roku 1977 posílil kurz jenu, což na nějakou dobu posunulo saldo obchodní bilance do záporných čísel. Na cenách exportu a importu byla drtivá většina japonských podniků závislá. Aby podnikům umožnila nadále efektivně financovat své aktivity, zavedla BOJ expanzivní měnovou politiku a Ministerstvo financí zvedlo mnoho svých dosavadních omezení.

⁹ WOOD, Christopher. *The Bubble Economy: Japan's Extraordinary Speculative Boom of the '80s and the Dramatic Bust of the '90s*. Equinox Publishing, 2005. str. 11

¹⁰ Jelikož majoritní část akcií byla vázána v držení ostatních firem a existovala jistota, že s těmito cennými papíry se nebude obchodovat, většina podniků nemusela řešit svou ziskovost v krátkodobém hledisku a svou odpovědnost vůči věřitelům (potřebu okamžitého úvěru vždy zajistila banka keirecu). Šlo tedy o akciovou společnost, která se chovala jako neakciová společnost. Více viz KRUGMAN, Paul. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. str. 57

¹¹ YAMAMURA, Kozo. *Zaibatsu, Prewar and Zaibatsu, Postwar*. The Journal of Asian Studies [online]. 1964, č. 23 [cit. 2012-06-26]. Dostupné z: <http://www.jstor.org/stable/2050237> str. 539

¹² SAKAKIBARA, Eisuke. *Structural reform in Japan: breaking the iron triangle* [online]. Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 2003 [cit. 2012-06-25]. str. 79

¹³ TAKAFUSA, Nakamura. *Lectures on modern Japanese economic history: 1926-1994*. Tokyo: LTCB International Library Foundation, 1994. str. 281

Zásadní změnou byla deregulace úrokových sazeb a vytvoření nových produktů s neregulovanou úrokovou sazbou – banky získaly povolení nabízet zcela nové finanční produkty, které do té doby byly určeny výhradně pro společnosti obchodující s cennými papíry. V roce 1979 zavedlo mnoho bank depozitní certifikáty¹⁴, které nespádaly pod zákon TIRAL z roku 1947 a tím pádem nebyly omezené v úrokové sazbě – ta se stanovovala na základě dohody mezi bankou a klientem.¹⁵ Další uvolnění podmínek produktů bank, hypotečních společností a investičních společností bylo provedeno v roce 1981 přepsáním *Zákonu o bankách (Bank Law)*.

Dalším výrazným rysem deregulace bylo otevření japonského kapitálového a investičního trhu v květnu 1979 zvednutím dosavadních omezujících nařízení Ministerstva financí. To znamenalo především nové investiční možnosti podniků, příliv nového kapitálu, nových měn a vytvoření konkurenčního prostředí. V prosinci byl vydán *Zákon o zahraniční směně (Foreign Exchange Law)*, který uvolňoval omezení pro provádění zahraničních platebních transakcí¹⁶. V dubnu 1982 byl na základě mezinárodních tlaků povolen vstup zahraničních společností na Tokijskou burzu.¹⁷ Tyto události stimulovaly stranu nabídky i poptávky na finančním trhu a dávaly bankám obrovský prostor k uplatnění. Jak ale napsal Paul Krugman: „*Japonsko, kde byly všechny obvyklé vazby – mezi vládou a podnikatelskou sférou, mezi bankami a jejich klienty, mezi tím, co je a co není garantováno vládou – tradičně rozostřené, pak bylo na volnější finanční režim mimořádně špatně připraveno. Japonské banky častěji než které jiné půjčovaly víc a méně hleděly na to, o jakého dlužníka jde. Bezděky tak pomáhaly nafukovat bublinu do groteskních rozměrů.*“¹⁸ Deregulace celkově měla za následek těchto pět změn:

- Příliv zahraničního kapitálu do japonských podniků.
- Úrokové sazby řízené tržními mechanismy a tlaky konkurenční nabídky.

¹⁴ Depozitní certifikáty jsou cenné papíry emitované bankou, které držitelé dávají nárok na vklad u banky, úrok, který se k tomuto vkladu váže a stanovují délku, po kterou banka může s vkladem manipulovat.

¹⁵ TAKAFUSA, Nakamura. *Lectures on modern Japanese economic history: 1926-1994*. Tokyo: LTCB International Library Foundation, 1994. str. 286

¹⁶ Zákon stanovoval, že všechny formy zahraničních platebních transakcí, které nejsou přímo zakázané, jsou povolené. Více viz. TAKAFUSA, Nakamura. *Lectures on modern Japanese economic history: 1926-1994*. Tokyo: LTCB International Library Foundation, 1994. str. 286

¹⁷ TAKAFUSA, Nakamura. *Lectures on modern Japanese economic history: 1926-1994*. Tokyo: LTCB International Library Foundation, 1994. str. 287

¹⁸ cit. KRUGMAN, Paul. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. str. 62

- Rozšíření japonského jenu na zahraniční trhy a jeho ukotvení jako silné mezinárodní měny (v té době 2. nejsilnější po americkém dolaru).
- Eliminace rozdílů mezi finančními produkty tradičních a investičních bank.
- Možnost investovat firemní kapitálové rezervy do zahraničních aktiv.

Výše zmíněných pět bodů bylo významným milníkem ve vývoji japonského peněžního trhu a ve svém konečném důsledku mělo za následek akumulaci velkého množství volného kapitálu, který dal vzniknout *bubble economy*.¹⁹

2.2. Následky internacionalizace finančního trhu

Japonské banky byly v 80. letech ve světě známé především svou efektivitou, seriózností a dobrými investičními odhady. Rovněž ale byly vyhlášené jako příliš konzervativní, ustrnulé v komplikovaných vztazích japonského korporátního světa, oddané tradičnímu hierarchickému systému seniority a závislé na rozhodnutích přicházejících z Ministerstva financí a BOJ.²⁰ Většina domácích i zahraničních pozorovatelů proto byla vskutku překvapena, když v druhé polovině 80. let začaly japonské banky poskytovat velké množství úvěrů na mnohdy riskantní a ne zcela jisté investice. Problém tkvěl především v neschopnosti bank přizpůsobit se celé řadě změn, které na trhu v 80. letech odehrávaly.

Po zpřístupnění mezinárodních trhů po finanční deregulaci začalo mnoho bank a velkých japonských podniků, jejichž velkou část tvořily právě *keirecu*, investovat do zahraničních akvizic. Největší vlna změn proběhla v letech 1985 a 1986²¹, kdy se financování velkých podniků začalo přesouvat od domácích krátkodobých úvěrů a cenných papírů k zahraničním dluhopisům a akciím. Během první poloviny 80. let kurz jenu osciloval mezi cca 200 a 250 jeny za dolar.²² Oscilace kurzu byla způsobena hlavně sílícím dolarem, který byl odpovědí Ronalda Raegana na stoupající inflaci. Pod nátlakem amerických podniků závislých na exportu bylo na 22. září 1985 svoláno 5 zástupců největších světových ekonomik do amerického hotelu Plaza, kde byl podepsán tzv. „*Plaza Accord*“ – dohoda o umělém posílení

¹⁹ Viz kapitola 5.1.

²⁰ WOOD, Christopher. *The Bubble Economy: Japan's Extraordinary Speculative Boom of the '80s and the Dramatic Bust of the '90s*. Equinox Publishing, 2005. str. 21

²¹ TAKAFUSA, Nakamura. *Lectures on modern Japanese economic history: 1926-1994*. Tokyo: LTCB International Library Foundation, 1994. str. 299

²² TAKAFUSA, Nakamura. *Lectures on modern Japanese economic history: 1926-1994*. Tokyo: LTCB International Library Foundation, 1994. str. 270

japonského jenu a německé marky vůči americkému dolaru.²³ Ačkoli bylo stanoveno plánované posílení kurzu na 200 jenů za dolar, už ke konci roku kurz sám posílil na 150 jenů za dolar. To velmi uškodilo cenám importu a exportu. Přestože se obchodní bilance Japonska stále pohybovala v plusu, klesly ceny importu i exportu mezi roky 1985 a 1987 o více než 2 biliony jenů.²⁴ To je pokles o téměř 28 %. Aby firmy kompenzovaly své ztráty, začaly hledat alternativní řešení. Například v automobilovém průmyslu bylo výhodné přesunout výrobu do zahraničí s levnou pracovní silou a slabou měnou, ale pro jiné podniky i pro banky samotné se jevila jako nejschůdnější cesta financovat ztráty ze zahraničních obligací s vysokou výnosností. Problémem tohoto modelu však byl fakt, že kvůli dlouhodobé uzavřenosti Japonska po 2. světové válce byla znalost zahraničních trhů téměř neexistující, a tak mnoho akvizic bylo pořizováno relativně naslepo.

Centrální banka BOJ se snažila se slábnoucími cenami exportu bojovat výrazným snižováním diskontní sazby. Vycházela při tom z teorie, že pokud se zvedne peněžní zásoba v oběhu, tak se přirozeně zvedne i poptávka po spotřebě, což ve své podstatě v krátkém čase oslabí jen.²⁵ V lednu 1986 se začala diskontní sazba snižovat z 5 % až na do té doby historické minimum 2,5 % v roce 1987 a na této úrovni zůstala až do roku 1989.²⁶ Takto nízká diskontní sazba umožňovala obchodním bankám poskytovat úvěry s velice nízkou úrokovou sazbou. Reakce BOJ ale bohužel byla poněkud opožděná, jelikož většina velkých firem se v té době už přeorientovala na financování ze zámořských investic. Rovněž současně se slábnoucím exportem začala výrazně posilovat domácí poptávka po japonském zboží a nově také po službách. Ve spojení s extrémně levnými bankovními úvěry vznikl takto prostor k rapidní expanzi pro malé a střední firmy a pro terciální průmyslový sektor. Většina peněžních prostředků vzniklých při tomto růstu putovala do nemovitostí a cenných papírů a tím dala vzniknout realitní bublině. Tomuto jevu se budu více věnovat v kapitole 5.1.

Ačkoli Ministerstvo financí s japonskými bankami na přelomu 70. a 80. let úzce spolupracovalo a snažilo se je připravit na změny spojené s deregulací finančního sektoru,

²³ TAKAFUSA, Nakamura. *Lectures on modern Japanese economic history: 1926-1994*. Tokyo: LTCB International Library Foundation, 1994. str. 291

²⁴ TAKAFUSA, Nakamura. *Lectures on modern Japanese economic history: 1926-1994*. Tokyo: LTCB International Library Foundation, 1994. str. 292

²⁵ KUTTNER, Kenneth N. a Adam S. POSEN. *The Great Recession: Lessons for Macroeconomic Policy from Japan*. Brookings Papers on Economic Activity [online]. 2001, [cit. 2012-06-25]. Dostupné z: <http://www.jstor.org/stable/1209135> str.114

²⁶ Data jsou dostupná na Trading Economics. *Japan Interest Rate* [online]. [cit. 2012-06-24]. Dostupné z: <http://www.tradingeconomics.com/japan/interest-rate>

banky vstup zahraniční konkurence na domácí trh ani makroekonomické změny v 2. polovině 80. let příliš obstojně nezvládly. Jejich výnosy z úvěrů, na které byly zvyklé jako na hlavní zdroj svých příjmů, výrazně poklesly a vedení těchto bank zpočátku nezvolilo zcela optimální řešení. „...banky se rozhodly nereagovat na tento dramatický nárůst svých nákladů racionálním obchodním způsobem, tedy tím, že převedou své náklady na dlužníky a zvýší jim úroky. Místo toho ignorovaly zásah do vlastní ziskovosti a nadále se soustředily na růst svých aktiv, především za účelem zvýšení svého podílu na trhu. To jim bylo umožněno jen díky čile rostoucímu trhu Tokijské burzy. Čím více jejich vkladů podléhalo efektům deregulace, tím více vyplňovaly zvětšující se díry ve svých provozních ziscích vykazováním navyšování kapitálu z prodeje cenných papírů, které držely ve svých obsáhlých portfoliích.“²⁷ Je nutné zde poznamenat, že pouhým prodejem cenných papírů se netvoří skutečný zisk. Banky takto pouze docílily dvou efektů. Za prvé zvyšovaly peněžní zásobu, která se pak šířila do japonské ekonomiky skrze extrémně levné úvěry. Za druhé zaplavily Tokijskou burzu předraženými cennými papíry, které ovšem stejně musely po krátké době odkoupit zpět za vyšší cenu, jelikož měly tichou povinnost vůči svým partnerům – podnikům *keirecu*²⁸. Takto nejenže opět zvyšovaly peněžní zásobu v oběhu, ale navyšovaly i ceny akcií na burze a posilovaly poptávku po těchto akciích. Toto „recyklování“ akcií přerostlo na konci 80. let do obřích rozměrů – japonská největší banka Dai-Ichi Kangyo vykazala v roce 1989 60 % svých zisků z prodeje akcií.²⁹ Obě okolnosti lze vnímat jako jeden z primárních důvodů pro vznik *bubble economy*.

