

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE

FAKULTA FINANCÍ A ÚČETNICTVÍ

Katedra Měnové teorie a politiky

Studijní obor: Finance

DIPLOMOVÁ PRÁCE

**Příčiny finanční krize a některé institucionální
odezvy**

Vypracoval: Bc. David Rys

Vedoucí práce: Doc. Ing. Jitka Koderová, CSc.

Datum obhajoby: únor 2013

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma „Příčiny finanční krize a některé institucionální odezvy“ vypracoval samostatně. Použitou literaturu jsem uvedl v seznamu použité literatury.

V Praze dne 13.1.2013

Na tomto místě bych rád poděkoval Doc. Ing. Jitce Koderové, CSc. za trpělivý přístup při vedení této diplomové práce.

Obsah

1	Úvod.....	- 8 -
2	Přehled amerických finančních krizí.....	- 9 -
2.1	Úvod	- 9 -
2.2	Krize v průběhu 19. století	- 10 -
2.2.1	Krize v roce 1857	- 11 -
2.2.2	Zlatý standard	- 12 -
2.2.3	Krize v roce 1873	- 13 -
2.2.4	Krize v roce 1893	- 13 -
2.2.5	Shrnutí krizí 19. století	- 14 -
2.3	Krize v průběhu 20. století	- 14 -
2.3.1	Krize v roce 1907	- 14 -
2.3.2	Vznik federálního rezervního systému.....	- 15 -
2.3.3	Velká hospodářská krize	- 16 -
2.3.4	Reakce na Velkou hospodářskou krizi	- 17 -
2.3.5	Krize spořitelén	- 19 -
2.3.6	Shrnutí krizí 20. století	- 21 -
2.4	Současná finanční krize	- 21 -
2.5	Shrnutí	- 24 -
3	Příčiny finanční krize	- 25 -

3.1	Úvod	- 25 -
3.2	Nadměrná úvěrová expanze.....	- 25 -
3.2.1	Community Reinvestment Act – obecná charakteristika	- 26 -
3.2.2	Jakým způsobem CRA funguje.....	- 27 -
3.2.3	Studie hodnotící dopad CRA.....	- 28 -
3.2.4	Budoucnost CRA.....	- 31 -
3.2.5	Shrnutí	- 31 -
3.3	Morální hazard.....	- 32 -
3.3.1	Pojem morální hazard.....	- 33 -
3.3.2	Role morálního hazardu	- 34 -
<u>3.3.3</u>	Projevy morálního hazardu.....	- 36 -
3.3.4	Shrnutí, závěr, východiska:	- 40 -
3.4	Finanční liberalizace	- 42 -
3.4.1	Úvod.....	- 42 -
3.4.2	Postupný rozklad zákona GSA.....	- 42 -
3.4.3	Shrnutí	- 46 -
3.4.4	Commodity Futures Modernization Act	- 48 -
4	Některé institucionální odezvy finanční krize.....	- 55 -
4.1	Úvod	- 55 -
4.2	Dodd-Frank Act.....	- 56 -
4.3	Volckerovo pravidlo	- 58 -
4.4	Regulace a dohled ratingových agentur.....	- 59 -

4.5	Reorganizace derivátových trhů	- 61 -
4.6	Kapitálová přiměřenost.....	- 62 -
5	Závěr.....	- 64 -
6	Seznam použité literatury a zdrojů.....	- 66 -

1 Úvod

Finanční krizi, která probíhala v letech 2007-2009, lze označit za tu nejhlubší od dob Velké hospodářské krize. Její kořeny je potřeba hledat v americkém hypotečním sektoru. Nadměrná úvěrová expanze vyvolaná poptávkou po vlastnickém bydlení, které ztělesňovalo americký sen, nafoukla spekulativní bublinu. Následný výprodej aktiv se zasloužil o její splasknutí a vyvolal mimořádnou paniku. Otřesy hypotečního trhu se záhy přelily na trh finanční a následoval propad celého hospodářství. Díky globálnímu charakteru současných finančních trhů se krize brzy rozšířila i mezinárodně. Příchod krize sice dokázalo několik odborníků předpovědět, její intenzitu však pravděpodobně neočekával nikdo.

Předkládaná diplomová práce je rozdělena do tří tematických celků a soustředí se na příčiny finanční krize a některá z opatření, která byla přijata za účelem prevence jejího opětovného výskytu. S přihlédnutím k rozsahovému omezení si text neklade za cíl postihnout ani všechny příčiny, ani veškeré odezvy globální finanční krize.

V první části práce je pozornost soustředěna na nejzávažnější finanční krize, které postihly USA v devatenáctém a dvacátém století. Cílem kapitoly je prověřit hypotézu, zda hluboké finanční krize sdílejí společné znaky. Hlavním přínosem je identifikace těchto znaků; bez ní je prevence budoucích krizí nemyslitelná. Historii pokládám za vědu narativní, proto je ke zpracování problematiky použito pouze vybraných událostí.

Ve druhé části práce jsou zpracovány ty vybrané příčiny finanční krize, jimž je v relevantní literatuře přisuzován podstatný podíl viny. Tento komplex aspiruje na posouzení váhy, jež je diskutovaným aspektům finanční krize přisuzována. Připojena je také diskuze nad budoucností diskutovaných prvků a možnostmi jejich eliminace. Téma je zpracováno formou aplikace konkrétních událostí na obecně sdílené teorie finančních krizí. Pozornost je věnována rovněž morálnímu hazardu, jehož provozovatelé se stali předmětem značné kritiky.

Třetí kapitola práce je věnována některým institucionálním odezvám finanční krize. Přirozenou reakcí na prodělanou krizi bývá většinou zvýšená míra regulace. Hlavním cílem závěrečné části je výstižně pojednat o stěžejních opatřeních, která byla v důsledku finanční krize přijata. Bude rovněž posouzena jejich účinnost a popis stěžejních úprav, které do finančního světa přinášejí. Metodou použitou k dosažení vytčeného cíle je kombinace odborných teoretických analýz a empirických dat.

2 Přehled amerických finančních krizí

2.1 Úvod

K pochopení problematiky finančních krizí je zcela bazální uvést etymologii a všechny významy pojmu krize. Slovo krize se vyvinulo ze starořeckého „krisis“, které znamenalo rozhodovat, vybírat, oddělovat, posuzovat. Koselleck (1992) uvádí, že tento pojem implikoval alternativy, které již nepřipouštěly žádnou revizi: úspěch nebo neúspěch. Oxfordský slovník (2002) poskytuje následující výklad: „1. *Obtížná doba provázená nebezpečím*; 2. *Doba, ve které musí být učiněno obtížné nebo důležité rozhodnutí*“. Širší výklad pojmu poskytuje Cambridgeský slovník¹, který definuje krizi takto: „1. *Situace, která dospěla do extrémně obtížného a nebezpečného bodu; doba plná značných rozporů, nejistoty a utrpení*; 2. *Okamžik v průběhu závažné nemoci, v němž existuje pravděpodobnost závažného zhoršení nebo výrazného zlepšení*; 3. *Náhlá ztráta sebevědomí*“.

S definicí finanční krize přichází ve své práci také Petr Musílek (2008), který ji popisuje jako „*výrazné zhoršení velké většiny finančních indikátorů projevující se nedostatečnou likviditou finančního systému, rozsáhlou insolventností finančních institucí, nárůstem volatility výnosových měr finančních instrumentů, výrazným poklesem hodnoty finančních a nefinančních aktiv a podstatným snížením rozsahu alokace úspor ve finančním systému*“.

Dle Pavla Dvořáka (2008) lze finanční krizi dekomponovat na:

- Měnovou krizi, která se projevuje neočekávaným a prudkým oslabením domácí měny.
- Bankovní krizi, v níž klienti bank začnou náhle a hromadně vybírat svá depozita, a to z důvodu strachu, že daná banka nebude schopna dostát svým závazkům. Vyústěním celé situace je pád některých bank nebo dokonce jejich většiny. Pojem bankovní krize však nemusí být nutně spojen s vlastním úpadkem bank, postačí, když je centrální banka nucena poskytnout nakaženým institucím pomoc.
- Úvěrovou krizi, známou též jako krizi dluhovou, která ve své interní podobě ústí v zamrznutí domácího úvěrového trhu, a to v důsledku platební neschopnosti firem.

¹[on-line], <www.dictionary.cambridge.org>,[cit. 8.1.13]

Externí dluhovou krizí označujeme stav, kdy vybraná země není schopna hradit svůj zahraniční dluh.

- Systemickou krizí, která v sobě integruje znaky krize úvěrové, bankovní a měnové. Je tedy jakýmsi společným jmenovatelem všech třech krizí uvedených výše.

Období krize, stejně jako fáze ekonomického růstu, je nedílnou součástí tržního hospodářství. Jak trefně připomíná Singer (2010), příčiny současné krize jsou stejné jako příčiny krizí minulých; rozličné krize se spíše než svojí povahou liší historickými okolnostmi. Potvrzuje tak slova spisovatele Wittreicha (1987), který tvrdil, že historie se neopakuje, ale rýmuje².

V zahraniční literatuře, která se zabývá historií finančních krizí a ověřováním smysluplnosti jejich jednotlivých paralel, existují v zásadě dva názorové proudy. První proud (např. Bordo & Haubrich, 2010; Klomp, 2010) hledá specifika a odlišnosti jednotlivých krizí. Směr reprezentovaný např. Reinhartem a Rogoffem (2008, 2009, 2010) nebo Kindlebergerem (2006), se soustředí na společné charakteristiky jednotlivých krizí. V své práci dospívají Reinhart a Rogoff (2009) k závěru, že závažné finanční krize sdílejí tři společné rysy. První lze popsat hlubokým a dlouhotrvajícím propadem trhu aktiv, který lze vyjádřit poklesem reálné ceny nemovitostí o 35% v průběhu šesti let a také pádem akciových kurzů o v průměru 55% za období tři a půl roku. Druhým společným rysem je rozsáhlý propad produkce a růst nezaměstnanosti o takřka 7% za čtyřleté období, které představuje průměrnou délkou klesající fáze hospodářského cyklu. Je zajímavé, že průměrná délka fáze, po kterou klesá produkce (dva roky), je kratší než doba, po kterou roste nezaměstnanost (čtyři roky). Třetím společným bodem je rapidní nárůst vládního dluhu, a to v průměru takřka o 86%. Jeho příčinou přitom nejsou náklady spojené se sanací bankovního systému, ale propad daňových příjmů v důsledku hospodářské kontrakce.

2.2 Krize v průběhu 19. století

V 19. století prodělala USA celkem osm velkých krizí, jejichž příčinou byla mj. absence centrální banky (Allen & Gale, 2007). Detailní přehled krizí předkládá Conant (1915), který

2 Tento výrok je často přisuzován americkému spisovateli Marku Twainovi, ale nelze jej spolehlivě vyzdrojovat.

se soustředí na roky: 1819, 1837, 1839, 1857, 1873, 1884, 1893 a 1896. Následující část práce se bude soustředit na tři vybrané krize, konkrétně v letech 1857, 1873 a 1893.

2.2.1 Krize v roce 1857

Kořeny krize, která začala v roce 1857, a kterou Hughes (1956) označil za první celosvětovou finanční krizi, můžeme hledat v Ohio a New Yorku. Následně se z těchto měst krize rozšířila do celého světa. Spouštěcím mechanismem byl bankrot Ohiojské pojišťovací a svěřenecké společnosti, který vyvolal paniku, vlnu nedůvěry, přičinil se o krach akciového a dluhopisového trhu a skončil hlubokou hospodářskou recesí. V období od srpna do října prodělal akciový trh pád od 36 procentních bodů (Shachmurove, 2011). Nepřímým důvodem krize bylo objevení zlatých ložisek, jejichž rozsah a význam lze ilustrovat na příkladu, který uvádí Conant (1915): mezi lety 1492-1850 činila hodnota vytěženého zlata devět miliónů USD; ekvivalentní hodnota mezi lety 1851-1860 činila 133 milionu USD. Do objevu zlatých nalezišť fungoval v USA zlatý a stříbrný standard, díky navýšenému množství zlata byla však peněžní nabídka takřka zdvojnásobena a průmysl byl stimulován růstem množství poskytovaných úvěrů. Spekulativní bublina byla přifukována zejména v sektoru železničním, který byl z hlediska zvýšeného exportu strategický.

Jakmile bublina praskla, spekulanti nebyli schopni dostát svým závazkům, což vedlo k pádu několika bank. Ostatní banky omezily obchodní aktivity, zvýšily ceny za poskytované úvěry, odmítly přijímat směnky. V návaznosti na tyto kroky začalo docházet k výprodejům cenných papírů, tím pádem i k poklesu jejich cen. Ušetřen nezůstal ani trh práce (Shachmurove, 2011).

Pád bank se přičinil i o to, že některá města a státy pozastavily převoditelnost bankovních depozit do zlata. Jako zásadní problém se ukázala především absence koordinátora monetární politiky. Banky tak jednaly nezávisle na sobě, což výrazně omezovalo možnosti řešení krize. Exemplárním příkladem byla například banka ve Philadelphii, která převoditelnost depozit do zlata omezila; banka v New Yorku, na straně druhé, která převoditelnost neomezila, zvýšila tímto rozhodnutím obavy lidí a byla postižena „runem“³. Bance v New Yorku tak nakonec

³ Tzv. „run“ na banku znamená hromadné výběry hotovosti. V bankomatech začínají docházet bankovky, na pobočkách hotovost. Konečnou fází je uzavírání poboček a fronty lidí před nimi.

nezbylo, než konvertibilitu omezit také, ovšem výrazně později a za cenu velkých ztrát. (Calomiris & Schweikart, 1991).

S pokračováním krize se míra vzájemné regionální koordinace bank začala prohlubovat. Vytvořen byl např. New York Clearing House⁴, vzájemně se zajišťovaly banky v Indianě a Ohiu nebo banky na Jihu USA. Reakce Spojených států na vzniklou krizi tak byla relativně úspěšná a zamezila dalším hrozícím krachům. Většina izolovaných bank však byla krizí zasažena výrazně více (Shachmurove, 2011).

2.2.2 Zlatý standard

Důležitým momentem, který časově následoval krizi v roce 1857, bylo postupné vytlačování stříbra z bimetalického⁵ monetárního systému USA a příklon ke zlatu jako hlavnímu kovu. Bimetalismus byl oficiálně zrušen Ražebním zákonem přijatým v roce 1873 (Friedman, 1990). Velká Británie přijala Zlatý standard již v roce 1816. Švédsko, Dánsko a Norsko přešly ke Zlatému standardu v roce 1872, Německo v roce 1873. Příklon západního světa k Zlatému standardu umožnil existenci volného obchodu. Spojené státy představovaly v letech 1875 – 1914 otevřenou ekonomiku s významnými kapitálovými toky směřujícími z Evropy, zejména z Velké Británie, navázanou na Zlatý standard (Bordo & Haubrich, 2010).

V USA, kde v té době nefungovala centrální banka, vedlo přijetí zlatého standardu k několika hospodářským recesím, které byly navíc zhoršovány bankovní panikou, kterou vyvolala absence věřitele poslední instance (Bordo & Haubrich, 2010).

Zahraniční úrokové sazby rostly díky zvyšování diskontní úrokové sazby Bank of England, následoval odliv zlata, pokles peněžní nabídky, zápůjční aktivity bank a ve finále pak pokles reálného produktu (Bordo, 2006). Tyto události byly spojeny s propady akciových trhů a bankovní panikou. Akciový trh byl úzce navázán na národní bankovní systém, národní bankovní rezervy byly soustředěny v newyorských bankách, které je vykazovaly jako půjčky

⁴ Newyorský clearingový dům.

⁵ Bimetalický monetární systém (bimetalismus) je měnovým standardem usilujícím o udržení rovného směnného poměru mezi zlatem a stříbrem.

na viděnou. Díky tomuto propojení se propady akciového trhu přelévaly do bankovního systému a vice versa (Bordo et al., 1992).

2.2.3 Krize v roce 1873

Po přechodu na měnový systém zlatého standardu vyvstala první vážná krize v USA v roce 1873. Podobně jako u krize, která propukla v roce 1857, byl její příčinou optimismus vložený do expanze železničního průmyslu. Výsledkem byl významný propad trhu s cennými papíry (Benmelech, 2007).

Propad akciového trhu nebyl tak hluboký jako v roce 1857, od srpna do října došlo k poklesu o 15,7% (Shachmurove, 2011). Bylo zřejmé, že železniční společnosti nejsou schopny splácet své závazky, v důsledku čehož bublina splaskla. Jako první byla zasažena banka Jay Cooke, která vyhlásila bankrot 18. září. Devatenáctého září následovaly hromadné výběry vkladů v celkem 19 bankách v New Yorku, Washingtonu a Philadelphii. Burza musela být na 10 dní zavřena a USA se octly v závažné krizi. Bankrot byly nuceny vyhlásit i další banky a krize ve Spojených státech nakonec trvala celých šest let (Conant, 1915).

2.2.4 Krize v roce 1893

Krize, která vypukla v roce 1893, byla podobně jako dvě výše uvedené, vyvolána spekulacemi v železničním sektoru (Timberlake, 1997). Ačkoliv USA stále užívaly měnový systém zlatého standardu, vlivem politického tlaku⁶ došlo v roce 1890 ke schválení zákona Sherman Silver Purchase⁷ (SSP). Přijetí tohoto zákona vedlo k obavám, že USA budou nuceny od zlatého standardu odstoupit, což vyvolá odliv kapitálu (Bordo & Haubrich 2006). V té době totiž docházelo v USA k hromadnému otevírání stříbrných dolů a v zákoně byla

⁶ V té době docházelo k hromadnému otevírání stříbrných dolů a zaplavování celého trhu stříbrem samotným. Do kontextu celé problematiky je potřeba vložit ještě farmáře působící na středozápadě, které postihlo katastrofální sucho a prudce se snížila hodnota jejich půdy, stejně jako množství vyráběné produkce. V důsledku toho nebyli schopni splácet své závazky a stříbro bylo jedinou faktickou nadějí, jak jejich výši snížit. Expanze stříbra by totiž vyvolala inflaci a farmáři, coby subjekty v dlužnickém postavení, by na tomto efektu jednoznačně vydělali.

⁷ Shermanův zákon o výkupu stříbra.

zakotvena povinnost vlády zakoupit miliony uncí stříbra za hotové peníze. Logickým efektem mělo být zvýšení peněžní nabídky a zvýšení cen (Bordo & Haubrich, 2010). Jakmile však praskla spekulativní bublina v železničním sektoru, došlo k propadu akciových trhů, jehož následkem byl run na banky, zejména ze strany zahraničních investorů obávajících se odklonu od zlatého standardu. Krize se přičinila o pád stovek bank a ani pokusy New York Clearing House o vystavení tzv. „clearing house loan certificates“⁸ paniku nezastavily (Carlson, 2012). Důvěra trhu byla obnovena až vytvořením syndikátu vedeného vlivnými bankéři J. P. Morganem a A. Belmontem, který posloužil coby věřitel poslední instance (Bordo, 2012).

