

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra ekonomických teorií



Bakalářská práce

Současná finanční krize, její příčiny a důsledky

Lenka Šilhanová

© 2012 ČZU v Praze

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou bakalářskou práci "Současná finanční krize, její příčina a důsledky" jsem vypracovala samostatně pod vedením vedoucího bakalářské práce a s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou citovány v práci a uvedeny v seznamu literatury na konci práce. Jako autor(ka) uvedené bakalářské práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušil(a) autorská práva třetích osob.

V Praze dne 30.11.2012 _____

Poděkování

Ráda bych touto cestou poděkovala Ing. Stanislavovi Burianovi za vstřícnost, připomínky a rady, kterými přispěl k vypracování této práce do současné podoby.

Současná finanční krize, její příčiny a důsledky

Current financial crisis, it's causes and consequences

Souhrn

Bakalářská práce vymezuje v první části funkcionalitu hospodářských cyklů a mechanismy, které na ně působí, a popisuje odraz těchto mechanismů na stav ekonomiky. V souvislosti s postupným vývojem různých ekonomických teorií analyzuje první část i názory některých představitelů ekonomických škol. Druhá část bakalářské práce je věnována tématu finanční krize, identifikaci příčin na hypotečním trhu v USA a jejímu rozšíření na další trhy díky investicím do toxických aktiv. V práci jsou popsány nejen příčiny, ale i dopady finanční krize způsobující zejména pády velkých investičních bank a hedgeových fondů, které musely být vykoupeny za pomoci vlády. Práce následně pojednává o záchranných opatřeních, která byla nutná schválit a provést v rámci snížení dopadu krize. Poslední část poukazuje na dopad finanční krize v eurozóně, z nichž jsou detailněji popsány dvě hlavní země, ve kterých se krize projevila ve vyšších měřítkách – v Řecku a Španělsku, u nichž je analyzována teorie nebezpečí společné měnové jednotky jako ztráty kontrolního, vyrovnávacího mechanismu.

Summary

The bachelory thesis defines functionality of trade cycles and mechanism having affect on them in first part and describes reflects of these mechanism on an economy estate. In connection with sequential developement of various economical theories are opinions of divers representatives of economical doctrines analyzed. Second part is dedicated to the subject of financial crises, identification of it's causes on the real estate market in USA and it's spreading to other trades due to an investement to toxic assets. Not only causes but also consequences are defined evocating particularly bancrots of big investement banks and hedge fonds which had to be recovered by state. The thesis disserts about rescue

acquisition which had to be approved and accomplished in terms of decreasing impacts of the financial crises. Final part adverts to consequences of financial crises in eurozone where are two main countries where the financial crises became evident the most described (Greek and Spain) and where is the theory of common monetary currency as a loss of controlling and equalizing mechanism analyzed.

Klíčová slova: Finanční krize, úvěrová expanze, nekalé praktiky, sub-prime hypoteční úvěr, sekuritizace, hospodářský cyklus, nezaměstnanost, inflace, efektivní trhy, centrální bankovníctví

Keywords: Financial crises, loan expansion, malpractices, sub-prime mortgage, securitization, trade cycle, unemployment, inflation, effective trades, central banking

Obsah

Úvod	2
Cíl práce a metodika.....	4
Přehled řešené problematiky.....	5
1. Hospodářské cykly (ekonomický růst a hospodářský cyklus)	5
1.1 Klasická škola	6
1.2 Rakouská teorie hospodářského cyklu	10
1.3 Keynesiánství	12
1.4 Monetarismus.....	15
1.5 Teorie reálného hospodářského cyklu	17
Analytická část	18
2. Příčiny finanční krize	18
2.1 Trh nemovitostí.....	18
2.2 Sekuritizace hypoték.....	22
2.3 Úvěrové politika.....	25
3. Dopady finanční krize.....	27
3.1 Čistění finančních trhů.....	27
3.2 Role centrálního bankovníctví	30
3.3 Dopady krize v eurozóně	34
Závěr.....	39
Seznam použitých zdrojů:	41
Seznam tabulek.....	43
Seznam grafů.....	43

Úvod

K finančním krizím dochází prakticky od počátku existence finančních trhů. V některých případech se dotknou pouze ekonomiky státu, v jiném se, dle míry závislosti ekonomiky a díky vysoké úrovni globalizace, rozšíří na ostatní země či kontinenty. V roce 2008 zhroucení globálního finančního trhu vedlo ke krizi, která zasáhla celý svět a dotýká se každého z nás.

Nejprve nastala americká hypoteční krize, která přerostla v krizi bankovní, jež postihla především USA, Velkou Británii, Německo a Irsko a další země, které bez ohledu na porozumění problematice toxických aktiv tyto prostředky nadále investovaly. To, co začalo původně poměrně nenápadně, přerostlo k nejhoršímu hospodářskému krachu od dob Velké deprese v roce 1929.

Ekonomické dění je charakterizováno neustálým pohybem, při kterém dochází k růstu HDP a zvyšování celkové úrovně obyvatelstva a naopak i k jeho zpomalení, při kterém dochází k poklesu nabídky a poptávky a ke zvyšování nezaměstnanosti. Celý tento cyklus probíhá ve čtyřech fázích, které se stále opakují a jejichž délka je rozdílná a umožňuje hospodářské cykly třídit na různé typy. Dopady a působení této cykličnosti nezůstává pouze na hranicích národní ekonomiky, ale mnohdy zasahuje i ekonomiku světovou jako celek. Přehřátá ekonomika dané země si mnohdy nepřipustí, že již přesahuje hranice svých produkčních možností a vyvolaná krize tím mnohdy způsobí řetězový bankrot firem národních i nadnárodních.

Průběh hospodářských cyklů vnímají všechny ekonomické školy stejně, avšak názory na příčiny vzniku hospodářských krizí a teorie, jak jim předejít či je „vyléčit“ jsou již dosti rozporuplné. První část této práce je věnována právě pohledu na rozdílné teorie, které hlásali příznivci různých škol jako keynesiánci, monetaristé, stoupenci školy klasické a jiné.

Současná finanční krize je velice obsáhlým tématem, proto se tato práce zaměřuje na některé její hlavní příčiny vzniklé realitní bublinou, spekulativním chováním a rozšířením toxických aktiv a následně i její dopady, které měly za důsledek pády investičních bank a hedgeových fondů jako Fennie Mae a Freddie Mac, Lehman Brother, Merrill Lunch či AIG. Popsána je i role centrálního bankovníctví, při které Fed snížil základní úrokové sazby na minimum v boji proti recesi a začal odkupovat cenné papíry kryté hypotékami, díky kterým začalo do ekonomiky proudit více peněz a začaly se snižovat úroky z hypoték. Tato opatření měla bohužel ve finále za důsledek i fakt, že obchodníci začali znovu upřednostňovat vyšší výnos a riziko před bezpečím a kapitál začal znovu plynout do rizikových zemí. Ovlivňování ekonomiky pomocí Fedu se tak stalo velmi omezené a přistoupilo se k přijetí jiných opatření jako stimulační balíček navržený prezidentem Barackem Obamou či projekt „bad banks“, představený ministrem financí Timothy Geithnerem, ke zmírnění dopadů na domácí i světovou ekonomiku.

Poslední část práce je věnována dopadům krize v eurozóně, která je stručně popsána ve dvou zemích, ve kterých se vstup do unie promítl markantním způsobem – Španělsku a Řecku. Ve Španělsku došlo k velkému hospodářskému rozmachu, který byl zapříčiněn stavebním boomem, jež se začal propadávat na jaře 2008, a Španělsko tak přešlo v hlubokou bankovní krizi. Řecká krize je charakterizována jako krize rozpočtová, při které země utrácí více, než je schopna vybrat na daních a zároveň i krize měnová, při které kupní síla neodpovídá síle ekonomiky dané země, což pokládá otázku, zda přijetí eura v určitých zemích nezavinilo nastávající hospodářskou krizi, kdy ekonomika určitého státu ztrácí měnovou politiku jako vyrovnávací mechanismus.

Cíl práce a metodika

Primárním cílem práce je definování příčin a důsledků americké finanční krize na počátku 21. století. Sekundárním cílem dané práce je vymezení problematiky hospodářských cyklů, kdy přílišné vychýlení agregované produkce zapříčiňuje vznik hospodářských krizí. Zanalyzovány jsou různé ekonomické teorie, které vyhodnocují příčiny vychýlení hospodářského cyklu, vedoucí ke změně ekonomické aktivity v rámci střídání relativního růstu a relativního poklesu. V analytické části jsou zkoumány hlavní příčiny finanční krize nastolené především rozsáhlým prodejem hypotečních derivátů na základě podsazených úrokových sazeb a rozšířením těchto aktiv na celosvětovou úroveň. Vymezeny jsou i dopady finanční krize, které měly za důsledek pády investičních bank a hedgeových fondů, zmíněná jsou i záchranná opatření ze strany vlády ke zmírnění dopadů krize. V poslední části je prozkoumáno, jak přijetí společné měny, v rámci eurozóny, přispělo k vyššímu propadu ekonomiky v zemích Španělsku a Řecku.

Pro výše uvedený cíl práce byly použity metody analýzy (analýza příčin a důsledků americké finanční krize), syntézy (vymezení hlavních ekonomických teorií vidících příčiny krize v různých faktorech) a komparace (např. podíl hypotečních úvěrů v letech 1994 – 2006)

Přehled řešené problematiky

1. Hospodářské cykly (ekonomický růst a hospodářský cyklus)

Hospodářský cyklus je pojem, který vyjadřuje kolísání skutečného produktu kolem produktu potencionálního způsobující výkyvy v ekonomické aktivitě v podobě opakovaného kolísání produktu, zaměstnanosti, investic, cenové hladiny a jiných faktorů. „*Dějiny amerického kapitalismu jsou charakterizovány neustále se střídajícími obdobími ekonomického rozkvětu a útlumu, hospodářských recesí i expanzí*“.¹ Období útlumu mívají zpravidla krátká trvání. Občas však tato nepříznivá hospodářská situace může postihnout i několik dekád, což má neblahé dopady na všechny sektory ekonomiky, které mohou dospět k hluboké finanční krizi, nebo dlouho trvající depresí. V takovém období klesají jak zisky firem, tak reálné příjmy obyvatel a míra nezaměstnanosti se zvyšuje.

Po dosažení pomyslného dna dochází k oživení, které nemusí být vždy natolik silné, aby přivedlo ekonomiku k nové konjunkturu. Tato hospodářská expanze může být vyznačována růstem zaměstnanosti, zvyšující se životní úrovní, rozmachem poptávky a nabídky, anebo rychlým růstem cen a spekulativního chování, které má tendenci přivádět ekonomiku k dalšímu poklesu.

Pochopení podstaty střídajících se hospodářských cyklů je dodnes zkoumáno na makroekonomické úrovni. Stále jsou kladeny otázky, jak nejlépe mírnit jejich dopady a tlumit přílišné výkyvy.²

Hospodářský cyklus obecně představuje určité výkyvy v produkčním výstupu, které postihují celou ekonomiku a jsou charakterizovány buďto ekonomickou expanzí či recesí, mající vrcholy a sedla, představující body obratu cyklu.

Příčiny těchto výkyvů můžeme dělit na vnější a vnitřní. Vnější se vztahují k faktorům nacházejícím se vně ekonomického systému jako např. války, revoluce, volby, vývoj cen

¹ Samuelson, Paul A.; Nordhaus, Willam D. *Ekonomie*. 18. vydání. NS Svoboda, 2007. ISBN 978-80-205-0590-3

² Samuelson, Paul A.; Nordhaus, Willam D. *Ekonomie*. 18. vydání. NS Svoboda, 2007. ISBN 978-80-205-0590-3

ropy, technologické inovace či klimatické změny a změny počasí. Vnitřní teorie hledají mechanismy uvnitř samotného ekonomického systému. V každé expanzi je i zárodek následující recese a naopak, čímž období expanze i recese vytváří stále opakující se řetězec událostí. Tato teorie nám ukazuje, jakým způsobem exogenní šok vyvolá reakci uvnitř systému a jak se odrazí na cyklickém chování ekonomiky.³

Při řízení fiskální a monetární politiky se ekonomové dělí do několika názorových proudů, které by se v posledních desetiletích daly zhruba rozdělit do dvou hlavních skupin a to různých forem neoliberálního myšlení a keynesiánské teorie. Bez pochyby sem ale samozřejmě patří i další specifické směry jako monetarismus, ekonomie strany nabídky a jiné. Jaké jsou ale správné „návody“ k jejímu bezproblémovému fungování je těžko specifikovatelné. Zřejmě žádná z těchto škol nemá komplexní vodítko na to, jak má ekonomika fungovat a stejně z jakého důvodu její fungování selhává. Každá z nich vysvětluje příčiny různých ekonomických jevů odlišným, často protichůdným, způsobem.