2.3. Morální hazard

Otázkou zůstává, co vedlo obchodní banky v Japonsku k poskytování zvyšujícího se množství rizikových úvěrů. Jedná se o úvěry, které byly ve velké míře poskytovány menším a středním podnikům a spotřebitelům ke konci 80. let.³⁰ Charakteristickým pro tyto úvěry byl způsob jejich jištění – jako kolaterál byly v drtivé většině případů využívány nemovitosti, ve

²⁷ cit. WOOD, Christopher. *The Bubble Economy: Japan's Extraordinary Speculative Boom of the '80s and the Dramatic Bust of the '90s*. Equinox Publishing, 2005. str. 23

²⁸ Tímto se myslí systém křížového držení akcií, který je popsán výše v kapitole 2.1.1

²⁹ WOOD, Christopher. *The Bubble Economy: Japan's Extraordinary Speculative Boom of the '80s and the Dramatic Bust of the '90s*. Equinox Publishing, 2005. str. 23 - 25

³⁰ *Changes in the Corporate Balance-Sheet Structure since 1980 in Japan*. In: Bank of Japan: Research and Statistics Department [online]. 1996 [cit. 2012-06-24]. Dostupné z: http://www.boj.or.jp/en/research/brp/ron_1996/ron9611b.htm/

zbytku případů cenné papíry. Obě komodity byly součástí ekonomické bubliny s nerealisticky vzrůstajícími cenami. Ačkoli v té době už bylo mnoha zasvěceným bankéřům i spekulantům jasné, že zdražování půdy musí jednou skončit a že většina poskytnutých úvěrů bude obtížně vymahatelná, ani jedna strana na to nebrala zřetel. Za prvé mnoho Japonců žilo v iluzi, že stoupající ceny nemovitostí předznamenávají druhý ekonomický zázrak³¹, a tak firmy i banky do nemovitostí mohutně investovaly. Za druhé se většina z nich se stala obětí tzv. „morálního hazardu“.³²

Morální hazard je označení situace, ve které banka necítí zodpovědnost za poskytované úvěry, nejčastěji proto, že tuší podporu ze strany státu nebo je schopná převést riziko pramenící z nesplacení úvěru na někoho jiného. V Japonsku byl dominantní především první případ. V bezpečné „kolébce“ poválečné ekonomiky Japonska vytvořilo Ministerstvo financí s BOJ takové prostředí, ve kterém banky ani vkladatelé neměli sebemenší pocit rizika. Paul Krugman toto komentoval: *„Kdyby půjčky podnikům seskupeným okolo banky vypadaly nesolidně, nezačala by banka ztrácet vkladatele? Tak jako ve většině zemí ale i v Japonsku vkladatelé věřili, že by vláda nikdy nedopustila, aby o své úspory přišli, a tak tomu, co banky s jejich penězi dělají, nevěnovali příliš velkou pozornost.“*³³ Z toho důvodu byly japonské banky po deregulaci vnímány věřiteli jako jedny z nejbezpečnějších na světě, jelikož během několika případů, kdy menší bance hrozil bankrot, bylo zřetelně vidět, že Ministerstvo financí ve své zemi nenechá nikoho padnout. Velké banky zase vnímaly opačný konec státní podpory - protože si uvědomovaly svou důležitost v ekonomice, nabyly jistotu, že je vláda nenechá padnout zkrátka proto, že jsou „*too big to fail*“³⁴. Většina bank si ke konci 80. let ani pád nepřipouštěla, a tak pro ně nebyl problém poskytovat úvěry ve velké míře i na investice, ohledně kterých by byly za normálních okolností mnohem více obezřetné. Velkou roli v tomto rozhodovacím procesu sehrál i systém mezipodnikových vazeb, kdy buď proces kontroly dlužníků byl pro banku zbytečně nákladný, nebo byl úvěr poskytován na základě známosti či spřízněnosti podniku s bankou.

³¹ Prvním zázrakem se myslí rapidní poválečný rozvoj japonské ekonomiky, obzvláště v 60. letech, kdy růst HDP dosahoval až necelých 14 %

³² KRUGMAN, Paul. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. str. 59 - 62

³³ cit. KRUGMAN, Paul. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. str. 57

³⁴ V anglickém překladu „příliš velké na to, aby padly“. Více viz kap. str.

3. Úloha bank v americké finanční krizi

Americké banky hrály zcela klíčovou roli ve vzniku spekulativní bubliny, která následně otřásla drtivou částí světových ekonomik. Tato role v mnoha ohledech nebyla nepodobná tomu, co přivedlo japonskou ekonomiku do *bubble economy* a následné krize. Nejdříve je však nezbytné vymezit postavení bank ve Spojených státech oproti těm v Japonsku. Christopher Wood toto vystihl: „*Banky jsou stěžejní pro japonskou ekonomiku a oproti situaci v Americe jsou pro zemi hlavním motorem na výrobu peněz. V Japonsku jsou banky zodpovědné za podstatně větší část vytvořených peněz, než je tomu v Americe – v zemi s mnohem sofistikovanějšími finančními trhy a tím pádem i mnohem větší nabídkou finančních produktů. Na konci září 1991 tvořily v Japonsku bankovní úvěry až 90 % nominálního HDP oproti 37 % ve Spojených státech.*“³⁵ Extrémně levné peníze a zahlcení trhu půjčkami je jeden ze společných rysů příčin obou krizí, je však nutné rozlišovat strukturu dlužníků. Zatímco v Japonsku putovala většina poskytnutých úvěrů do korporátního sektoru a do investic, ve Spojených státech měly velký podíl mezi dlužníky domácnosti. U japonských domácností je třeba zmínit jednu ekonomickou charakteristiku. V poválečném období a éře největší japonské prosperity se skutečně projevil pragmatismus vlastní většině Japonců. Přestože zpočátku nebyly platy nikterak vysoké, Japonci měli vždy tendenci ukládat část svých rodinných příjmů do bank a vytvářet si tak rezervy. V letech 1974 a 1976 dosáhl tento fenomén vrcholu, když úspory domácností tvořily 23,2 % jejich hrubého měsíčního důchodu.³⁶ I když tato míra v 80. letech klesala, měly japonské domácnosti dobrý přístup k záložním zdrojům a neměly tendenci tolik využívat spotřebitelských úvěrů. To není případ Spojených států. Zadluženost amerických domácností tvořila v roce 2005 zhruba 27 % celkového státního dluhu, který v té době byl přibližně tříapůlnásobně větší než roční HDP.³⁷

Dalším faktorem je účel, za kterým se jednotlivé subjekty zadlužují. Každý úvěr je brán za účelem dalšího výdaje. Tento výdaj může být buď spotřebního, nebo investičního charakteru. Investiční výdaje lze dále dělit na produktivní nebo spekulativní typ. Pro domácnosti jsou charakteristické spotřební výdaje (rodinný nákup, nové auto, dovolená a

³⁵ cit. WOOD, Christopher. *The Bubble Economy: Japan's Extraordinary Speculative Boom of the '80s and the Dramatic Bust of the '90s*. Equinox Publishing, 2005. str. 25

³⁶ HORIOKA, Charles Yuji. *A Survey of Household Saving Behavior in Japan*. The Institute of Social and Economic Research Osaka University [online]. 2007 [cit. 2012-06-26]. Dostupné z: <http://www.iser.osaka-u.ac.jp/library/dp/2007/DP0684.pdf> str. 5, 27, 30

³⁷ FOSTER, John Bellamy, MAGDOFF, Fred. *Velká finanční krize: příčiny a následky*. 1. vyd. Všeň: Grimus, 2009. str. 46 - 48

podobně) a okrajově i investiční (pojištění, hypotéka). V korporátním sektoru bezvýhradně dominují investiční výdaje, produktivní (rozšíření výroby, nabídky produktů) i spekulativní (investice do cenných papírů, nemovitostí, drahých kovů apod.). Spotřební a produktivní výdaje pomáhají chodu reálné ekonomiky, u spekulativních výdajů tomu tak ale není. Foster a Magdoff ve své publikaci píší: „Mezi spotřebitelským a korporátním zadlužováním však panují rozdíly. Když si lidé půjčují na nákup spotřebního zboží, nákup samotný se stává bezprostředním ekonomickým stimulem. Výrobci, přepravci a prodejci zboží dostanou peníze, které mohou obratem použít a obvykle tak také činí. Dokonce to může mít nepatrný pozitivní efekt na ekonomiku jako celek. Když se však zadlužují korporace, aby postavily další továrnu, nakoupily strojní vybavení nebo začaly poskytovat novou službu, dopady této operace s vypůjčenými penězi na následný růst ekonomické aktivity a tvorbu nových pracovních míst se projevují celá léta.“³⁸ Podnik investuje do dlouhodobé produktivní investice a za pár let reálná ekonomika pocítí dopad. U spekulativních investic je ale dopad na reálnou ekonomiku minimální až žádný. A problém nastává, pokud korporátní sektor začne, často v důsledku investiční horečky během ekonomické konjunktury, převádět více a více svého kapitálu do krátkodobých finančních akvizic na úkor dlouhodobých produktivních investic. Takto vytvořené peníze začnou být ve velkých objemech silně inflační a postupně vznikne spekulativní bublina. Ve Spojených státech vznikla spekulativní bublina na trhu s finančními deriváty, v Japonsku šlo o bublinu na trzích s akciemi a s nemovitostmi.