2.2.5 Shrnutí krizí 19. století

Společným rysem výše popsaných krizí, které proběhly v 19. století, bylo v první fázi nafouknutí spekulativní bubliny, a to zpravidla v železničním sektoru. Po jejím splasknutí následovala bankovní panika umocněná absencí silného a důvěryhodného věřitele poslední instance, který by v případě potřeby stabilizoval finanční systém. Logickým vyústěním paniky bankovního trhu byl hospodářský pokles, jehož trvání navíc prodlužovala neelastická nabídka peněz, kterou nebylo možné v krizových časech navýšit.

2.3 Krize v průběhu 20. století

2.3.1 Krize v roce 1907

Na počátku finanční krize, která vypukla v roce 1907, stál šok způsobený zemětřesením a sérií ničivých požárů na území San Francisca (Odell, 2004). Vzniklé pojistné nároky a nutnost plnění vyvolaly příliv zlata do USA, čímž došlo ke snížení množství peněžní zásoby v ostatních zemích. V reakci na tuto událost přistoupila Bank of England k restriktivní měnové politice a zvýšila úrokové sazby (Bordo & Haubrich, 2010). Během přesunu

⁸ Certifikáty emitované ve vysoké nominální hodnotě (500-20 000 dolarů), které sloužily pro mezibankovní clearing. Banka, která se obávala likviditních problémů, mohla požádat o přidělení těchto certifikátů a následně je použít pro clearingové účely. Podmínkou bylo složení zálohy tvořené cennými papíry, a to v objemu určeném clearing-housem. Tyto certifikáty umožnily bance stažení zlatých rezerv z clearingů a jejich následné použití pro výplaty svých vkladatelů.

peněžních prostředků z New Yorku a dalších měst do San Francisca docházelo k postupnému poklesu trhu cenných papírů.

Finanční krize trvala 15 měsíců, od září roku 1906, kdy byl trh na svém vrcholu, do listopadu roku 1907, kdy dosáhl dna. Během tohoto období došlo k poklesu trhu cenných papírů o 37%, čímž se diskutovaná krize zařadila k nejničivějším finančním krachům devatenáctého a dvacátého století (Bruner & Carr, 2009).

Celá krize začala 16. října 1907 krachem těžařské společnosti United Copper Company. F. A. Heinze, majitel společnosti, považoval pokles tržní hodnoty své firmy za spekulativní útok na svou společnost. Pokusil se tedy ovládnout trh s mědí odkoupením všech firemních akcií za účelem snížení ceny obligací. Tato strategie však selhala a F. A. Heinze nebyl schopen dluhy vzniklé nákupem cenných papírů uhradit. Jelikož mu peněžní prostředky na tuto akvizici byly poskytnuty syndikátem tvořeným svěřeneckou⁹ společností Knickerbrocker Trust Company a osmi bankami, ocitly se ve faktické insolventci i ony samotné (Shachmurove, 2011). Tyto události oslabily již tak zasažený trh cenných papírů a díky slábnoucí likviditě bank a rostoucím obavám o jejich solventnost, podnítily bankovní „run“. Krize byla doprovázena krachem stovek bank, výrazným poklesem peněžní nabídky a hlubokou hospodářskou recesí; v následujícím roce klesl hrubý národní produkt o 11%, průmyslová výroba se snížila o 16% a nezaměstnanost se takřka zdvojnásobila (Frydman, 2012).

2.3.2 Vznik federálního rezervního systému

V reakci na časté bankovní krize, jejichž povaha byla nejčastěji likviditní (Bordo & Haubrich, 2010), byl roku 1913 přijat zákon Federal Reserve Act¹⁰ (FRA), na jehož základě vznikl Federální rezervní systém.

Hlavním motivem k jeho vzniku byla absence věřitele poslední instance (Bordo & Haubrich 2010). Tento institut při řešení minulých krizí citelně chyběl a jeho úloha musela být

⁹O vlivu svěřeneckých společností na finanční krizi v roce 1907 pojednává Frdyman (2012). Zabývá se rovněž hledáním paralel s finanční krizí z roku 2007 a nalézá je především v sektoru neregulovaného stínového bankovníctví, jehož byla společnost Knickerbrocker součástí.

¹⁰ Zákon o federálních rezervách.

suplována soukromým sektorem. Jiné důvody k založení Federálního rezervního systému uvádí Rothbard (1999), který považuje za primární motiv jeho založení účelové zájmy silných bankovních a průmyslových skupin, reprezentovaných Rockefellerem, J. P. Morganem a Kuhn-Loebem. Ti se domnívali, že založením Federální rezervního systému bude umožněna expanze úvěrů v době hospodářských krizí a že zároveň dojde ke kartelizaci bankovního a průmyslového sektoru.

Přijetí zákona vedlo k relativní stabilitě hospodářství dokumentované tím, že mezi lety 1925 a 1929 nedošlo k žádným výraznějším výkyvům ani bankovním krizím. Negativním důsledkem vzniku Federálního rezervního systému byl však morální hazard. Jeho projevem byl zejména faktický vznik institutu věřitele poslední instance, který povzbuzoval finanční sektor k vyšší míře podstupovaného rizika (Carlson, 2012).

2.3.3 Velká hospodářská krize

Dvacátá léta dvacátého století byla v USA spojena s velkým ekonomickým růstem, stimulovaným politikou levných úvěrů. Tento ekonomický růst zároveň motivoval investory, hnané optimismem, k novým investicím na trhu cenných papírů. Politiku levných úvěrů lze dokumentovat snížením úrokových sazeb ze 4% na 3,5% v roce 1927. Volná měnová politika napomohla k vytváření spekulacních bublin, na jejichž vznik zareagoval Federální rezervní systém zpřísněním měnové politiky. V období únor až květen 1928 došlo ke zvýšení úrokových sazeb ze 3,5% na 5% (Shachmurove, 2011).

Restriktivní měnová politika byla aplikována za účelem udržení zlatého měnového standardu. Expanzivní měnová politika, která by byla potřebná pro odvrácení platební neschopnosti a vlny bankrotů, realizována být nemohla, neboť jedinou možností pro udržení stabilního¹¹ kurzu dolaru byla měnová restrikce (Kohout, 2010).

Restriktivní měnová politika v srpnu roku 1929 vyústila v recesi a v říjnu téhož roku v krach trhu cenných papírů (Bordo & Haubrich, 2010). Nedostatek hotovosti zrychloval čerpání bankovních rezerv a nelikvidní banky byly nuceny k prodeji akcií, čímž dále docházelo ke snižování jejich ceny. Krach několika bank vyvolal paniku mezi vkladateli, kteří začali svá

¹¹ Dolar byl definován tak, že jedna trojská unce zlata měla hodnotu 20,67 dolaru.

depozita vybírat. Jak dokumentuje Shachmurove (2011), bankovní panika implikovala snížení peněžní zásoby o jednu třetinu. Tento pokles se ve stejné míře promítl i v reálném výstupu a cenách.

Obrovský dopad Velké hospodářské krize ilustruje propad reálného hrubého národního produktu mezi lety 1929-1933 o 33% a snížení cenové hladiny o 25%. Nezaměstnanost vzrostla ze 4% v roce 1929 na 25% v roce 1933. Obnovit výši hrubého národního produktu na hodnoty roku 1929 se podařilo až v roce 1937; nezaměstnanost klesla pod 10% až počátkem druhé světové války (Wheelock, 1992).

2.3.4 Reakce na Velkou hospodářskou krizi

Odpovědí na množící se krachy bank a zneužívání neveřejných informací¹² bylo přijetí zákona Glass Steagall Act¹³ (GSA) v roce 1933. Zákon vymezil komerční a investiční bankovníctví na dva nezávislé sektory finančního podnikání. Jak uvádí Musílek (1999), toto rozdělení mělo zabránit toku prostředků z oblasti komerčního bankovníctví do spekulativních obchodů investičního charakteru a mělo rovněž obnovit ztracenou důvěru v komerční bankovníctví.

Bylo taktéž potřeba vypořádat se s obavami pramenícími z toho, že finanční trh bude soustředěn v rukou hrstky velkých hráčů a bude narušena konkurenční soutěž. Rovněž riziková expozice bank obchodujících na trhu cenných papírů je vždy vyšší než u subjektů, které na něm účastny nejsou. Do úvahy byly samozřejmě brány i značné náklady na sanaci zasažených bank. Ty by nenesl nikdo jiný nežli Federální vláda, potažmo občané. Zároveň by se opět zvyšovala zmiňovaná nedůvěra vkladatelů, respektive hněv voličů. Zvýhodnění univerzálních bank by také diskriminovalo nebankovní instituce, které nepřijímají vklady a nemají status bank, a proto ani možnost využít výhodného úvěrování ze zdrojů Federálního rezervního systému (Crawford, 2011).

¹² Senátní výbor rovněž rozkryl, že komerční banky shromažďovaly důvěrné interní informace o své korporátní klientele a předávaly je svým investičním pobočkám.

¹³ Glass Steagallův zákon.

Do doby, než byl zákon přijat, byla praxe taková, že komerční banky mimo to, že spravovaly aktiva svých klientů jako hlavní předmět svého podnikání, zároveň obchodovaly s cennými papíry, a to zejména prostřednictvím filiálek za tímto účelem zakládaných. Představitelé¹⁴ Kongresu a Senátu shledávali tuto praxi jako nebezpečnou a spekulativní, neboť správa aktiv klientů na jedné straně a pasiv ve formě emitovaných cenných papírů na straně druhé vedla k nesouladu v bilancích bank (Kroszner, 1993).

Katalyzátorem těchto manipulací pak byl především hazard a neodpovědnost reprezentantů bank. Zasedání Kongresu známá jako Pecora Committee Investigations, probíhající v letech 1932-1934 pod vedením newyorského žalobce F. Pecory, měla za účel vyšetření příčin pádu burzy cenných papírů v roce 1929 (Crawford, 2011). Například National City Bank prostřednictvím svých brokerů prodávala Peruánské státní dluhopisy jako nově emitované cenné papíry, ačkoliv existovaly neveřejné informace, že Peru je značně nesolventní a splacení těchto dluhopisů bylo velmi nepravděpodobné (Markham, 2010).

Senátní výbor rovněž rozkryl, že komerční banky shromažďovaly důvěrné interní informace o své korporátní klientele a předávaly je svým investičním pobočkám. K běžné praxi patřilo rovněž poskytování nevýhodných půjček společnostem, ve kterých banka držela kapitálovou účast, či zavádějící poradenství, které mělo za účel vést klienta k nákupu cenných papírů, kterých se banka jakožto jejich držitel potřebovala zbavit. Úvahy Kongresu podněcující vznik zákona pramenily rovněž z obav, že finanční trh bude soustředěn v rukou hrstky velkých hráčů a že bude narušena konkurenční soutěž. Rovněž riziková expozice bank obchodujících na trhu cenných papírů je vždy vyšší než u subjektů, které na něm účastny nejsou. Do úvahy byly přitom především brány značné náklady na sanaci bank případně postižených ztrátami, které by neunesl nikdo jiný nežli Federální vláda, potažmo občané, zároveň by se opět zvyšovala zmiňovaná nedůvěra vkladatelů, respektive hněv voličů (Crawford, 2011). Zvýhodnění univerzálních bank by rovněž vedlo k diskriminaci nebankovních institucí, jakožto subjektů nepřijímajících vklady, nemajících status bank, a tudíž možnost být výhodně úvěrováni z prostředků Federálního rezervního systému.

Jako při každé krizi, která začíná jako krize v sektoru finančním a postupně přechází do sektoru hospodářského, je třeba na prvním místě stabilizovat důvěru vkladatelů, aby nedošlo k „runu“ na banku a jiným nežádoucím důsledkům. Přijetí zákona tak bylo zamýšleno mimo

¹⁴Nejhlasitějšími představiteli byli: H. B. Steagall (Kongres) a C. Glass (Senát).

jiné i jako vhodný nástroj k uklidnění veřejného mínění a obnovení důvěry. Výsledkem Pecora Hearings bylo nakonec přijetí Glass-Steagall Act, mezi jehož směrnicemi byl zákaz pro instituce přijímající depozita vydávat, upisovat nebo distribuovat cenné papíry. Omezení se vztahovalo pouze na území USA, čehož banky využily přesunem svých zájmu na ostatní finanční trhy. Operace s cennými papíry mohly po vyhlášené restrikcí nadále provádět pouze na výslovnou žádost svých klientů a na jejich vlastní účty. Byl rovněž vystaven zákaz členům Federálního rezervního fondu nakupovat cenné papíry na jejich vlastní účty (Lardner, 2009).

Zákon zavedl povinné pojištění vkladů komerčních bank u nově zřízené instituce – Federal Deposit Insurance Corporation¹⁵ (FDIC). Tímto aktem se významně zvýšila transparentnost a důvěryhodnost amerického finančního systému, bylo rovněž eliminováno nebezpečí bankovních „runů“. Individuálním krachům bank se sice zcela předejít nedalo, ale depozita zůstala vždy v bezpečí (Lardner, 2009).

Reakcí na Velkou hospodářskou krizi bylo i založení vládních agentur Fannie Mae a Freddie Mac, které měly nastartovat krizí zasažený trh s nemovitostmi. Podobně jako v minulosti tak vláda využila krize k rozšíření své regulační působnosti ve finančním sektoru (Shachmurove, 2011).

Až do osmdesátých let k žádné významné bankovní krizi nedošlo (Bordo & Haubrich, 2010). Z tohoto pohledu lze tedy fungování zákona hodnotit jako úspěšné. Nelze opomenout úvěrové krize, k těm však docházelo především díky restriktivní monetární politice (Wojinlower, 1982).

2.3.5 Krize spořitelů

Po druhé světové válce disponovaly banky vysokou mírou likvidity a málo rizikovým portfoliem, čímž úspěšně eliminovaly riziko svého krachu (Shachmurove, 2011). V tomto období se začal paralelně rozvíjet i vládou podporovaný, silně regulovaný a poměrně málo výnosný sektor záložen a spořitelů. Do roku 1989 byly záložny a spořitelny regulovány prostřednictvím instituce Federal Home Loan Bank Board (FHLBB) a pojištěny prostřednictvím organizace asociace Federal Savings and Loans Insurance Corporation

¹⁵ Federální korporace pojištění vkladů.

(FSLIC). Jejich legislativní rámec byl oddělen od toho, který ohraničoval činnost bank. V roce 1980 zajišťoval FSLIC cca 4 000 federálních spořitelů s celkovými aktivy ve výši takřka 604 miliard dolarů (FDIC, 2 000).

Přesvědčení, že finanční systém je dostatečně bezpečný, přimělo vládu k rozhodnutí deregulovat v letech 1980 a 1982 sektor záložen a spořitelů. Jedno z opatření zahrnovalo i odstranění Regulation Q¹⁶. Díky tomu získal sektor spořitelů a záložen podobné kompetence jako komerční banky, nebyl však tak regulován. FHLBB měl sice podobné pravomoci jako agentury regulující banky, ale využíval je mnohem méně pravidelně (FDIC, 2000). Zejména mezi lety 1982-1988, které lze charakterizovat jako aklimatizační na nový legislativní rámec, zažilo diskutované odvětví nebývalý rozkvět. Celková hodnota aktiv vzrostla z 685 mld. USD na 1 068 mld. USD, tzn. o 56%. Naproti tomu v bankovním sektoru vzrostla hodnota aktiv o 24%, tzn. dvakrát méně (FDIC, 2000). Příčinou expanze odvětví byl především zvýšený příliv depozit a to proto, že spořitelny byly ochotny tato depozita zhodnotit úrokovými sazbami, které se pohybovaly nad úrovní trhu. Zvýšený příliv depozit s sebou nesl také zvýšenou míru podstupovaného rizika, které bylo podstupováno zejména z důvodu rozšíření investičních možností. Nosnou podnikatelskou aktivitou, kterou pro spořitelny byla tradičně sféra hypotečního financování, vystřídal investice do nemovitostí, cenných papírů, kasin lyžařských center, ale samozřejmě také do finančních derivátů. Výrazně se také snížil podíl hypotečních úvěrů v portfoliích spořitelů (FDIC, 2000).

Diskutovaná oblast podnikání byla atraktivní také z toho důvodu, že regulatorní požadavky pro vstup do odvětví byly oproti bankovnímu sektoru výrazně mírnější a vidina profitu velmi atraktivní. Kapitálové požadavky byly měkčí, bylo proto běžné, že spořitelnu vlastnil zubař nebo podnikatel v oblasti realit, tedy osoby bez patřičné odbornosti (Gibbons, 2009). Mezi lety 1980-1986 bylo otevřeno na 500 nových spořitelů (FDIC, 2000). Deregulace tak stála na počátku cyklu, který se vyznačoval podstatně vyšší mírou podstupovaného rizika a položila tak základy krize záložen a spořitelů.

Podobně jako v minulosti po nafouknutí bubliny následovalo její splasknutí. Spouštěcím mechanismem byly tentokrát vysoké úrokové sazby, které se přičinily o krach trhu cenných papírů v roce 1987. V den označovaný jako Černé pondělí poklesl index SP 500 z 282.7 na 224.8 bodu, tedy o 20,5% (Shachmurove, 2011). Došlo také k největšímu počtu bankovních

¹⁶ Záměrem zákona bylo limitovat úroky z bankovních depozit.

krachů od velké hospodářské krize a padlo 2935 bank (FDIC, 2000). Bankovní systém byl zachráněn až snížením základní úrokové sazby Federálního rezervního systému (Shachmurove, 2011).

2.3.6 Shrnutí krizí 20. století

Krize, které proběhly ve 20. století se od těch, které proběhly v 19. století, příliš nelišily. Transmisní mechanismus je velmi podobný: úvěrová expanze přifukuje spekulativní bublinu, která po svém splasknutí ústí v hluboký pád trhu cenných papírů, bankovní paniku a hospodářskou recesi. Regulatorní reakce se sice lišily, ale střídání konjunktury a kontrakce pokračovalo dále až do vypuknutí finanční krize v roce 2007.