1.1 Klasická škola

„Klasická politická ekonomie představuje nejen další velkou kapitolu v dějinách ekonomického myšlení. Představuje konstituování ekonomie jako vědy, která má již své pevné základy – své základní pojmy a teorie.“⁴

Vznik klasicismu nastal především z důvodu odboje proti vládnoucím absolutistickým režimům. Tento nový ekonomický směr byl pojat jako věda o tvorbě a rozdělování bohatství. Zkoumány byly role společenských tříd, mezi které bylo rozdělování produktu bráno jako zásadní význam pro ekonomický růst.⁵

Hlavními představiteli této teorie jsou především filosofové John Locke a David Hume žijící v Anglii, ve které měl vývoj klasické ekonomie zásadní význam. Anglie byla první zemí,

³ Samuelson, Paul A.; Nordhaus, Willam D. Ekonomie. 18. vydání. NS Svoboda, 2007. ISBN 978-80-205-0590-3

⁴ Holman, R. a kol.. Dějiny ekonomického myšlení. C. H. Beck, 1999. ISBN 8071792381, 43 s.

⁵ Holman, R. a kol.. Dějiny ekonomického myšlení. C. H. Beck, 1999. ISBN 8071792381, 43 s.

ve které proběhla buržoazně demokratická revoluce stejně tak jako revoluce průmyslová. Názory merkantilistů, že národní bohatství automaticky stimuluje ekonomiku, jejíž zdroje závisí hlavně na přílivu peněz ze zahraničí, byly zastánci klasicismu rozporovány. Klasikové hlásali, že množství peněz v ekonomice se zvyšuje převážně nominálním nikoliv reálným důchodem a růst jejich množství může vést pouze k poklesu kupní síly, růstu hladiny cen a případné následné inflaci. Proti této představě zdrojů bohatnutí země staví svoji vlastní, zaměřenou na zkoumání růstu národního důchodu. Adam Smith, hlavní představitel politické ekonomie, se ve svém díle *Bohatství národů* zabýval především otázkami, které se později staly hlavními tématy klasické ekonomie a to teorií hodnoty a rozdělování, neviditelnou rukou trhu a růstem a měřením národního bohatství.⁶

Smith kladl důraz především na svobodu obchodu. Zdůrazňoval, že národní hospodářství nemůže být řízeno jednotně, ale razil ideu systému přirozené svobody, kterou dovedl do hloubky svou představou *neviditelné ruky trhu*. Tato teorie se vyznačuje tím, že každý jedinec na trhu sleduje svůj vlastní zájem, který zároveň vede k dosahování blahobytu celé společnosti. Dle Smithe každý jedinec, jež maximalizuje své výnosy, maximalizuje stejně tak i celkové výnosy společnosti jako celku.⁷

Ve svobodném tržním hospodářství neexistují žádné direktivy a každý jedinec se může volně rozhodnout pro takovou činnost, která bude plně vyhovovat jeho zájmům. Na základě teorie neviditelné ruky trhu nicméně účastníci trhu dospějí k poznání, že největší výhodu přináší uspokojení potřeb druhých, které přispějí k uspokojení potřeb vlastních. Tím je ve svobodném hospodářství dosaženo cíle, že jsou na trhu vyráběny a nabízeny pouze takové výrobky, které někdo účinně požaduje a v takovém množství, které je požadováno. Tyto výrobky jsou současně poskytovány s relativně nejnižšími náklady a s plným využitím výrobních zdrojů.⁸

⁶ Sojka, Milan. Dějiny ekonomických teorií. JUDr. Karel Havlíček, Havlíček Brain Team. 1. vydání, 2010. ISBN 9788087109212

⁷ Holman, R. a kol.. Dějiny ekonomického myšlení. C. H. Beck, 1999. ISBN 8071792381, 48 s.

⁸ Sojka, Milan. Dějiny ekonomických teorií. JUDr. Karel Havlíček, Havlíček Brain Team. 1. vydání, 2010. ISBN 9788087109212

Klasický liberalismus hlásal taktéž zásadu laissez faire vyjadřující minimální zásah státu a ponechání maximální volnosti hospodářskému dění. Laissez faire mělo přispět k omezování státních zásahů a k posílení oné role jednotlivce. Smith považoval účast státních zásahů za břemeno a brzdu soukromé iniciativy a hospodářského růstu, nicméně nebyl jejím zarytým odpůrcem. Ve svém díle Bohatství národů je možné nalézt i argumenty ve prospěch dovozních cel, jsou-li reakcí na odvetu jiných zahraničních cel, či navigačních akt, slouží-li bezpečnosti státu.⁹

Hlavním tématem Smithovy politické ekonomie byla pracovní síla země a její produktivita, kterou považoval za rozhodující a jejíž potenciál viděl v jejím růstu a v rozšiřování se v národním i mezinárodním měřítku. Podaří-li se prolomit regionální bariéry a vytvořit tím trh národní, vytváří se předpoklady k prohlubování dělby práce a taktéž růstu národního bohatství. Překročení hranice mezi národními trhy nabízí ještě lepší podmínky pro mezinárodní trh k vytvoření mezinárodní dělby práce. Ta zvyšuje bohatství všech národů, které se do ní prostřednictvím mezinárodního obchodu zapojují.¹⁰

Z výše uvedeného je zřejmé, proč Smith přikládá takový význam svobodě obchodu a kritizuje merkantilistické doktríny, jež ji naopak potlačují. Smith položil základy klasické teorie mezinárodního obchodu, když formuloval poznatek známý jako princip absolutní výhody v obchodě založený na této podstatě:¹¹

„Když například Anglie dokáže vyrábět ocel levnější než Francie, zatímco Francie vyrábí víno levněji než Anglie, není efektivní, aby Anglie vyráběla sama pro svou potřebu ocel i víno. Bude-li se specializovat na ocel a přenechá-li Francii produkci vína, bude tato dělba práce, završená vzájemným obchodem – výměnou oceli za víno – pro obě země přínosem a zvýší jejich národní bohatství.“¹²

⁹ Sojka, Milan. Dějiny ekonomických teorií. JUDr. Karel Havlíček, Havlíček Brain Team. 1. vydání, 2010. ISBN 9788087109212.

¹⁰ Holman, R. a kol.. Dějiny ekonomického myšlení. C. H. Beck, 1999. ISBN 8071792381, 50 s.

¹¹ Holman, R. a kol.. Dějiny ekonomického myšlení. C. H. Beck, 1999. ISBN 8071792381, 50 s.

¹² Holman, R. a kol.. Dějiny ekonomického myšlení. C. H. Beck, 1999. ISBN 8071792381, 50 s.

J. B. Say, představitel klasické politické ekonomie, byl zastáncem svobodného trhu. Odpůrci volného obchodu tvrdili, že import snižuje celkovou poptávku domácího trhu a potlačuje tak prosperitu daného státu. Say považuje nabídku a poptávku za totožné, jelikož touha něco získat vyvolává touhu něco prodat. Tyto dva faktory jsou si sobě rovny. Nelze prodávat více, než můžeme nabídnout a stejně tak budeme těžko nabízet více, než budeme chtít za ony statky utržit. Toto tvrzení – že si nabídka vytvoří stejně velkou poptávku – je známo jako Sayův zákon trhů.¹³

David Ricardo přispěl k obohacení politické ekonomie svou teorií o diferenciální pozemkové rentě, u které dokazoval, že velikost renty závisí na úrodnosti půdy. Současně poukázal na to, že základním hnacím motorem růstu bohatství je akumulace kapitálu, který je tlumen zákonem klesající úrodnosti půdy a pozemkovým vlastnictvím. Akumulace kapitálu zapříčiňuje růst populace a nutnost obdělávat nové půdy, jejichž úrodnost je značně nižší. Tento fakt ve spojení s růstem poptávky po potravinách vedl ke zdražení potravin a tím i k růstu pozemkové renty a povinnosti platit dělníkům vyšší mzdy, což má konečný efekt ve snížení míry zisku.¹⁴

V dnešní době tvoří pozemkové renty jen minimální část národního důchodu, proto je pozemkové vlastnictví jako bariéra akumulace kapitálu již těžko akceptovatelná. Ovšem myšlenka omezených přírodních zdrojů v souvislosti s poklesem míry zisku svou aktuálnost neztratila. I když vyspělé země dnes zaznamenávají spíše populační pokles, představa, že lidstvo narazí na omezenost přírodních zdrojů, je stále živá.¹⁵

J. S. Mill byl představitelem klasické školy, který myšlenky A. Smithe a D. Richarda významně obohatil. Mill rozvinul teorii, zda Smithova neviditelná ruka trhu efektivně rozděluje výrobu a zda by nemohla být využita k zásahům do rozdělování a tím i dosažení vyššího uspokojení. Mill nenahlížel na kapitalismus jako přirozený řád a věřil, že směřuje po své růstové dráze ke stacionárnímu stavu tedy k nulovému růstu a k nulové akumulaci kapitálu. Domníval se, že za takových okolností přestane být honba za ziskem hlavním

¹³ Sojka, Milan. Dějiny ekonomických teorií. JUDr. Karel Havlíček, Havlíček Brain Team. 1. vydání, 2010. ISBN 9788087109212.

¹⁴ Holman, R. a kol.. Dějiny ekonomického myšlení. C. H. Beck, 1999. ISBN 8071792381

¹⁵ Holman, R. a kol.. Dějiny ekonomického myšlení. C. H. Beck, 1999. ISBN 8071792381

motorem lidského snažení a že akumulace kapitálu přestane být hlavní hybnou silou pokroku.¹⁶

1.2 Rakouská teorie hospodářského cyklu

Rakouská škola vzešla rovněž jako škola neoklasická z marginalistické revoluce. Od ostatních se odlišuje především svým jednoznačným liberalismem, což platí především pro její pozdější představitele, a důrazem na individuální psychologii. Veškeré ekonomické potíže přičítají statním zásahům.¹⁷

Dalším charakteristickým rysem pro tento ekonomický směr je obava z úvěrové expanze komerčních bank pod záštitou centrální banky jakožto věřitele poslední instance a ze deficitního státního rozpočtu. Pro Rakousko je příznačné, že jsou dodnes zastánci zlatého standardu a 100 % krytí bankovních úvěrů rezervami. Od neoklasické školy se odlišují převážně dvěma rysy a to subjektivismem v ekonomické teorii, u kterého pomocí subjektivních pocitů a preferencí individua vysvětlují veškeré ekonomické jevy a soustředění se na ekonomický vývoj než na ekonomickou rovnováhu.¹⁸

Rakouská škola vysvětluje teorii hospodářských cyklů, kterou vidí jako důsledek růstu úvěrů při neefektivní politice centrální banky, které způsobují dlouhodobý pokles úrokových sazeb a vznik spekulativních bublin.

Friedrich A. von Hayek je jedním z autorů, kterým se podařilo rozpracovat monetární teorii hospodářského cyklu nejuplněji. Peníze, zvláště pak úvěry, označil jako hlavní zdroj ekonomické rovnováhy. Peníze jako injekce podpořená centrální bankou sníží úrokové sazby, které podnikatelé pojmu jako pokles vzácnosti kapitálu a vyvolají investiční expanzi a inflační růst. Tyto investice nevychází z dobrovolných úspor, které by nevyvolaly žádné poruchy, nicméně z úspor nucených. Podnikatelé časem zjišťují, že řada

¹⁶ Holman, R. a kol.. Dějiny ekonomického myšlení. C. H. Beck, 1999. ISBN 8071792381

¹⁷ Sojka, Milan. Dějiny ekonomických teorií. JUDr. Karel Havlíček, Havlíček Brain Team. 1. vydání, 2010. ISBN 9788087109212

¹⁸ Holman, R. a kol.. Dějiny ekonomického myšlení. C. H. Beck, 1999. ISBN 8071792381

investic je „špatných“ a je třeba je odbourávat. Tím se úroková míra vrátí zpět na předchozí úroveň a počíná stav deprese. Dle Hayeka těmto poruchám lze zabránit za předpokladu, že peníze zůstanou neutrální tak, aby neměnily ani úrokovou míru ani relativní ceny. Toho lze dosáhnout za podmínky stálého množství peněz a ve své práci *Denacionalizace peněz* navrhuje, aby nabídka peněžního zboží byla ponechána soukromému sektoru.¹⁹

Ludwig von Mises byl velikým odpůrcem proti jakýmkoliv zásahům do ekonomiky, které viděl právě jako příčiny možných ekonomických poruch kapitalistické ekonomiky. Byl jedním z ekonomů, kteří viděli vzájemnou souvislost mezi růstem cen a růstem důchodů. Mises byl zastáncem volného pohybu peněz jako vyrovnávacího mechanismus kupní síly. Příčinu hospodářských cyklů viděl jednoznačně v měnové politice centrální banky a byl přesvědčen, že její ovládnutí státem plodí ony ekonomické výkyvy. Předpokládal, že banky nemohou udržovat vysokou úrokovou míru příliš dlouho, proto odsuzoval zásahy státu do peněžního trhu. Případnou inflaci, která by mohla vzniknout bez řádné regulace nepokládal za faktor, který by mohl příliš vychýlit ekonomickou aktivitu z jejího normálu.²⁰

Jednou ze zásadních postav rakouské školy byl Joseph A. Schumpeter, který vysvětlil hospodářské cykly pomocí myšlenek pocházející z této školy. Příčiny cyklického vývoje hospodářství vysvětluje v inovační činnosti, kterou viděl jako činitele pro ekonomický růst, jelikož dle Schumpetera inovace současně s ekonomickým růstem spouštějí i hospodářské cykly. Jeden druh inovací podněcuje vznik inovací dalších a tyto vlny mají jakýsi „multiplikační“ charakter. Nevýhodou můžou ovšem být vyvolaná klamná očekávání a tím přehnaná investiční aktivita, která posléze narazí na nedostatek úspor. Inovační vlna se vyčerpá, investice se ukážou být špatnými, začnou se odbourávat a hospodářský boom tím přechází v depresi.²¹