3.1. Sekuritizace a vznik finančních derivátů

Začátkem 21. století, po splasknutí akciové bubliny, která vznikla ve Spojených státech v 90. letech, a utlumení následné hospodářské recese³⁹ začaly prudce stoupat ceny amerických nemovitostí, ačkoli byl zmíněný jev samozřejmě geograficky nerovnoměrný a byl patrný především v hustě obydlených oblastech, nejvíce na východním a západním pobřeží.⁴⁰ Tento růst přeznamenával vznik realitní bubliny, která byla v konečném důsledku příčinou celé finanční krize. V jejím jádru stály americké domácnosti, nejčastěji ze slabších sociálních

³⁸ FOSTER, John Bellamy, MAGDOFF, Fred. *Velká finanční krize: příčiny a následky*. 1. vyd. Všeň: Grimmus, 2009. str. 44 - 45

³⁹ tzv. Greenspanova bublina pojmenovaná po guvernérovi FEDu Alanu Greenspanovi, kterému byly přisuzovány mnohé úspěchy za vyrovnání se s touto recesí (trvala pouze 8 měsíců) a za pozitivní ozdravení americké ekonomiky. Více viz KRUGMAN, Paul. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. str. 124 - 129

⁴⁰ KRUGMAN, Paul. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. str. 130

tříd, které chtěly vlastní bydlení, ale nebyly často schopné dosáhnout na výhodnou hypotéku.⁴¹

Kvůli zvyšující se ceně nemovitostí a zároveň rostoucí poptávce ze strany domácností byly banky a další finanční instituce motivované poskytovat co nejvíce hypoték. Všeobecný předpoklad byl, že ceny nemovitostí budou neustále stoupat vzhůru, a proto není nutná příliš velká kontrola bonity klientů. Tento jev se nazývá Ponzioho schéma neboli hyperspekulace.⁴² Přesto ale na straně poptávky bylo mnoho zájemců, kteří pro věřitele mohli představovat značné riziko, a tak bylo nutné snížit standardy poskytování hypoték a vymyslet alternativní způsoby, jak se chránit proti nedostání závazků. Podle Krugmana existovaly dva důvody snížení obezřetnosti ze strany bankovních institucí: „*Za prvé [banky] uvěřily, že ceny nemovitostí do nekonečna porostou. A dokud ceny nemovitostí stoupají, věřitele ani příliš nezajímá, zda je dlužník schopen hypotéku splácet. Jsou-li splátky příliš vysoké, nevadí, klient si buď vezme půjčku (...) anebo přinejhorším dům prostě prodá a hypotéku doplatí. Za druhé si věřitelé s kvalitou svých půjček hlavu příliš nelámali, proto, že je obratem prodali investorům, kteří moc nerozuměli tomu, co vlastně kupují.*“⁴³

Paul Krugman zde naráží na jev sekuritizace hypoték. Sekuritizace je proces, při kterém se do balíku shromáždí několik pohledávek (v tomto případě hypoték) a balík se následně prodá jiné bankovní nebo nebankovní instituci. Ta tím na sebe přebírá riziko nesplacení hypoték v balíku a inkasuje podíly z výnosů splátek daných hypoték. Sekuritizace je pro banky výhodná ze dvou důvodů. Kromě již zmíněného přenesení rizika na jinou instituci se sekuritizací bance navýší vlastní kapitál, který může použít pro další úvěrování. Každá banka se musí řídit pravidly obezřetného podnikání, v tomto případě pravidlem kapitálové přiměřenosti.⁴⁴ To znamená, že určitý poměr svého kapitálu musí mít v držení, aby si zajistila dostatečnou likviditu. Jelikož během realitní bubliny byla poptávka po hypotékách skutečně vysoká, některé bankovní instituce občas mohly cítit nedostatek

⁴¹ Více viz kapitola 5.2.

⁴² FOSTER, John Bellamy, MAGDOFF, Fred. *Velká finanční krize: příčiny a následky*. 1. vyd. Všeň: Grimmus, 2009. str. 96

⁴³ KRUGMAN, Paul. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. str. 132 - 133

⁴⁴ Kapitálová přiměřenost se měří jako podíl vlastního kapitálu banky a rizikově vážených aktiv. Zajišťuje, aby banka byla dostatečně kapitálově vybavená k pokrytí případného úvěrového rizika. Více viz PUCHINGER, Zdeněk. *Bankovníctví I: Úvodní kapitoly k problematice bankovní soustavy*. 1. vyd. Olomouc: Univerzita Palackého v Olomouci, 2005. str. 116

zdrojů, ale vzhledem k faktu, že nabídka levných hypoték byla podporovaná vládou, tak brzy většina bankovních institucí získala od FEDu přístup k objemným zásobám rezerv.⁴⁵

Aby sekuritizace mohla efektivně fungovat, bylo třeba zavést několik nových finančních produktů. Samotný princip sekuritizace fungoval už od 30. let, kdy ho vymysleli finančníci ze společnosti Fannie Mae⁴⁶. Až do realitní bubliny v první dekádě 21. století se však sekuritizace vztahovala pouze na prvotřídní (Prime) hypotéky^{47 48} a nebyla příliš rozšířená. Svou renesanci zažila na přelomu 20. a 21. století, kdy zájem o hypotéky vzrostl i mezi klienty, kteří by na ní dříve nedosáhli. Z toho důvodu byly vytvořeny tzv. substandardní neboli druhořadé (Subprime) hypotéky, které by umožňovaly přístup k hypotéce i sociálně slabším vrstvám obyvatelstva. Substandardní hypotéka je půjčka poskytnutá klientům s nízkým kreditním hodnocením, kteří jsou považováni za rizikovější z hlediska pravděpodobnosti splácení.^{49 50} Masivní rozšíření substandardních hypoték bylo možné především díky pokroku v oblasti informačních technologií, který dovolil vytvořit systém jejich hodnocení pro budoucí zájemce o jejich odkoupení a také stanovení výše úrokové sazby podle míry zadlužení daného klienta.⁵¹ V rámci sekuritizace se poté hypotéky sdružily do balíčků a tyto balíčky s produkty nakombinovanými z celých Spojených států se dále prodávaly ostatním institucím.

Systém prodeje hypoték v rámci sekuritizace se stal neskutečně komplikovaným. Nové hypotéky, které banka uzavřela s klientem, bylo prakticky ihned možné odprodat na tzv. sekundárním trhu. Hlavními aktéry zde byly státem podporované podniky (*Government Sponsored Enterprises – GSE*), především Fannie Mae a Freddie Mac. Nakoupené hypotéky a jiné úvěrové produkty sdružovaly do větších balíčků – finančních derivátů – které obsahovaly hypotéky z různých oblastí, aby se zabránilo riziku v případě, že by v některém z regionů

⁴⁵ WOODS Jr., Thomas E. *Krach*. 1. vyd. Praha: Dokořán, 2010. str. 41

⁴⁶ Fannie Mae a její „konkurenční bratr“ Freddie Mac viz níže. Více viz WOODS Jr., Thomas E. *Krach*. 1. vyd. Praha: Dokořán, 2010. str. 31 -35

⁴⁷ Prime hypotéky je označení hypoték poskytovaných bonitním klientům, kteří byli schopni složit dostatečnou zálohu.

⁴⁸ KRUGMAN, Paul. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. str. 133

⁴⁹ BERNANKE, Ben S. *The Subprime Mortgage Market*. In: Board of Governors of the Federal Reserve System [online]. 2007 [cit. 2012-06-24]. Dostupné z:

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070517a.htm>

⁵⁰ Subprime hypotéky se od Prime hypoték liší především vyšší úrokovou sazbou.

⁵¹ BERNANKE, Ben S. *The Subprime Mortgage Market*. In: Board of Governors of the Federal Reserve System [online]. 2007 [cit. 2012-06-24]. Dostupné z:

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070517a.htm>

došlo k poklesu ceny nemovitostí, a rovněž z různých řádů⁵². Balíčky se poté odprodávaly investorům z celého světa.⁵³ Pro tyto finanční deriváty se používal název *zajištěné dluhové obligace (Collateral Debt Obligation – CDO)*⁵⁴. Vlastník CDO získal kromě samotné obligace i nárok na podíl příjmů z měsíčních splátek obsažených úvěrů. Jelikož ale mnohokrát nešly CDO přímo ke spekulantům, ale odkupovaly se navzájem i mezi finančními institucemi, opakovaně na nich probíhala vícenásobná sekuritizace, při které se více balíčků spojovalo dohromady, a tak v konečném důsledku vznikaly neuvěřitelně složité produkty, u kterých se prakticky nedal dohledat původní úvěr.

Aby bylo možné s CDO efektivně obchodovat, byla jejich rizikovost hodnocená ratingovými agenturami a měly stanovené své tranše. Tranše udával emitent obligace a značily přednostní nárok na výplatu výnosů.⁵⁵ „*Tranše do sebe absorbovaly riziko platební neschopnosti, přičemž souhrn platebních neschopností vyšších tranší byl přenesen na tranše nižší. Tři významné ratingové agentury udělovaly vyšším tranším těchto nových CDO hodnocení v investičním pásmu.(...) V mnoha případech se nejvyšším (a nejhodnotnějším) tranším (...) dostalo nejvyššího možného ohodnocení („AAA“ – ekvivalent ohodnocení udělovaného americkým vládním dluhopisům⁵⁶) díky tomu, že byly „pojištěny“ proti úpadku společnostmi, které se zabývají pojišťováním dluhopisů, jimž samotným se dostalo ohodnocení AAA.*“⁵⁷ Tento rating, který byl silně zavádějící a neposkytoval dostatečné informace nákupujícím spekulantům, byl důvodem, proč se mezi roky 2006 a 2008 těšily finanční deriváty takové přízni. V okamžiku, kdy realitní bublina praskla, ceny nemovitostí začaly klesat a velké procento hypoték se stalo nedobytných, takže se z většiny obligací s nižší tranší staly bezcenné papíry. Na vině je především neopatrnost ratingových agentur a nedostatek vládní kontroly nad nebankovním sektorem. Tomuto tématu se budu věnovat v další kapitole.

⁵² Řády je myšleno jak Prime hypotéky, tak Subprime hypotéky, občas i další úvěry. Účelem bylo další rozptýlení rizika a zařazení hypoték s nižší tranší k těm s vyšší tranší. Více viz FOSTER, John Bellamy, MAGDOFF, Fred. *Velká finanční krize: příčiny a následky*. 1. vyd. Všeň: Grimmus, 2009. str. 94

⁵³ WOODS Jr., Thomas E. *Krach*. 1. vyd. Praha: Dokořán, 2010. str. 30

⁵⁴ Druhů finančních derivátů bylo mnoho – Collateral Mortgage Obligation (pouze hypotéky), Collateral Synthetic Obligation (více derivátů v jednom balíčku) atp.

⁵⁵ Tranše se pohybovaly od označení Senior – nejvyšší přednost výplaty, přes Mezzanine – střední -, po Junior – menší přednost výplaty, větší riziko.

⁵⁶ Americké vládní dluhopisy jsou považovány za jedny z nejbezpečnějších investic na světě.

⁵⁷ cit. FOSTER, John Bellamy, MAGDOFF, Fred. *Velká finanční krize: příčiny a následky*. 1. vyd. Všeň: Grimmus, 2009. str. 94 - 95

3.2. Stínové bankovníctví

Stínové bankovníctví je označení, které Paul Krugman použil pro finanční instituce stojící mimo bankovní sektor. Ty se dají snadno vymezit. Jednalo se povětšinou o dceřinné společnosti existujících velkých bank, které ovšem stály mimo jejich rozvahu a operovaly samostatně. Důvodem tohoto mechanismu byla snaha vyhnout se bankovnímu dohledu. „*Konvenční banky, které přijímají vklady a jsou součástí Federálního rezervního systému, operují víceméně v plném světle, transparentně a podléhají bankovnímu dohledu.*“⁵⁸ Ten, jak již bylo zmíněno dříve, ukládá bankám zásady obezřetného podnikání a maximální eliminace rizika. I přesto, že obchodování s hypotékami bylo zajištěné pomocí sekuritizace a jak banky, tak ratingové agentury svorně tvrdily, že finanční deriváty jsou bezpečné, nespadaly tyto produkty do vymezení daného bankovními regulacemi FEDu. Z toho důvodu vzniklo pod záštitou velkých bank mnoho malých institucí, které Timothy Geithner, guvernér Newyorské federální rezervní banky označil jako „*Součást nebankovního finančního systému – institucemi, které (...) bankami vůbec nejsou, nicméně plní funkce banky*“⁵⁹. Oficiálně byly tyto instituce označovány jako strukturální investiční divize a jejich hlavním a téměř jediným účelem byly obchody s CDO a dalšími neregulovanými finančními produkty⁶⁰. Problém existence těchto institucí tkvěl ve dvou bodech.

První z nich popsali Foster a Magdoff: „*Tyto speciální entity financovaly své nákupy CDO krátkodobými spekulacemi na trzích s cennými papíry. Jinými slovy, čerpaly krátkodobé úvěry (...) na investice do dlouhodobých finančních aktiv.*“⁶¹ Toto je zcela elementární nedostatek, proti kterému se varuje v prvních kapitolách učebnic finančnictví – v dlouhodobém časovém horizontu nelze efektivně financovat dlouhodobý finanční majetek krátkodobým kapitálem.⁶² Jelikož stínové banky neměly přístup k běžnému bankovnímu pojištění, kompenzovaly tento nedostatek uzavíráním tzv. dohod o směně úvěrového selhání (*Credit default swap*). Jde o kontrakt, při kterém prodejce uhradí ztrátu při platební neschopnosti kupujícího výměnou za pravidelné čtvrtletní platby. Tyto kontrakty byly uzavírány právě s velkými bankami, čímž bylo propojení obou sektorů dokonané.