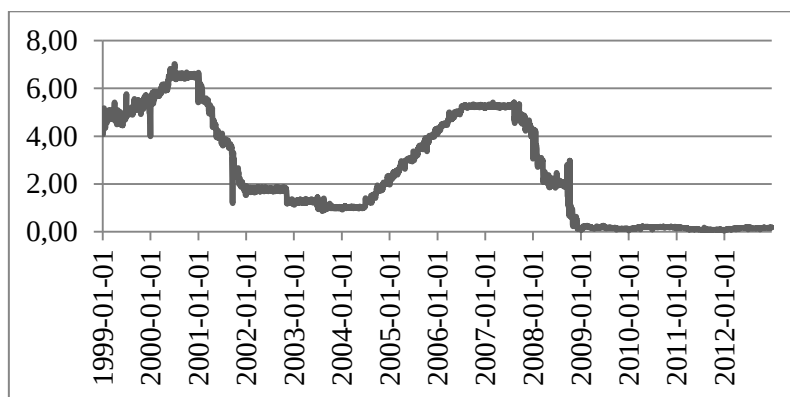
.

2.4 Současná finanční krize

Současná finanční krize je nejhlubší krizí od dob Velké hospodářské krize (Gertler, 2008). Recesi, která začala v prosinci roku 2007, předcházela politika levných peněz generovaných monetární expanzí v období 2001-2004. V reakci na teroristický útok z 11. září 2001 snížil Federální rezervní systém pod vedením A. Greenspana základní úrokovou sazbu z 6% až na 1% v roce 2003 (Dvořák, 2008). Dlouhodobě udržované nízké úrokové sazby tak vedly k nárůstu spekulativního financování a tvorbě bublin. Spekulativní financování v tomto případě obnáší riziko zvýšení úrokových sazeb. Snadno dostupné peníze podněcovaly k realizaci investičních příležitostí, kterých však na trhu nebyl dostatek. Ohniskem zájmu se stal především trh s vlastnickým bydlením, jež byl prostřednictvím vládních programů mohutně podporován. Genezi bubliny na trhu s vlastnickým bydlením ilustruje Case-Shillerův index cen realitního trhu¹⁷, který rostl dramaticky zejména v letech 2003-2006, kdy dosáhl svého vrcholu. Tehdy narostl o takřka 90% oproti úrovni v roce 2000. Mimo nízké úrokové sazby a vládní snahu podpořit vlastnické bydlení byla spekulativní bublina podnětována rovněž změnami ve finanční regulaci, nedůsledným vymáháním regulace stávající a neopatrností bank při poskytování půjček (Bordo, 2008).

¹⁷ Graf č.1.

Graf 1



Zdroj: [on-line], <http://research.stlouisfed.org/fred2/series/DFE/downloaddata>, [cit. 3.1.2013]

Bublina splaskla v důsledku zvyšování úrokových sazeb, které začalo v roce 2003 a kulminovalo v roce 2006. Tehdy základní úroková sazba Federálního rezervního systému dosáhla hodnoty 5,25% (Dvořák, 2008). Logicky docházelo k růstu dluhových nákladů a také ke zpomalení ekonomického růstu.

Na počátku tohoto tisíciletí vykazovala ekonomika Spojených států rostoucí HDP, které bylo vyvrcholením takřka desetileté konjunktury odstartované ještě díky opatřením tehdejšího prezidenta Clintona. Nejviditelnějším pomníkem tohoto konce bylo především splasknutí bubliny velkolepých investic do informačních technologií, ke kterému došlo v roce 2000. Již od roku 1998 bylo možné pozorovat signifikantní nárůst cen akcií oproti letům, kdy jejich ceny přibližně odpovídaly realitě. Koncem roku 2000 tato víra v možnost snadno vydělaných peněz skončila a ceny akcií se z virtuálních postupně vrátily na reálné hladiny, které odpovídají úrovním v polovině devadesátých let (1996, 1997, 1998). Důležitou skutečností je, že v USA je vlastnictví akcií domácnostmi zcela běžnou součástí rodinného majetku (cenné papíry vlastní až 80% domácností). Tento sektor, který nepříjemných důsledků splasknutí spekulativní bubliny nezůstal ušetřen, je tak důležitým zdrojem financování společností (prostřednictvím emisí dluhových cenných papírů), jejichž akcie se na burzách obchodují. Spotřební výdaje domácností představují přibližně dvě třetiny amerického HDP a tak oslabení důvěry, pokles disponibilních příjmů i ochoty domácností investovat byly nepříjemnými důsledky jak z hlediska makroekonomického, tak mikroekonomického.

Investoři, kteří v letech 1998-2000 s vidinou rychlého zisku nakupovali, se museli po roce 2000 se svými penězi rozloučit. Ztráty byly příčinou restriktivních opatření projevujících se propouštěním zaměstnanců, omezením investic na rozvoj, výzkum a vývoj. Zmrazení investic a jejich přesun se nutně projevil i oslabením USD. K poklesu růstu HDP¹⁸ ze 4,1% v roce 2000 na 1,08% v roce 2001 přispěl nepochybně i teroristický útok 11. září 2001. Ke zřetelným ekonomickým aspektům tohoto útoku patřilo oslabení letecké dopravy, cestovního ruchu a zvýšení vládních výdajů v souvislosti se zahájením boje proti terorismu.

Potřeba stimulovat nedostatečnou agregátní poptávku, jež byla utlumena ztrátami z nevydařených investic, nedůvěrou a nezaměstnaností, byla vyřešena rapidním snížením¹⁹ základní úrokové sazby FEDu z 6,5% v roce 2000 na 1,75% v roce 2001 (The Economist, 2008). Výsledkem bylo zvýšení počtu poskytnutých spotřebitelských úvěrů, chybějící likviditu si pro potřebné investice doplnily i firmy. Trend snižování úrokové sazby pokračoval i v letech 2002 a 2003. Tato doba je příznačná eskalujícím růstem zadlužování domácností, především za účelem nákupu spotřebního zboží zahraniční provenience, které bylo nejen díky posilujícímu kurzu dolaru pro americké rezidenty levnější.

Charakteristikou doby byla záporná míra úspor (Taylor, 2008), jejíž podstatou je, že soukromá spotřeba převyšuje disponibilní příjem. Důsledkem rostoucího odbytu zahraničního zboží byl deficit zahraniční obchodní bilance. Nízké úrokové sazby se postaraly o odliv investičních prostředků a v konečném důsledku i o deprecii dolaru. I přes pokles dolaru se ceny importovaného zboží udržely na původní výši, inflace zůstala prakticky nedotčena a idea stimulovat domácí poptávku se minula účinkem. Důvody je potřeba hledat především v Číně. Díky jejím kapitálovým tokům do USA, především ve formě vládních půjček, bylo možné udržovat dlouhodobou úrokovou sazbu na nízké úrovni. Čína hromadila dolarové devizové rezervy, fixovala svou národní měnu na dolar a inflace se nekonala (Dvořák, 2008).

S nízkými úrokovými sazbami a vybavení vysokým objemem likvidity začali finanční instituce a investoři hledat příležitosti poskytující vysokou a rychlou návratnost, skrytou především v instrumentech s vysokou rizikovou expozicí. Odpovědí na tyto požadavky byl především vývoj co nejkomplexnějších finančních produktů, jejichž společným jmenovatelem byl přesun souvisejících úvěrových rizik. Půjčky i hypotéky byly koncentrovány do portfolií,

¹⁸[on-line], <http://www.indexmundi.com/united_states/gdp_real_growth_rate.html>, [cit. 15.7.2008]

¹⁹: [on-line], <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data/annual/H15_FF_O.txt>, [cit. 15.7.2008]

která se rozdělila a byla dále prodávána investorům. Zvyšoval se počet produktů i institucí, které nepodléhaly žádné formě vládní regulace. Transparentnost finančního sektoru se tak výrazně snížila.

2.5 Shrnutí

Na základě poskytnutého přehledu amerických finančních krizí se domnívám, že skutečné krize s hlubokým hospodářským dopadem nejsou jedinečné, ale sdílejí společné rysy. Jak uvádí Kindleberger (1996), prvotní příčinou je obvykle neočekávaná exogenní událost. Ta vyvolává spekulativní jednání stimulované úvěrovou expanzí, které vyháňají ceny aktiv vzhůru a vzniká spekulativní bublina²⁰. Následný výprodej²¹ aktiv žene jejich cenu prudce dolů. Vzniká finanční panika, vytrácí se důvěra, zamrzá úvěrový trh a depozitoři útočí na banky. Celkový dopad finanční krize závisí především na přítomnosti věřitele poslední instance a jeho účinnosti. I přes rozdílný charakter reakcí na jednotlivé krize zůstal zachován „boom-bust“²² cyklus a lze předpokládat jeho pokračování i do budoucna.

²⁰ Nestandardní odchylka ceny od skutečné hodnoty.

²¹ Musílek (2011) jej vysvětluje tím, že insideři se začnou zbavovat nadhodnocených aktiv a jsou tak prvotním hybatelem poklesu jejich ceny.

²² Období velkého růstu a následně velkého poklesu.

3 Příčiny finanční krize

3.1 Úvod

Analýza příčin finančních krizí byla zpracována celou řadou autorů. Na základních kamenech každé z nich se v podstatě shodují. Navzájem se odlišují spíše ve vahách, které jednotlivým příčinám přisuzují. Přehled základních teorií finančních krizí, které jsou jistě aplikovatelné i na krizi z roku 2007, podává např. Musílek (2011). Mezi základní teorie vysvětlující soudobé finanční krize řadí mj.: nadměrnou úvěrovou expanzi, chybnou makroekonomickou politiku, nadměrnou finanční liberalizaci, finanční paniku, splasknutí cenové bubliny nebo selhání trhu.

3.2 Nadměrná úvěrová expanze

Drtivá většina odborníků, kteří se příčinami finanční krize zabývají, se shoduje, že za vytvořením spekulativní bubliny v hypotečním sektoru, jejíž splasknutí stálo na počátku současné finanční krize, stála nadměrná úvěrová expanze (Musílek, 2011; Dvořák, 2008; Kindleberger, 1996; Minsky 1972). Vysvětlení, proč k nadměrné úvěrové expanzi došlo, nabídl ve své knize *Booms and Depressions* Fischer (1932), který vidí příčinu v nových událostech, ať už se jedná o objevy, vynálezy, či poptávku po určitých produktech. Důsledkem úvěrové expanze je nejenom růst agregátního výstupu ekonomiky, ale také zvýšená míra spekulace na budoucí kapitálové zisky, dodatečné investice financované dluhem a rovněž růst cenové hladiny. Úvěrová expanze je generována snižováním rezerv komerčních bank, které se logicky promítnou ve zvýšené peněžní nabídce, která ústí v růst cen. Jeho vlivem klesá reálná hodnota existujících závazků, která skrze optimismus vybízí k dodatečnému úvěrování. Celý transmisní mechanismus ale nutně spěje k předluženosti a právě tehdy se ekonomika stává náchylnou k odstartování finanční krize. Spustit ji přitom mohou jak věřitelé, tak dlužníci. Strany v dluhovém postavení mohou být nuceny pod tlakem prodávat svá aktiva, čímž snižují jejich hodnotu. Tento proces negativně ovlivňuje úvěrové portfolio bank a také jejich vlastní kapitál (Musílek, 2011). Depozitoři z důvodu obav o solventnost banky mohou zahájit run, vzniklá panika prohlubuje propad hodnoty aktiv.

V závěrečné fázi nastává propad reálného výstupu ekonomiky spojený s poklesem zaměstnanosti.

Fischerovu teorii aplikuje Musílek (2008) i na finanční krizi, přičemž za katalyzátor úvěrové expanze považuje liberalizaci pravidel pro poskytování úvěrů a také nízké úrokové sazby. Za onu „událost“, kterou Fischer (1932) považuje za spouštěč úvěrové expanze, lze přitom považovat podporu vlastnického bydlení coby reakci na nekontrolovatelný příliv imigrantů do Ameriky. Community Reinvestment Act v sobě tento požadavek implicitně zahrnoval, a proto považuji za důležité se mu v následující kapitole detailněji věnovat.

3.2.1 Community Reinvestment Act – obecná charakteristika

Community Reinvestment Act²³ (CRA) byl přijat v roce 1977 za vlády prezidenta Jamese Cartera. K jeho schválení vedly obavy z čím dál tím více se rozmáhajících praktik tzv. „redliningu“²⁴, který se podílel na úpadku okrsků nacházejících se v okolí hospodářsky rozvinutějších městských center. Žádosti z těchto oblastí tak nebyly posuzovány na základě vyhodnocení schopnosti splácet úvěr, ale na základě spádové kategorizace obyvatel. Tato praktika vedla k silnému podinvestování předměstských částí, ve kterých se shromažďovala zejména nízkopříjmová dělnická vrstva a minoritní skupiny obyvatelstva.

CRA ukládal bankám pojištěným fondem pojištění vkladů Bank for International Settlements²⁵, aby v těchto oblastech, mají-li zde své pobočky, poskytovaly hypotéky, spotřebitelské úvěry a půjčky malým firmám. Naděje a úmysly CRA byly postaveny na myšlence, že díky dostupnému financování v dříve opomíjených či zakázaných oblastech dojde k revitalizaci zanedbaných oblastí a k nastartování ekonomického růstu. Situace vyžadovala řešení také proto, že na jedné straně banky od lokálních komunit depozita ochotně přijímaly, na straně druhé je odmítaly úvěrovat. Chybějící prostředky samozřejmě znemožňovaly jakoukoliv kultivaci a rozvoj postižených oblastí.

²³ *Zákon na podporu vlastnického bydlení.*

²⁴ *Redlining je praktikou odpírání či účelového zdražování např. bankovních produktů, přístupu ke vzdělání nebo pracovním pozicím, ba dokonce ke zdravotní péči, a to z důvodů rasových a nebo teritoriálních.*

²⁵ *Banka pro mezinárodní platby – nejstarší finanční organizace světa.*

Smyslem zákona nebylo ani tak půjčovat každému, kdo měl o úvěr zájem, spíše šlo o to, aby bylo vyhověno i těm, kteří splňují požadavky platné mimo „redliningovou“ oblast a aby nebyli opomíjeni pouze na základě své místní příslušnosti. Banky nebyly nuceny k rizikovým půjčkám, étos zákona se nesl v duchu sdělení, že obezřetnost a kontrola schopnosti splácet musí při posuzování žádostí zůstat na prvním místě.

K přijetí zákona vedlo usnesení Kongresu, že bankovní služby finančních institucí podléhajících regulaci musí sloužit k rozvoji a potřebám společnosti a není žádoucí existence oblastí, ve kterých banky poskytují pouze depozitní služby, ale odmítají úvěrovat obyvatelstvo, stejně jako podnikatele.

Kroszner (2008) prohlásil, že CRA není důvodem, který stojí za současnou hypoteční krizí: “Za prvé, jen velmi malá část substandardních hypoték má souvislost s CRA. Za druhé, kvalita půjček založených na CRA se pohybuje na podobné úrovni jako jiné typy substandardních půjček. Vezmeme-li toto v potaz, domníváme se, že dostupný průkazní materiál nenasvědčuje tomu, že by se CRA podílelo na současné hypoteční krizi podstatnou měrou. Pouze 6% vysoko oceněných půjček adresovaných do nízkopříjmových oblastí bylo prodlouženo věřiteli, v rámci geografického spektra CRA.”

3.2.2 Jakým způsobem CRA funguje

Zákon samotný fungoval tím způsobem, že příslušný regulatorní orgán periodicky a veřejně hodnotil plnění požadavků zakotvených v zákoně samém. Hodnotící škála byla čtyřstupňová a v případě špatného výsledku nebyla konkrétní banka *de iure* nikterak trestána. *De facto* však špatný rating banku omezoval v její expanzi, otevírání nových poboček či možnostech vlastní reorganizace. Do kontrolního procesu mohla navíc vstoupit i veřejnost a to formou písemné stížnosti na plnění povinností, které zákon ukládá.

Ze zprávy²⁶ Ministerstva financí USA vyplývá, že banky, které byly zákonem CRA regulovány, navýšily počet hypotečních úvěrů poskytnutých nízkopříjmovým skupinám obyvatelstva v letech 1993 – 1998 o 39%, což je takřka dvakrát více, nežli nárůst u středně a

²⁶ *The Joint Center for Housing Studies at Harvard University, The 25th Anniversary of the Community*

vysokopříjmových skupin obyvatel ve stejném období. Podle studie²⁷ Harvardovy Univerzity bylo v letech 1993 – 2000 poskytnuto o 336 000 méně půjček na bydlení nízkopříjmovým a minoritním skupinám bez vlivu CRA.²⁸ Důležitou informací je rovněž skutečnost, že více než 50 % substandardních hypoték bylo poskytnuto hypotečními zprostředkovateli, kteří nepodléhali regulatornímu dohledu. Jak uvádí Barr (2008), 30 % těchto hypoték bylo poskytnuto filiálkami bank nebo záložnami, které nebyly předmětem běžných kontrol. Dvacet procent bylo poskytnuto regulovanými bankami a spořitelny.

3.2.3 Studie hodnotící dopad CRA

Dopad CRA na sféru úvěrového financování, zejména hypotečního úvěrování, lze klasifikovat do čtyř hodnotících kategorií. Přehledné srovnání výzkumů provedených na diskutované téma podávají např. Barr (2008) anebo Ardalán (2006). Jedná se o porovnávání:

- Na základě porovnávání věřitelských skupin,
- na základě hodnocení konsolidačních institucí,
- hodnotících dopad ujednání CRA,
- porovnávajících ziskovost věřitelů

Prvním způsobem, kterým je možné posoudit vliv CRA na poskytnuté hypoteční úvěry, je porovnání chování institucí regulovaných CRA s institucemi, které regulovány nejsou. Má-li CRA vliv na chování institucí jím regulovaných, potom objem půjčených peněz institucemi regulovanými by měl převýšit objem poskytnutý institucemi neregulovanými. Tyto hypotézy potvrzuje například výzkum amerických ekonomů Evanoffa a Segala (1996 in Bostic, 2002). Evanoff a Segal analyzovali v letech 1990-1995 objem poskytnutých CRA hypoték a porovnávali je s těmi, které byly poskytnuté institucemi do programu nezařazenými. Zjistili, že počet regulovaných půjček oproti době před zavedením CRA vzrostl.

Výzkum asociace Ford Foundations (2000, in Ardalán, 2006), přišel se třemi důležitými závěry:

²⁷ Viz 26.

- CRA věřitelé změnili své chování a na základě toho vykazují vyšší podíl regulovaných půjček, nežli by vykazovali, kdyby CRA neexistoval, a zároveň schvalují vyšší podíl CRA žádostí o půjčky, než by schvalovali, kdyby CRA neexistoval.
- CRA věřitelé získali vyšší podíl na úvěrovém trhu regulovaném CRA, nežli měli před jeho přijetím.
- Výzkum potvrzuje, že na základě pozorování instituce v úvěrování pokračují a nejedná se tak o akci jednorázovou.