¹⁹ Holman, R. a kol.. Dějiny ekonomického myšlení. C. H. Beck, 1999. ISBN 8071792381

²⁰ Sojka, Milan. Dějiny ekonomických teorií. JUDr. Karel Havlíček, Havlíček Brain Team. 1. vydání, 2010. ISBN 9788087109212

²¹ Holman, R. a kol.. Dějiny ekonomického myšlení. C. H. Beck, 1999. ISBN 8071792381

Schumpeter považoval depresi za ozdravný proces, kterým se ekonomika očistí o špatné investice i špatné podnikatele a dostává se tím k rovnováze na vyšší úrovni, při které jsou zdroje realokovány k efektivnějšímu využití.²²

1.3 Keynesiánství

Klasický (liberální) přístup vyznačující se dostatečnými tržními samoregulačními silami bez zásahů státu, které jsou schopny ekonomiku navracet do stavu rovnováhy, vytvářet jí optimální podmínky a zajišťovat tak maximální výkonnost začaly být ve 20. a 30. letech 20. století zpochybňovány. V této době sílila snaha ekonomů o nalezení alternativního teoretického rámce pro výklad cyklického vývoje tržní ekonomiky a její tendence k nedostatečnému využívání ekonomických zdrojů. Významnou roli zde sehrála Velká deprese z let 1929-1933, která vyvolala obavy, že kapitalistická tržní ekonomika spěje ke stavu dlouhodobé stagnace či zániku. V ekonomii hlavního proudu se tedy ustoupilo od „neviditelné ruky trhu“, přičemž tento přístup byl nahrazen teorií stabilizace tržní ekonomiky státním intervencionismem.²³

Za zakladatele této nové makroekonomie je považován profesor Cambridgeské univerzity John Maynard Keynes, po kterém dostal tento nový směr název keynesiánství. Tento anglický ekonom svým nejzásadnějším dílem *Obecná teorie zaměstnanosti, úroku a peněz* (1936) zásadně ovlivnil ekonomické myšlení a hospodářskou ekonomiku na několik příštích desetiletí, ve kterém se mu podařilo teoreticky objasnit možnost dlouhotrvající hospodářské deprese. Doposud ekonomové vycházeli z oné teorie Sayova zákona, která nepřipouštěla možnost nedostatečné agregátní poptávky a hromadné nadvýroby. Keynes otázku poptávky znovu otevřel a nově vyložil funkci úspor, u které dokazoval, že je přímo závislá na osobních důchodech. Formuloval tzv. paradox spořivosti, ve kterém říká, že při

²² Holman, R. a kol.. Dějiny ekonomického myšlení. C. H. Beck, 1999. ISBN 8071792381

²³ Sojka, Milan. Dějiny ekonomických teorií. JUDr. Karel Havlíček, Havlíček Brain Team. 1. vydání, 2010. ISBN 9788087109212

omezení spotřeby se zvýší úspory jen za předpokladu, že jiní spořit nebudou, jinak by došlo ke snížení příjmu, který je závislý na spotřební poptávce ostatních.²⁴

Keynes se zaměřil na hledání příčin deprese a nezaměstnanosti, kde za hlavní příčinu považoval nedostatečně efektivní poptávku spjatou s nízkými podněty k investicím. Úspory a investice byly v kapitalistické ekonomice chápány odděleně. Keynes tvrdil, že určitá jejich výše vede k dosažení plné zaměstnanosti, která závisí na vůli firem k investování a na spořivosti domácností. Domníval se, že bohatší země mají tyto síly mnohem slabší než země chudší a tím je pro ně hrozba deprese a nezaměstnanosti o to vyšší. J. M. Keynes formuloval zákon klesajícího sklonu ke spotřebě, který říká, že čím vyšší je důchod, tím se spotřeba snižuje a úspory naopak rostou, což v konečné fázi vede k podlehnutí investičnímu pesimismu na straně podnikatelů, ke zhoršení poptávky a nezaměstnanosti. Požadoval, aby tento výpadek poptávky byl dorovnáván zásahy státu prostřednictvím výdajů ze státního rozpočtu, jelikož ekonomika není schopná dostat se z tohoto stavu sama pomocí vlastních tržních mechanismů.²⁵

J. M. Keynes se taktéž domníval, že možnosti měnové politiky jsou omezené a odmítl kvantitativní teorii peněz. Dokazoval, že peníze plní funkci nositele likvidity. Při poklesu úrokové míry, která bude pro spekulanty nižší než „normální“, budou očekávat její nárůst, prodávat cenné papíry a držet peněžní hotovost. Další pokles úrokové míry zapříčiní fakt, že spekulativní poptávka absorbuje veškeré přírůstky peněžní zásoby namísto možných investic a monetární zásahy národní banky již nestačí na zvrát celého systému. Takovouto tržní situaci označuje jako tzv. past na likviditu. Keynes tímto vyvodil závěr o slabé účinnosti měnové politiky v hospodářské depresi. Vláda by dle něj měla mít připraveny programy veřejných prací, které by vyplňovaly mezeru investic.²⁶

V 70. letech se začal formovat nový ekonomický směr, zvaný neokeynesiánství, který je založen na syntéze Keynesovy teorie efektivní poptávky s neoklasickou ekonomikou.²⁷

²⁴ Sojka, Milan. Dějiny ekonomických teorií. JUDr. Karel Havlíček, Havlíček Brain Team. 1. vydání, 2010. ISBN 9788087109212

²⁵ Holman, R. a kol.. Dějiny ekonomického myšlení. C. H. Beck, 1999. ISBN 8071792381

²⁶ Holman, R. a kol.. Dějiny ekonomického myšlení. C. H. Beck, 1999. ISBN 8071792381

²⁷ Holman, R. a kol.. Dějiny ekonomického myšlení. C. H. Beck, 1999. ISBN 8071792381

Po vydání Keynesovy Obecné teorie zpracoval anglický ekonom J. Hicks další z jeho článků, které sehrály při vzniku neoklasické syntézy důležitou úlohu. V něm demonstroval základní diagram IS – LM, ve kterém v podstatě prokázal, že je zde velmi slabá odlišnost Keynesovy teorie zaměstnanosti od teorie neoklasické a to především v tématech citlivosti investic na úrokovou míru, pasti na likviditu a změn úrokové míry.²⁸

F. Modigliani ve svém článku Preference likvidity a teorie úroku a peněz z roku 1944 demonstruje povahu syntézy ještě lépe na zmíněném modelu IS – LM. Zde ukazuje, že se Keynesova teorie opírala o strnulost nominálních mezd směrem dolů. V momentě, kdy se tato strnulost prolomí, dostává se fungování ekonomiky zpět do neoklasického modelu.²⁹

Dalším z ekonomů přispívající k šíření neokeynesiánské makroekonomie je Paul A. Samuelson. Rozpracoval dynamickou teorii spojující teorii hospodářského růstu s teorií hospodářského cyklu. Rozvinutím teorie endogenního cyklu a zabudováním investičního multiplikátoru a akcelérátoru demonstroval jejich vliv na vnitřní nestabilitu tržní ekonomiky. K vývoji neoklasické ekonomie přispěl ve spolupráci s R. M. Solowem zejména jejich pojetím Phillipsovy křivky, která zachycuje závislost nezaměstnanosti a inflace, kdy je nízká zaměstnanost doprovázena vyšší mírou inflace a obráceně. Samuelson-Solowova verze Phillipsovy křivky zamítala skutečnost plné zaměstnanosti a naopak propagovala takovou kombinaci inflace a zaměstnanosti, která bude považována za optimální. Ekonomové věřili, že zvolením této kombinace bude stát schopný ovlivňovat agregátní poptávku a držet tím ekonomiku v žádoucím stavu. Vzroste-li nezaměstnanost, postačí když vláda zvýší svoje státní výdaje či se sníží úrokové míry. Pozdější vývoj však ukázal, že tato interpretace byla příliš zjednodušená.³⁰

Postkeynesiánství se začalo uplatňovat v 50. až 70. letech jako samostatný nicméně nikterak homogenní proud a klade důraz především na tu část Keynsova díla, která se zaměřuje na odklon od neoklasické ekonomie. Výjimečné postavení měl anglický ekonom G. L. S. Shackle, který považuje nejistotu za hlavní příčinu vyvolávající výkyvy tržní

²⁸ Sojka, Milan. Dějiny ekonomických teorií. JUDr. Karel Havlíček, Havlíček Brain Team. 1. vydání, 2010. ISBN 9788087109212

²⁹ Holman, R. a kol.. Dějiny ekonomického myšlení. C. H. Beck, 1999. ISBN 8071792381

³⁰ Holman, R. a kol.. Dějiny ekonomického myšlení. C. H. Beck, 1999. ISBN 8071792381

ekonomiky a důvodem její vnitřní nestability, což vyplývá z jeho teorie, ve které se subjekty rozhodují v podmínkách nejistoty a nikoliv rizika.³¹

Postkeynesiánská ekonomie chce zkoumat kapitalistickou ekonomiku v co možná nejreálnější podobě. Člověka chápou jako bytost, jehož chování, schopnost získávání a zpracování informací je omezeno dle prostředí, ve kterém žije a proto podléhá skupinovému chování a vazbám a spoléhá na jednoduchá pravidla. Vycházejí z toho, že se člověk přibližuje k optimálnímu řešení na základě metody pokus omyl.³²

Joan Robinsonová, čelní představitelka italsko-cambridgeské školy postkeynesiánství se proslavila již svou teorií nedokonalé konkurence. Ve svém díle *Akumulace kapitálu* doplnila Keynesovu teorii o teorii rozdělování zpracované do teorie růstu. J. Robinsonová rozdělila společnost na třídu příjemců mezd a příjemců zisků.³³

Mladší větev postkeynesiánské ekonomie rozpracovala myšlenku endogenních peněz, které dle jejich teorie měly závažné dopady na formulování měnové politiky a samotné postavení centrální banky, kdy centrální banka nemůže regulovat množství peněz v oběhu a peněžní multiplikátor se tím stává nestabilní. Požadují-li komerční banky dodatečné finanční prostředky od centrální banky při růstu investic a centrální banka je ochotna je poskytnout, byť za vyšší diskontní sazbu, pak je tato sazba přesunuta na zákazníky. Tím se vytváří prostor pro růst investic na základě kreace úvěrových peněz, které mohou mít za důsledek vznik katastrofických finančních krizí. Teorie endogenní nabídky peněz byla později rozvíjena stoupenci monetarismu a to zejména v dílech Milтона Friedmana.³⁴

³¹ Holman, R. a kol.. Dějiny ekonomického myšlení. C. H. Beck, 1999. ISBN 8071792381

³² Holman, R. a kol.. Dějiny ekonomického myšlení. C. H. Beck, 1999. ISBN 8071792381

³³ Sojka, Milan. Dějiny ekonomických teorií. JUDr. Karel Havlíček, Havlíček Brain Team. 1. vydání, 2010. ISBN 9788087109212

³⁴ Holman, R. a kol.. Dějiny ekonomického myšlení. C. H. Beck, 1999. ISBN 8071792381

1.4 Monetarismus

V 50. letech se začala formovat nová škola, soustředující se především na otázky trhu peněz a rozpracování peněžní teorie, jejímž hlavním představitelem byl nositel Nobelovy ceny Miltor Friedman, a to škola chicagská, která koncem šedesátých let přijala označení monetaristé. Monetaristický proud silně odmítá jakoukoliv návaznost na keynesiánství a stává se jejich odpůrcem. Monetaristé nejen že vidí fungování samotné rozpočtové ekonomiky jako neúčinné na rozdíl od keynesiánců, kteří měli za to, že měnová politika je nedostatečná, ale taktéž chápali kapitalistický systém jako systém stabilní, který je schopen udržovat samovolně ekonomiku v rovnováze při plné zaměstnanosti. Případné krize tohoto systému přikládali změně množství peněz v oběhu. Původ krizí a inflací vidí tedy na peněžním trhu, nikoliv v investičním pesimismu či optimismu, proto je důležité emisi peněz stabilizovat. M. Friedman vidí řešení v řízení se tzv. zlatým pravidlem měnového růstu, při kterém si banky samy dlouhodobě určí výši a frekvenci emisi peněz, která by měla být uzpůsobena ekonomickému růstu dané země. Monetaristé zastávali tvrzení, že samotná emise peněz nemůže dlouhodobě zrychlit reálný ekonomický růst, jak věřili keynesiánci, nicméně jej může brzdit při její nedostatečnosti. M. Friedman se v tomto opírá o hospodářskou depresi 30. let, u které vidí příčinu v zhroucení se peněžně-úvěrového systému a to v bankrotech bank a neschopnosti centrální banky peněžní zásobu co nejdříve do systému doplnit.³⁵

Monetaristé staví svoje teorie na množství peněz v oběhu, jejichž změny v krátkodobém horizontu ovlivňují změny v produkci a v zaměstnanosti a dlouhodobě zvyšují inflaci. V 60. letech Milton Friedman zkritizoval keynesiánskou hospodářskou politiku, u které odmítá zásahy vlády do ekonomiky, které dle jeho názoru zavinily vysoká tempa inflace a vznik dalších poruch v ekonomice. Dle Friedmana má rozpočtová politika nepředvídatelné účinky, které narušují fungování autoregulačních tržních sil, proto je potřeba ponechat regulaci vývoje ekonomiky tržnímu mechanismu. Stejně tak kritizuje keynesiánskou