⁵⁸ cit. KRUGMAN, Paul. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. str. 142

⁵⁹ cit. KRUGMAN, Paul. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. str. 143

⁶⁰ Např. cenné papíry s periodicky stanovovaným úrokem, viz níže

⁶¹ cit. FOSTER, John Bellamy, MAGDOFF, Fred. *Velká finanční krize: příčiny a následky*. 1. vyd. Všeň: Grimmus, 2009. str.95

⁶² VALACH, Josef. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999. str. 20

Druhý problém spočíval ve snížené regulaci bankovního sektoru americkou vládou ve spojení s morálním hazardem. Bushova administrativa se vždy silně bránila zpřísnění bankovního dohledu a k regulaci chovala silnou nevoli.⁶³ Už od roku 2003 volala po levných půjčkách na bydlení a systém substandardních hypoték jí k tomuto cíli přišel ideální. Za tímto účelem se snažili co nejvíce snižovat standardy poskytování hypoték a banky měly plnou podporu FEDu v obchodování s deriváty. Zároveň v době, kdy v čele FEDu stál Alan Greenspan⁶⁴, vzniklo mezi americkými podniky a finančními institucemi určité povědomí bezpečí, jelikož věděly, že jsou „*too big too fail*“. Takové banky získávaly značné subvence od státu a mohly tím pádem poskytovat levnější úvěry. Převládala u nich totiž představa, že pokud by některé z těchto významných institucí hrozil bankrot, FED zasáhne a finanční injekcí ji podrží na nohou, protože je zkrátka příliš důležitá pro americký trh, než aby ji vláda nechala padnout.⁶⁵ Alan Greenspan později fenomén *too big to fail* silně kritizoval a tvrdil, že oficiálně nebyla žádná banka považována za *too big to fail* až do roku 2008, kdy FED prakticky znárodnil Fannie Mae a Freddie Mac.⁶⁶ Z toho důvodu zafungoval, stejně jako v Japonsku, princip morálního hazardu, jelikož instituce necítily zodpovědnost za své aktivity a odhodlávaly se podstoupit mnohem větší rizika. Tato představa o politice FEDu se při zpětném pohledu projevila jako velice pravdivá, když po krachu trhu s hypotékami americká vláda provedla vlnu tzv. bailoutů⁶⁷ a největší finanční hráče zachránila před téměř jistým krachem.

⁶³ KRUGMAN, Paul. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. str. 145

⁶⁴ Alan Greenspan byl guvernérem FEDu v letech 1987 - 2006

⁶⁵ WOODS Jr., Thomas E. *Krach*. 1. vyd. Praha: Dokořán, 2010. str. 52 - 53

⁶⁶ MCKEE, Michael a Scott LANMAN. *Greenspan Says U.S. Should Consider Breaking Up Large Banks*. Bloomberg.com [online]. 15.10.2009 [cit. 2012-06-26]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aJ8HPmNUfchg>

⁶⁷ Doslova přeloženo jako „nouzová záchrana“ - částečné znárodnění podniku finanční injekcí

4. Srovnání míry vlivu bankovního sektoru v Japonsku a USA

Je téměř bez pochyby, že ve formování krizí obou zemí hrály ústřední roli právě banky a vláda, která jim jejich rizikové jednání buď přímo či nepřímo umožňovala. Banky jsou ústředním prvkem jakékoli rozvinuté ekonomiky, jsou ovšem také pouze podnikatelskými subjekty a podle této definice je pro ně přirozená snaha o maximalizaci zisku a tržního podílu. Vlády obou zemí tento fakt zcela zjevně přehlížely a zůstávaly v iluzi, že bankovní instituce mají pod kontrolou. Bohužel tomu tak nebylo.

Prvním společným bodem je, že časovému úseku, ve kterém se zformovaly ekonomické bubliny, předcházely deregulace finančního sektoru. Ty se od sebe lišily svými důvody. V Japonsku proběhla za účelem otevření konzervativního, uzavřeného a v té době již trochu strnulého finančního trhu vůči zbytku světa. Svět se na Japonsko dravě vrhl a vytvořil silně konkurenční prostředí. Zároveň silící jen oslabil nejsilnější prvek japonské ekonomiky – export. V reakci na tyto události se japonský bankovní systém snažil získat převahu levně dostupnými penězi. V USA šlo o deregulaci za účelem zpřístupnění bydlení vzrůstající populaci sociálně slabších rodin levnými hypotékami. Pro Spojené státy je charakteristické deficitní financování a většina amerických domácností žije na dluh. Dravé americké banky toto viděly jako jedinečnou příležitost jak zbohatnout a snažily se využít situace do maxima.

Dalším společným rysem byl vznik nových finančních produktů, které by umožňovaly využití vzniklých možností spojených s deregulací. V obou případech šlo o produkty, které pramenily z propojení činností tradičních a investičních bank, a v obou případech se tyto produkty snažily jistým způsobem obejít existující regule stanovené státní centrální bankou a přinést bance větší zisk. Hlavním rozdílem bylo, že díky integrovanosti informačních technologií do bankovního systému a díky globálnímu trhu se americké finanční produkty rapidně rozšířily do celého světa a tím přinesly i všechna rizika s nimi spojená.

Třetím nejdůležitějším společným rysem je aplikace morálního hazardu a nízká míra bankovního dohledu. Neuvážené úvěrování spojené s falešnými představami neustále se zhodnocujících nemovitostí vedlo k ignorování bankovních rizik. Zvedající se množství investic do cenných papírů a nemovitostí nafukovalo spekulativní bubliny a na následky se nehledělo. V Japonsku i USA existovaly nepsané dohody o podpoře státu v případě nebezpečí bankrotu, které bankám umožňovaly zcela ignorovat svou zodpovědnost za poskytnuté úvěry.

Ve Spojených státech navíc fungoval systém sekuritizace pohledávek, díky kterému banky mohly rozptýlit jakékoli riziko na několik dalších subjektů.

Všeobecná euforie ze „zázračného“ hospodářského růstu je charakteristická pro téměř všechna období těsně před krizí a jen málo osvícených ekonomů dokáže rozpoznat, že se nejedná o hospodářskou konjunkturu, nýbrž o spekulativní bublinu. Jejich varování, že ceny nejde nafukovat do nekonečna, však bohužel většinou nikdo neposlouchá. Příkladem toho může být článek vydaný finanční analytičkou Stephanie Pomboy v roce 2002, ve kterém píše: *„Statistika využívání metody „cash-out“ refinancování ukazuje na spekulativní horečku, proti které bude mánie indexu NASDAQ⁶⁸ vypadat zcela nudně. (...) Navíc existují důkazy, které nasvědčují, že efekt zbohatnutí může být u nemovitostí mnohem větší, než tomu bylo v případě akcií, kterými jsme byli tolik posedlí.“⁶⁹*

⁶⁸ NASDAQ je největší elektronický burzovní systém v USA, na kterém se obchoduje především s akcemi firem specializovaných na informační technologie. Stephanie Pomboy tímto odkazuje na Dot-com bublinu, viz kapitola 5.3.

⁶⁹ POMBOY, Stephanie. *The Great Bubble Transfer*. na MacroMavens [online]. 2002 [cit. 2012-06-26]. Dostupné z: http://www.macromavens.com/reports/the_great_bubble_transfer.pdf

5. Role spekulálních a realitních bublin

5.1. Japonská bublinová ekonomika

Pokud by se mělo Japonsko vymezit jediným výrazným kulturním rysem, byla by to dokonalá symbióza tradice a pokroku. A ačkoli se současná mladá generace v důsledku globalizace této definici už trochu vymyká, pro poválečnou generaci Japonců, která během *bubble economy* tvořila hlavní produktivní sílu, toto stále platilo. Pokud chceme definovat příčiny vzniku realitní bubliny v Japonsku, musíme tento fakt vzít v potaz. Christopher Wood, dopisovatel pro *The Economist*, tento fenomén v roce 1992 okomentoval: „*I přes všechny své špičkové technologie a prodejní automaty zůstává Japonsko ve své podstatě feudální společností, jejíž členové, stejně jako rolníci napříč věky, věří v cenu půdy. Mnoho sararimanů⁷⁰ má dědečka nebo staršího příbuzného, který stále pracuje na polích a jehož potomci v modrých košilích stále počítají hodnotu svého majetku v ceně pozemku, který vlastní.*“⁷¹ Toto lze považovat za pozůstatek tradiční japonské mentality, která se, stejně jako mnoho jiného, symbioticky zakotvila v moderní společnosti. Ve feudálním středověku byla úrodná a správně zavlažená půda významné aktivum jednotlivých knížectví, které zajišťovalo potravu a přežití. Jelikož japonské ostrovy mají velice malé přirozené zásoby nerostných surovin a drahých kovů, dalo by se říci, že půda byla odznakem moci, bohatství a společenského postavení, ne nepodobným způsobem jako např. zlato v západních kulturách. Tento kulturní jev je příliš důležitý, než aby byl opomíjen při zvažování příčin rapidního růstu cen nemovitostí během *bubble economy*.

Japonská realitní bublina začala vznikat roku 1985 a dosáhla vrcholu v roce 1991. Za tuto krátkou dobu se ceny pozemků nafoukly více než třináásobně. Často uváděný příklad velikosti bubliny je, že hypotetickým prodejem města Tokia by si Japonsko mohlo koupit celé Spojené státy⁷² nebo odprodejem jedné čtvereční míle pod císařským palácem skoupit celý stát Kalifornie.⁷³ Realitní bublina byla simultánně doprovázena spekulací bublinou na trhu

⁷⁰ Sarariman je označení pro japonského úředníka nebo zaměstnance velké korporace, muže, který typicky většinu času tráví ve svém zaměstnání a starost o rodinu přenechává své manželce.

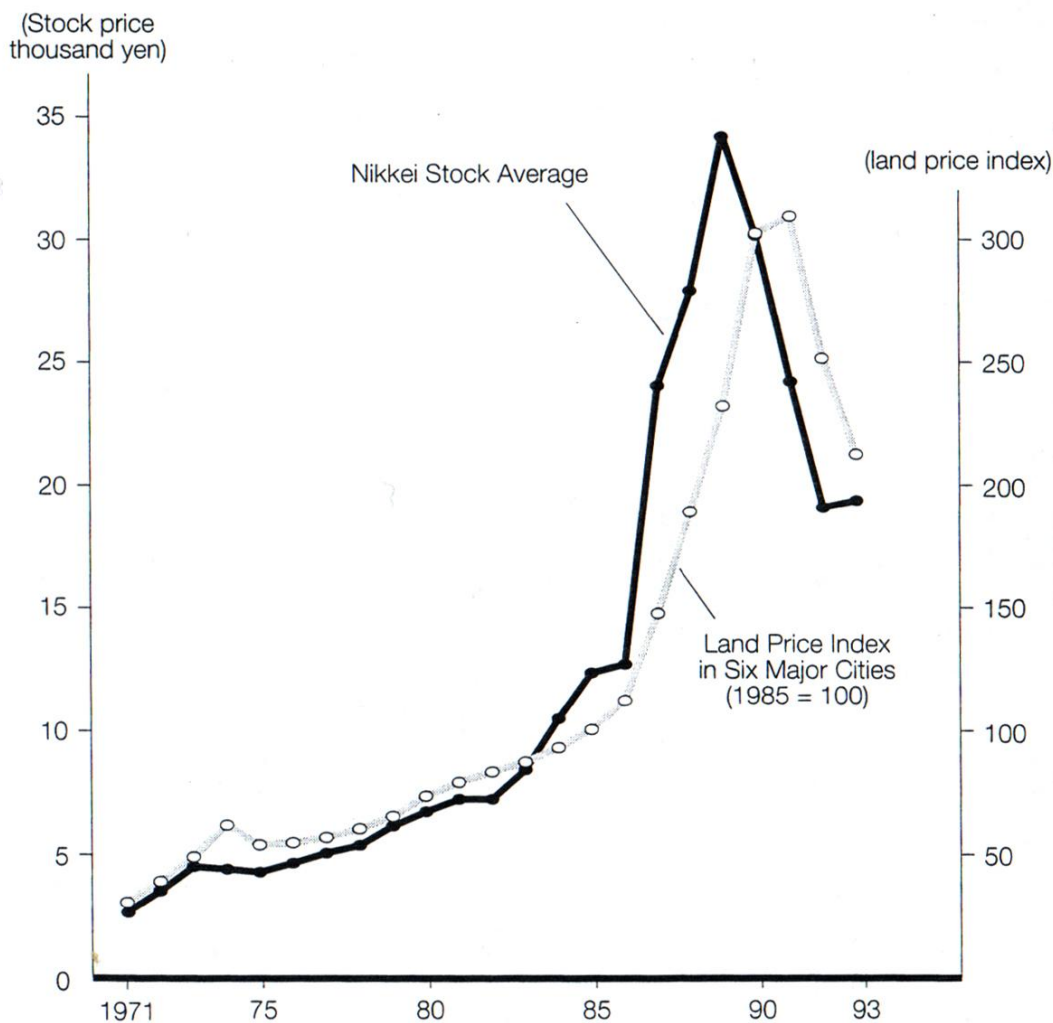
Z anglického slova salaryman – „muž s výplatou“