Druhým způsobem k ohodnocení dopadu CRA je analýza aktivity v poskytování hypotečních úvěrů u společností, které vykazují zvýšenou aktivitu v realizaci fúzí a akvizic jiných společností (Barr, 2008). Tato analýza vychází především z předpokladu, že společnosti v těchto oblastech obchodování aktivní budou mimořádně ohleduplní k respektování pravidel CRA, neboť jejich splnění je nutné k vyjádření souhlasu regulatorního orgánu k takovým činnostem.

Tento předpoklad byl potvrzen ve výzkumu člena Rady Guvernérů FEDu R. B. Averyho (Ardalan, 2006) z roku 1999. Vysledoval, že podíl poskytnutých hypotečních úvěrů se zvýšil v oblastech, kde tyto společnosti mají své pobočky. Zjistil rovněž, že podíl poskytnutých CRA hypoték, vzhledem k celkovému počtu všech poskytnutých hypoték, se zvýšil více u institucí aktivních ve fúzích, nežli u těch, které v tomto směru aktivní nejsou.

Třetím způsobem, kterým lze posoudit dopad vyplývající z opatření, která implikoval CRA, je porovnání půjček směřujících do oblastí pokrytých CRA s oblastmi, které jím pokryty nejsou a porovnáním půjček poskytnutých věřiteli, kteří se připojili k dohodám CRA s věřiteli, kteří se k nim nepřipojili. Ekonom Schwartz (Ardalan, 2006) v roce 1988 pohlíží na efekty pocházející z CRA na základě chování věřitelů. Porovnává poskytnuté hypotéky v roce 1994 na základě bank, které se účastnily programu CRA a těch, které se nezúčastnily. Z výsledků jeho zkoumání vyplývá, že existence zákona pozitivně ovlivnila ochotu bank půjčovat nízko a středněprůměrným skupinám, domácnostem z řad minoritních skupin obyvatelstva a komunitním oblastem s nejmarkantnějším rozdílem u afroamerických domácností a jednotlivců. Zjistil rovněž, že instituce spadající do režimu CRA mají výše nastavené hranice pro poskytnutí prostředků pro nízkopříjmové skupiny a minority, nežli instituce, které se k programu nepřipojily. Neprovádí ovšem srovnání a pravidla chování bank před připojením k programu a po něm. Není vyloučeno, že banky, které do programu vstoupily, už před svým vstupem měly své směrnice nastaveny, že je ani nemusely přizpůsobovat požadavkům CRA a

využily jen výhod, které pro ně z programu vyplývají. Z výsledků zkoumání ekonoma Schlaye v roce 1999 zase vyplývá, že tzv. regulace vycházející zespod vytvářela tlak na federální úrovni, který mohl ovlivnit i všechny ostatní trhy.

Z výsledků práce ekonoma Bostice (2003) z roku 2001 vyplývá, že banky poskytly větší množství půjček v oblastech podporovaných CRA, nežli v těch, které CRA regulovány nebyly. Argumenty zpochybňující profitabilitu půjček pro banky vyvrací rovněž Gramlich ve své studii z roku 1999. V jeho výzkumu 98% velkých věřitelů tvrdí, že poskytnuté CRA půjčky jsou profitabilní a 24% z pozorovaných respondentů je vyhodnotilo jako stejně nebo více profitabilní nežli ostatní půjčky.

Profesor financí z Kalifornské univerzity Michael La Cour-Little v roce 1981 analyzoval dvě kategorie půjček. Půjčky spadající pod CRA a tzv. „control group“²⁹ půjčky. Dospěl k závěru, že portfolio CRA půjček bylo náchylnější k defaultu nežli standardní „control group“ portfolia.

Macey a Miller (2007), univerzitní profesori práva, přišli v roce 1993 s tvrdou kritikou, ve které zpochybňovali dopad CRA. Tvrdili, že CRA se oproti zamýšleným úmyslům stal spíše nástrojem soukromých zájmů prahnoucích po úrokových mírách nižších, nežli byla běžná tržní úroková sazba.

J. W. Gunther, ekonom Federální banky v Dallasu, v roce 1999 zjišťoval vliv CRA na rizikovost bankovního portfolia, přičemž využíval korelace ratingů CRA a CAMELS ratingů. Z jeho zkoumání vyplynulo, že finanční zdraví bank je ohrožováno vlivem dodržování legislativy CRA.

Lze se setkat s názory, že CRA přispěl ke krizi hypoteční, a potažmo tedy i ke krizi finanční, vlivem expanze úvěrového financování adresovaného do sektoru subprime. Na druhou stranu však analýza provedená Radou guvernérů Federálního rezervního systému (2006) říká, že takřka 60% toxických půjček s vysokou úrovní splátkové delikvence a následnou exekucí bylo generováno dlužníky, na které se CRA ani nevztahoval. Pouze 6% toxických půjček spadalo podle tohoto výzkumu do geografických oblastí a komunit spadajících pod legislativu CRA (Avery et al, 2006).

²⁹ *Jedná se o nezávislý vzorek, který se používá především v komparaci se vzorkem experimentálním.*

3.2.4 Budoucnost CRA

Jakkoliv se prokázalo, že vliv CRA na hypoteční krizi v sektoru substandardních hypoték a tedy i finanční krizi, není nikterak zásadní (Rosengren 2009), je jistě třeba přemýšlet o jeho aspektech, které by měly projít revizí. Aby zákon dobře sloužil svému účelu, je potřeba přizpůsobit jej vývoji, kterým finanční sektor za více než 30 let od jeho přijetí prošel. Jedná se o změnu rozložení sil ve finančním sektoru a nezbytnou podporu inovací a kvalitních půjček.

3.2.5 Shrnutí

Community Reinvestment Act nelze z krize na trhu substandardních hypoték, která vyústila ve finanční krizi, přímo vinit. Z výsledků mj. nejrozumnějších testů i výpovědi Randalla Krosznera (2008) vyplývá, že podíl CRA regulovaných hypoték je v porovnání s ostatními toxickými hypotékami řádově menší. Doba, po kterou dopady zákona ovlivňovaly hypoteční trh komunitního obyvatelstva, nízkopříjmových skupin i etnik, se vyznačuje spíše celkovým rozvojem mezi těmito sférami občanů a jejich rezidenčních oblastí, nežli příčinným katalyzačním efektem a nátlakem na banky půjčovat skupinám lidí v oblastech, kam by jinak nepůjčovaly, a tím pádem spoluvytvářet bublinu na trhu nemovitostí a podílet se na pádu trhu hypoték dále sekuritizovaných.

Ukázalo se, že oblasti ovlivněné diskriminační praktikou „redliningu“ byly opomíjeny neprávem a ani étos zákona se nenesl v duchu půjčovat všem a na všechno. Domnívám se, že do příchodu hypoteční krize, která má vliv na finanční krizi mimo jiné i zpřísnováním vnitřních směrnic pro poskytování půjček, sloužil zákon svému účelu obstojně.

Naopak negativní dopady CRA lze spatřovat v nátlaku na banky úvěrově se angažovat v oblastech k tomu vybraných, což sice není trestuhodný záměr, ale svým způsobem tak banky pravděpodobně vytlačovaly konkurenci, jejíž business model se specializuje na poskytování služeb nízkopříjmovým skupinám obyvatel, jako například Wall Mart, kterému nebyla udělena licence k tomu tyto služby poskytovat.

Rasová a etnická spravedlnost mohla rovněž býti dosažena např. důslednější artikulací zákonů Equal Credit Opportunity Act³⁰ nebo Fair Housing Act³¹ z roku 1968. Jakékoliv regulační zásahy rovněž ubírají na dynamice konkurenčního prostředí a inovacích důležitých v boji o zákazníka. Především tento faktor považuji za nejdůležitější a málo artikulovanou externalitu, která se vztahuje k prvnímu bodu vytyčenému v úvodu práce. Aby však nebyly pozitivní důsledky zákona zhaceny a překryty turbulencí doby, bylo by záhodno zákon vhodným způsobem aktualizovat tak, aby se přizpůsobil jednak krizi a především vývoji, kterým bankovní systém za více než 30 let prošel. Nebylo by vhodné setrvávat v protekcionistických pozicích omezených hranicemi teritorií „odsouzených“ vyšší mocí k rozvoji a růstu. Rovněž z důvodu restrukturalizace finančního sektoru je potřeba přemýšlet zejména o rozšíření působnosti zákona na nebankovní finanční instituce, které v současné době drží větší množství finančních aktiv, nežli banky a záložny. V tomto směru je vhodné uvažovat i o spolupráci nebankovních institucí s retailovými distributory bankovních služeb, kteří disponují lepším know-how v lokálních oblastech.

3.3 Morální hazard

Morální hazard se projevuje jako snaha o zabezpečení maximálního výnosu za situace, kdy subjekt nenese plnou odpovědnost za úhradu možných ztrát (Urban, 2009). Morální hazard, který je v současnosti často, a oprávněně, považován za spoluviníka finanční krize, je jedním z nejfrekventovanějších pojmů v literatuře, která se příčinami krize zabývá. Jeho nebezpečí je však potřeba vnímat i v souvislosti se záchrannými opatřeními vlád, které se pokoušejí s krizí vyrovnat. V této části se tedy práce zaměří na podstatu, příčiny a důsledky morálního hazardu. Dále bude pozornost věnována možnostem jeho eliminace.

³⁰ *Zákon o rovné úvěrové příležitosti. Přijat v roce 1974, tedy ještě před CRA. Zakazoval jakoukoliv diskriminaci při hodnocení žadatelů o hypoteční úvěr.*

³¹ *Zákon o slušném bydlení. Právní norma, která zakazovala diskriminaci v přístupu k bydlení na základě rasy, pohlaví, víry atp.*

3.3.1 Pojem morální hazard

Pojem morální hazard vyjadřuje jednu z podob tržního selhání, která nyní mimořádně roste zejména díky finanční krizi, která začala v roce 2007.

Termínem morální hazard³² označovaly anglické pojišťovny pojištění rizik, která neměla souvislost s přírodními, či jinými živelnými událostmi. Rizika, která tento pojem zaštiťoval, byla spjata se změnou chování osob, poté co pojištění uzavřely. Důraz se kladl především na možný pokles jejich obezřetnosti ve vztahu k rizikům, která díky sjednání pojistné smlouvy již nenesou. Nebyl přitom brán ohled na to, zdali je tato změna v chování vědomá či nevědomá (Urban, 2009). Z toho vyplývá, že pojem přímo nesouvisel ani s hazardem a ani s morálkou.

Prostředky, které může komerční pojišťovna použít ke snížení rizika vzniku morálního hazardu, jsou prošetřování pojistných událostí a spoluúčast pojištěného na nákladech vyplývajících z těchto událostí. V některých případech je však hrozba morálního hazardu natolik rozsáhlá, že komerční pojištění v podstatě vylučuje (Urban, 2009).

V ekonomické literatuře se s teoretickým vymezením morálního hazardu setkáváme v 60. letech díky nástupu ekonomických škol vycházejících z Chicagské školy. Zdrojem morálního hazardu je v jejich pojetí tržní selhání, na které vlády nereagují snahou o obnovení tržní rovnováhy postupným odstraňováním tržních deformací, ale zvýšenou regulací postiženého trhu, zřizováním nových regulatorních orgánů a poskytováním státních záruk (Bažantová, 2009). V jejich pojetí slouží termín k označení situace či okolnosti podporující rizikové nebo spekulativní chování ekonomických subjektů. Prostor pro morální hazard je vytyčen tam, kde si jsou lidé nebo podniky vědomi skutečnosti, že v případě selhání nebudou muset nést plné následky svého jednání či rozhodování. Jsou totiž přesvědčeni, že dostanou-li se do problémů, někdo jiný jim z těchto problémů pomůže. Sklon k morálnímu hazardu roste především v situacích, kdy se objevuje příležitost prostřednictvím takového chování náležitě vydělat. Přesně takovým sektorem byl v posledních letech sektor finanční. Rostoucí složitost obchodovaných produktů, rostoucí specializace finančních institucí a také snížená možnost kontroly managementu ze strany vlastníků poskytla morálnímu hazardu vhodné podmínky (Urban, 2009)

³² „Moral Hazard“ - *International Encyclopedia of the Social Sciences*. Thomson Gale 2008.

3.3.2 Role morálního hazardu

V minulosti byl morální hazard považován za tenkou čáru oddělující podnikání a hazard (Seknička, 2009). Zatímco podnikání je založeno na tvorbě přidané hodnoty a podnikavosti člověka, hazard je činností, která závisí na náhodě a nese s sebou tudíž podstatné riziko. Linie morálního hazardu tak měla stanovit práh únosného rizika pro hospodářské subjekty (Knight, 1921).

Ve druhé polovině dvacátého století se můžeme setkat s obecnou definicí morálního hazardu, coby divergence mezi mezními náklady jisté akce a mezními společenskými náklady téže akce. Ve finančním sektoru je morální hazard spojován s těmito charakteristikami (Seknička, 2009):

- V pojišťovnictví: Přijímání vysokého rizika pojištěnci nebo pojistiteli.
- V bankovníctví: Morální hazard je průvodním jevem systému zajištění.

Mimo definice vycházející z kvantitativního faktoru přináší Seknička (2009) i takové, které zohledňují faktor kvalitativní:

- Morální hazard je nečestné jednání, které vede k nebezpečí ztráty vázané na kvalitativní charakteristiky účelu člověka v hospodářském procesu.
- Morální hazard je morální riziko, které souvisí s možností vzniku nějakého následku či důsledku, např. ztráty v pojišťovnictví, bankovníctví, na kapitálovém trhu atd., jež je zaviněn nepoctivostí zainteresovaných osob, např. u pojištění nepoctivostí to může být pojištěný, vázaný pojišťovací agent, zaměstnanec pojišťovny atd.

Dle Sekničky (2009) musí tedy být v systému řízení rizik zohledněny jak faktory kvantitativní, tak faktory kvalitativní, které kalkulují s úlohou člověka v hospodářském procesu. Nástroj k identifikaci kvalitativních rizik vidí autor v provádění sociologických a psychologických výzkumů orientovaných na stav důvěry a odpovědnosti na trhu a navrhuje jejich implementaci do systémů řízení a měření rizik. Realizace takových opatření by však jistě byla velmi nákladná, zvláště za situace, kdy odezvy finanční krize už tak zdražily zajišťování rizik.

3.3.2.1 Morální hazard záchranných opatření

Zdrojem morálního hazardu může být mj. také politika státu, vyjádřená především tzv. pomocnou rukou či „záchrannou sítí“ ze strany vlády nebo centrální banky. Je určena systémově důležitým podnikům, které vycházejí z doktríny „too big to fail“ (Urban, 2009).

Bankovní střadatele lze přitom chránit prostřednictvím pojištění vkladů. Finanční společnosti přenášejí rizika svého rozhodování na stát. Tato praxe se někdy označuje také jako sociální pojištění velkých podniků³³ a je výrazným zdrojem morálního hazardu. Cítí-li tyto podniky, že jsou proti nepříznivým důsledkům svého rozhodování (poskytování špatných úvěrů) zajištěny, jejich sklon k rizikovému rozhodování roste. Přímou úměrou tomuto sklonu jsou zpravidla i ztráty z něj vyplývající, ty však dříve nebo později přebírá stát. Podniky, vůči kterým stát uplatňuje doktrínu „too big to fail“ mohou navíc tuto politiku přenášet i na své věřitele (The Economist, 2009). Půjčka těmto společnostem je tak v zásadě půjčkou bez rizika, která zvýhodňuje pozici velkých společností i na finančním trhu.

3.3.2.2 Morální hazard a odměňování

Mezi projevy morálního hazardu v rámci systému řízení podniku patří způsob odměňování, který stimuluje asymetrické motivace řídících pracovníků (Urban, 2009). Tento způsob motivace se vyznačuje tím, že odměňuje úspěch, ale nepostihuje neúspěch. Tato praxe je zřetelná zejména při využívání systému akciových opcí. Motivací manažerů, jejichž ohodnocení je z větší části tvořeno opční odměnou, je pak logicky snaha tuto odměnu maximalizovat, a to i za cenu neúměrného rizika. Jsou si vědomi skutečnosti, že když se jimi realizovaná agresivní investiční strategie nesetká s úspěchem, žádnou reálnou finanční ztrátou nebudou postiženi; na rozdíl od svých akcionářů. Neúspěch je totiž delegován na ty třetí. Možná také proto Jílek (2002) tvrdí, že největším nebezpečím pro jakoukoli instituci je její management.

³³ *Corporate welfare.*

Morální hazard nesouvisí jen s chováním podniků ke svému okolí, dochází k němu i uvnitř podniků samotných. Souvisí se způsobem jejich řízení, konkrétně s prosazováním a uplatňováním odpovědnosti za přijatá rozhodnutí řídicích pracovníků (Urban, 2009).

3.3.3 Projevy morálního hazardu

3.3.3.1 Sekuritizace půjček

Morální hazard v procesu sekuritizace půjček spočívá v tom, že u půjčky poskytnuté s vědomím, že nebude ponechána v rozvaze, ztrácí banka potřebu prověřovat bonitu klienta. Pokud totiž klient půjčku nesplatí, banka ztrátu neutrpí (Jurošková, 2009).

Sekuritizací rozumíme transformaci finančních aktiv na alespoň dvě tranše cenných papírů zajištěných aktivy (Jílek, 2006). Bývá také označována jako recyklace finančních aktiv, což vychází ze skutečnosti, že se většinou sekuritizují aktiva se spekulacím stupněm, to znamená hodnocením BB a horším. Vzniklé cenné papíry jsou spojeny s rozdílným úvěrovým rizikem a rozdílnými ztrátami, mají různé priority splácení³⁴. Sekuritizace je spojena s vysokými náklady na právní zabezpečení, a proto běžný objem sekuritizovaných aktiv činí v USA 1-6 miliardy USD (Jílek, 2006).

Tradiční sekuritizace spočívá v postoupení souboru pohledávek jiné jednotce³⁵, která emituje cenné papíry kryté postoupenými aktivy. Tyto cenné papíry jsou určeny k prodeji na kapitálovém trhu investorům. SPV splácí úvěry prostřednictvím hotovosti, kterou získá za prodej cenných papírů zajištěných aktivy investorům. Tímto způsobem se jinak neobchodovatelné pohledávky transformují na obchodovatelné cenné papíry (Jurošková, 2009). Zároveň jsou elegantně vyjímány z rozvahy a banky se tak zbavují úvěrů, u nichž vznikly problémy se splácením. Horší variantou je poskytování úvěrů s úmyslem je rovnou přeprodat.

³⁴ Různá priorita splácení je označována jako tranšování.

³⁵ Touto jednotkou často bývá tzv. jednotka pro zvláštní účel (SPV), která je založena za účelem splnění souboru předem definovaných operací. Těmi mohou být: provedení leasingu, výzkum a vývoj nebo sekuritizace finančních aktiv. Díky skutečnosti, že investoři mohou vznášet námitky pouze vůči SPV a nikoliv vůči společnosti, která je založila, jsou SPV vhodným prostředkem pro krácení daní a realizaci účetních podvodů. Jiná SPV mají v podnikání i pozitivní úlohu, konkrétně v sekuritizaci, je však obtížné mezi těmito dvěma druhy rozlišovat.