³⁵ Holman, R. a kol.. Dějiny ekonomického myšlení. C. H. Beck, 1999. ISBN 8071792381

regulaci úrokových měr, která dle jeho názoru vede ke kolísání množství peněz v oběhu a k destabilizaci ekonomiky.³⁶

V průběhu 70. let a na počátku 80. vzrostla popularita friedmanovského monetarismu, kdy se centrální banky začaly řídit jeho zlatým pravidlem a během dvou let se inflace a její předchozí nárůst dostal pod kontrolu.³⁷

1.5 Teorie reálného hospodářského cyklu

Teorie reálného hospodářského cyklu se zaměřuje na nabídkovou stranu ekonomiky. Tato škola vznikla jako další protikeynesiánská revoluce a upozorňovala na fakt, že zaměření se na regulaci poptávky může působit kontraproduktivně na stranu nabídky a tím kritizovala především politiku fiskální a daňovou. Klade důraz na růst národního bohatství a na přerušování tendence regulovat hospodářství státem. Její stoupenci byli přesvědčeni o tom, že ekonomické výkyvy jako nezaměstnanost, inflace či zpomalení růstu jsou zapříčiněny právě ochabnutím motivace na straně nabídky, které je vyvoláno vysokým zdaněním, jež snižuje motivaci spořit, investovat či pracovat. Při vysokých daňových sazbách lidé substituují statky volným časem, při jejich snížení zvyšují nabídku práce. Takovéto vysoké daňové sazby vedou zároveň i k potřebě vyhnout se placení daní a hledání legálních či méně legálních způsobů, jak daňové povinnosti obejít a ke zvětšování tzv. podzemní ekonomiky.³⁸

Úspory jako další nabídkový podnět jsou tvořeny rozhodováním mezi přítomnou či budoucí spotřebou. Za předpokladu vysokých daní je cena současné spotřeby nízká a proto

³⁶ Sojka, Milan. Dějiny ekonomických teorií. JUDr. Karel Havlíček, Havlíček Brain Team. 1. vydání, 2010. ISBN 9788087109212

³⁷ Sojka, Milan. Dějiny ekonomických teorií. JUDr. Karel Havlíček, Havlíček Brain Team. 1. vydání, 2010. ISBN 9788087109212

³⁸ Holman, R. a kol.. Dějiny ekonomického myšlení. C. H. Beck, 1999. ISBN 8071792381

vede k vyšší spotřebě a ke snižování úspor, což omezuje ekonomický růst a akumulaci kapitálu.³⁹

Objevily se i takové názory, že vysoké snížení daní by reflektovalo zvýšení příjmů státního rozpočtu na straně jedné a na straně druhé by daňové příjmy státu klesaly vlivem oslabení nabídkových motivací. Zde by již záleželo pouze na tom, kterých z uvedených efektů bude převažovat. Tento přístup zachycuje Lafferova křivka, která byla posléze stoupenci používána jako silný argument pro snížení daní. O tuto teorii se opíral i prezidentský kandidát Ronald Reagan, který snížení daní v průměru o 25% prosadil jako svůj předvolební program. Americké hospodářství bylo sice oživeno, nicméně se citelně prohloubil státní rozpočet a celé hospodářství bylo poznamenáno vysokými úrokovými sazbami a potlačením ekonomického růstu.⁴⁰

³⁹ Holman, R. a kol.. Dějiny ekonomického myšlení. C. H. Beck, 1999. ISBN 8071792381

⁴⁰ Holman, R. a kol.. Dějiny ekonomického myšlení. C. H. Beck, 1999. ISBN 8071792381

Analytická část

V analytické části práce jsou vymezeny některé z hlavních příčin a důsledky americké hypoteční krize, která roku 2007 vyústila v propad burzovních trhů a přelila se tak v krizi finanční do celého světa.

2. Příčiny finanční krize

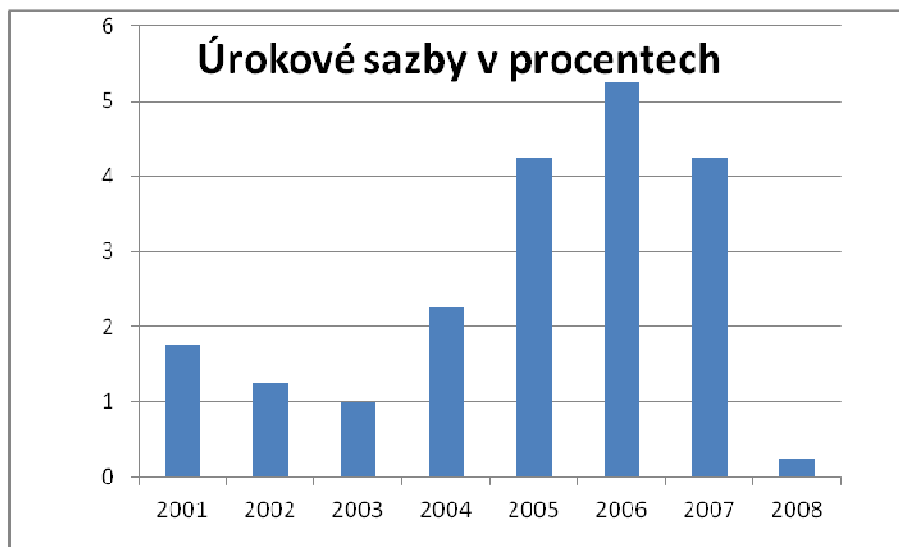
Jako hlavní příčiny finanční krize jsou zanalyzovány: trh nemovitostí, sekuritizace hypoték a úvěrová politika.

2.1 Trh nemovitostí

Vše začalo zhruba v letech 2001–2003, kdy k posílení ekonomiky napomohl americký Federální rezervní systém (Fed) udržováním krátkodobých sazeb na extrémně nízké úrovni (graf 2), aby tím zabránil hospodářské recesi. Americkou ekonomiku tímto vytáhl z problémů neobyčejně silný stavební boom, který byl zapříčiněn levnými a neobvykle dostupnými hypotékami, na které „dosáhl“ prakticky kdokoliv. Z majoritní části se jednalo o legální i nelegální imigranty, zaměstnance s nízkými a nestabilními příjmy, kteří by za normálních okolností bydleli v pronájmu.⁴¹

⁴¹ Kohout, Pavel. Finance po krizi, 3. rozšířené vydání, Evropa na cestě do neznáma. 3. vydání, Grada Publishing, 2011. 328 stran. ISBN 9788024740195

Graf 1: Základní úroková sazba Fedu



Zdroj: U.S. Federal Reserve

Hlavním důvodem uvázání se ke smlouvám o hypotečním bydlení bylo nekladení důrazu detailům smlouvy psané drobným písmem, jazyková bariéra a v neposlední řadě i nevybíravé praktiky realitních agentů, kteří jsou placeny provizemi z objemu, jež zprostředkují, a to bez odpovědnosti za výsledek.

Mezi roky 1994–2004 rostla celková spotřeba výrazně rychlejším tempem než národní důchod, přičemž podíl na osobní spotřebu na HDP stoupl z 67 na 70 procent. Tento paradox klesajících reálných mezd při současném rychlém růstu spotřeby byl způsobem skutečností, že pracující žijí stále více nad své poměry ve snaze si uchovat svou dosavadní životní úroveň tím, že si půjčují. Ekonomická expanze byla tímto vykoupená rostoucí mírou spotřebitelského zadlužování.⁴²

Nejvyšší hodnoty ukazatele dluhového zatížení rodin, který je chápán jako podíl umořovacích splátek úvěrů vůči disponibilním příjmům, byl jednoznačně vykázán u rodin

⁴² Bellamy Foster, John; Magdoff, Fred. Velká finanční krize příčiny a následky. 1. české vydání. Grimmus, 2009. 160 stran. ISBN 9788090283114

ve střední příjmové skupině (40–59,9) za celé sledované období 1995–2004. Dluhové břemeno se zde zvýšilo až o čtyři procentní body. (tabulka 1)

Tabulka 1: Dluhové zatížení rodin. Podíl umořovacích splátek úvěrů vůči rodinným příjmům

Percentil příjmu	1995	1998	2001	2004
< 20	19,1	18,7	16,1	18,2
20-39,9	17	16,5	15,8	16,7
40-59,9	15,6	18,6	17,1	19,4
60-79,6	17,9	19,1	16,8	18,5
80-89,9	16,6	16,8	17	17,3
90-100	9,5	10,3	8,1	9,3

Zdroj: U.S. Federal reserve

Ceny nemovitostí stoupaly nahoru a začaly se objevovat stále rizikovější hypotéky. Složení tučné zálohy a fixní úrokové sazby již přestaly být podmínkou. V roce 2005 průměrný zájemce o koupi svého prvního domu skládal jen dvě procenta jeho prodejní ceny, z čehož 43 procent nesložilo zálohu vůbec žádnou. Téměř jedna třetina hypoték mezi lety 2004 a 2005 byla poskytnuta s variabilními sazbami v situaci, kdy se úrokové míry držely na nejnižších úrovních za celou generaci. Některé hypoteční firmy zacházely až tak daleko, že půjčovaly bez jakéhokoli dokladu o příjmech klienta.⁴³

Vznikající realitní dluhová bublina se zde odhaduje na 730 000 rodinných domů, které by bez levných hypoték nikdo nekoupil ani nikdo nepostavil. Těchto 730 000 nových nemovitostí na trhu přibýlo pouze díky financování na dluh. Při průměrné ceně za rodinný dům ve výši necelých 250 000 dolarů se dostáváme k částce 180 miliard dolarů.⁴⁴

Zadlužení se promítalo i do kreditních karet a spotřebitelských úvěrů. Na konci roku 2005 čítal dluh na jednoho držitele kreditní karty až 4 956 dolarů a celková pasivní bilance

⁴³ Bellamy Foster, John; Magdoff, Fred. Velká finanční krize příčiny a následky. 1. české vydání. Grimmus, 2009. 160 stran. ISBN 9788090283114

⁴⁴ Kohout, Pavel. Finance po krizi, 3. rozšířené vydání, Evropa na cestě do neznáma. 3. vydání, Grada Publishing, 2011. 328 stran. ISBN 9788024740195

kreditních karet dosahovala 838 miliard dolarů. Průměrná míra zadlužení na spotřebitelských úvěrech rostla mezi lety 2001-2004 o 18,2 procenta.⁴⁵

Tabulka 2: Dluh domácností a disponibilní příjem v USA

	Hypoteční dluh	Spotřebitelský dluh	Disponibilní příjem	Hypoteční a spotřebitelský dluh v % z disponibilních příjmů
1960	141,6	61,2	365,2	55,53%
1970	292,1	133,5	735,5	57,87%
1980	922,7	358,4	2002,7	63,97%
1990	2512	807,7	4254	78,04%
1995	3336,1	1151,5	5457	82,24%
2000	4819,2	1713,5	7327,2	89,16%
2005	8861,5	2292,8	9277,3	120,23%

Zdroj: Zpracováno z Federal Reserve

Uvolňování hypotečního trhu odstartovalo rozšiřování substandardních (takzvaných subprime) hypoték. Zavedení nových finančních produktů umožňovalo diverzifikovat riziko a poskytovat tak větší množství hypotečních úvěrů méně bonitním klientům. Substandardní hypoteční úvěry obecně představují porušování základních náležitostí prime hypoték, kde jsou dlužníci schopni jistinu a úroky splácet včas, mají pozitivně vyhlížející úvěrovou historii a úvěr je natolik zajištěn, že při nuceném prodeji nemovitosti jsou peníze dostačující k tomu, aby pokryly vše potřebné.