⁷¹ cit. WOOD, Christopher. *The Bubble Economy: Japan's Extraordinary Speculative Boom of the '80s and the Dramatic Bust of the '90s*. Equinox Publishing, 2005. str. 49

⁷² WOOD, Christopher. *The Bubble Economy: Japan's Extraordinary Speculative Boom of the '80s and the Dramatic Bust of the '90s*. Equinox Publishing, 2005. str. 50

⁷³ KRUGMAN, Paul. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. str. 58

s cennými papíry, jehož ceny sice začaly růst už v roce 1982, ale nejrychlejší růst začal až během roku 1986. V roce 1989 byla průměrná cena akcií na Tokijské burze více jak šestinásobně vyšší než v roce 1980.⁷⁴ Takto rapidní růst je na Japonské poměry zcela bezprecedentní a i ve světovém finančnictví jde o velmi vzácný úkaz. Prudký vzrůst cen nemovitostí a akcií a potažmo i průběh celé *bubble economy* je patrný z grafu 1.



Graf 1: Změny cen pozemků a indexu Tokijské burzy v Japonsku v letech 1971 až 1993. Zdroj: TAKAFUSA, Nakamura. *Lectures on modern Japanese economic history: 1926-1994*. Tokyo: LTCB International Library Foundation, 1994. str. 297

⁷⁴ Index Tokijské burzy Nikkei se od roku 1980 posunul z 6.000 bodů na 39.000 bodů v roce 1989. Více viz HOSHI, Takeo a Anil K. KASHYAP. *Japan's Financial Crisis and Economic Stagnation*. The Journal of Economic Perspectives [online]. 2007, [cit. 2012-06-25]. Dostupné z: <http://www.jstor.org/stable/3216873> str. 5

Rozsah míry zhodnocení pozemků a akcií zarážel mnohé externí pozorovatele. Japonsko bylo v zámoří spojované s tzv. fenoménem „*Japan Inc.*“⁷⁵ – narážkou na strukturu japonské ekonomiky, která sice funguje na principech kapitalismu, ale kvůli vysokému vlivu BOJ a Ministerstva financí se často připodobňovala k centrálně řízeným ekonomikám typickým pro evropské země východního bloku. Často bylo namítáno, že pro Japonsko je charakteristické dlouhodobé plánování a směřování investic do lukrativních průmyslových odvětví. Z toho důvodu tedy není možné, aby japonské cenové bubliny byly výsledkem něčeho jiného než davové psychózy.⁷⁶ Ve skutečnosti by se ale příčiny bublinových cen daly dohledat v pěti jevech, které na sebe paralelně působily.

- Posilující jen a nezávislost nemovitostí na cenách importu a exportu.
- Financionalizace korporátního kapitálu.
- Dlouhodobá expanzivní monetární politika BOJ.
- Extrémně levné úvěry jištěné přeceněnými nemovitostmi.
- Japonské vnímání půdy⁷⁷

Současně se silícím kurzem jenu vůči dolaru během let 1985 a 1987 slábl export. Výrobní podniky našly alternativní zdroje financování v zahraničních akvizicích a banky se přeorientovaly na malé a střední podniky.⁷⁸ Velké výrobní podniky byly mnohdy úspěšné v investicích do domácích i zahraničních dlouhodobých obligací. Menší a střední podniky měly přístup k levným úvěrům japonských bank. Z těchto důvodů se japonským podnikům v letech 1986 a 1987 nahromadilo velké množství volného kapitálu. Místo rozšíření či zkvalitnění výroby se podniky rozhodly dále investovat dostupný kapitál do finančních produktů a nemovitostí za účelem navýšení zisků a dalšího kapitálu.⁷⁹ Tomuto procesu se říká financionalizace kapitálu. Cenné papíry a nemovitosti byly pro investice ideální – přestože všeobecné ceny klesaly díky snižujícím se cenám importu, cenné papíry a nemovitosti, nemajíc žádnou závislost na výkyvech importních cen, se udržely vysoko.⁸⁰ Graf 2 ukazuje pokles průmyslové výroby velkých podniků v letech 1985 a 1987 a graf 3 znázorňuje zvýšení

⁷⁵ Z anglického *Japan Incorporated* – v překladu Japonsko s.r.o. – narážka na japonský systém centrálně řízené ekonomiky.

⁷⁶ KRUGMAN, Paul. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. str. 58 - 59

⁷⁷ Viz začátek kapitoly

⁷⁸ viz kapitola 2.2.

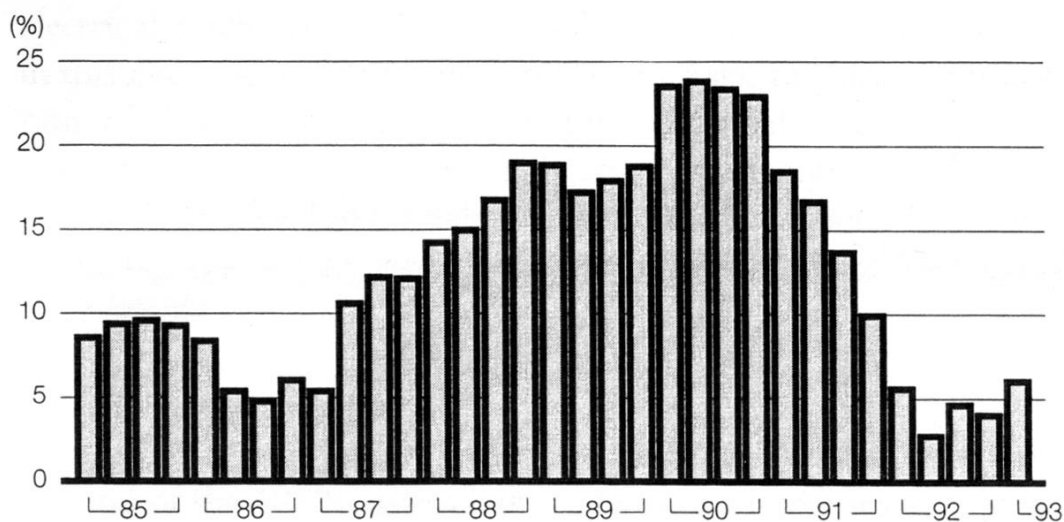
⁷⁹ TAKAFUSA, Nakamura. *Lectures on modern Japanese economic history: 1926-1994*. Tokyo: LTCB International Library Foundation, 1994. str. 300

⁸⁰ TAKAFUSA, Nakamura. *Lectures on modern Japanese economic history: 1926-1994*. Tokyo: LTCB International Library Foundation, 1994. str. 297

podnikových investic do cenných papírů. Tyto změny proběhly v navazujících obdobích, a proto je z grafů patrné, jak se podnikový kapitál začal přesouvat z výrobních investic do investic spekulativních. V polovině roku 1987 lze opět vidět nárůst průmyslové výroby, který lze interpretovat jako návrat k rovnoměrnému rozložení podnikového kapitálu v důsledku možnosti kapitalizace podnikových aktivit z levných bankovních úvěrů.



Graf 2: Pokles výroby průmyslových podniků v Japonsku v letech 1984 až 1988. Zdroj: Trading Economics. *Japan Industrial Production* [online]. [cit. 2012-06-24]. Dostupné z: <http://www.tradingeconomics.com/japan/industrial-production>



Graf 3: Kvartální změny v ziscích z investic do cenných papírů s pohyblivou úrokovou sazbou ve velkých japonských výrobních podnicích mezi roky 1985 a 1993. Zdroj: TAKAFUSA, Nakamura. *Lectures on*

Mnoho kapitálových investic japonských výrobních podniků bylo vedeno i do zámorí, kde často skupovaly podíly ve velkých zahraničních společnostech. Příkladem může být zakoupení americké Columbia Pictures japonskou Sony.⁸¹

Ministerstvo financí a BOJ se rovněž snažily silící jen a klesající cenu exportu kompenzovat. V roce 1986 začala BOJ snižovat do té doby relativně stálou diskontní sazbu, aby zvýšila peněžní zásobu a umožnila podnikům kompenzovat ztráty. Od ledna 1986 do února 1987 byla diskontní sazba snížena z 5 % na 2,5 %. To bankám umožnilo poskytovat úvěry s velmi nízkou úrokovou sazbou, v některých případech až okolo 4 % pro nejváženější klienty.⁸² Úvěry byly poskytovány oproti ručení nemovitostí nebo cennými papíry. V prostředí realitní bubliny se stalo ručení nemovitostmi obzvláště populární – v roce 1991 tvořily bankovní úvěry podložené nemovitostí přibližně 50 % z celkového japonského HDP. Mnoho z těchto úvěrů bylo investováno, jak je popsáno o odstavci výše, opět do nemovitostí (ať už existujících nebo do výstavby nových budov) a cenných papírů. Např. ve třech největších městech – Tokiu, Ósace a Nagoje – se od roku 1984 do roku 1990 zdvojnásobil počet nově budovaných nemovitostí.⁸³ Tato zdánlivě nekončící mašinérie likvidity, ve které se přeměňoval kapitál na investice a ty zpět na kapitál, se nekontrolovatelně „roztáčela“ až do roku 1989, kdy BOJ začala diskontní sazbu opět prudce navyšovat. To téměř okamžitě vyvolalo řetězovou reakci - pád cen akcií nastal ještě téhož roku a během dvou let poklesly i ceny nemovitostí.⁸⁴ *Bubble economy* začala pomalu splaskávat. Na konci června 1991 bylo bankami do sektoru nemovitostí půjčeno 116 bilionů jenů⁸⁵, z čehož přibližně 40 % byly inflační peníze.⁸⁶

⁸¹ TAKAFUSA, Nakamura. *Lectures on modern Japanese economic history: 1926-1994*. Tokyo: LTCB International Library Foundation, 1994. str. 301

⁸² WOOD, Christopher. *The Bubble Economy: Japan's Extraordinary Speculative Boom of the '80s and the Dramatic Bust of the '90s*. Equinox Publishing, 2005. str. 12

⁸³ WOOD, Christopher. *The Bubble Economy: Japan's Extraordinary Speculative Boom of the '80s and the Dramatic Bust of the '90s*. Equinox Publishing, 2005. str. 65

⁸⁴ Viz graf 1 nebo TAKAFUSA, Nakamura. *Lectures on modern Japanese economic history: 1926-1994*. Tokyo: LTCB International Library Foundation, 1994. str. 297

⁸⁵ WOOD, Christopher. *The Bubble Economy: Japan's Extraordinary Speculative Boom of the '80s and the Dramatic Bust of the '90s*. Equinox Publishing, 2005. str. 22

⁸⁶ Po roce 1991 klesla během několika let cena nemovitostí na 60 % své nejvyšší hodnoty, zbylých 40% byl výsledek realitní bubliny. Více viz KRUGMAN, Paul. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. str. 62

Jako kuriozita celé *bubble economy* zůstává fakt, že až do začátku 90. let byl trh s nemovitostmi relativně neelastický. Jelikož Japonci všeobecně vnímají vlastnictví půdy jinak než např. Američané⁸⁷, mají mnohdy nevoli vlastní pozemky prodat. Ačkoli podstatou *bubble economy* byla spekulace na trhu s nemovitostmi, s mnoha pozemky bylo obchodováno stále dokola. To dokazuje i statistika, že v roce 1990, kdy růst realitní bubliny začal zjevně slábnout, 62 % japonských domácností bylo vlastníky nemovitosti, ve které žily.⁸⁸ Zbytek obchodovaných pozemků zvýšil plošně ceny na celém trhu.