Díky existenci agentur sponzorovaných vládou mohou banky nebo jiné finanční instituce, které poskytly hypoteční úvěr, prodat konkrétní portfolio úvěrů těmto agenturám, které za něj zaplatí hotovostí nabytou prodejem cenných papírů zajištěných hypotékami investorům. Tímto způsobem může banka jednoduše vyjmout aktiva (poskytnuté úvěry) ze své rozvahy. Díky tomuto mechanismu jsou banky ochotnější poskytovat další úvěry, neboť se nemusí obávat delikvence ze strany dlužníka (Jurošková, 2009).

Za agentury sponzorované vládou se označují instituce Fannie Mae a Freddie Mac. Označení vychází ze skutečnosti, že jejich vznik byl autorizován Kongresem a jejich úkolem služba veřejnosti.

Federální národní hypoteční asociace (Fannie Mae) byla založena roku 1938 za vlády Franklina Roosevelta v rámci programu New Deal. Smyslem byla podpora bytové výstavby, osobní vlastnictví domů a zajištění dostupnosti domů (White, 2005). Tato podpora nebyla realizována přímým poskytováním hypoték, ale prostřednictvím udržování likvidity na sekundárním trhu. Agentura tak fungovala jako mezičlánek mezi bankami a nově vzniklým sekundárním trhem. Profitovala na základě rozpětí mezi úrokovou mírou z hypotečního úvěru a bezrizikovou výnosovou mírou, za kterou prostředky na nákup portfolií hypotečních úvěrů získávala.

Federální korporace hypotečních úvěrů (Freddie Mac), založená v roce 1970, měla za úkol podporovat běžné hypotéky. V témže roce navíc umožnil zákon Fannie Mae kupovat běžné hypotéky.

Koncem roku 2001 disponoval Fannie Mae čtvrtinou existujících amerických hypoték, hypoteční portfolio dosahovalo výše 1 559 mld. dolarů. Po americké vládě jsou Fannie Mae a Freddie Mac druhým největším emitentem dluhopisů, Fannie Mae je rovněž třetí největší americkou finanční společností (White, 2005). Jak uvádí Jílek (2006), tím, že ztráty úvěrových institucí vyplývající ze špatného splácení hypoték byly přeneseny na GSE, tyto úvěrové instituce výrazně uvolnily úvěrový proces. Byli si totiž vědomi, že hypotéky převedou na GSE. Tato praxe je pak, dle Jílka (2006), jedním z klíčů k pochopení nadměrného úvěrování USA.

Původní pojetí sekuritizace hrozbu pro systém nepředstavovalo. Sekuritizace se týkala pouze kvalitních hypoték, při kterých dlužníci skládali část platby hotovostně a zároveň dokládali, že disponují pravidelným příjmem, který omezuje jejich potenciální delikvenci. Idea tedy

spočívala v diverzifikaci úvěrového rizika, která měla v důsledku snížit riziko v celém bankovním sektoru.

3.3.3.1.1 Doktrína „too big to fail“

TBTF je doktrínou, která vyjadřuje skutečnost, že vláda nemůže dovolit krach strategických firem, především velkých bank a jiných finančních institucí (Moosa, 2010). Důvodem je fakt, že jsou příliš velké a jejich pád by představoval riziko i pro další finanční instituce nebo dokonce celý finanční systém. Tento koncept je užíván v souvislosti s finančním sektorem především z toho důvodu, že v něm působí instituce jednak velké, ale také vzájemně příliš propojené. Ze zprávy BIS (2007) vyplývá, že 82% zahraničních směnných transakcí je realizováno mezi bankovními a nebankovními institucemi navzájem. To je také důvod, proč je pád banky pro její konkurenty špatnou zprávou, na rozdíl od většiny dalších odvětví, kde je pád konkurenta, z důvodu uvolněného místa na trhu, vítán s nadšením. Systémové riziko je tedy determinováno velikostí instituce a vzájemnou propojeností jednotlivých institucí v příslušném sektoru. Jak uvádí Moosa (2010), finanční instituce rovněž disponují vysokým stupněm politické síly, která je zdrojem konkurenční výhody v získání statusu TBTF.

Jistou specifickou bankovního sektoru potvrzuje i Latter (1997) který se ve své práci zabývá tím, čím je vlastně banka tak výjimečná, že nikdo nechce dopustit její pád. Tuto jedinečnost spatřuje v tom, že banka přijímá vklady, které jsou v podstatě nezajištěným nárokem, a proto je v tomto vztahu nezbytná přítomnost silné důvěry. Poukazuje rovněž na centrální pozici bank v platebním systému, jehož efektivnost je nutná pro fungování ekonomiky. Další zvláštnost bank je existence dílčích rezerv, které znamenají, že banky nedrží dostatek likvidních prostředků k tomu, aby byly schopny vyrovnat všechny své splatné závazky. Tato skutečnost v sobě nese další prvek, který způsobuje náchylnost bankovního sektoru na oslabení důvěry. Argumentuje se tím, že existuje pouze malá skupina vkladatelů, která bude chtít vybrat všechny své prostředky ve stejný čas, v časech oslabené důvěry se však banka může octnout v nelikvidní pozici velmi rychle. V souladu s doktrínou TBTF se zdůrazňuje rovněž nebezpečí, že pád jedné banky vyvolává pochybnosti o finančním zdraví ostatních bank, tím implikuje oslabení důvěry a může přivodit problémy i bankám zdravým. Týdeník The Economist (2008a) vidí systémový význam bank v úloze, kterou hrají při alokaci finančních zdrojů mezi jednotlivými ekonomickými subjekty. Selhání bank vede k omezení úvěrových toků směřujících do ekonomiky a tím i k poklesu ekonomické aktivity a celkově

negativním ekonomickým důsledkům. Tato úvaha se dá shrnout do jednoduchého sloganu: „*Pokud budou trpět banky, budou trpět všichni.*“³⁶. V tomto tvrzení lze sice vidět jistou reflexi reality, vyvstává ovšem otázka, zdali finanční výpomoc bance zaručuje její návrat na trh úvěrů, to znamená, bude-li peníze půjčovat znovu. Odpověď na tuto otázku je mimořádně důležitá, zejména díky tomu, že během finanční krize úvěrový trh prakticky zamrzl, díky neochotě zachráněných bank finanční zdroje půjčovat, ačkoliv strach z tohoto zamrznutí byl jedním z hlavních motivů, proč se záchrana vůbec odehrála. Stojí tedy jistě za úvahou, proč prostředky určené na záchranu bank nepoužít raději přímo k provoznímu úvěrování malých a středních firem, např. prostřednictvím speciální vládní agentury, kterou je v USA třeba USAID.

Seelig (2004) ve své práci poukazuje na jistou vícevýznamovost pojmu TBTF, která spočívá v tom, že je nejasné, resp. že neexistuje žádný ucelený výklad toho, co znamená být „příliš velký“, ani žádné vysvětlení toho, co znamená „padnout“. Co se týče označení „příliš velký“, Seelig (2004) nabízí dva výklady: „velký“ vzhledem k objektivnímu standardu anebo „velký“ v absolutním vyjádření, což znamená, že instituce může být velká buď absolutně, nebo relativně. Dalším problémem je, jak vysvětlit „pád“ v kontextu doktríny TBTF.

Je potřeba zdůraznit, že jakkoliv se na sporné uplatňování doktríny TBTF upozorňuje v ekonomické literatuře již velmi dlouho, nelze pozorovat ani náznaky o její omezení. Lze spíše předpokládat, že díky fenoménům, které uvádějí Stern a Feldman (2004), se problém bude spíše zhoršovat. Mezi faktory, které problém, i díky finanční krizi, prohloubily, počítají:

- Bankovní konsolidace umožnila být bankám ještě většími a díky záchranným opatřením, která zvýšila propojenost bankovního a politického sektoru je pravděpodobné, že v případě nových problémů budou zachráněny znovu.
- Konsolidace bank zvýšila počet institucí, které se mohou zahrnovat mezi systémové, a tím pádem se zařadit mezi instituce z kategorie TBTF.
- Coby výsledek finančních inovací, bankovní operace se staly výrazně komplexnějšími, a tím činí vypojení postižené instituce ze systému obtížnějším.³⁷

³⁶ *The Economist* 2008a

³⁷ *Tento fenomén se označuje také jako: „Too-complex-to-fail“.*

- Technologický pokrok zvýšil kvalitu poskytovaných informací, a tím přispěl k rozvoji a zdokonalení kapitálových trhů. To navnadilo banky k tomu, aby ve větší míře využívaly kapitálové trhy coby zdroj svého financování. Tím pádem se však staly averznějšími k výkyvům, které jsou s kapitálovými trhy přirozeně spojeny.
- Technologie umožnila rovněž malým bankám, aby zvýšily svůj význam v systému platebních operací a ty se tím staly „příliš propojenými na to, aby padly“.

Státní pomoc postiženým finančním institucím sice zmírňuje problémy z krátkodobého hlediska, z dlouhodobého hlediska však generuje problémy sama o sobě. Ty spočívají především v očekávání institucí i jejich klientů, že vláda nepřipustí jejich pád, což implicitně zvyšuje pravděpodobnost jejich pádu, zejména díky nízké averzi k riziku. Tímto přístupem je morální hazard podstupován jak ze strany bank, tak z pozice klientů.

3.3.4 Shrnutí, závěr, východiska:

Je patrné, že bez podstatnějšího zásahu do stávajícího systému, kde morální hazard doslova kvete, můžeme během několika let očekávat příchod nové finanční krize, jejíž dopad a rozsah bude patrně ještě horší. S finanční záchranou už totiž nebudou počítat pouze bankovní instituce velké, ale díky trendům, které uvádí Feldman a Stern (2004), všechny. Regulace tohoto problému jistě bude spjata s mnoha obtížemi. Nemůže totiž spočívat v plošném omezení finančních operací a produktů, která s sebou finanční rizika ze své podstaty nesou.

Finanční deriváty nebo short-selling patří mezi operace, které finanční trhy pozvedly, modernizovaly a jsou pro jejich fungování, tak jak ho dnes známe, nezbytné. Důkladnější analýza včetně vyhodnocování možných rizik, která z těchto transakcí vyplývají, by stabilitě finančních trhů nepochybně pomohla, naráží však na informační, odbornou a také kapacitní bariéru regulátorů, kteří by ji měli provádět. Problematická je především jejich závislost na informacích, jejichž jediným zdrojem jsou sami regulované subjekty a často také osobní vazby mezi jednotlivými účastníky kontrolního procesu.

Nejreálněji se tudíž jeví návrhy, které akcentují jasné vymezení institucí, které budou označeny jako systémově důležité a jejichž pád by pro ekonomiku znamenal systémové

nebezpečí.³⁸ Pomoc by poté byla adresována pouze těmto institucím. Nezbytné také je, aby instituce označená za systémově důležitou podstupovala přísnější regulaci, jejímž smyslem by měla být především pravidelná kontrola finančního zdraví a omezování nadměrného rizika. Každá instituce si pak bude moci zvolit, zdali jí omezení podstupovaného rizika a důsledné kontroly stojí za to, že udrží své dosavadní postavení a bude označena za systémově důležitou. Naopak regulace malých institucí tak přísná být nemusí. Podstatný jejich pád by možný byl a podstatnou část kontroly nad nimi by vykonávaly především akcionáři a klienti. Jak uvádí Jurošková (2009), regulace je vnímána jako něco, co subjektům brání v dosažení jejich cílů, snižuje jejich ziskovost a očekávaným důsledkem tohoto opatření by tak bylo nezískat označení: systémové. Tento návrh je taktéž v opozici s dosavadní praxí, kdy motivací manažerů je směřovat jimi vedenou instituci spíše k tomu, aby dosáhla statutu: TBTF.

³⁸ *Návrhy přednesl C. Goodheart (The Boundary Problem in Financial regulation. National Institute Economic Review, 2008) nebo také D. Moss (Moss, D. An Ounce of Prevention. Harvard Business School: Working paper, 2009)*

3.4 Finanční liberalizace

3.4.1 Úvod

Jak uvádí Bosworth (1998), mezi potenciální hrozby vzniku finanční krize patří liberalizace a reformy finančního systému. Volná pravidla pro podnikání bank, omezování regulatorních nástrojů, nebo nedostatečně fungující dohledový orgán, podporují nezodpovědné chování bank i nebankovních finančních institucí.

V tomto kontextu rozpracuji v této části práce postupnou erozi zákona GSA. Definitivním odstraněním zdi oddělující komerční od investičního bankovníctví došlo k propojení obou podnikatelských sfér a zvýšila se averze finančního světa k systémovému kolapsu.

3.4.2 Postupný rozklad zákona GSA

3.4.2.1 Zákon Bank Holding Company z roku 1956

Krátce po přijetí Glass-Steagallova zákona byla na finančním trhu zavedena instituce tzv. „Bank Holding Company“³⁹, která nepodléhala restrikcím vyplývajícím ze zmíněného zákona a umožňovala individuální společnosti sdružovat pod svou hlavičkou sféru komerčních a investičních zájmů. Institut bankovní holdingové společnosti se tak stal nástrojem finančních institucí překračující zamýšlený příkop mezi komerčními a investičními aktivitami. Zákon Bank Holding Company tak svým zněním umožnil rozlišovat mezi institucemi přijímajícími vklady označené jako bankovní, zatímco investiční společnosti, tedy ty, které obchodovaly na Wall-Street, byly označeny jako nebankovní. Obě dvě sféry tak získaly jakousi statutární pečeť. Zákon rovněž vyžadoval, aby se bankovní holdingové společnosti zbavily všech svých podílů v nebankovních aktivitách a zakazoval do budoucna jakékoliv akvizice v nebankovní sféře prostřednictvím přípojných kanálů. Možností, kterou však zákon skrýval a která nezůstala dlouho bez využití, byla klauzule říkající, že se nebankovní holdingová společnost může účastnit činnosti v nebankovním sektoru, shledá-li FED, že aktivity nebankovního

³⁹ *Bankovní holdingová společnost - jedná se o společnost, která má kontrolu nad jednou nebo větším množstvím bank.*

sektoru „úzce souvisí s bankovní činností.“ Šíře této definice tak dávala Federálnímu rezervnímu systému faktickou možnost posuzovat, zdali je zákon dodržován nebo ne.

3.4.2.2 Gramm – Leach – Bliley Act of 1999

Několik úprav a novelizací GSA po roce 1956:

- 1986 - liberalizace zákazu bank realizovat výnos z obchodů s cennými papíry, podle této úpravy mohlo 5% hrubého obratu pocházet z těchto obchodů
- 1987 – pokračuje uvolňování legislativy, banky mohou emitovat některé cenné papíry, například hypotéky kryté cennými papíry
- 1989- zvyšuje se povolený podíl výnosů z obchodů s cennými papíry na obratu z 5% na 10%
- 1996- zvýšení zmíněného podílu na 25%.

Výše uvedené úpravy měly společného jmenovatele v podobě deregulace existující legislativy. Rovněž FED takřka od chvíle, kdy mu byla svěřena pravomoc rozhodovat o tom, kdy banka může vstoupit do ne-banky, stále rozšiřoval hranici své tolerance. Smysl GSA tak byl permanentně podkopáván, celý proces destrukce exponovala silící lobby finančního sektoru vůči Kongresu, která měla za cíl zrušení zákona. Silící nátlak, podpořený finančními injekcemi pro kampaně Republikánů i Demokratů ze strany velkých bank, pojišťoven a investičních firem, nakonec slavil úspěch a roku 1999 byl GSA formálně zrušen.

3.4.2.3 Východiska zákona Gramm – Leach – Bliley z roku 1999

The Financial Modernisation Act of 1999⁴⁰ přišel s výraznou šancí pro finanční instituce v podobě možnosti sekuritizovat hypotéky do formy obchodovatelné na Wall-Street. Proces sekuritizace byl známý a používal se už v roce 1929 a svou měrou přispěl k Velké hospodářské krizi v roce 1929. Dle slov R. Kuttnera (2008) bylo obchodování sekuritizovaných cenných papírů na Wall-Street: „*hlavní hybnou silou, která umožňovala*

⁴⁰Zákon Gramm – Leach – Bliley je známý pod označením *The Financial Modernization Act*.

nebezpečné praktiky ve 20. letech minulého století. Banky vytvářely a dávaly atraktivní formu vysoce spekulativním půjčkám, uváděly je na trh prostřednictvím svých distribučních kanálů, využívaly přitom respektovaných značek typu JP Morgan Chase – jako prostředníky zajišťující věrohodnost realizovaných transakcí. Tyto praktiky a následující kolaps byly důvody k přijetí Glass Steagall Act.“

Narůstá tak přesvědčení, že zrušení Glass Steagallova zákona vedlo k tomu, že banky přestaly dbát na bonitu klientů, kterým půjčky poskytovaly, protože už dopředu kalkulovaly s tím, že úvěr bude rychle transformován do podoby hypotéčních zástavních listů a prodán na trhu cenných papírů. Dmýchadlem takových přesvědčení byl i enormní růst sekundárního trhu.

Vzhledem k tomu, že v roce 2008 prodělaly banky na sekuritizovaných hypotékách miliardy dolarů, přestaly vydávat nové, aby mohly zakonzervovat svá aktiva. K tomu se přidaly miliardové ztráty bank a pojišťoven z credit default swaps, vytvořených za účelem krytí rizik, které tvořily samostatnou entitu obchodovanou na burzách, která bude diskutována později.

„Nejdůležitější důsledek zrušení Glass-Steagall Act je nepřímý – spočívá ve způsobu, kterým jeho zrušení změnilo celou kulturu,“ říká ekonom a nositel Nobelovy ceny Joseph Stiglitz (Baram, 2008). „Komerční banky nesmějí být vysoce spekulující podniky, mají se konzervativním způsobem starat o peníze lidí,“⁴¹ pokračuje Stiglitz. Z tohoto předpokladu vychází úlohy vlády pomoci, když se banka dostane do potíží. Na druhé straně investiční banky odpradávná spravovaly peníze bohatých lidí, kteří jsou ochotni nést vysoká rizika za účelem vysokých výnosů. Když se zrušením Glass-Steagall Act komerční a investiční banky spojily opět dohromady, dravost investičních bank přejala otěže společného podniku. „Existovala poptávka po vysokých výnosech, které mohly být dosaženy pouze za cenu vysokých sázek a rizik,“⁴² uzavírá Stiglitz.