Substandardní hypoteční úvěry jsou často poskytovány nestandardně s vyššími úrokovými sazbami, ale s rozličnými marketingovými vějičkami, aby vypadaly dostupněji. Mezi ně patří například hypotéky, jejichž úrokové sazby zůstávají po několik prvních let na velmi nízkých úrovních, načež přejdou do variabilního režimu, anebo hypotéky, jimiž je financováno celých 100 procent hodnoty nemovitosti. V případě, že se úrokové sazby zvýší (nutno podotknout, že variabilní sazby mohou variovat jen jedním směrem a to

⁴⁵ Bellamy Foster, John; Magdoff, Fred. Velká finanční krize příčiny a následky. 1. české vydání. Grimmus, 2009. 160 stran. ISBN 9788090283114

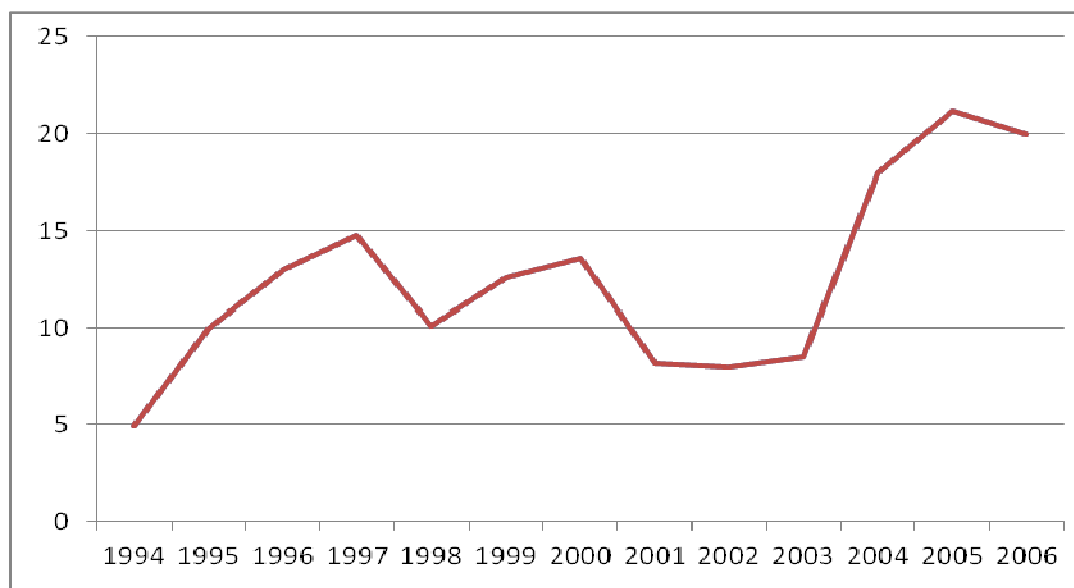
nahoru), pak se spousta domácností se zvyšujícími se náklady na splácení dosavadních úvěrů dostane do nesnází, směřujícím k zabavení domů a bankrotům.⁴⁶

Přibývající počet domácností ve finanční tísní vedl k rozšiřování počtu výběrčích dluhů a k nárůstu společností specializujících se na skupování nesplacených dluhů, který stoupl z dvanácti v roce 1996 na 500 v roce 2005.⁴⁷

Tento typ hypoték přinesl tučné zisky hypotečním agentům, hypotečním bankám, distributorům úvěrů, hedgeovým fondům a institucionalizovaným investorům, kteří tyto úvěry nakupovali v balíčcích, do nichž byly přimíchány kvalitnější úvěry.

Podíl hypotečních úvěrů na celkovém podílu emitovaných obligací rostl od roku 1994 stále nahoru (graf 2). Svého nejvyššího vrcholu dosáhl v letech 2004 – 2006, při němž se dostal až nad dvacet procent.

Graf 2: Podíl obligací sub-prime hypoték



Zdroj: Zpracováno z dat GH Bank Housing Journal

⁴⁶ Bellamy Foster, John; Magdoff, Fred. Velká finanční krize příčiny a následky. 1. české vydání. Grimmus, 2009. 160 stran. ISBN 9788090283114

⁴⁷ Kohout, Pavel. Finance po krizi, 3. rozšířené vydání, Evropa na cestě do neznáma. 3. vydání, Grada Publishing, 2011. 328 stran. ISBN 9788024740195

2.2 Sekuritizace hypoték

Sekuritizace představuje významný trend na světových finančních trzích, při němž dochází ke zvyšování financování podnikatelských aktivit prostřednictvím kapitálových trhů a k relativnímu snižování významu financování prostřednictvím tradičních úvěrových smluv.

„Podstata modelu ABS (Asset Backed Securities) jako typu sekuritizace spočívá v procesu, kdy banka poskytuje úvěry a následně úvěry o stejných charakteristikách (splatnost, výše, způsob úročení) sdruží do balíků (úvěrový pooling). Banka převede balíky na účelově založenou nebankovní instituci - SPV (Special Purpose Vehicle), na kterou se nevztahuje bankovní regulace. Nebankovní instituce vystaví na budoucí cash flow z úvěrových balíků obchodovatelné, tzv. postupované cenné papíry, které opatří ratingem a které převezmou k umístění na finančním trhu investiční banky“⁴⁸.

Výše popsaným modelem vzniká na finančním trhu nový segment, který umožňuje vyvést z původní hypoteční banky riziko plynoucí z hypotéky a prodat ho takřka kamkoliv, což znamená, že banky mohou poskytovat stále rizikovější hypotéky, které jsou dostupné i pro klienty s velmi vysokým stupněm úvěrového rizika.

Sekuritizace měla v USA fungovat jako rozptyl rizika s méně dramatictějšími dopady, nicméně tento rozptyl měl naprosto opačný efekt, kdy rozproštění rizika nevedlo ke snížení jeho koncentrace, ale k jeho přenesení na širší finanční trhy, a to včetně evropských investorů. Jakmile začalo docházet k zabavování zadlužených nemovitostí u sub-prime hypoték v USA, zastavily se hypoteční splátky na pokrytí těchto půjček a cenné papíry kryté nestandardními hypotékami začaly ztrácet hodnotu. Neméně podstatnou otázkou zde bylo, kde jsou tyto cenné papíry, jejíž investoři jsou rozmístěni po celé zeměkouli, umístěny na trhu. Tato nejistota vedla k vysoké volatilitě a obezřetnosti na celosvětových finančních trzích.⁴⁹

⁴⁸ Martin Sankot. Financování hypotečních obchodů pomocí modelu sekuritizace hypotečních úvěrů – MBS. <<http://bankovnictvi.ihned.cz/c1-13502490-financovani-hypotecnich-obchodu-pomoci-modelu-sekuritizace-hypotecnich-uveru-mbs>> [citováno 15. října 2003]

⁴⁹ Kohout, Pavel. Finance po krizi, 3. rozšířené vydání, Evropa na cestě do neznáma. 3. vydání, Grada Publishing, 2011. 328 stran. ISBN 9788024740195

Kolateralizované obligace neboli CDO (Collateralized Debt Obligation) jsou investiční instrumenty derivátového typu, což znamená, že výnosy z nich jsou závislé na vývoji podkladového aktiva, což mohou být úvěry fyzickým a nebankovním právníkům osobám, bankám, dluhopisy nebo jiné úvěrové deriváty. Tato aktiva banka prodává ve formě balíčků dalším investorům, od nichž vyinkasuje hotovost a zavazuje se tím, že v budoucnu vyplatí příslušný výnos plynoucí ze zmíněného vývoje podkladového aktiva spolu s počáteční jistinou. Prodejem se veškerá rizika převádějí na investora.⁵⁰

CDO se obvykle emitují v tzv. tranších, kde je každý balíček rozdělen do tří skupin v závislosti na míře rizika a očekávaného výnosu. Nejmeně kvalitní tranše (Junior tranše) poskytovala investorům nejvyšší výnos, ale také nejvyšší riziko nesplácení závazků ze strany emitenta. Sem patří i zmiňované subprime hypotéky. Oproti tomu nejkvalitnější Senior tranše představovaly nejnižší riziko, ale i nejnižší výnos.⁵¹

Důvodem obchodování s těmito instrumenty je především očekávaný vyšší výnos a nižší náklady na uskutečnění transakčních obchodů oproti klasickým obligacím. Je možné je držet do doby splatnosti, nebo s nimi nadále obchodovat na kapitálových trzích a snažit se dosáhnout zisku mezi prodejní a kupní cenou.

Významnou skupinou obchodujících s CDO jsou právě bankovní subjekty, kterým CDO umožňují přenést riziko na jiné subjekty, jelikož podléhají regulačním pravidlům o kapitálové přiměřenosti, které bankám zakazují zvyšovat rizikovost svých aktiv nad únosnou míru danou výší svého základního kapitálu.⁵²

Takto nově sofistikované produkty, které mnohdy dostanou od ratingových agentur hodnocení AAA, vytváří domněnku kvalitních investic, které skupují i investoři, kteří si

⁵⁰ Veronika Bučková. CDO a jeho souvislost se vznikem současné hospodářské krize. Dostupné na WWW: <<http://www.finance.cz/zpravy/finance/217511-cdo-a-jeho-souvislost-se-vznikem-soucasne-hospodarske-krize/>> [citováno 23. dubna 2009]

⁵¹ Bellamy Foster, John; Magdoff, Fred. Velká finanční krize příčiny a následky. 1. české vydání. Grimmus, 2009. 160 stran. ISBN 9788090283114

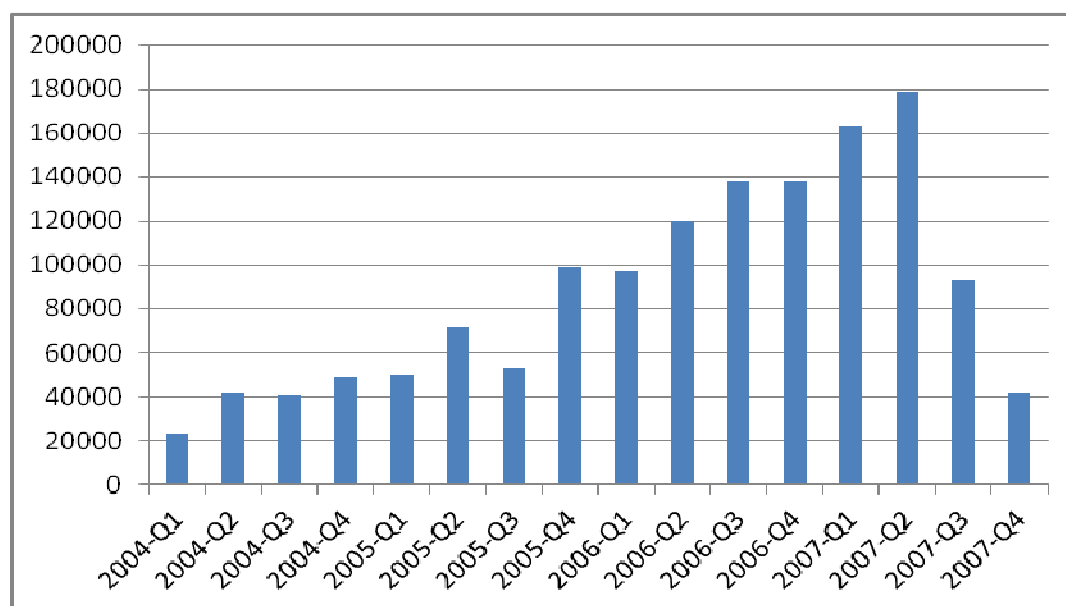
⁵² Veronika Bučková. CDO a jeho souvislost se vznikem současné hospodářské krize. Dostupné na WWW: <<http://www.finance.cz/zpravy/finance/217511-cdo-a-jeho-souvislost-se-vznikem-soucasne-hospodarske-krize/>> [citováno 23. dubna 2009]

nejsou vědomi, co CDO obsahují. A to především kvůli jejich neprůhledné struktuře a velkým objemům.

V momentě, kdy dojde k výpadku splácení hypoték, pak stejně tak dochází i k výpadku cash flow plynoucí majitelům CDO. Stejná situace nastává i při poklesu cen podkladových aktiv, kterým jsou nemovitosti. CDO s ratingem AAA se tím stávají zcela ztrátové. Z hlediska rozsahu zasažení těmito deriváty se dostáváme na nadnárodní, globální úroveň.

Tyto obligace získávaly na popularitě a jejich objem stále stoupal. Dle grafu níže hodnota emitovaných CDO obligací dosáhla v druhém kvartálu roku 2007 bezprecedentní hodnoty až téměř 180.000 mld. USD (graf 3). Poté začala po splasknutí bubliny rapidně klesat.

Graf 3: Objem globálně emitovaných CDO (v mld. USD)



Zdroj: Sifma

2.3 Úvěrové politika

Zadluženost Spojených států má dlouhodobou stoupající tendenci, nicméně od roku 1999 neměl tento strmý růst v historii své obdoby. Od poloviny 90. let byl úvěrový rozptyl vyznačován velkým nárůstem ekonomické nerovnosti.

Příčinou jevu vytváření nových peněz ve formě úvěrů a jejich umístování na finanční trhy má za důsledek zvyšování cen akcií, z čehož profitují hlavně bohatší lidé jako investiční bankéři a spekulanti. Zisk se stává tím vyšší, čím déle úvěrová expanze trvá.

Takto nahuštěné peníze do finančních trhů zvyšují poptávku po kapitálových statcích a statcích dlouhodobé spotřeby, které jsou podniky financovány dalším úvěrem podpořeným nízkými úrokovými sazbami.

Zvyšující poptávka po kapitálových statcích a statcích dlouhodobé spotřeby zvyšuje obraty podniků a snížení úrokových sazeb stimuluje k realizaci velkých investičních projektů a k nákupu dlouhodobých statků.

Takovéto zvýšení zisku nadále podporuje zvyšování cen akcií. V momentě, kdy ale úvěrová expanze ustane, končí i podnět k růstu akciových trhů a zisků, které padají a z kapitálových zisků se stávají kapitálové ztráty.

Podstatnou část na vzniku současné finanční krize má i nebezpečné chování bank nedodržováním předpisů kapitálové přiměřenosti, utvářením neobvyklých instrumentů, které nepodléhaly regulaci nebo ji nemusely díky určitým podmínkám dodržovat. Banky vytvářely pro ně výhodné obchody na úkor jiných subjektů při honbě za vyšším ziskem.

Typickým příkladem jsou hypoteční úvěry, které jsou standardně poskytovány do výše 70% kupované nemovitosti. Nicméně jelikož byl meziroční růst cen nemovitostí velice silný, byly banky ve finále ochotny poskytovat hypoteční úvěry až v hodnotě 125% ceny nemovitosti, jelikož počítaly s jejich rychlým zúročením tak, aby odpovídaly původní výši úvěru.