Mnoho z těchto domů, které během *bubble economy* vůbec nemusely změnit vlastníka, však stále sloužily jako cenný kolaterál. Bohužel ani Japonsko se nevyvarovalo všemožných úvěrových podvodů, a tak některé tyto nemovitosti sloužily jako kolaterál i pro více půjček. Příkladem této praktiky může být skandál Kiiči Mijazawy, tehdy bývalého ministra financí a budoucího premiéra. Mijazawa žil v domě v prestižní čtvrti Haradžuku, který ovšem nepatřil jemu, ale vlastníkem byla Hiroko Kanbara, jejíž rodina vlastnila významný loďařský podnik a byla Mijazawovým patronem. Při prozkoumání vlastnictví domu se ale ukázalo, že nemovitost byla několikrát použita jako kolaterál pro půjčky z několika různých bank. Přestože cena pozemku byla odhadnuta na pouze 2,7 miliardy jenů, úvěry na tuto nemovitost v roce 1989 čítaly 13,2 miliardy jenů.⁸⁹ Na tomto příkladu je patrné, na jak nerealistickém základu bublinové ceny stály.

5.2. Socio-legislativní příčiny vzniku realitní bubliny v USA

Pro Spojené státy americké je charakteristické, že jsou na rozdíl od Japonska velice etnicky i sociálně heterogenní. Velká míra sociální a etnické stratifikace tvořila pro vládu USA vždy značný problém, nicméně však takový, který v rozhodovacím procesu zastával důležitou pozici – pro Spojené státy, jakožto předního představitele světové demokracie, byla otázka rovnosti a spokojenosti všech právoplatných občanů prioritou.

V roce 1977 prosadila tehdejší administrativa demokratického prezidenta Cartera *Zákon o znovuzapojení komunit (Community Reinvestment Act – CRA)*. Jeho účelem bylo

⁸⁷ Viz začátek kapitoly

⁸⁸ WOOD, Christopher. *The Bubble Economy: Japan's Extraordinary Speculative Boom of the '80s and the Dramatic Bust of the '90s*. Equinox Publishing, 2005. str. 50

⁸⁹ WOOD, Christopher. *The Bubble Economy: Japan's Extraordinary Speculative Boom of the '80s and the Dramatic Bust of the '90s*. Equinox Publishing, 2005. str. 54 - 55

donutit banky k opuštění praktiky zvané „redlining“. Ve své podstatě bankám nařizoval, aby poskytovaly úvěry všem oblastem a všem klientům bez ohledu na jejich bonitu.⁹⁰ V rámci redliningu totiž údajně docházelo k znevýhodňování některých lokalit, které byly osídlené sociálně slabšími obyvateli, obzvláště etnickými a národními menšinami.⁹¹ CRA byl revidován v roce 1995 administrativou prezidenta Clintona. Oproti původní verzi byly zpřísněny podmínky, pod kterými banky musely poskytovat úvěry klientům s nízkými příjmy, a kromě toho musely nyní banky přímo dokázat, že takové úvěry poskytují.⁹² Funkčnost CRA se stala velice kontroverzním tématem, jelikož zákon byl zneužíván nátlakovými skupinami k obviňování bank z rasové diskriminace.⁹³ Zároveň ale zákon byl jednou z hlavních příčin, proč hispánské a černošské⁹⁴ menšiny vůbec mohly dosáhnout na hypotéku, jelikož nutil banky vstoupit na neobsazené trhy, které by jinak zůstaly ignorovány.⁹⁵ Na CRA bylo v roce 2000 navázáno *Zákonem o modernizaci Commodity Futures (Commodity Futures Modernization Act)*, který de facto umožnil rozšíření finančních derivátů tím, že nad nimi zrušil kontrolu.^{96,97} Tyto legislativní kroky se později staly pozadím pro vznik vysoké poptávky po hypotékách a následné realitní bubliny.

Samotné realitní bublině předcházela ještě jedna bublina – akciová. Vzešla z posilujícího sektoru nových internetových firem a byla přímým důvodem pro snížení diskontních sazeb v prvních letech 21. století. Průběh těchto dvou spekuláčních bublin i jejich přímá návaznost jsou zřetelně patrné z grafu 4.

⁹⁰ *Community Reinvestment Act (CRA)*. In: Board of Governors of the Federal Reserve System [online]. 2011 [cit. 2012-06-26]. Dostupné z: http://www.federalreserve.gov/communitydev/cra_about.htm

⁹¹ *The financial crisis inquiry report: final report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*. Official government ed. Washington, DC: Supt. of Docs., 2011. str. 27

⁹² *The financial crisis inquiry report: final report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*. Official government ed. Washington, DC: Supt. of Docs., 2011. str. str. 454

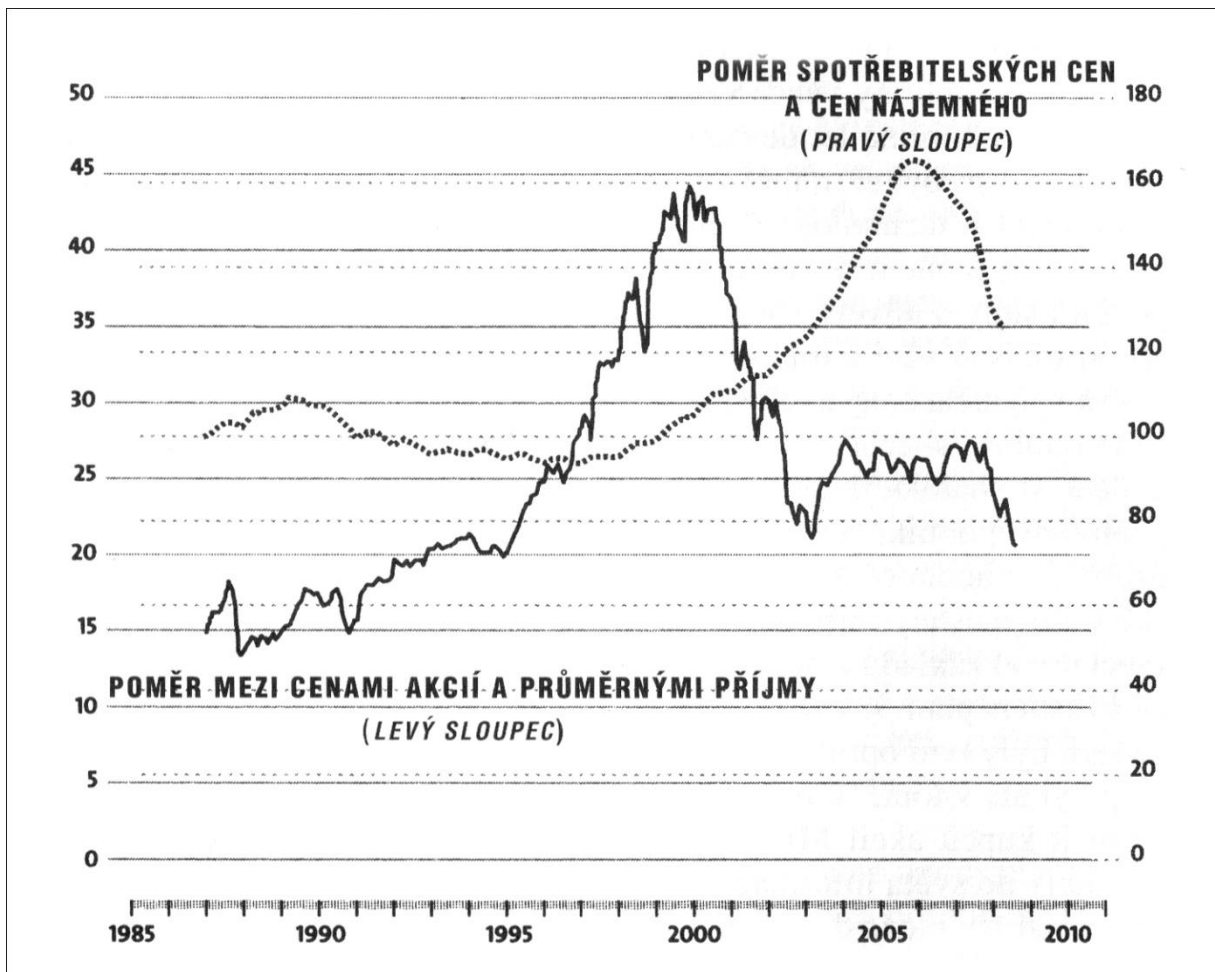
⁹³ WOODS Jr., Thomas E. *Krach*. 1. vyd. Praha: Dokořán, 2010. str. 36

⁹⁴ Tyto dvě skupiny byly netypičtějšími cílovými skupinami CRA.

⁹⁵ BERNANKE, Ben S. *The Community Reinvestment Act: Its Evolution and New Challenges*. In: Board of Governors of the Federal Reserve System [online]. 2007 [cit. 2012-06-23]. Dostupné z: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070330a.htm>

⁹⁶ *The financial crisis inquiry report: final report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*. Official government ed. Washington, DC: Supt. of Docs., 2011. str. str. 48

⁹⁷ O derivátech více viz kapitola 3.1.