⁴¹ Viz Baram (2008)

⁴² Viz Baram (2008)

3.4.2.4 Vliv GLBA na uspořádání finančního sektoru

Je potřeba si uvědomit, že v době přijetí CRA fungovaly finanční služby v USA na odlišných základech, než je tomu dnes. Zejména vlivem GSA a jeho vymezením působnosti komerčních bank v protikladu s investičními bankami, záložnami a broker dealery. Komerční banky vybíraly od svých klientů vklady a poskytovaly osobní půjčky a půjčky podnikatelům. Záložny rovněž přijímaly vklady, ale soustředily se spíše na úvěrování rezidenčního bydlení. Broker-dealeři obchodovali s cennými papíry na účet svých klientů. Investiční banky se soustředily na přijímání peněz od investiční klientely, která chtěla zhodnotit svůj kapitál. Existovala tedy značná diversifikace finančních služeb a za různými účely navštěvoval člověk různé instituce. Dle kritických hlasů, přijetím zákona GLBA tato rozdělení prakticky vymizela a dala vzniknout tzv. finančním supermarketům, soustřeďujícím veškeré služby pod jednou střechou.

Nejvýraznější, a dle mého názoru nejnebezpečnější, změnou, kterou GLBA přinesl, je koncentrace finančního sektoru a prudký nárůst integrace finančních společností. Tento trend šel ruku v ruce s decentralizací legislativních pravomocí jednotlivých států do rukou federální vlády (White, 2001). Paradoxní je, že trend, o kterém se hovoří, přišel ještě před uvedením GLBA v platnost. Společnosti očekávající tento krok se projeví jako flexibilní hráči a našly cesty k tomu, jak spojovat nejrůznější formy finančních činností. Vliv GLBA tedy spočívá i v anticipační rovině, kdy důsledky zákona, o kterém se dlouho hovořilo, byly aplikovány ještě před jeho vlastním přijetím (FRBSF, 2000).

3.4.3 Shrnutí

Vliv dopadů zákona GLBA lze zkoumat ze dvou různých pohledů. Na jedné straně existují názorové směry říkající, že zákon přispěl k deregulaci trhů vytvořením platformy pro vznik velkých finančních supermarketů koncentrujících v sobě komerční banky, investiční banky nebo pojišťovny, podnítl morální hazard v jedné z jeho konkrétních podob zvané too big to fail. Na straně druhé nelze nezaznamenat hlasy, které tvrdí, že zákon zabránil krizi ještě větší

tím, že umožnil investičním bankám jako Goldman Sachs či Morgan Stanley využít federálních prostředků a tím se zachránit (Palleta & Scannel 2009).

GLBA autorizoval existenci finančních holdingových společností, které umožňovaly propojení investiční sféry, sféry obchodů na sekundárním na trhu, komerčního bankovníctví a v neposlední řadě obchodních bank⁴³. Intenzivní diskuze se vede rovněž v otázce rozdělení sektorů na finanční a nefinanční, jehož smyslem bylo vystavění bariéry mezi těmito sektory. Důvodem byly především obavy z toho, že banka provede fúzi se společností, které následně bude poskytovat výhodnější úvěry, a tím dojde mj. k narušení rovnováhy na trhu.

⁴³Obchodní bankou jsou v tomto smyslu míněny především tzv. merchant banks. Jedná se o banky, jejichž posláním je poskytovat finanční služby a poradenství movité klientele.

3.4.4 Commodity Futures Modernization Act

3.4.4.1 Úvod

V následující podkapitole se budu zabývat klíčovým důsledkem zákona Commodity Futures Modernization (CFMA), tedy změnou pravidel pro regulatorní dohled nad derivátovými⁴⁴ kontrakty. Tato část práce popisuje, proč byl uvedený zákon přijat a dává jej do přímé souvislosti s konkrétním finančním derivátem, jehož princip a rizika s ním spojená rovněž stručně charakterizuje.

Commodity Futures Modernization Act (CFMA) byl přijat americkým Kongresem v prosinci roku 2000. Jeho smyslem bylo zažehnat rozepře mezi Komisí pro cenné papíry⁴⁵ (SEC) a Komisí pro obchodování komoditních termínových kontraktů⁴⁶ (CFTC), které vyvstaly již v roce 1982 na základě Shad-Johnson Accordova zákona, který jednak rozdělával sféry působnosti, které budou jednotlivými komisemi regulovány, a zároveň rozšířil sféru toho, co lze definovat jako komodity. Výsledkem bylo částečné překrývání pravomocí SEC a CFTC v některých oblastech regulace.⁴⁷

Za komodity byly vždy nejčastěji považovány zejména zemědělské produkty či nezpracované materiály. Princip jejich obchodu spočívá v tom, že na komoditní burze je možné v měsíci X zakoupit kontrakt na např. 5 000 tun kukuřice, která půjde do distribuce v měsíci Y. Tento kontrakt koupí investor právě v měsíci X a prodá ho v měsíci Y koncovému uživateli kukuřice. Investor věří, že realizuje zisk spočívající v rozdílu mezi cenou v měsících X a Y. Tento typ komoditních kontraktů přilákal i inovátory z řad obchodníků s cennými papíry, kteří s nimi začali obchodovat obdobně, jako se obchoduje s komoditami. Tento speciální typ

⁴⁴Deriváty jsou myšleny kontrakty, jejichž tržní hodnota je determinována podkladovým aktivem nebo referenční sazbou. Podkladovým aktivem mohou být akcie, obligace, komodity, úrokové míry, konverzní poměry cizích měn a akciové indexy.

⁴⁵SEC – Security Exchange Commission – jejím úkolem je ochrana investorů, trvalá udržitelnost efektivních trhů a usnadňování pohybu kapitálu. Zajišťuje dostupnost veřejně přístupných informací. Primárně působí jako regulátor trhu cenných papírů. Vznikla v roce 1934 na základě Securities Exchange Act.

⁴⁶CFTC – Commodity Futures Trading Commission – nezávislá federální agentura, jejímž pověřením je dohlížet na komoditní transakce a obchody s opcemi. Jejím smyslem je chránit veřejnost před nekalými praktikami na trhu komoditních a investičních futures a napomáhat udržování zdravého trhu těchto produktů.

kontraktů se nazývá single stock futures a za účelem jeho regulace byl přijat Commodity Futures Modernization Act. Single stock futures mají rysy jednak komodit regulovaných CFTC a jednak cenných papírů regulovaných SEC. Spor mezi těmito institucemi o to, kdo bude regulátorem tohoto produktu, se nevyřešil, a proto byl tento produkt v roce 1982 zakázán (Lafferty, 2002).

3.4.4.2 Credit default swaps

Credit default swap (CDS) je typem derivátového kontraktu, založeného na tom, že jedna strana kontraktu si zakoupí ochranu před možným vznikem úpadku emitenta tohoto kontraktu. Kontrakt je platný na předem sjednané období⁴⁸. Často se používá k zajištění především úvěrů, obligací nebo pohledávek. Na základě tohoto kontraktu se jeho prodejce zaručuje za závazky emitenta platné vůči protistraně, pro případ neschopnosti či neochoty emitenta plnit své závazky. Pokud předem definovaná kreditní událost skutečně nastane, prodejce kontraktu musí zaplatit kupujícímu rozdíl mezi nominální hodnotou a tržní cenou platnou poté, co událost nastala. CDS takovou událostí pozbývá platnosti.

Kupující platí za toto zajištění prodávajícímu prémii, která se počítá z nominální hodnoty kontraktu na roční bázi. Jakožto bilaterální kontrakty mezi dvěma stranami jsou tyto vztahy veřejnosti utajené - obchodují se formou over-the-counter⁴⁹ (OTC). Velmi často jsou předmětem dalšího prodeje třetí straně, která má zájem převzít riziko, získat prémii, případně prodávat znovu dál.

Velké nebezpečí v sobě skrývá především riziko protistrany⁵⁰. Důležitým elementem kreditních derivátů je separace kreditního rizika od podkladového aktiva a následné obchodování jen s vlastním rizikem. CDS získaly velkou oblibu především proto, že umožňují přesunutí bankovních rizik ve formě rizik kreditních na nebankovní instituce typu pojišťoven.

⁴⁸CDS kontrakty jsou sjednávány nejčastěji na 5 let. Existují i kontrakty na 3, 7, 10 let.

⁴⁹OTC – typ obchodu s cennými papíry založený na tom, že neprobíhá pod patronátem žádné instituce, která by nad ním vykonávala dohled a přebírala na sebe odpovědnost za vypořádání dohodnutých obchodů. Podmínky kontraktů takto sjednávaných zpravidla neodpovídají formální standardizaci. Díky tomu jsou tyto obchody považovány za rizikovější.

⁵⁰Counter party risk – v tomto kontextu slouží zejména jako vyjádření kumulované ztráty pro finanční systém pro případ, že protistrany nebudou plnit závazky, které jim vyplývají z obligací uzavřených jako OTC.

Na základě CDS je rovněž možné oceňovat dluhopisy. Tato možnost vedoucí k chybným oceněním je nebezpečným rizikem. Tato problematika však není předmětem předkládané práce, proto ji nebude dále rozvádět.

Mezi výhody CDS patří skutečnost, že mohou přinést likviditu z instrumentů, které samy o sobě příliš likvidní nejsou. Jsou užitečné rovněž z hlediska risk managementu a umožňují separovat kreditní rizika od ostatních. Nevýhody se začínou projevovat v okamžiku, kdy poskytovatel ochrany, poté co vyinkasoval upfront platbu a prémii, má povinnost plnění vůči protistraně a nemá prostředky (Dickinson, 2008).

3.4.4.2.1 Regulace Credit Default Swaps

Credit Default Swaps jsou regulovány podle federálního práva v rámci omezené jurisdikce Security Exchange Commission pro tzv. „security based swaps“⁵¹. „Ze strany CFMA není obchodování s CDS upravováno vůbec. Tyto kontrakty nejsou regulovány ani podle zákonů, kterými jsou upraveny komodity, pojišťovací produkty či hazardní hry. Díky deregulaci derivátového trhu, kterou diskutovaný zákon umožnil, se rovněž velmi těžko posuzuje finanční síla a stabilita prodejců CDS kontraktů. Velmi populárními se tyto kontrakty staly ve sféře referenčních emitentů, se sídly obvykle v daňových rájích, jejichž právní dohled přílišnou finanční stabilitu těchto společností rozhodně nezaručoval. Většina operací tak postupem času ztratila význam zajišťovací, ale stal se z nich nástroj spekulující o finančním zdraví předmětných podniků.“

3.4.4.2.2 Výhody Credit Default Swaps

Jak bylo zmíněno, CDS umožňují minimalizovat kreditní rizika tím, že jsou tato rizika separována od podkladových aktiv, která jsou jejich nositeli, a následně obchodována na mimoburzovním trhu. CDS tak mohou být efektivně využita jako zajištění pro případ selhání jejich protistrany. Tento typ transakcí získal oblibu v porovnání s tradiční formou pojištění. Je totiž levnější, neboť nenese tolik administrativních nákladů. Rovněž jeho obchodování

⁵¹ *Security based swaps jsou swapové kontrakty založené na ceně, výnosu, hodnotě nebo volatilitě cenného papíru. Nejsou to však cenné papíry.*

nepodléhá žádné kontrole, čímž zajišťuje příslušným spekulantům tolik potřebný klid a čas na úhybné manévry.

Kromě toho, že CDS snižují kreditní riziko, také umožňují jeho diversifikaci, která je účinná v případě, že portfolio podkladových aktiv má vysokou míru rizika ve vztahu k defaultům.

Výhodou, společnou pro banky i pro investory, je oddělení podkladového aktiva a jeho rizik. Budeme-li vycházet z předpokladu, že čím větší riziko, tím vyšší výnos, je tento nástroj efektivní cestou jak si v portfoliu ponechat vlastní fyzické aktivum a rizika s ním spojená transferovat dále. Tímto krokem se pak investoři stávají důvěryhodnějšími pro banky a banky zase pro regulátory, neboť k rizikovosti jejich aktiv je přihlíženo při požadavcích na rezervy či kapitálovou přiměřenost.

3.4.4.2.3 Nebezpečí spjatá s Credit Default Swaps

Jakkoliv trh CDS funguje velmi dobře a stále generuje dostatek likvidity potřebné na to, aby mohl expandovat ve formě nákupu nových kontraktů, skrývá v sobě nebezpečí, které spočívá v provázanosti jeho jednotlivých účastníků. Systémové nebezpečí spočívá zejména v syntéze dvou negativních efektů, kterými CDS disponují. Jedná se o vytváření bublin na trhu aktiv a možnost vlivu na pád systémově důležitých společností⁵². Credit Default Swaps rovněž umožňují provázanost celého bankovního systému, kdy jeden jeho členek je v podstatě rukojmím dalšího članku. V případě pádu velkého hráče může dojít k pádu všech ostatních a tím pádem ke kolapsu celého finančního systému, kde jsou sekuritizované hypotéky ve formě CDO jen jeho částí.

3.4.4.2.4 Implikace pro vznik bubliny na trhu aktiv

V důsledku minimalizace a transferu kreditních rizik se banka nepotřebuje příliš zabývat rizikem souvisejícím s neschopností dlužníka splácet. Díky tomu jdou banky až na hranici

⁵² Viz TBTF- nemůžu sem psát komentáře, ale až budeš mít očíslované kapitoly, dopiš se to číslo, ať se v tom dá lépe vyznat

legálních možností⁵³ toho, kolika klientům, kteří jsou hodnoceni jako riziková, mohou půjčovat.

Podle ekonomické teorie, jejímž představitelem je např. Barlevy (2007), je toto expanzivní úvěrování srovnatelné s dopady expanzivní měnové politiky. Z makroekonomického hlediska vznikají na trzích bubliny v ocenění aktiv z důvodu pohybů úrokových sazeb, které implikují nárůst likvidity, a vzniká pákový efekt. Je historicky potvrzeno, že je-li nadhodnocený trh dostatečně velký, může způsobit pád celého finančního systému.

3.4.4.2.5 Implikace pro TBTF

Vlivem neprůhlednosti trhu CDS může docházet ke špatnému ocenění těchto kontraktů. Nedostatek relevantních informací vede k přesvědčení, že některé kontrakty jsou nakupovány či prodávány za neodpovídající ceny, případně by neměly být obchodovány vůbec, neboť se obchodník vystavuje rizikům, která nemůže řídit. Velmi snadno se pak takový podnik stane insolventním. Nezasáhne-li v takových případech vláda, problémy jedné strany se šíří na vrub jejích partnerů nejen na trhu CDS, ale postupně i na celý finanční trh. Toto nebezpečí je tím větší, čím větší portfolio firma má. Problémem je, že i přes vládní pomoc takovým společnostem zůstává na trhu pachout v podobě absence důvěry, která vede k omezení poptávky, a tím pádem i nedostatku likvidity.

3.4.4.2.6 Jak velký je trh Credit Default Swaps

Kvantifikovat velikost trhu CDS je velmi problematické zejména proto, že tyto kontrakty jsou obchodovány formou OTC, tedy mimoburzovně, a tento trh tak lze regulovat či měřit jen velmi komplikovaně. Dle údajů ISDA⁵⁴ se těsně před vypuknutím finanční krize, tedy v prvním pololetí roku 2008, velikost tohoto trhu pohybovala okolo 54.6 mld. USD⁵⁵. Tato

⁵³ Jedná se o souvislost především s požadavky na kapitálové rezervy. Viz Carnell (2008).

⁵⁴ ISDA - International Swaps and Derivatives Association – Mezinárodní asociace pro swapy a deriváty – zaměřením instituce je derivátová dokumentace.

⁵⁵ Data dostupná z: <http://www.isda.org/statistics/historical.html>, [cit. 10.8.2008]

hodnota však značně převyšuje celkovou sumu, která by musela být vyplacena, pokud by všichni prodejci ochrany byli povinni k plnění. Důvodem je skutečnost, že většina prodejců CDS vyrovnává svá rizika nákupem podobných CDS od ostatních prodejců (Dickinson, 2008).

3.4.4.2.7 Cenné papíry kryté hypotékami

Americký trh hypotečního financování sestává ze dvou hlavních hráčů. Jsou to jednak hypoteční banky, které poskytují vlastní úvěry pro financování bydlení a agentury, vládní nebo soukromé, které koordinují peněžní toky na sekundárních trzích a řídí tak likviditu pro financování hypotečních úvěrů. Děje se tak prostřednictvím sekuritizace založené na tom, že banka či jiná instituce sestaví balík hypotečních úvěrů, který odkoupí zmíněná agentura a vytvoří z něj nový cenný papír, který emituje na sekundární trh, kde je obchodován. Tento cenný papír se nazývá Mortgage Backed Security (MBS). Pro banku je tento model výhodný z hlediska získání nové likvidity, investor, který MBS odkoupí na sekundárním trhu, zase očekává peněžní tok spojený se splátkami. Banka rovněž eliminuje úroková a úvěrová rizika, která přecházejí na investora a snižují náklady vynaložené na tvorbu rezerv. Snižuje se i potřeba kapitálové přiměřenosti v souvislosti s eliminací úvěrového rizika a bance se tak rozšiřuje prostor pro poskytování dalších úvěrů.

3.4.4.2.8 Vztah MBS a Credit Default Swaps – jejich vliv na krizi substandardních hypoték

Prostřednictvím MBS se investoři operující na sekundárním trhu vystavují kreditnímu riziku spojenému s možností, že hypotéky nebudou spláceny a peněžní tok, který si od zakoupení MBS slibovali, nebude přicházet. Na sekundárním trhu platí stejný zákon nabídky a poptávky jako na kterémkoliv jiném trhu, což znamená, že čím větší poptávka investorů po nákupu MBS existuje, tím více jich banky emitují a prodávají agenturám a ty dále investorům. Ti jsou tedy ve finále reálnými věřiteli financujícími hypoteční expanzi a nesoucími rizika. Takové rozložení sil na trhu má vliv i na úrokovou míru z hypotečních úvěrů. Zvyšuje-li se poptávka

investorů po MBS, zvyšuje se i peněžní zásoba na hypotečním trhu, která je ve hře, a banky za tím účelem snižují úrokové sazby pro skutečně poskytnuté hypotéky svým klientům jakožto nástroj, jak mohou hypoték uzavřít větší množství, tím pádem jich více dále přeprodat a inkasovat více peněz.

Mnoho rizikových cenných papírů krytých substandardními hypotékami kupovali finanční instituce a otázka proč je předmětem široké odborné diskuze. Lze slyšet názor (např. Demyanyk, 2008) že investoři mají asymetrické informace, stejně jako že investoři věděli, že cenné papíry jsou špatné, ale nemohli odolat vysoké výnosnosti, která byla ve hře. Většina rizik byla navíc zajištěna pomocí CDS.