U nabízených hypotečních úvěrů rostly úrokové sazby v závislosti na klesající bonitě dlužníka, což bylo důvodem, proč finanční subjekty začaly upřednostňovat subprime hypotéky před standardními prime hypotékami, které nesly nižší výnos. Investorům se tak nabízely vysoce výnosné, nicméně velice rizikové obligace.

I nekalé praktiky hypotečních makléřů, kteří doporučovali méně výhodné úvěry a záměrně neposkytovali informace o skrytých poplatcích, které klienti nebyli posléze schopni splácet, což mělo za následek zabavování nemovitostí, sebou nesou svůj podíl. Nejznámější takovouto společností, jež úvěry poskytovala je Countrywide Financial.

3. Dopady finanční krize

V této části jsou vymezeny některé z dopadů finanční krize jako čištění finančních trhů, zásahy státu v podobě záchran společností a finančních injekcí (role centrálního bankovníctví) a dopady krize v eurozóně.

3.1. Čištění finančních trhů

The Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) byla založena v roce 1938 americkým Kongresem jako součást Rooseveltova New Dealu ve snaze oživit ekonomiku po následcích těžké deprese s cílem zajistit podporu bydlení a zajištění dostatečného množství finančních prostředků pro banky poskytující hypoteční úvěry. Fannie Mae fungovala pod křídly amerického Kongresu, což společnosti vytvářelo možnost si půjčovat od investorů prostředky za relativně nízký úrok, ty dál postupovat potřebným institucím a vytvářet tím zisk vyplývající z rozdílu mezi úrokem přijatým a poskytnutým. V roce 1968 byla Fannie Mae privatizována a ve stejném roce jí byla vytvořena protiváha v podobě Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation), jež měla vytvořit mezi oběma institucemi volnou soutěž a zabránit možné monopolizaci hypotečního trhu. Společnosti tak volně obchodovaly na burze pod plnou kontrolou svých akcionářů a přesto, že byly zároveň napojeny na americký státní rozpočet, tak americká vláda nikdy neručila za jejich závazky. V roce 2008 obě společnosti spravovaly hypotéky v objemu 5,5 bilionu dolarů, což je necelá polovina hypotečního trhu v USA a téměř 40% amerického HDP. Tyto hodnoty narostly především díky zvýšenému odprodeji hypoték od bank a jejich prodejem investorům v období rekordně nízkých úrokových sazeb. Jen za rok 2002 se zvýšil čistý zisk Fannie Mae o 19,1% a také další dva roky byly pro společnost velice úspěšné.⁵³

Prudké zpomalení tempa růstu cen domů, nárůst počtu opožděných plateb a počty propadlých zástav způsobil, že se obě společnosti začaly dostávat do problémů. Akcie obou společností se začaly hluboce propadat. Klesající ceny domů, které měly Fannie a

⁵³ Jaroslav Brychta. Freddie Mac a Fannie Mae noční můrou obchodníků. Dostupné na WWW: <<http://www.finance.cz/zpravy/finance/180097-freddie-mac-a-fannie-mae-nocni-murou-obchodniku/>> [citováno 25. července 2008]

Freddie v portfoliu měly za následek snížení hodnoty cenných papírů a vytvoření ztráty ve výši 11 miliard dolarů, z čehož celková ztráta v roce 2008 vzrostla až na 59,8 miliard korun. Téměř každá banka ve Spojených státech jakožto ve světě měla ve svém portfoliu cenné papíry, jejichž splácení je garantováno právě těmito společnostmi. Je více než zřejmé, že jejich kolaps by měl za důsledek naprosté zamrznutí realitního trhu v USA. Americké vládě nezbývalo nic jiného, než nad nimi v září roku 2008 převzít kontrolu.⁵⁴

Podobné osudy potkaly i investiční banky Bear Stearns, Lehman Brothers a Merrill Lynch.

Jako první byla vládou USA z bankrotu a insolventnosti vykoupena banka Bear Stearns prostřednictvím Federálního rezervního fondu a to v březnu roku 2008. Bear Stearns se soustředila především na obchodování s cennými papíry, jehož portfolio dosahovalo v listopadu roku 2007 přes 269 miliard dolarů, z čehož asi 30 miliard připadalo na problematické nástroje kryté substandardními hypotékami. „*Bear Stearns používala ke svému obchodu páku, která může znásobit nejen výnosy, ale i ztráty. Pokud náklady na dluh přesáhnou výnosy z investic, finanční páka se obrátí proti svému uživateli a může ho i zničit*“⁵⁵. A tak se i stalo. Bear Stearns došla hotovost, dostala se na dno a musela být vykoupena bankou JP Morgan za výprodejovou cenu 2 dolarů za akcii.⁵⁶

V tu dobu to stále vypadalo, že banka Lehman Brothers prosperuje. Dokonce se jí do léta podařilo dvakrát navýšit kapitál, nicméně její aktiva se velice podobala těm, které měla v portfoliu Bear Stearns a to v mnohem vyšší hodnotě – 600 miliard dolarů, z čehož vlastní jmění činilo miliard pouhých 30. Nicméně i Lehman Brothers doplatila na propad cen na

⁵⁴ Jaroslav Brychta. Freddie Mac a Fannie Mae noční můrou obchodníků. Dostupné na WWW: <<http://www.finance.cz/zpravy/finance/180097-freddie-mac-a-fannie-mae-nocni-murou-obchodniku/>>[citováno 25. července 2008]

⁵⁵ Kohout, Pavel. Finance po krizi, 3. rozšířené vydání, Evropa na cestě do neznáma. 3. vydání, Grada Publishing, 2011. 328 stran. ISBN 9788024740195

⁵⁶ Pavel Kohout. Bear Stearns: IPB po americku. Finmag.cz [online]. Dostupné na WWW: <<http://www.finmag.cz/cs/finmag/ekonomika/bear-stearns-ipb-po-americku/>>[citováno 19. března 2008]

trhu nemovitostí a na krizi spojenou s nesplácením rizikových hypoték a 15. září roku 2009 po 158 letech zkrachovala.⁵⁷

Po pádu Lehman Brothers přichází zpráva, že Bank of America převezme společnost Merrill Lynch za 50 mld. USD, která se s více než 20 000 brokery a 2,5 triliony USD řadila mezi největší brokerskou a investiční banku na světě.⁵⁸

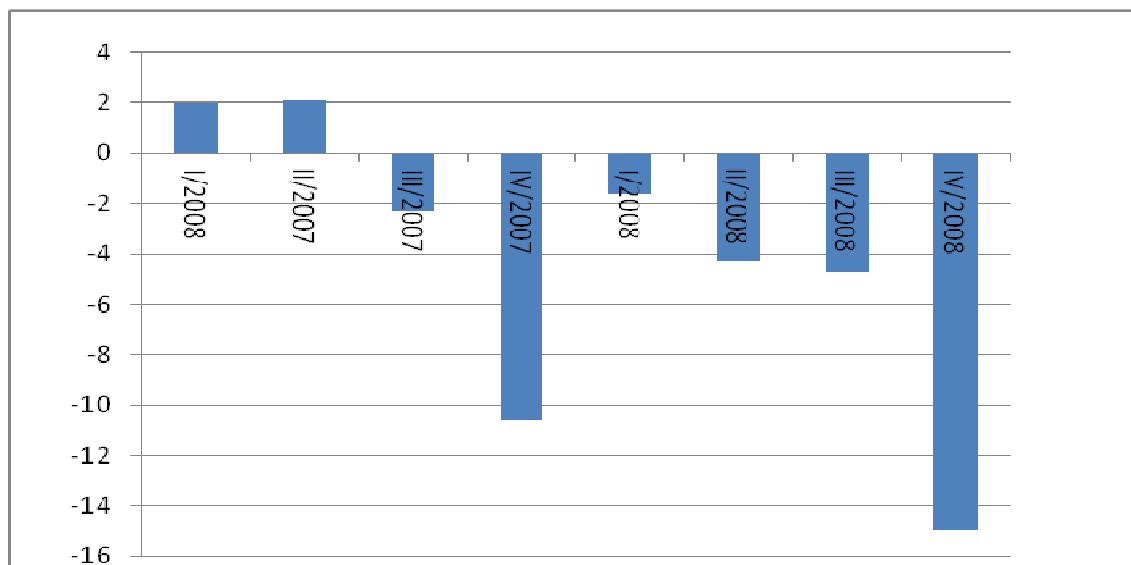
Ještě na konci roku 2006 se Merrill Lynch chlubila rekordním ziskem 7 miliard dolarů. Cena jejich akcií vystřelila o 40 procent nahoru. Bohužel spekulace na trhu ve formě zpracování hypoték do exotických finančních derivátů a jejich distribuce dalším finančním společnostem dovedla společnost Merrill Lynch k odpisu nejvyšších ztrát v její historii v momentě, kdy čím dál víc Američanů nemělo na splácení úvěrů na bydlení a deriváty, které byly na hypotéky navázány, ztrácelo prudce svoji hodnotu.⁵⁹ Od třetího kvartálu roku 2007 se hospodářský výsledek společnosti pohyboval již jen v minusových hodnotách a na konci roku 2008 se propadl do ztráty vyšší než 14 mld. dolarů. (graf 4)

⁵⁷Jan Stuchlík. Pád Lehman Brothers: Co poslalo svět do finanční propasti. Dostupné na WWW: <<http://www.penize.cz/svetova-ekonomika/59054-pad-lehman-brothers-co-poslalo-svet-do-financi-propasti>>[citováno 14. září 2009]

⁵⁸Design. In Wikipedie: otevřená encyklopedie [online]. Merrill Lynch. Strana naposledy editována 28.12.2011. Dostupný z WWW: <http://cs.wikipedia.org/wiki/Merrill_Lynch>

⁵⁹Jan Stuchlík. Pád Merril Lynch: Jak ikonu pohřbily hypotéky. Dostupné na WWW: <<http://www.penize.cz/investice/54077-pad-merrill-lynch-jak-ikonu-pohrbily-hypoteky>>[citováno 08. června 2009]

Graf 4: Zisk/ztráta společnosti Merrill Lynch v mld. USD



Zdroj: Merrill Lynch

Delší čas byla v nesnázích i AIG (American Insurance Group), která vykázala tři čtvrtletí po sobě ztrátu. Za problémy stály opětně derivátové nástroje CDS (credit default swap), které sice plní funkci pojištění úvěru, ale v případě že nejde o pojistnou smlouvu, pak nepodléhají pojistné regulaci. Jelikož nejde ani o cenné papíry, nejsou kontrolovány Komisí pro cenné papíry a jelikož AIG není bankou, pak nespádají ani pod bankovní dohled. AIG hraje v pojišťování rizikových operací finančních institucí klíčovou roli na celém světě.

Pro banky jsou tyto deriváty výhodným nástrojem, jelikož ukazují, že za poskytnuté úvěry ručí společnost s AAA ratingem, kde tímto odpadá povinnost držet vysoké rezervy na případnou insolvenční úvěrů. Ovšem schopnost splnit tyto závazky musí v takovém případě právě firma s nejvyšším ratingem.

Provozováním těchto aktivit investičního bankovníctví a odklonění se od tradičního modelu pojišťovací činnosti a správy aktivit se společnost AIG dostala do finančních problémů neočekávaným krachem firem a ztráty hodnot těchto cenných papírů, jejichž velkou část hodnoty musela AIG odepsat.

AIG byla vykoupena americkou centrální bankou FED úvěrovou linkou ve výši 85 mld. USD, kde protistranou stát získává ve společnosti 80% podíl.⁶⁰

3.2 Role centrálního bankovníctví

Americká centrální banka Fed po propuknutí krize s hypotečními úvěry snižuje základní úrokové sazby, aby tak bojovala proti pádu amerického hospodářství do recese, čímž si Fed sliboval především snížení tržních úrokových sazeb u všech úvěrů, které by tak pomohly celkové spotřebě a investicím. K této nekonvenční měnové politice se přidává i ECB (European Central Bank), SNB (Swiss National Bank) a BoE (Bank of England).⁶¹

Akciové trhy na tuto zprávu reagovaly výrazným posílením, při kterém se dařilo především finančním titulům, které posilovaly až o více než deset procent. Naproti tomu americký dolar pokračoval ve svém oslabování, při kterém se dostal až na hranici 1,414 EUR/USD.⁶²

Poté co Fed srazil úrokové sazby téměř k nule a již neměl prostředky k tomu, aby podněcoval politiku za pomoci krátkodobých úrokových sazeb, začal uplatňovat strategii uvolňování dlouhodobých sazeb prostřednictvím vykupování cenných papírů s delší splatností. FED se soustředil převážně na výkup cenných papírů krytých hypotékami. Tím do ekonomiky začalo proudit více peněz a zároveň docházelo ke snížení úroků z hypoték. Fed se nadále rozhodl i k vykupování cenných papírů krytých běžnými půjčkami, čímž docílil snížení sazeb i v této oblasti.