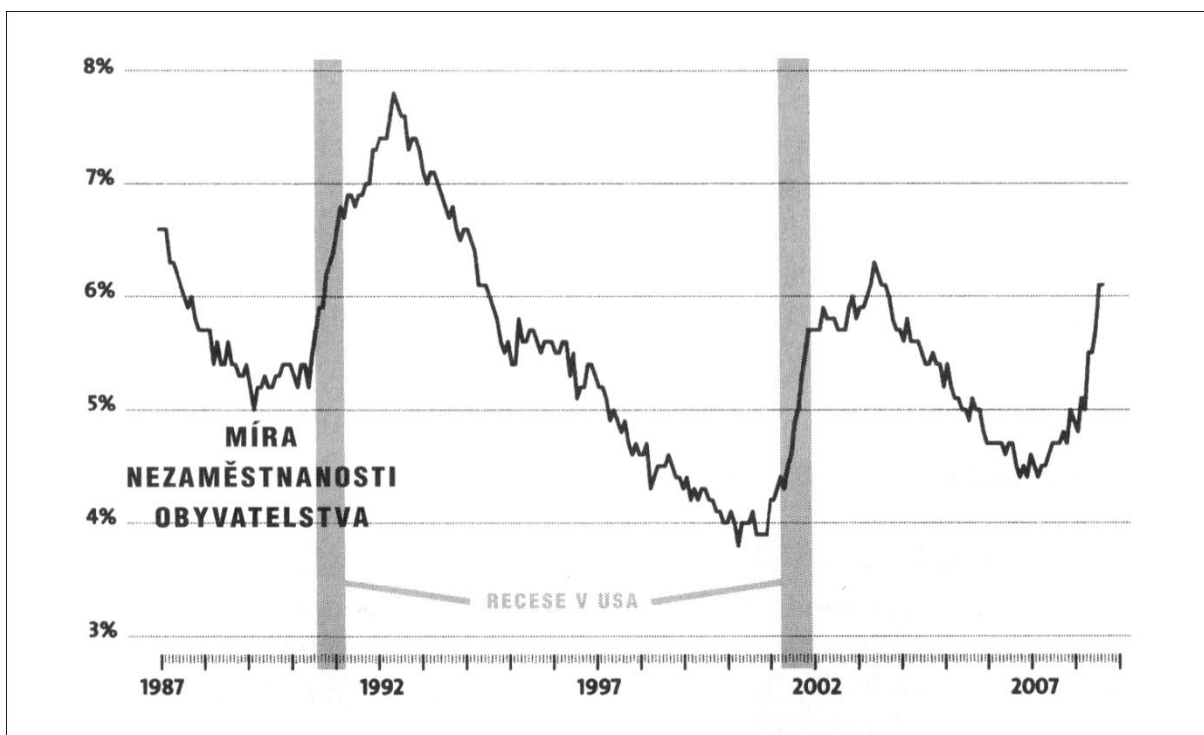
Graf 4: Změny v poměru cen akcií k průměrným příjmům a cen nájemného ke spotřebitelským cenám ve Spojených státech v letech 1985 až 2010. Zdroj: KRUGMAN, Paul. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. str. 129

5.3. Dot-com bublina

Rozšíření informačních technologií a internetu přineslo vlnu euforie a investic do nového a zdánlivě lukrativního typu podnikání. Tato tzv. „dot-com“ bublina proběhla v druhé polovině 90. let s vrcholem v roce 2000. Úspěch nových firem jako např. Microsoft se stal inspirací velkému množství dalších podniků, které věřily, že informační technologie jsou cestou jak snadno a rychle zbohatnout. Americký akciový trh zachvátila horečka investic do nových firem, jejichž akcie začaly prudce stoupat, brzy se staly nadhodnocené a vytvořily akciovou bublinu. Bublina splaskla v roce 2000 a do roku 2002 ztratily akcie průměrně 40 % své hodnoty.⁹⁸ Kromě růstu ceny akcií se ale během *dot-com* bubliny snižovala i

⁹⁸ KRUGMAN, Paul. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. str. 130 - 131

nezaměstnanost, což bylo spojené se vznikem nových firem. Když ale bublina splaskla, mnoho internetových firem vyhlásilo bankrot nebo byly nuceny propouštět a nezaměstnanost se během pouhých dvou let zvedla o přibližně 2 %⁹⁹, což mnohé domácnosti nechalo bez zaměstnání a s financemi investovanými do znehodnocených akcií. Z grafu 5 je možné sledovat pokles míry nezaměstnanosti až ke 4 % během *dot-com* bubliny a její následný rychlý růst po splasknutí bubliny.



Graf 5: Vývoj míry nezaměstnanosti ve Spojených státech amerických během ekonomické recese a období *dot-com* bubliny. Zdroj: Zdroj: KRUGMAN, Paul. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. str. 127

Aby FED zabránil recesi, snížil pod vedením Alana Greenspana mezi lety 2001 a 2003 diskontní sazbu z 6,5 % až na 1 %, kde zůstala po většinu roku 2004¹⁰⁰. Sazba nejdříve klesala mírnějším tempem, ale novým impulzem k prudkému poklesu byly útoky dne 11. září 2001. Nízká úroková sazba přinutila spotřebitele více utrácet, což vytáhlo ekonomiku z hrozící recese, zapříčinilo to ovšem také nezdravou míru zadlužování amerických rodin. Během téměř tří let s nízkou úrokovou sazbou zlevnily nejen spotřebitelské úvěry, ale i hypoteční úvěry a s nimi i ceny nemovitostí. Tím se vlastní bydlení stalo přístupné i rodinám

⁹⁹ KRUGMAN, Paul. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. str. 127

¹⁰⁰ Data jsou dostupná na *United States Interest Rate*. Trading Economics [online]. [cit. 2012-06-23]. Dostupné z: <http://www.tradingeconomics.com/united-states/interest-rate>

ze středních a nižších tříd, které na něj dříve nedosáhly. Paul Krugman o začínající realitní bublině napsal: „*Domácnosti viděly, že ceny domů vytrvale rostou, a rozhodly se vstoupit na trh raději hned, aniž by si dělaly těžkou hlavu s tím, jak svůj dluh splatí.*“¹⁰¹ Kromě toho Bushova administrativa hlasitě a veřejně podporovala vlastnictví nemovitostí rodinami a za tím účelem průběžně deregulovala hypoteční úvěry.¹⁰² V roce 2004 byla hypotéka dostupná už téměř opravdu každému. „*Kupující dostali půjčku, aniž museli předem složit jakoukoli zálohu, anebo byla tato záloha směšně nízká, přičemž měsíční výše splátek zjevně přesahovala možnosti kupujících.*“¹⁰³ Trh s hypotékami se takto dostal do spirály, která ve spojení se sekuritizací způsobila přenesení realitní bubliny do finančního sektoru a následný krach.¹⁰⁴

Ceny nemovitostí ve Spojených státech poklesly po splasknutí realitní bubliny o desítky procent. Problém nastal s rizikovými hypotékami, které byly poskytnuté na dům, jehož cena byla rázem přibližně o 40% nižší než samotná výše hypotéky.¹⁰⁵ Tyto půjčky se staly z velké části nedobytnými, a nemovitosti, na které byly poskytnuté, zaplavily trh, což ještě více snížilo jejich cenu. Takto zkolaboval celý trh s americkými nemovitostmi a tento krach se přenesl do finančního sektoru a následně do celého světa.

¹⁰¹ cit. KRUGMAN, Paul. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. str. 132

¹⁰² WOODS Jr., Thomas E. *Krach*. 1. vyd. Praha: Dokořán, 2010. str. 50

¹⁰³ cit. KRUGMAN, Paul. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. str. 132

¹⁰⁴ Sekuritizace viz kapitola 3.1.

¹⁰⁵ OSTATEK, Libor. *Hypotéky nebyly hlavní příčinou globální krize*. In: Hypoindex.cz [online]. 2010 [cit. 2012-06-26]. Dostupné z: <http://www.hypoindex.cz/hypoteky-nebyly-hlavni-pricinou-globalni-krize/>

6. Srovnání míry vlivu spekulacních bublin v Japonsku a USA

Pro finanční krize je charakteristickým rysem společný výskyt realitní a spekulacní bubliny. Rovněž je typické, že bublina spekulacní předchází bublině realitní. Japonská a americká krize jsou toho důkazem. Tento jev se dá relativně snadno objasnit. Cenné papíry stojí z velké části mimo reálnou ekonomiku. Jejich cena je samozřejmě do jisté míry ovlivněna hospodářskou činností podniků (u akcií) nebo bank a státu (u obligací), ale hlavním faktorem v určování jejich ceny je působení sil nabídky a poptávky na finančním trhu. V období konjunktury nebo při expanzivní monetární politice centrální banky se podnikům nastřádají velké zásoby volného kapitálu, které je nutné investovat. Produktivní investice mají za účel rozšířit výrobu nebo nabídku služeb. Během růstu se ale takové investice jeví jako zbytečné, protože na trhu panuje přebytek nabídky nad poptávkou a zodpovědné vedení podniků má tendenci ukládat volný kapitál na období recese. Argumentem je, že zvýšená produkce by po skončení konjunktury zůstala nevyužitá, kdežto spekulativní investice má příslib budoucího zhodnocení. U nemovitostí platí podobná logika. Jelikož se jedná o dlouhodobé investice, jejich cena není tolik náchylná na výkyvy ekonomické situace. Vlastnictví nemovitosti navíc může kromě své samotné ceny generovat relativně stálý příjem ve formě nájemného. Rostoucí ceny nemovitostí jsou tedy pro spekulanty velmi atraktivní, protože jakékoli případné ztráty, které by mohly vzniknout, by pokryly výnosy z nájemného. Realitní a spekulacní bubliny se tedy ve své podstatě tvoří samy, jejich motorem je ale povětšinou davová psychóza. Rostoucí ceny v zárodcích bublin přitáhnou spekulanty s investičním kapitálem a davové nákupy a prodeje se postarají o zbytek.

V případě japonské i americké krize byl princip vzniku bublin rovněž takový. Důvody vzniku bublin se ale lišily v několika klíčových aspektech. Prvním rozdílem bylo časové rozmezí. Z grafů v kapitolách 5.2 a 5.1 je patrné, že americká spekulacní a realitní bublina na sebe přímo navazovaly v rozmezí asi deseti let, zatímco ty japonské proběhly víceméně zároveň během pěti let. Tento fakt má několik implikací. Za prvé americkou krizi šlo předpovědět a také před ní mnozí ekonomové (včetně Fostera a Magdoffa) varovali. Za druhé měly zodpovědné úřady z těchto dat vyvozovat závěry. Po útlumu spekulacní krize snížil FED diskontní sazbu s myšlenkou vyrovnat ztráty domácností na úkor vzniku inflace. Spojené státy jsou narozdíl od Japonska řízené mentalitou deficitního hospodaření a tisk nových peněz je povětšinou první odpovědí na jakýkoli náznak krize. Je zarážející, že si FED neuvědomil

důsledky kombinace levných peněz a konzervativní rétoriky George W. Bushe o přístupu bydlení pro všechny sociální vrstvy. Statistické údaje přístupné FEDu musely jasně ukazovat rostoucí čísla v průběhu času, které značí nezdravé přehřívání ekonomiky.

V Japonsku situace takto zjevná nebyla. První polovina 80. let byla pro japonský trh velice chaotická, protože se musel vypořádávat s přílivem zahraniční konkurence. Do té doby byl trh velice homogenní a japonské podniky byly zvyklé, že jim jejich mecenáši z Ministerstva financí našeptávali, kam je nejvýhodnější investovat. Do té doby průmyslově a výrobně založené podniky měly najednou k dispozici moderní finanční nástroje z celého světa. Tak jak je pro Japonce typické, moderní způsoby financování si rychle osvojili a investice do nich začaly proudit ve velkém. Podniky jednaly tak, jak se od nich očekávalo. Pokud existuje nějaký viník, pak jsou především politici a úředníci BOJ. V Japonsku existuje systém silných mezipodnikových vazeb, ve kterém jsou zájmy státních institucí přenášené na soukromé podniky a naopak. Z dnešního pohledu by bylo snadné tento systém nazvat korupčním systémem, ovšem z pohledu Japonska 80. let 20. století šlo pouze o systém utvrzování obchodních vztahů. Důkazem tohoto mechanismu může být křížové držení akcií (viz kapitola 2.1.1) nebo tzv. „*amakudari*“¹⁰⁶ – proces, ve kterém vysoce postavený státní úředník či politik, jenž dosáhl důchodového věku, odejde z funkce místo na odpočinek na nějakou dobře placenou a respektovanou pozici v soukromém sektoru či politice.¹⁰⁷ Komplikovaná síť vztahů a laskavostí byla zřejmě důvodem pro snížení diskontní sazby a zaplavení japonského trhu levnými penězi. Mnoho podniků nechtělo pracně shánět kompenzaci za své ušlé ztráty na exportu a mnoho politiků nechtělo přijít o svou budoucnost v soukromém sektoru. Následná řetězová reakce zvedání cen nemovitostí a akcií byla tak náhlá a rychlá, že i pokud by si někdo včas uvědomil, že se jedná o inflační peníze, pravděpodobně by s tím už nestihl nic udělat.