Tím, že poptávka po rezidenčním bydlení stále rostla a banky ji byly ochotny, z důvodů uvedených výše, uspokojovat bez ohledu na bonitu klientů, ceny nemovitostí nezadržitelně rostly nad úroveň jejich reálné hodnoty a daly vzniknout tzv. bublině na trhu nemovitostí.

V roce 2007 přišly problémy dlužníků dostát svým závazkům a bublina praskla. Tím pádem byla porušena i rovnováha na trhu CDO⁵⁶ a tento trh zkolaboval také.

Narůstá proto přesvědčení že celý trh CDO bylo vlastně Ponziho schéma. Investoři, kteří tato aktiva nakoupili, je museli odepsat ze svých bilancí a přecenit na tržní hodnoty, které se velice často blížily 0. Mnoho investorů nakoupilo CDS právě pro případ ochrany před touto situací. Lze jen spekulovat, zdali by se investoři neexistencí či případnou regulací CDS, tudíž nemožností zajistit rizika spjatá s nákupem CDO, nechali odradit a nenakupovali je v tak masivním množství. Velmi dobře lze význam a nebezpečí spojená s CDS ilustrovat na příkladu Bear Stearns, která se vlivem odepsání svých CDO stala nesolventní bankou, a tím pádem měla být odsouzena k bankrotu. Vzhledem k tomu, že ve svých bilancích držela desítky miliard dolarů skrytých v CDS, kde vystupovala jako pojistník jiných bank a finančních institucí, nemohla si vláda její pád dovolit. Pokud by ji stát nechal zkrachovat, tyto peníze by byly ztraceny, čímž by byly poškozeny firmy, které této formě zajištění věřily a ztráty by byly ještě katastrofálnější nežli vlastní krach Bear Stearns.

⁵⁶ *Collateralised debt obligations (CDO) jsou dluhové obligace, které jsou zajištěné portfoliem cenných papírů. Tyto cenné papíry jsou emitované SPV a to za účelem prodeje kreditní ochrany na základě svých podkladových aktiv, kterými jsou CDS.*

4 Některé institucionální odezvy finanční krize

4.1 Úvod

Finanční krize, která probíhala v letech 2007-2009, zasáhla USA velice tvrdě. Přímým důsledkem byl krach několika velkých investičních bank a dalších finančních institucí⁵⁷. Zasaženo bylo i mnoho dalších firem včetně dvou ze tří největších výrobců automobilů v USA⁵⁸. Nezaměstnanost vyskočila na rekordní hodnoty, dramatické ztráty postihly rovněž penzijní účty amerických občanů (Mitchell, 2010). Celkový dopad na americkou ekonomiku byl devastující, země se ocitla v hluboké recesi a k úplnému ozdravení stále ještě nedošlo (Cluchey, 2012).

Okamžitá odezva USA spočívala v realizaci rozsáhlých záchranných opatření, jejichž součástí byla nouzová pomoc nejvíce postiženým firmám a také akvizice akcionářských podílů v některých společnostech⁵⁹. Navrženo bylo taktéž několik opatření dlouhodobého charakteru, která mířila k úpravě charakteru regulatorního dohledu v USA⁶⁰.

Cluchey (2012), uvádí jako jednu z příčin finanční krize také selhání risk managementu amerických investičních bank a ostatních finančních společností. Nastavené systémy řízení rizik totiž nedokázaly postihnout nebezpečí spojená se sekuritizovanými finančními produkty, např. MBS. Následná úvěrová delikvence a problémy s likviditou se rozšířily napříč celým finančním systémem a následně i ekonomikou.

⁵⁷ Investiční banka *Bear Stearns* byla v březnu roku 2008 prodána společnosti *JP Morgan Chase* za 2 USD za akcii. Kupní cena byla později zvýšena na 10 USD za akcii (Sorkin, 2008a). V září roku 2008 zbankrotovala investiční banka *Lehman Brothers* a společnost *Merrill Lynch* byla prodána *Bank of America* (Sorkin, 2008b). V roce 2008 zkrachovalo 140 bank, v roce 2010 dokonce 157 bank (Mitchell, 2010).

⁵⁸ Společnost *Chrysler* zbankrotovala 30. dubna 2009 (Rutenberg & Vlasic, 2009). *General Motors* přibližně o měsíc později (Vlasic & Bunkley, 2009).

⁵⁹ Viz. Warburton (2010).

⁶⁰ Řadu významných protiopatření navrhl Paulson (2008), který prosazoval striktnější dohled nad platebními a zúčtovacími systémy, sloučení SEC a CFTV, koncentraci finanční regulace na stabilitu finančních trhů, prudenční charakter regulace a související reorganizaci celé regulatorní architektury směrem k naplnění těchto cílů.

V následující části práce se zaměřím na některé institucionální odezvy finanční krize, kterými jsou: Dodd-Frank Act; jeho součást – Volckerovo pravidlo; reorganizace derivátového trhu; změna v oblasti kapitálové přiměřenosti v souvislosti s nahrazením Basel II programem Basel III a také na některé změny v oblasti regulace ratingových agentur.

Dodd – Frank Act je užitečné zkoumat z toho důvodu, že výrazným způsobem mění odvětvové uspořádání americké finanční regulace směrem k tlaku na finanční stabilitu a centrální monitoring. Součástí zákona je i Volckerovo pravidlo, které odděluje finanční zprostředkování od obchodování na vlastní účet, což někteří zaměňují s oddělením komerčního a investičního bankovníctví, které implikoval Glass Steagall Act. Prodiskutována bude také problematika regulace ratingových agentur, které dle převažujícího názoru (např. Musílek (2011)) selhaly při kontrole dodržování poctivých obchodních praktik a také v ohodnocování bonity strukturovaných produktů. Za významnou příčinu finanční krize je často považována netransparentnost derivátového trhu, proto se zaměřím i na úpravy směřující k jeho reorganizaci. Vzhledem ke skutečnosti, že každá finanční krize souvisí se ztrátou solventnosti bank je samozřejmě potřeba prodiskutovat i úpravu pravidel pro výpočet kapitálové přiměřenosti, kterou přinesl BASEL III.

4.2 Dodd-Frank Act

Zásadní institucionální odezvou na finanční krizi bylo přijetí zákona „Dodd-Frank The Wall Street Reform and Consumer Protection Act“⁶¹ (DFA), který po složitém vyjednávání vstoupil v platnost 21. června 2010. Jeho hlavními tvůrci, podle kterých také zákon nese svůj název, jsou předseda bankovního výboru amerického senátu C. Dodd a předseda výboru pro finanční služby ve Sněmovně reprezentantů, B. Frank.

Mezi základní cíle, které přehledně shrnuje Musílek (2010) patří zejména zvýšení důvěryhodnosti a transparentnosti amerického finančního systému, které by mělo podpořit stabilitu finančního systému; ochrana amerických daňových poplatníků před možnými náklady na záchranu riskantně se chovajících a nedostatečně kapitálově vybavených bank;

⁶¹*Zákon o reformě Wall Streetu a ochraně spotřebitele*

ochrana spotřebitelů před nepoctivými praktikami finančních institucí a omezení vlivu dosud neregulovaného odvětví stínového bankovníctví.

Ve snaze o omezení vlivu a eliminaci možných budoucích nákladů na záchranu kolabujících finančních institucí ustanovuje zákon Financial Stability Oversight Council⁶² (FSOC) v jejímž čele je zastoupen americký ministr financí a také představitelé Federálního rezervního systému nebo Komise pro cenné papíry. Ukládá finančním institucím přípravu záchranných plánů⁶³ a pokouší se také identifikovat finanční instituce, jejichž kolaps by představoval systémové riziko pro celý finanční systém (Skeel, 2010). Za takové jsou přitom pokládány všechny, jejichž aktiva mají hodnotu vyšší než 50 mld. USD (Skeel, 2010). Tyto budou podléhat striktnějšímu dohledu v oblasti kapitálové přiměřenosti, budou na ně aplikována přísnější pravidla likvidity nebo tzv. pákové pravidlo (Musílek, 2010). Dohledová činnost bude vykonávána na základě dat, která poskytnou samotné tržní instituce, jež budou také hradit poplatky určené pro zajištění provozu samotné FSOC.

Za účelem zvýšení ochrany spotřebitele zřizuje zákon Úřad finanční ochrany spotřebitele Consumer Financial Protection Bureau⁶⁴ (CFPB), který bude nezávisle fungovat v rámci Federálního rezervního systému (Cluchey, 2011). Úřad samotný bude prostřednictvím vyhlášek, nařízení a pravomocí jakéhosi supervizora zajišťovat dohled spotřebitelskými finančními produkty, stejně jako nad institucemi, které je nabízejí. Koncentruje v sobě pravomoci několika federálních agentur, které dohled zajišťovali dříve. Jakkoliv však úřad disponuje pravomocemi obdobnými těm, kterými federální agentury disponovaly doposud, panuje velké míra nejistoty nad tím, jak si s dohledem samotným poradí. Pochybnosti pramení jednak z obav, že flexibilita a operativnost v kontrole regulovaných institucí se bude tříštit s primárním účelem CFPB, tzn. s ochranou finančního spotřebitele, a také z určitého rozporu mezi cílem vyjádřeným stabilitou finančního systému a ochranou spotřebitele (Skeel, 2011).

Další nově vzniklou institucí je Federal Insurance Office (FIO), jehož posláním je vykonávat dohled nad pojistným trhem, a který bude působit v rámci organizační struktury amerického Ministerstva financí. Jedním z velkých nedostatků, který finanční krize odhalila, byla totiž nedokonalost v regulaci pojistného trhu. Velké obavy vyvolala především hrozba krachu

⁶² Rada pro dohled nad finanční stabilitou.

⁶³ Postup, podle kterého budou rozdělena aktiva v případě bankrotu.

⁶⁴ Úřad finanční ochrany spotřebitele

pojišťovny AIG⁶⁵. Historicky byl dohled nad pojišťovnami v kompetenci jednotlivých amerických států. Regulatorní roztržičnost se však z důvodu globalizace finančních trhů stala předmětem značné kontroverze. Jednotlivé státy se totiž nechtěly vzdát značných daňových příjmů a argumentovali rovněž tím, že podnikání v oboru pojišťovnictví musí zůstat lokální⁶⁶. Hrozba krachu AIG však tento rozpor ukončila ve prospěch centralizace dohledu nad pojistným trhem.

Jelikož je hlavním smyslem zákona posílení finanční stability, dochází rovněž ke zvýšení dohledových pravomocí Federálního rezervního systému nad finančními institucemi, které jsou považovány za systémově významné.

Výsledný dopad zákona na finální podobu finanční reformy je vzhledem k jeho stále probíhající implementaci do konkrétních směrnic obtížné predikovat. Musílek (2010) považuje za nejpodstatnější jeho dopad na celkovou architekturu institucionálního uspořádání amerického finančního systému.

4.3 Volckerovo pravidlo

Sekce 619 Zákona o reformě Wall Streetu a ochraně spotřebitelů zakazuje komerčním bankám a jejich dceřiným společnostem provádět spekulativní obchody s investičními instrumenty a komoditami na vlastní účet a snižuje také jejich možnosti alokovat kapitál do hedgeových fondů a veřejně neobchodovatelných společností. V podobných aktivitách limituje rovněž ty nebankovní finanční instituce, které lze považovat za systémově důležité. Toto omezení nese název podle svého vrchního architekta, bývalého prezidenta Federálního rezervního systému Paula Volckera. Smyslem Volckerova pravidla je především separovat funkci finančního zprostředkování mezi střadateli a investory od tradingu, který začínal připomínat kasino (Krainer, 2010).

⁶⁵ Viz Fox (2008) nebo Lewitt (2008).

⁶⁶ (on-line), National Conference of State Legislatures Resolution, (cit. 13.1.2013), <http://www.ncsl.org/Default.aspx?TabID=773&tabs=855,21,633#National_Insurance_Protection_Act>

Je ovšem otázkou, zda obchodování na vlastní účet lze skutečně za příčinu finanční označit. Senátor Merkeley uvádí ve svém vyjádření⁶⁷, že „*obchodování na vlastní účet napomohlo nestabilitě finančních trhů tím, že podněcovalo k realizaci vysoce rizikových obchodů a vytvořilo mezi účastníky trhu kulturu jakéhosi kasina.*“ Tento projev však ostře kontrastuje s názorem samotného Volckera⁶⁹, který tvrdí, že: „*obchodování komerčních bank na vlastní účet...tou hlavní příčinou nebylo.*“ Stejný názor sdílí i americký Ministr financí Timothy Geithner, který ve svém projevu uvádí, že „*většina škod, které měly skutečně materiální povahu...nevznikla v důsledku obchodů na vlastní účet*“ (Dixon & Wutkowski, 2010).

Lze zaznamenat názory (např. Štěpánová, 2012), že Volckerovo pravidlo míní oddělit komerční a investiční bankovníctví, podobně jako Glass Steagall Act v roce 1933. Funkce finančního zprostředkování však zahrnuje jak tradiční prvky komerčního bankovníctví (úvěrování), tak klasické prvky investičního bankovníctví jako např. upisování cenných papírů (Krainer, 2011). To znamená, že DFA finanční sektor žádným způsobem nerozděluje a novým GSA není (Musílek, 2010).

4.4 Regulace a dohled ratingových agentur

Zákon rovněž zakotvuje standardní regulaci ratingových agentur, které dle Musíla (2010), selhaly jak při kontrole dodržování poctivých obchodních praktik, tak v ohodnocování bonity strukturovaných produktů. Mezi hlavní výtky patří především metodologie určování samotných ratingů a také stav, kdy za dobrý rating sám emitent ochotně zaplatí. Jinými slovy: střet zájmu.

Pro tyto důvody bylo nutné zavést systém standardní regulace těchto agentur, neboť v předkrizové době charakterizované přifukováním hypoteční bubliny na trhu substandardních hypoték, byly tyto instituce samoregulované. Agentury se sice dobrovolně přihlásily

67 [on-line], U.S. Senate, [cit. 5.1.2013], <<http://merkeley.senate.gov/newsroom/press/release/?id=BE745FF9-1820-43DF-978E-35809510CBAC>>

k dodržování Etického kodexu IOSCO⁷⁰, ten byl však založen pouze na obecných principech bez jakékoliv vynutitelnosti, či možnosti udělit jakékoliv sankce. Po vypuknutí finanční krize v roce 2008 byl tento kodex zaktualizován směrem k posílení nezávislosti mezi agenturou a jejími klienty. Jak uvádí Machala (2010) aktuálně nesmí zisk agentury od jednoho klienta překročit 10% celkových příjmů agentury.

Jak však uvádí Dvořák (2011), je potřeba odlišovat mezi střetem zájmů a záměrným nadhodnocováním ratingů a mezi nesprávným ratingem uděleným z důvodu rostoucího množství defaultů, který se před začátkem krize dal předpokládat jen velmi obtížně. Situaci totiž komplikuje strukturovaný charakter sekuritizovaných produktů, které jsou rozděleny do jednotlivých tranší; ty také ovlivňují pravděpodobnost, se kterou budou investorovi vyplaceny zhodnocené investice zpět. Tranše jsou přitom řazeny hierarchicky a splacení tranše vyšší má přednost před splacením tranše nižší. Nejistota splacení konkrétní tranše tak vzniká v okamžiku, kdy hodnota aktiv poklesne více než hodnota diskutované a řádově vyšších tranších. Na tomto základě je přitom kalkulován i samotný rating, který uvažuje pravděpodobnost defaultu jednotlivých aktiv a jejich vzájemné korelace a těchto údajů dovozuje pravděpodobnost, se kterou budou jednotlivé tranše nesplaceny. Pokud však defaultní míry výrazně a neočekávaně narostly, nemohly ratingové agentury tento výkyv zachytit.

Kritiku sklidily ratingové agentury i v Evropě, avšak z trochu jiných důvodů. Z jedné strany za to, že jimi udělované ratingy dostatečně nepředvíдалy závažnost situací, z druhé strany za to, že po snižování ratingů jednotlivých států zdražovaly jejich financování.

Výsledkem je tedy snaha o větší odpovědnost ratingových agentur za jejich produkty, snaha o větší konkurenci na ratingovém trhu a také volání po transparentnosti samotného ratingu. Agentury by rovněž měly zavést speciální ratingovou stupnici, která bude aplikována pro hodnocení strukturovaných produktů, které se podílely na vzniku finanční krize. Toto opatření však, dle Holmana (2009), vyvolává obavy ze zmatku na finančních trzích a to z důvodu existence dvou stupnic: na jedné straně té, která se bude užívat pro strukturované produkty (např. CDO) a na straně druhé té, podle níž budou posuzovány standardní cenné papíry.

70 Mezinárodní organizace Komise pro cenné papíry.

Jakkoliv asi nelze nic namítat proti obecné formulaci výše uvedených cílů, je potřeba mít se na pozoru před reálností jejich dosažení. Rating totiž není výpočet, ale spíše výpočtem podložený názor na budoucí vývoj určité veličiny. Navíc, ex post hodnocená správnost už neobsahuje nejistotu, se kterou je kalkulováno na začátku jeho určení. Pokud bude jakýkoliv regulační orgán vyvíjet snahu o kontrolu správnosti jednotlivých ratingů, potřebuje k tomu rating referenční – objektivní. Tím ale de facto popírá smysl své vlastní činnosti, neboť poté už vlastně ani není potřeba žádného jiného ratingu. Kvalitu každého ratingu musí posoudit především klienti ratingových agentur. Od nadměrné regulace ratingových agentur si tedy nelze příliš slibovat, nástroj k neopakování finanční krize mají v rukách spíše samotní investoři a spočívá v tom, jakou váhu přidělí ratingu ve svých analýzách a uvažování.

4.5 Reorganizace derivátových trhů

Finančním derivátům, zejména již diskutovaným credit default swaps, je přisuzován podíl viny na současné finanční krizi. Tento argument má opodstatnění v tom, že předkrizové množství obchodovaných instrumentů nasvědčovalo spekulativním úmyslům aktérů trhu (Dvořák, 2011). Vysoké popularitě se CDS těšily navzdory jejich vysoké volatilitě a pákovému efektu. S vysokou pákou je spojeno nejen riziko pro aktéra, který se rozhodne do pozice vstoupit, ale také pro protistranu a to z důvodu koncentrace derivátového trhu, jež se stává náchylnějším ke kolapsu. I z důvodu vyčlenění CDS z dohledové pravomoci Komise pro Cenné papíry předpokládá Musílek (2010) vznik institutu centrální protistrany pro majoritu OTC derivátů, ale také nařízení obchodovat deriváty buďto na burzách; toto by však platilo pouze pro finanční instituce. Povinnost deponovat marži u centrální protistrany predikuje rovněž Dvořák (2010).