Dopad extrémně nízkých úrokových sazeb pomohl ke stabilizaci realitního trhu a přispěl ke zklidnění spotřebitelské důvěry, kdy levné hypotéky donutily řadu domácností refinancovat své závazky. Pád akcií se zastavil. Nicméně tyto pozitivní změny mají za důsledek další změnu v chování obchodníků, kteří znovu začínají upřednostňovat vyšší

⁶⁰ Kohout, Pavel. Finance po krizi, 3. rozšířené vydání, Evropa na cestě do neznáma. 3. vydání, Grada Publishing, 2011. 328 stran. ISBN 9788024740195

⁶¹ ČNB. Internetové stránky. Monitoring centrálních bank oddíl měnová politika, 4. cnb.cz [online]. Poslední aktualizace červen 2009. Dostupné na WWW: <<http://www.cnb.cz>>

⁶² ČNB. Internetové stránky. Monitoring centrálních bank oddíl měnová politika, 4. cnb.cz [online]. Poslední aktualizace červen 2009. Dostupné na WWW: <<http://www.cnb.cz>>

výnos a riziko před bezpečím, vracejí se znovu k výhodným akciím a kapitál znovu plyne do rizikovějších zemí, což se odráží na výnosu z amerických dluhopisů, který se za pouhý měsíc navýšil o 0,75 %. Růst dlouhodobých úrokových sazeb se promítá do všech ostatních sazeb v ekonomice, které mají za důsledek taktéž stoupat. Takový vývoj je možné sledovat i u hypotečních úvěrů, který se za stejnou dobu zvyšuje ze svých 4,9% na 5,3%.⁶³

V takovém případě by další prodej vládních dluhopisů přispěl k růstu úrokových sazeb bez ohledu na to, jak nízko by byly centrální bankou udržovány. Fed se tak dostal do pozice, kdy možnosti ovlivňovat americkou ekonomiku jsou velice omezené.

Hlavní světové centrální banky prohlásily, že přistupují ke koordinované akci vedoucí ke zmírnění napětí na finančních trzích tím, že zvýší nabídku dolaru na peněžních trzích uzavřením série dohod o měnovém swapu v hodnotě 180 mld. USD.⁶⁴ Měnové swapy jsou všeobecně používány pro vyloučení oscilací úroků či měn a to úlozkou jedné měny za výpůjčku měny druhé. Tyto operace pomohou zvýšit likviditu dolaru, která na globálním trhu v září v roce 2008 úplně zamrzla.

Stimulační balíček, navrhovaný prezidentem Barackem Obamou, byl schválen v únoru 2009 v celkové výši 789 miliard dolarů, který měl být vynaložen na:

- *„Snížení daní pro podniky a možnost rychlejšího odpisování majetku.*
- *Finanční pobídky pro firmy investující do obnovitelných zdrojů energie.*
- *Snížení daňových odvodů v nejbližších obdobích pro firmy, jež jsou v restrukturalizaci, tak, aby jim nehrozil bankrot.*
- *Výplatu podpory dávek v nezaměstnanosti, příspěvky na školné.*
- *Vládní investice do infrastruktury a vysokorychlostní železnice.*

⁶³ ČNB. Internetové stránky. Monitoring centrálních bank oddíl měnová politika, 4. cnb.cz [online]. Poslední aktualizace červen 2009. Dostupné na WWW: <<http://www.cnb.cz>>

⁶⁴ Ihned.cz. Online zprávy hospodářských novin. Boj proti finanční krizi: Centrální banky spojují síly. Ihned.cz [online]. Poslední aktualizace 18.09.2008. Dostupné na WWW: <http://ihned.cz/c4-10089450-27823090-006000_d-boj-proti-financni-krizi-centralni-banky-spojuji-sily>

- *Zároveň uvaluje omezení pro výplatu bonusů managerů velkých firem, jež budou čerpat prostředky z vládního balíčku.*“⁶⁵

Prezident zároveň zveřejnil i program podpory 9 milionů domácností, u kterých visela hrozba zabavení nemovitosti, z nichž 5 milionů získá možnost změnit podmínky splácení hypotečního úvěru a zbylé domácnosti obdrží přímou podporu.⁶⁶

Dalším záchranným opatřením je tzv. stress test, který byl vymezen pro 19 největších amerických bank. Cílem je zátěžovým testem zjistit, zda jsou banky schopny překonat i nejtěžší problémy, které odhalí, jsou-li dostatečně kapitálově vybaveny.

Pro tyto účely je vymezeno 700 miliard dolarů ve formě nákupu prioritních akcií společnosti s 9 % dividendou a směnitelností za akcie kmenové.⁶⁷

Další koncept, který byl představen americkým ministrem financí Timothy Geithnerem, nese jméno „bad banks“, jejímž účelem je shromáždění toxických aktiv, jež by pomohly odstranit pochyby o kvalitě banky či jiného subjektu, které navozují neochotu bank těmto subjektům půjčit.

Převod takových aktiv by měl být uskutečněn za téměř nulovou cenu, aby nemohl ohrozit zadlužení státního rozpočtu. Tento převod by prokazoval, které banky budou oproštěny od rizika, a přesto zůstanou kvalitní natolik, aby přežily bez další sanace, a které nekvalitní banky zbankrotují.

Záchranným plánem ve Velké Británii bylo vymezení 50 mld. GBP, jejichž podstatná část putovala na odkup části akcií postižených subjektů, v rámci navýšení jejich kapitálu, a

⁶⁵ Ondřej Dorňák. Řešení krize a recese: Vládní zásahy USA a EU. Dostupný na WWW: <<http://www.investujeme.cz/reseni-krize-a-recese-vladni-zasahy-usa-a-eu/>>[citováno 04. března 2009]

⁶⁶ Ondřej Dorňák. Řešení krize a recese: Vládní zásahy USA a EU. Dostupný na WWW: <<http://www.investujeme.cz/reseni-krize-a-recese-vladni-zasahy-usa-a-eu/>>[citováno 04. března 2009]

⁶⁷ Ondřej Dorňák. Řešení krize a recese: Vládní zásahy USA a EU. Dostupný na WWW: <<http://www.investujeme.cz/reseni-krize-a-recese-vladni-zasahy-usa-a-eu/>>[citováno 04. března 2009]

zbytek byl investován jako záruka za zbylé nově upsané akcie. Další podpora ve výši 200 mld. GBP směřovala na krátkodobé půjčky a jejich zajištění hotovosti.⁶⁸

Obdobný systém zvolily i ostatní státy EU, především Německo, Itálie, Francie a Švýcarsko.

⁶⁸ Ondřej Dorňák. Řešení krize a recese: Vládní zásahy USA a EU. Dostupný na WWW:
<<http://www.investujeme.cz/reseni-krize-a-recese-vladni-zasahy-usa-a-eu/>>[citováno 04. března 2009]

3.3 Dopady krize v eurozóně

Vstup do eurozóny se může promítnout do ekonomik různým způsobem. V případě Španělska mělo přijetí eura za následek mimořádný hospodářský růst.⁶⁹ Zhruba od roku 1995 mohla být tato země považována téměř za učebnicový příklad správné hospodářské politiky. Španělsko mělo přebytkové veřejné rozpočty a zaznamenávalo několika procentní růst HDP. Z peněz evropských fondů byla kompletně revitalizována španělská infrastruktura a do této doby můžeme datovat i vznik stavebního boomu.⁷⁰ Masivní výstavba a zavedení eura s nízkými úrokovými sazbami ze strany Evropské centrální banky mělo za důsledek další růst HDP a pokles nezaměstnanosti.

Ceny domů a bytů se během posledního desetiletí až ztrojnásobily, což vytvářelo u obyvatel iluzi, že ceny nemovitostí půjdou dále nahoru. Investice do nemovitostí se tak staly velkou investiční příležitostí.⁷¹ Do oboru stavebnictví se zapletly i banky, které na jedné straně financovaly projekty developerů a na straně druhé podporovaly odbyt těchto projektů lehce dostupnými hypotékami.⁷² Banky půjčily v roce 2006 celkem 250 miliard eur developerům, 134,3 miliardy eur stavebním společnostem a 544 eur miliard eur kupujícím.⁷³

⁶⁹ Pavel Kohout. Španělská finanční krize: „Ztráta z cihel“. Dostupný na WWW: <<http://www.finmag.cz/cs/finmag/ekonomika/spanelska-financni-krize-quot-ztrata-z-cihel-quot/>>[citováno 08. února 2010]

⁷⁰ Vítězslav Klement. Kulhající flamengo aneb příčiny současné krize Španělska. Dostupný na WWW: <<http://ihp.cz/?p=652>>[citováno 12. prosince 2011]

⁷¹ Pavel Kohout. Španělská finanční krize: „Ztráta z cihel“. Dostupný na WWW: <<http://www.finmag.cz/cs/finmag/ekonomika/spanelska-financni-krize-quot-ztrata-z-cihel-quot/>>[citováno 08. února 2010]

⁷² Vítězslav Klement. Kulhající flamengo aneb příčiny současné krize Španělska. Dostupný na WWW: <<http://ihp.cz/?p=652>>[citováno 12. prosince 2011]

⁷³ Pavel Kohout. Španělská finanční krize: „Ztráta z cihel“. Dostupný na WWW: <<http://www.finmag.cz/cs/finmag/ekonomika/spanelska-financni-krize-quot-ztrata-z-cihel-quot/>>[citováno 08. února 2010]

Exploze na trhu nemovitostí zde neměla historický precedens. Hodnota majetku, který měli Španělé ve formě nemovitostí, odpovídala 509 % hrubého domácího produktu. Americké domácnosti ve stejném roce vlastnily nemovitosti v hodnotě pouhých 159 % HDP.⁷⁴

Obrovský realitní boom se začal propadávat na jaře 2008, hodnota španělských nemovitostí klesla v průměru o 65 procent od svého vrcholu. Španělsko prochází těžkou bankovní krizí, kterou drží banky nad vodou díky půjčkám od Evropské centrální banky přesahující nyní 70 miliard eur.⁷⁵

Podíl Řecka na evropském HDP tvořil přibližně 3 %, a přesto se po vypuknutí krize v roce 2009 ocitlo na pokraji bankrotu, jehož finanční situace je řešena dodnes. Představa, že by Řecko bylo schopno splatit své závazky, se stává stále více hypotetickou.⁷⁶

Nesplacitelnost řeckých dluhů je věc, se kterou finanční trhy dnes již počítají a proto musí dojít k nějaké formě restrukturalizace, která přinese věřitelům co možná nejmenší ztráty.⁷⁷ Otázka, zda je nejlepší cestou onen řízený bankrot, odstup z Evropské unie či odpouštění části dluhu a podpůrné finanční balíčky, je dodnes diskutována mnoha ekonomy.

Řeckou krizi můžeme charakterizovat jako krizi rozpočtovou, kdy země utrací více, než je schopna sama vybrat na daních a stejně tak jako krizi měnovou, při které kupní síla neodpovídá síle ekonomiky a exportního průmyslu. Začne se vytvářet hluboký schodek obchodní bilance, ztrácet se konkurenceschopnost vývozců a zvyšuje se nezaměstnanost. Klesají daňové příjmy státu, rostou požadavky na sociální výdaje a nastává rozpočtová

⁷⁴ Pavel Kohout. Španělská finanční krize: „Ztráta z cihel“. Dostupný na WWW: <<http://www.finmag.cz/cs/finmag/ekonomika/spanelska-financni-krize-quot-ztrata-z-cihel-quot/>>[citováno 08. února 2010]

⁷⁵ Pavel Kohout. Španělská finanční krize: „Ztráta z cihel“. Dostupný na WWW: <<http://www.finmag.cz/cs/finmag/ekonomika/spanelska-financni-krize-quot-ztrata-z-cihel-quot/>>[citováno 08. února 2010]

⁷⁶ Miroslav Zámečník. Hrozí v brzké době Řecku bankrot? A jaké by měl důsledky? Dostupný na WWW: <<http://dialog.ihned.cz/machacek/c1-51708860-hrozi-v-brzke-dobe-recky-bankrot-a-jake-by-mel-dusledky>>

⁷⁷ Ondřej Schneider. Hrozí v brzké době Řecku bankrot? A jaké by měl důsledky? Dostupný na WWW: <<http://dialog.ihned.cz/machacek/c1-51708860-hrozi-v-brzke-dobe-recky-bankrot-a-jake-by-mel-dusledky>>

krize. A ani Řecko se nevyhnulo krizi bankovním zpřísněním úvěrové politiky. Kombinace těchto tří okolností měla přímo devastační účinky.⁷⁸

Řecko se přijetím do eurozóny a rychlým růstem platů oproti produktivitě práce dostalo do pozice málo konkurenceschopné země s výsledkem postupně zvyšujícího se dluhu až ve výši více než 140 % HDP.⁷⁹

Zavedení eura bylo hodnoceno v roce 2001 jako garance kvality a předpokládalo se, že společná měna přinutí Řecko k lepší finanční disciplíně, nicméně i zde euro přineslo zemi nižší úrokové sazby, které měly za důsledek levnější přístup k úvěrům. Inflace levných eurových úvěrů přispěla k růstu cen a mezd.⁸⁰

Ještě v roce 1977 činil řecký státní dluh jen 18 % HDP, v roce 1987 to již bylo 53 % HDP, v roce 1993 112 % HDP a prognóza Evropské komise na rok 2011 hovoří o 135 % HDP.⁸¹

Rok 2008

V roce 2008 již několik zemí pocítila dopady krize, nicméně Řecko ještě pokračovalo v období hospodářského růstu. První záchvěvy krize se začaly projevovat v posledním čtvrtletí tohoto roku⁸²