Druhým rozdílem byl přístup k nemovitostem a záměr jejich koupě. Jak bylo řečeno v kapitole 5.1, Japonci mají k půdě tradičnější přístup než Američané. Zatímco v americké realitní bublině byli nakupujícími z větší části rodiny, v Japonsku investovali především spekulanti a podniky. Jinými slovy, ve Spojených státech šlo o úvěr za účelem investice do zajištění budoucnosti rodiny, v Japonsku šlo o úvěr za účelem investice do hodnoty. Když americké domácnosti chtějí pořídit nemovitost, zajistí si hypoteční úvěr a nemovitost koupí. V

¹⁰⁶ Doslova přeloženo jako „sestoupení z nebes“

¹⁰⁷ WOOD, Christopher. *The Bubble Economy: Japan's Extraordinary Speculative Boom of the '80s and the Dramatic Bust of the '90s*. Equinox Publishing, 2005. str. 161

případě náhlé platební neschopnosti ji opět prodají, z nabytých prostředků splatí hypotéku a uzavřou novou na levnější bydlení. V Japonsku je vlastnictví nemovitosti důkazem bohatství, a proto mnoho mladých domácností žije v pronájmu. Z toho důvodu byly pro banky nemovitosti tak kvalitním kolaterálem. Christopher Wood o této problematice napsal: „*Japonské banky mají dlouhou tradici půjčování proti hodnotě aktiva, kdežto západní banky půjčují na základě hodnoty nájmu, kterou lze z nemovitosti získat. Pokud se vezmou v potaz sdílené hodnoty japonské společnosti, neexistuje lepší jistina než důkaz o vlastnictví pozemku.*“¹⁰⁸

Investování jak do akcií tak do nemovitostí bylo v obou případech opodstatněné, ale na každé straně z trochu jiných důvodů. Davovému investičnímu šílenství se v prostředí ekonomické bubliny dá jen stěží vyhnout, o to méně ho potlačit. Když je regulační funkce centrální banky omezená a její činnost řízena zájmy státu či jednotlivců na úkor zájmů ekonomiky, existuje jistota, že ekonomické bubliny budou nadále vznikat. Globální trh či technologický pokrok jsou v konečném důsledku pouze katalyzátory lidských potřeb.

¹⁰⁸ cit. WOOD, Christopher. *The Bubble Economy: Japan's Extraordinary Speculative Boom of the '80s and the Dramatic Bust of the '90s*. Equinox Publishing, 2005. str. 50

Závěr

Ekonomické bubliny mohou vznikat dvojím způsobem. Buď jako následek ekonomické konjunktury v rámci hospodářského cyklu, nebo jsou uměle vyvolané. Hospodářský cyklus je dnes ale velmi nejasný úkaz. Při existenci moderních komunikačních technologií a globálního trhu se hospodářský cyklus pomalu stává obětí rozmarů finančního trhu a je silně ovlivněn monetární politikou daného státu. Domnívám se, že v případě vzniku japonské i americké krize šlo především o selhání bankovního sektoru a státní kontroly, nikoli o přirozený vývoj v důsledku hospodářského cyklu. I z toho důvodu mohl asi jen málokdo předvídat rozměry, do kterých obě krize narostou, jelikož hříchy bankéřů a finančníků mnohdy vyplují na hladinu až zpětně.

Dopady prasknutí obou bublin byly nezměrné. Prudké zvedání diskontní sazby v roce 1989 a 1990 znehodnotilo bublinové ceny pozemků a Japonsko přišlo o velkou část svého národního bohatství. Japonské podniky i domácnosti se uzavřely do bezpečné ulity snížené spotřeby a nadměrného šetření, které japonskou ekonomiku uvrhlo do pasti likvidity a stagnace trvající přes deset let. Následky krachu americké hypoteční bubliny můžeme cítit dodnes. Ať se jedná o bankrotující banky, stoupající ceny ropy, krize ekonomik evropských zemí nebo celosvětovou hospodářskou recesi, příčiny všech těchto jevů můžeme do větší či menší míry dohledat v pádu amerického finančního sektoru. Základní rozdíl v následcích obou krizí lze tedy vidět v míře rozšíření, které měly. Globální dopady americké krize lze opět připisovat hlavně globalizaci finančních trhů a snadné komunikaci díky existenci internetové sítě. Dopodrobna se však dopady krizí nezabývám. Toto téma by vystačilo na samostatnou diplomovou práci a lze najít mnoho kvalitních zdrojů, které zmíněnou problematiku řeší.

Lze očekávat vznik dalších ekonomických bublin, obzvláště při současné struktuře trhů a liberalizaci obchodu s finančními produkty. Má domněnka je, že nově rostoucí světové ekonomiky jako Čína a Indie mohou k přehřátí svých hospodářství snadno dospět, pokud nebudou dostatečně regulovat bankovní sektory. Ekonomická integrace je nezbytná pro efektivní vývoj národního hospodářství, musí však být prováděna s obezřetností a uvážením dlouhodobých dopadů. Z více dlouhodobého hlediska lze zvažovat i vznik krizí v ekonomikách arabských zemí závislých na exportu ropy. Pokud bude objeven alternativní

zdroj pro průmyslovou výrobu, dopravu a chemický průmysl, lze předpokládat, že se ropné impérium blízkého východu dostane do značných hospodářských problémů.

Má základní hypotéza byla v podstatě potvrzena. Ve své práci se dostávám k závěrům, ze kterých vyplývá, že obě krize opravdu společný základ měly. Tento základ lze pozorovat v deregulaci bankovního sektoru, dlouhodobé expanzivní politice centrální banky, zneužívání levných úvěrů spotřebiteli i podniky a spekulace na trzích podpořené morálním hazardem. Hlavní rozdíly obou krizí spatřuji především v demografické skladbě obyvatelstva, kulturních a společenských rysech a časovém zasazení obou krizí, potažmo dostupností pokročilých komunikačních technologií.

Na základě tohoto soudím, že hlavní i dílčí cíle mé práce byly splněny.

Summary

The objective of this bachelor thesis is to focus on a comparison of causes of USA's financial crisis of 2007 and the burst of the Japanese economic bubble of the late 1980s and early 1990s. Partial objectives are to determine whether the two crises emerged from similar causes, and to what extent were these causes fundamental for the formation of aforementioned crises.

The author tries to achieve those objectives by an analysis of various economical events throughout recent history and subsequent comparison of mutual occurrences. In the case of Japanese economic bubble, this thesis documents the period from the late 1970s to the early 1990s, and as for the United States the period from the second half of the 1990s until 2007. The causes are analyzed from an economical perspective as well as a sociological one.

Seznam pramenů a použité literatury

Publikace

- FOSTER, John Bellamy, MAGDOFF, Fred. *Velká finanční krize: příčiny a následky*. z angl. přel. Radovan Baroš 1. vyd. Všeň: Grimmus, 2009. 160 s. ISBN: 978-80-902831-1-4
- KRUGMAN, Paul. *Návrat ekonomické krize*. z angl. přel. Eva Křístková. 1. vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. 176 s. ISBN: 978-80-7021-984-3
- PUCHINGER, Zdeněk. *Bankovníctví I: Úvodní kapitoly k problematice bankovní soustavy*. 1.vyd. Olomouc: Univerzita Palackého v Olomouci, 2005. 176 s. ISBN 80-244-1048-6
- SAKAKIBARA, Eisuke. *Structural reform in Japan: breaking the iron triangle* [online]. Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 2003 [cit. 2012-06-25]. ISBN 0815776764. Dostupné z: http://books.google.cz/books?id=b7AdQu3HUd0C&dq=sakakibara+eisuke+beyond+capitalism&lr=&source=gbs_navlinks_s
- TAKAFUSA, Nakamura. *Lectures on modern Japanese economic history: 1926-1994*. Tokyo: LTCB International Library Foundation, 1994. 325 s. ISBN: 9784924971004
- VALACH, Josef. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN: 8086119211
- WOOD, Christopher. *The Bubble Economy: Japan's Extraordinary Speculative Boom of the '80s and the Dramatic Bust of the '90s*. Equinox Publishing, 2005. 224 s. ISBN: 979-3780-12-6
- WOODS Jr., Thomas E. *Krach*. z angl. přel. Aleš Drobek. S předmluvou Josefa Šímy. 1. vyd. Praha: Dokořán, 2010. 222 s. ISBN: 978-80-7363-273-1
- *The financial crisis inquiry report: final report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States* [online]. Official government ed. Washington, DC: For sale by the Supt. of Docs., U.S. G.P.O., 2011, xxviii, 633 p. ISBN 978-016-0879-838 [cit. 2012-06-23]. Dostupné z: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>

Internetové články a příspěvky

- BERNANKE, Ben S. *The Community Reinvestment Act: Its Evolution and New Challenges*. In: Board of Governors of the Federal Reserve System [online]. 2007 [cit. 2012-06-23]. Dostupné z: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070330a.htm>
- BERNANKE, Ben S. *The Subprime Mortgage Market*. In: Board of Governors of the Federal Reserve System [online]. 2007 [cit. 2012-06-23]. Dostupné z: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070517a.htm>
- HORIOKA, Charles Yuji. *A Survey of Household Saving Behavior in Japan*. The Institute of Social and Economic Research Osaka University [online]. 2007 [cit. 2012-06-26]. Dostupné z: <http://www.iser.osaka-u.ac.jp/library/dp/2007/DP0684.pdf>
- HOSHI, Takeo a Anil K. KASHYAP. *Japan's Financial Crisis and Economic Stagnation*. The Journal of Economic Perspectives [online]. 2007, č. 18 [cit. 2012-06-25]. Dostupné z: <http://www.jstor.org/stable/3216873>
- KUTTNER, Kenneth N. a Adam S. POSEN. *The Great Recession: Lessons for Macroeconomic Policy from Japan*. Brookings Papers on Economic Activity [online]. 2001, roč. 2001, č. 2 [cit. 2012-06-25]. Dostupné z: <http://www.jstor.org/stable/1209135>
- MCKEE, Michael a Scott LANMAN. *Greenspan Says U.S. Should Consider Breaking Up Large Banks*. Bloomberg.com [online]. 15.10.2009 [cit. 2012-06-24]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aJ8HPmNUfchg>
- OSTATEK, Libor. *Hypotéky nebyly hlavní příčinou globální krize*. In: Hypoindex.cz [online]. 2010 [cit. 2012-06-26]. Dostupné z: <http://www.hypoindex.cz/hypoteky-nebyly-hlavni-pricinou-globalni-krize/>
- POMBOY, Stephanie. *The Great Bubble Transfer*. na MacroMavens [online]. 2002 [cit. 2012-06-26]. Dostupné z: http://www.macromavens.com/reports/the_great_bubble_transfer.pdf
- WOO, David, KANAYA, Akihiro. *The Japanese Banking Crisis of the 1990s: Sources and Lessons* [online]. 2000 [cit. 2012-06-22]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp0007.pdf>. A Working Paper of the International Monetary Fund.
- YAMAMURA, Kozo. *Zaibatsu, Prewar and Zaibatsu, Postwar*. The Journal of Asian Studies [online]. 1964, č. 23 [cit. 2012-06-26]. Dostupné z: <http://www.jstor.org/stable/2050237>

- *Changes in the Corporate Balance-Sheet Structure since 1980 in Japan*. In: Bank of Japan: Research and Statistics Department [online]. 1996 [cit. 2012-06-22]. Dostupné z: http://www.boj.or.jp/en/research/brp/ron_1996/ron9611b.htm/
- *Community Reinvestment Act (CRA)*. In: Board of Governors of the Federal Reserve System [online]. 2011 [cit. 2012-06-26]. Dostupné z: http://www.federalreserve.gov/communitydev/cra_about.htm

Webové stránky

Bank of Japan [online]. 2012 [cit. 2012-06-25]. Dostupné z: <http://www.boj.or.jp/en/index.htm/>

Trading Economics [online]. 2012 [cit. 2012-06-25]. Dostupné z: <http://www.tradingeconomics.com/>

Board of Governors of the Federal Reserve System [online]. 2012 [cit. 2012-06-25]. Dostupné z: <http://www.federalreserve.gov/default.htm>