Rok 2009

V tomto roce se již projevila plná dopad globální krize, při kterém začala klesat růstová dynamika HDP, průmyslová, stavební výroba, tržby z cestovního ruchu i maloobchodní

⁷⁸ Kohout, Pavel, Finance po krizi, 3. rozšířené vydání, Evropa na cestě do neznáma, třetí vydání, Grada Publishing, 2011, 328 s., ISBN 978-80-247-4019-5

⁷⁹ Michal Mejstřík. Využije Evropa řeckého impulsu k budování federace, transferové a politické unie? Dostupné na WWW: <<http://dialog.ihned.cz/machacek/c1-52052760-vyuzije-evropa-reckeho-impulsu-k-budovani-federace-transferove-a-politicke-unie>>

⁸⁰ Kohout, Pavel. Finance po krizi, 3. rozšířené vydání, Evropa na cestě do neznáma. 3. vydání, Grada Publishing, 2011. 328 stran. ISBN 9788024740195

⁸¹ Kohout, Pavel. Finance po krizi, 3. rozšířené vydání, Evropa na cestě do neznáma. 3. vydání, Grada Publishing, 2011. 328 stran. ISBN 9788024740195

⁸² Zastupitelský úřad Athény. Řecko: ekonomická charakteristika země. Dostupné na WWW: <<http://www.businessinfo.cz/cz/sti/recko-ekonomicka-charakteristika-zeme/4/1000795/?rtc=2>>[citováno 17. března 2011]

obrat. Recese prohlubovala propad veřejných financí. Nová vláda PASOK potírala začínající fiskální krizi. Úroková míra řeckých dluhopisů prudce stoupala. Evropská komise vyzvala Řecko k okamžité konsolidaci veřejných financí a ke zkvalitnění systému sběru a zpracování statistických údajů.⁸³

Rok 2010

Tento rok byl ve znamení plného propuknutí krize, provázenou hlubokou recesí. HDP pokleslo o 4,5 % a nezaměstnanost vystoupila až na 12,5 %. Rating řeckých státních dluhopisů se postupně propadl až na úroveň „junk“ (odpad). Finanční trhy odmítly poskytovat finanční výpomoc a státní pokladna se ocitla na pokraji bankrotu. Evropská komise, Evropská centrální banka a členové eurozóny ve spolupráci s MMF se rozhodli aktivovat podpůrný mechanismus pomocí záchranného úvěru ve výši 110 mld. EUR, který bude Řecku uvolňován postupně v průběhu let 2010-2012 ve 12 tranších za podmínky plnění konsolidačního programu.⁸⁴

V současné době Eurozóna schvaluje druhý záchranný úvěr pro Řecko, který by měl dosahovat výše 130 miliard eur.

Co se týče hodnot od roku 2005 do roku 2011, pak HDP klesl od roku 2005 o 9,2 % (tabulka 3). Nezaměstnanost se během téměř šesti let dostala z 9,9 % na 16,2 % (tabulka 4). Řecké stavebnictví ožilo v letech 2006 – 2007 v souvislosti s realizací projektů spolufinancovaných z unijních fondů a s rozkvětem soukromé výstavby. Posléze se začal projevovat negativní dopad finanční a úvěrové krize a stavebnictví vstoupilo do hluboké recese v důsledku nejen nedostatku prostředků na veřejné projekty a soukromé bytové výstavby, ale i zvýšení daňové zátěže nemovitostí (tabulka 5). A služby jako nejdůležitější zdroj řecké tvorby HDP zaznamenaly propad od roku 2009, což silně poznamenává tamní ekonomiku (tabulka 6).

⁸³ Zastupitelský úřad Athény. Řecko: ekonomická charakteristika země. Dostupné na WWW: <<http://www.businessinfo.cz/cz/sti/recko-ekonomicka-charakteristika-zeme/4/1000795/?rtc=2>>[citováno 17. března 2011]

⁸⁴ Zastupitelský úřad Athény. Řecko: ekonomická charakteristika země. Dostupné na WWW: <<http://www.businessinfo.cz/cz/sti/recko-ekonomicka-charakteristika-zeme/4/1000795/?rtc=2>>[citováno 17. března 2011]

Tabulka 3: Vývoj objemu HDP (meziroční změna v %)

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	I.Q.2011
Změna HDP	+3,7	+4,2	+4,0	+1,3	-2,0	-4,5	-5,5

Zdroj: Řecký statistický úřad (EL.STAT.), Ministerstvo financí

Tabulka 4: Vývoj nezaměstnanosti (podíl na pracovním potenciálu v %)

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	III.11
Nezaměstnanost	9,9	8,9	8,3	7,6	9,5	12,5	16,2

Zdroj: Řecký statistický úřad (EL.STAT.)

Tabulka 5: Vývoj stavebnictví

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
Stavebnictví		1,74	16,93	1,57	-18,52	-11,48	-12,13
Index stavební výroby	-		3,7	14,3	7,8	-17,5	-31,6

Zdroj: Řecký statistický úřad (EL.STAT.)

Tabulka 6: Vývoj služeb (meziroční změna v %)

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
Obchod servisní služby, veřejné stravování, hotely, skladování a komunikace		5,45	7,42	8,91	3,98	-3,79	-2,79
Finanční služby, správa nemovitého majetku		0,33	7,15	8,34	3,84	4,14	0,01
Ostatní služby		6,38	9,84	7,82	11	4,76	-7,93
Služby celkem		4,4	8,08	8,43	6,09	0,87	-3,8

Zdroj: Řecký statistický úřad (EL.STAT.)

Závěr

Krize jsou součástí hospodářských cyklů a jejich příčiny byly popsány již v několika teoriích, vidící příčiny interních či externích šoků v různých faktorech jako např. v peněžní zásobě na trhu, kterou zastávali monetaristé či v reálných příčinách, kdy trh může být ovlivněn inovacemi (teorie reálného hospodářského cyklu) či investičními boomy (zastánci keynesiánské ekonomie). Jak zamezit jejich opakování je dodnes jedním z ústředních témat výzkumu soudobé makroekonomie.

Americká hypoteční krize, která se následně přelila i do krize finanční za hranice USA se se svými dopady vypořádávala až tři roky od jejího počátku. Že byla způsobená bublinou na americkém hypotečním trhu je zřejmé, nicméně jak k této bublině došlo, a jaké faktory ji zapříčinily je tématem, ve kterém je možné nalézt názorovou shodu jen velmi obtížně. Ať už se jedná o poskytování hypoték nebonitním klientům či o státní podniky jako Fannie Mae a Freddie Mac, které hypoteční úvěry odkupovaly a činily je tak dostupnější širšímu okruhu obyvatelstva.

Čím ona hypoteční bublina nabyla svých rozměrů byl bezpochyby proces sekuritizace, který umožňoval úvěry seskupit do jakýchsi balíčků a vytvořit z nich nový finanční nástroj typu CDO. Ty umožnily z hypoteční banky vyvést riziko plynoucí z hypoték a bylo možné jej v podstatě prodat kamkoliv. Banka tím dostávala možnost prodávat stále rizikovější hypotéky dostupné i pro klienty s vysokým stupněm úvěrového rizika.

Ratingové agentury navíc tyto CDO instrumenty ohodnotily nejvyšším ratingem, čímž v podstatě podnítily jejich stoupající popularitu a objem prodeje. Jejich hodnocením se z důvodu neprůhlednosti nových finančních nástrojů řídila většina investorů. Nárůst finanční krize byl tak podpořen ze strany institucí, které se domnívaly, že bude rozvoj nových trendů přínosný pro ekonomiku a povede k zefektivnění finanční trhů. Rozmach těchto sekuritizovaných instrumentů, obcházení stanovených „měkkých“ zásad a snaha ze strany státu, aby se vlastnictví nemovitostí stalo i záležitostí nízkopříjmových domácností vedlo k nebyvalé podpoře zadlužování a posléze i k destabilizaci finančního trhu.

Právě rozptýl těchto neprůhledných derivátů měl za důsledek vytváření informační asymetrie na trhu a k poskytování půjček i nebonitním klientům, kteří byli schopni plnit

závazky do doby, kdy ceny nemovitostí rostly a udržovaly úrokové míry na nízké úrovni. Trend vyššího investování do nových finančních produktů se rozšířil i do jiných zemí (např. Island), kde finanční trhy začaly krachovat.

Reakcí vlády USA na finanční krizi byly četné injekce finančního charakteru jako např. záchranný balík Baracka Obamy, které pomohly zmírnit dopady krize, nicméně nevyřešily její příčiny, které by měly být hledány v přísnější regulaci a dohledu, jež by navrátily transparentnost a důvěru ve finančních trzích.

I přesto, že krize přinesla světu hodně krušných chvil, je třeba se z ní poučit, přehodnotit obecné pohledy na efektivnost trhu, zásady regulačních opatření, neopatrné zásahy státu a jiných slabých článků, které měly pro světovou ekonomiku nebývalý negativní efekt. Je potřeba nebudovat ekonomiku na jednom odvětví, počítat s cyklickými změnami, přirozeným průběhem na některých trzích a neučit konzumní společnost se více zadlužovat.

Seznam použitých zdrojů:

Monografie:

Saumelson, P. A.; Nordhaus, W. D. Ekonomie. 18. vydání, Praha 2007, NS Svoboda. ISBN 978-80-205-0590-3

Foster, J. B.; Magdoff, F. Velká finanční krize, příčiny a následky. 1. české vydání, 2009. Grimmus. ISBN 978-80-902831-1-4

Holman, R. a kol. Dějiny ekonomického myšlení. 1. vydání, Praha 1999. C. H. Beck. ISBN 80-7179-238-1

Sojka, M. Dějiny ekonomických teorií. 1. vydání. Praha 2010. Havlíček Brain Team. ISBN 978-80-87109-21-2

Kohout, P. Finance po krizi, Evropa na cestě do neznáma. 3. rozšířené vydání, 2011. Grada Publishing. ISBN 978-80-247-4019-5

Internetové zdroje:

Jaroslav Brychta. Freddie Mac a Fannie Mae noční můrou obchodníků. Dostupné na WWW: <<http://www.finance.cz/zpravy/finance/180097-freddie-mac-a-fannie-mae-nocni-murou-obchodniku/>> [citováno 25. července 2008]

Pavel Kohout. Bear Stearns: IPB po americku. Finmag.cz [online]. Dostupné na WWW: <<http://www.finmag.cz/cs/finmag/ekonomika/bear-stearns-ipb-po-americku/>> [citováno 19. března 2008]

Jan Stuchlík. Pád Lehman Brothers: Co poslalo svět do finanční propasti. Dostupné na WWW: <<http://www.penize.cz/svetova-ekonomika/59054-pad-lehman-brothers-co-poslalo-svet-do-financni-propasti>> [citováno 14. září 2009]

Jan Stuchlík. Pád Merrill Lynch: Jak ikonu pohřbily hypotéky. Dostupné na WWW: <<http://www.penize.cz/investice/54077-pad-merrill-lynch-jak-ikonu-pohrbily-hypoteky>> [citováno 08. června 2009]

ČNB. Internetové stránky. Monitoring centrálních bank oddíl měnová politika, 4. cnb.cz [online]. Poslední aktualizace červen 2009. Dostupné na WWW: <<http://www.cnb.cz>>

Ihned.cz. Online zprávy hospodářských novin. Boj proti finanční krizi: Centrální banky spojují síly. Ihned.cz [online]. Poslední aktualizace 18.09.2008. Dostupné na WWW: <http://ihned.cz/c4-10089450-27823090-006000_d-boj-proti-financni-krizi-centralni-banky-spojuji-sily>

Ondřej Dorňák. Řešení krize a recese: Vládní zásahy USA a EU. Dostupný na WWW: <<http://www.investujeme.cz/reseni-krize-a-recese-vladni-zasahy-usa-a-eu/>>[citováno 04. března 2009]

Pavel Kohout. Španělská finanční krize: „Ztráta z cihel“. Dostupný na WWW: <<http://www.finmag.cz/cs/finmag/ekonomika/spanelska-financni-krize-quot-ztrata-z-cihel-quot/>>[citováno 08. února 2010]

Vítězslav Klement. Kulhající flamengo aneb příčiny současné krize Španělska. Dostupný na WWW: <<http://ihep.cz/?p=652>>[citováno 12. prosince 2011]

Zastupitelský úřad Athény. Řecko: ekonomická charakteristika země. Dostupné na WWW: <<http://www.businessinfo.cz/cz/sti/recko-ekonomicka-charakteristika-zeme/4/1000795/?rtc=2>>[citováno 17. března 2011]

Seznam tabulek

Tabulka 1: Dluhové zatížení rodin. Podíl umořovacích splátek úvěrů vůči rodinným příjmům.....	19
Tabulka 2: Dluh domácností a disponibilní příjem v USA	20
Tabulka 3: Vývoj objemu HDP (meziroční změna v %).....	37
Tabulka 4: Vývoj nezaměstnanosti (podíl na pracovním potenciálu v %).....	37
Tabulka 5: Vývoj stavebnictví.....	37
Tabulka 6: Vývoj služeb (meziroční změna v %).....	38

Seznam grafů

Graf 1: Základní úroková sazba Fedu	18
Graf 2: Podíl obligací sub-prime hypoték.....	22
Graf 3: Objem globálně emitovaných CDO (v mld. USD)	25
Graf 4: Zisk/ztráta společnosti Merrill Lunch v mld. USD	29