Zmíněný koncept by měl nepochybně přispět ke zvýšení transparentnosti OTC trhů a tím pádem zlepšit informovanost dohledových orgánů a samotných aktérů trhu. Otázkou, kterou pokládá Dvořák (2010) ale je, zda vysoce koncentrovaný derivátový trh neposkytoval samotným účastníkům kvalitních informací až dost. Zpochybňuje tak, zda vůbec subjekty trhu promítnou transparentnější informační základnu do vyhodnocování kreditních, likviditních a tržních rizik.

4.6 Kapitálová přiměřenost

Stejně jako krize předešlé, byla i globální finanční krize spjata se ztrátou solventnosti některých bank. Nepřekvapí proto, že jednou z institucionálních reakcí byla i úprava pravidla kapitálové přiměřenosti směrem k posílení kapitálové vybavenosti bank (Dvořák, 2011). Navíc se v plné míře odhalil procyklický efekt Basel II, který byl přijat v roce 2004.

Zápor procyklického efektu tkví v tom, že ve vzestupné fázi hospodářského cyklu roste bonita klientů, ale kapitálový požadavek je poměrně malý. To podněcuje úvěrovou expanzi a přehřívání ekonomiky. V sestupné fázi se zase bonita klientů převážně zhoršuje, kapitálový požadavek roste a nastává úvěrová restrikce.

Basel III přijatý v roce 2010 má proto mj. za cíl tuto procyklicitu omezit a to především implementací proticyklických polštářů⁷¹. Jako další nástroje zvyšující spolehlivost bank zavádí Basel III kapitálový polštář⁷² a také pákový poměr⁷³ (BIS, 2010).

Proticyklický polštář dává národnímu regulátorovi pravomoc navýšit požadavek kapitálové přiměřenosti o 2,5 % k pokrytí ztrát vyplývajících z propadu ekonomiky a to v případě, že v ekonomice, kde je banka úvěrově angažována poroste množství poskytnutých úvěrů rychleji než HDP (Dvořák, 2011). Idea je taková, že proticyklický polštář by měl být vytvářen v období, kdy ekonomiky roste. Tím se také zamezí jejímu přehřátí. Naopak v období recese bude polštář použit k sanaci vzniklých ztrát. Poměr mezi kapitálovými zdroji a velikostí kapitálového požadavku na krytí rizik úvěrových, tržních a operačních je nyní roven 8% a díky postupné implementaci Basel III by měl být navýšen až na cílových 10,5% v roce 2019. V součtu s proticyklickým polštářem tak může být navýšen až na 13%.

Dalším kanálem ke zvýšení kapitálové přiměřenosti je zavedení kapitálového polštáře ve výši 2,5 nad regulatorně požadované minimum, který by měl banku ochránit od zvýšených ztrát v tzv. stresových dobách a vytvářen by měl být v období prosperity banky. Opatření není

⁷¹ *Countercyclical buffers.*

⁷² *Conservation buffer.*

⁷³ *Leverage ratio.*

nikterak vynutitelné, má dobrovolný charakter, ale v případě jeho neplnění hrozí bance omezení výplat dividend akcionářům a také manažerských bonusů (Dvořák, 2011).

Třetím opatřením v oblasti kapitálové přiměřenosti je zavedení pákového poměru, který je určen podílem vlastního kapitálu a rozvahových a podrozvahových aktiv bank. Od kapitálové přiměřenosti se liší tím, že rozvahová a podrozvahová aktiva nejsou přepočtena rizikovými vahami, ale kalkuluje se s jejich účetním vyjádřením. Pákový poměr v současnosti činí 3%, ale do roku 2019 by se mohl zvýšit (BIS, 2010).

Uvedená opatření směřují k posílení solventnosti bank, za negativní efekt by se dalo považovat zdražení úvěrů, na které tlačí zvýšení bariéry vstupu do odvětví. Z důvodu zvýšených nákladů na vlastní kapitál by mohlo dojít i vytváření rizikovějších profilů bankovních bilancí, které slibují vyšší potenciální výnos. Z těchto důvodů není efekt na stabilitu finančního systému a solventnost jednoznačný.

Je také potřeba podotknout, že ani zamýšlený efekt eliminace kritizované procyklicity Basel II, nemusí být jednoznačný. Jak totiž uvádí Půlpánová (2012), každá regulace založená na kapitálové bázi je procyklická už ze své podstaty. Banky budou dle jejího mínění vždy vystaveny negativním dopadům cyklických výkyvů z toho důvodu, že jim pokročilé koncepty kapitálové přiměřenosti v podstatě umožňují ztotožnit ekonomický kapitál s kapitálem regulatorně požadovaným.

5 Závěr

Globální finanční krizi, která začala v americkém hypotečním sektoru lze považovat za tu nejhlubší od dob Velké hospodářské krize. Předkládaná diplomová práce se zabývá jejími vybranými příčinami a stěžejními institucionálními odezvami. Podává rovněž historický přehled finančních krizí, které v USA proběhly v 19. a ve 20. století.

V první části je pozornost zaměřena na vybrané americké finanční krize. Cíle je zodpovědět otázku, zda tyto krize mají společného jmenovatele. Události, které proběhly v 19. století, spojovala skutečnost, že v první fázi došlo k nafouknutí spekulativní bubliny, a to zpravidla v železničním sektoru. Po jejím splasknutí následovala bankovní panika umocněná absencí silného a důvěryhodného věřitele poslední instance, který by v případě potřeby stabilizoval finanční systém. Logickým vyústěním paniky bankovního trhu byl hospodářský pokles, jehož trvání navíc prodlužovala neelastická nabídka peněz, kterou nebylo možné v krizových časech navýšit. Krize, které proběhly ve 20. století se od těch, které proběhly v 19. století, příliš nelišily. Transmisní mechanismus je velmi podobný: úvěrová expanze přifukuje spekulativní bublinu, která po svém splasknutí ústí v hluboký pád trhu cenných papírů, bankovní paniku a hospodářskou recesi. Regulatorní reakce se sice lišily, ale střídání konjunktury a kontrakce pokračovalo dále až do vypuknutí finanční krize v roce 2007. Na základě podaného přehledu dospívám k závěru, že je jednotlivé krize se spíše než svojí povahou lišily dobovými okolnostmi.

Druhá část práce zpracovává vybrané příčiny finančních krizí. První podkapitola má za cíl vyhodnotit, zda je Community Reinvestment Act za jednu z hlavních příčin krize považován oprávněně. Dospívám k závěru, že podstatný vliv mu přisuzovat nelze. Podíl toxických hypoték regulovaných CRA byl totiž podstatně menší, než podíl hypoték Nastíněna jsou také některá opatření, která by jeho výskyt mohla omezit neregulovaných. Druhá podkapitola zpracovává problematiku morálního hazardu. Vymezen je jeho pojem, role a projevy. Dospívám k závěru, že bez podstatnějšího zásahu do stávajícího systému, kde morální hazard doslova kvete, můžeme během několika let očekávat příchod nové finanční krize, jejíž dopad a rozsah bude patrně ještě horší. Třetí podkapitola se zabývá postupnou erozí Glass Steagallova zákona, až po Gramm Leach Bliley Act, který výrazně liberalizoval činnost bank a především odstranil zeď mezi komerčním a investičním bankovníctvím. Dospívám k závěru, že vliv zákona není tak úplně jednoznačný. Na jedné straně přispěl k deregulaci trhů vytvořením platformy pro vznik velkých finančních supermarketů koncentrujících v sobě

komerční banky, investiční banky nebo pojišťovny, podnítil morální hazard v jedné z jeho konkrétních podob zvané „too big to fail“. Na straně druhé je třeba brát v úvahu i hlasy, které tvrdí, že zákon zabránil krizi ještě větší tím, že umožnil investičním bankám jako Goldman Sachs či Morgan Stanley využít federálních prostředků a tím se zachránit. Čtvrtá podkapitola se soustředí na klíčový důsledek zákona Commodity Futures Modernization, tedy změnu pravidel pro regulatorní dohled nad derivátovými kontrakty. Tato část práce popisuje, proč byl uvedený zákon přijat a dává jej do přímé souvislosti s konkrétním finančním derivátem, jehož princip a rizika s ním spojená rovněž stručně charakterizuje. Hlavní problém je identifikován v nemožnosti regulatorních orgánů monitorovat trh CDS.

Závěrečná část práce se zabývá stěžejními institucionálními odezvami globální finanční krize. Jsou popsány hlavní dopady Dodd-Frank Act s akcentem na posílení finanční stability. Výsledný dopad zákona na finální podobu finanční reformy je vzhledem k jeho stále probíhající implementaci do konkrétních směrnic obtížné predikovat. Jako klíčový důsledek je vyhodnocena změna architektury amerického dohledového systému. Diskutována je rovněž problematika Volckerova pravidla, kde dospívám k závěru, že tato pasáž Dodd-Frank Act v žádném případě není novým GSA. Pozornost je upřena rovněž na změny v regulaci a dohledu ratingových agentur, které selhaly jak při kontrole dodržování poctivých obchodních praktik, tak v ohodnocování bonity strukturovaných produktů. Dospívám k závěru, že od nadměrné regulace ratingových agentur si nelze příliš slibovat, nástroj k neopakování finanční krize mají v rukách spíše samotní investoři a spočívá v tom, jakou váhu přidělí ratingu ve svých analýzách a uvažování. Diskutována je taktéž problematika kapitálové přiměřenosti v souvislosti se změnami vyplývajícími z přijetí BASEL III. Zde dospívám k závěru, že z důvodu zvýšených nákladů na vlastní kapitál by mohlo dojít k vytváření rizikovějších profilů bankovních bilancí, které slibují vyšší potenciální výnos. Z těchto důvodů není efekt na stabilitu finančního systému a solventnost jednoznačný

6 Seznam použité literatury a zdrojů

- 1) TAYLOR, J.B. (2008): *The Financial Crisis and The Policy Response: An Empirical Analysis of what went wrong*. [on-line], Bank of Canada, [cit.11.1.2013], <<http://www.nvieg.net/teaching/taylor1.pdf>>
- 2) FRYDMAN, C. (2012): *The Panic of 1907: JP Morgan, Trust Companies, and the Impact of the Financial Crisis*. [on-line], Boston University, [cit.13.1.2013], <http://econ.as.nyu.edu/docs/IO/23161/Hilt_03232012.pdf>
- 3) GERTLER, M. (2008): *Worst Crisis Since '30s, With No End Yet in Sight*. [on-line], WallStreet Journal, [cit.11.1.2013], <<http://online.wsj.com/article/SB122169431617549947.html>>
- 4) FDIC (2000): *The Savings and Loan Crisis and Its Relationship to Banking*. [on-line], Federal Deposit Insurance Corporation, [cit. 12.1.2013], <http://www.fdic.gov/bank/historical/history/167_188.pdf>.
- 5) WHEELLOCK, D.C. (1992): *The Great Depression: An Overview*. [on-line], Federal Reserve Bank of St. Louis, [cit.9.1.2013], <http://www.stlouisfed.org/greatdepression/pdf/GD_c-intro_essay.pdf>.
- 6) KROSZNER, R.S. (1993): *Is the Glass-Steagall Act Justified? A Study of the U.S. Experience with Universal Banking before 1933*. [on-line], Chicago, Graduate School of Business, [cit. 12.1.2013], <www.jstor.org/stable/2118032>.
- 7) BENMELECH, M. (2007): *The Financial Crisis of 1873 and 19th Century American Corporate Governance*. [on-line], Harvard University, [cit. 8.1.2013], <http://www.crei.cat/activities/sc_conferences/31/Benmelech_Bordo_May07.pdf>
- 8) BORDO, M.D. (2012): *Deep Recessions, Fast Recoveries, and Financial Crises: Evidence from the American Record*. Cleveland Federal Reserve Working Paper, 2012, roč. 12-14, str. 1-42.
- 9) WITTREICH, J.A. (1987): *Feminist Milton*. Ithaca, Cornell University Press, 1987.

- 10) ALLEN, G., GALE, D.M. (2007): *An Introduction to Financial Crises*. [on-line], Wharton Financial Institutions Center, [cit. 13.12.2012], <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1008311>>
- 11) KINDLEBERGER, Ch. (1996): *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crisis*. McMillan, London, 1996.
- 12) KOSSELECK, R. (1992): *Některé otázky spojené s dějinami pojmu „krize“*. In: Sborník pojem Krize v dnešním myšlení, Praha, FÚ AV ČR, 2002.
- 13) SINGER, M. (2010). *Česká ekonomika a krize*. [on-line], ČNB, [cit. 12.12.2012], <www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20100115_khk_plzen.pdf>
- 14) ROTHBARD, M. (1999): *The origins of the Federal reserve*. The Quarterly Journal of Austrian Economics, 1999, roč. 2, č. 3, str. 3-51
- 15) CRAWFORD, C. (2011): *The Repeal Of The Glass- Steagall Act And The Current Financial Crisis*. Journal of Business & Economics Research, 2011, roč. 9, č.1, str.127-132.
- 16) LARDNER, J. (2009): *A Brief History of the Glass Steagall Act*. [on-line], Demos Background Paper, [cit.10.1.2013], <http://www.demos.org/publication/brief-history-glass-steagall-act>
- 17) TIMBERLAKE, R.H. (1997). "*Panic of 1893*". In: Business cycles and depressions: an encyclopedia. New York, Garland Publishing, 1997.
- 18) HUGHES, J.R.T. (1956): *The Commercial Crisis of 1857*. Oxford Economic Papers, 1956, roč. 8, č. 2, str. 194-222.
- 19) SOANES, C. et al (2002): *Oxford English Dectionary*. Oxford, Oxford University Press, 2002.
- 20) BORDO, M.D., HAUBRICH, J.G. (2010): *Credit Crises, Money and Contractions: a Historical View*. Journal of Monetary Economics, 2010, č. 57, str. 2–9.
- 21) REINHART, C.M., ROGOFF , K.S. (2008): *Is the 2007 U.S. Subprime Financial Crisis so Different? An International Historical Comparison*. American Economic Review, Papers and Procedings, 2008, č. 98, str. 339-344.
- 22)
- 23) REINHART, C.M., ROGOFF , K.S. (2010): *Growth in a Time of Debt*. American Economic Review, 2010, roč. 100, č. 2, str. 573–578.
- 24) REINHART, C.M., ROGOFF , K.S. (2009): *This Times Is Different*. Princeton, Princeton University Press, 2011.
- 25)

- 26) CONANT, C. (1915): *A History of Modern Banks of Issue With an Account of the Economic Crises of the Nineteenth Century and the Crisis*. New York, G.P. Putnam & Sons, 1915.
- 27) FRIEDMAN, M. (1990): *The Crime of 1873*. The Journal of Political Economy, 1990, roč. 98, č. 6, str. 1159–1161.
- 28)
- 29) CALOMIRIS, C.W., SCHWEIKART, L. (1991): *The Panic of 1857: Origins, Transmission, and Containment*. The Journal of Economic History, 2006, roč. 51, č. 4, str. 807–834.
- 30) BORDO, M.D. (2006): *Sudden Stops, Financial Crises, and Original Sin in Emerging Countries: Déjà vu?*. [on-line], NBER Working Paper č. 12397, [cit. 10.12.2012], <www.nber.org/papers/w12393>.
- 31) MUSÍLEK, P. (1999): *Postavení investičního bankovníctví ve finančním systému*. Finance a úvěr, 1999, roč. 49, č. 6, str. 335–351.
- 32) SHACHMUROVE, Y. (2011): *A historical overview of financial crises in the United States*. POZNANŮ UNIVERSITY OF ECONOMICS REVIEW, 2011, roč. 11, č.1, str. 27–48.
- 33) KOHOUT, P. (2010): *Finance po krizi*. Praha, Grada, 2010.
- 34) BRUNER, R.F., CARR, S. (2009): *The panic of 1907*. [on-line], Darden School of Business [cit. 10.12.2012], <<http://ssrn.com/abstract=141982>>
- 35) DVOŘÁK, P. (2008): *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. Praha C.H. Beck, 2008.
- 36) KLOMP, J. (2010): *Causes of Banking Crises Revisited*. North American Journal of Economics and Finance, roč. 21, č.1., str. 72–87.
- 37) MUSÍLEK, P. (2008): *Příčiny globální finanční krize a selhání regulace*. Český finanční a účetní časopis, 2008, roč. 3, č. 4, s. 6–20.
- 38) MUSÍLEK, P. (2011): *Trhy cenných papírů*. Praha, Ekopress, 2011.
- 39) FISCHER, I. (1932): *Booms and Depressions*. New York, Adelphi, 1932.
- 40) MINSKI, H.P. (1972): *Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster*. [on-line], Steering Committee for the Fundamental Reappraisal of the Discount Mechanism, [cit. 7.1.2013], <http://fraser.stlouisfed.org/docs/historical/federal%20reserve%20history/discountmech/fininst_minsky.pdf>.
- 41) KROSZNER, R. (2008): *Fed's Kroszner: Don't Blame CRA*. Wall Street Journal. [on-line], Wall Street Journal, [cit. 12.3.2008], <<http://blogs.wsj.com/economics/2008/12/03/feds-kroszner-defends-communityreinvestment-act/>>.

- 42) BARR, M. (2008): *"Prepared Testimony of Michael S. Barr"*. [on-line], U.S. House of Representatives, [cit. 15.8.2008],
<http://www.house.gov/apps/list/hearing/financialsvcs_dem/barr021308.pdf>
- 43) ARDALAN, K. (2006): *Community Reinvestment Act: Review of Empirical Evidence*. Academy of Banking Studies Journal. 2006, Roč. 5, č. 2, str. 115-139.
- 44) BOSTIC, R.W., Robinson B.L.(2003): *Do CRA Agreements Influence Lending Patterns?* Real Estate Economics, 2003, roč. 31, č. 1, str. 23-51.
- 45) MACEY, J.R., MILLER, G.P. (2007): *Judicial Review of Class Action Settlements*. [on-line], NYU Law and Economics Research Paper, [cit. 20.8.2008],
<<http://ssrn.com/abstract=1017266>>
- 46) BOSTIC, R.W.(2002):*Regulatory Incentives and Consolidation: The Case of Commercial Bank Mergers and the Community Reinvestment Act*. [on-line], SSRN, [cit. 20.8.2008],
<<http://ssrn.com/abstract=315027>>
- 47) AVERY, R. B., BREVOORT, K. P. a CANNER, G. B (2006): *Higher-Priced Home Lending*. Federal Reserve Bulletin, 2006, č. 92., str. 123-166.
- 48) ROSENGREN, E. (2009): *Revisiting the CRA: Perspectives on the Future of the Community Reinvestment Act*. [on-line], Federal Reserve Banks of Boston and San Francisco, [cit. 10.12.2012] ,
<<http://www.frbsf.org/publications/community/cra/index.html>>.
- 49) URBAN, J. (2009): *Fenomén morálního hazardu*. ACTA UNIVERSITATIS CAROLINAE – IURIDICA 3, 2009, str. 7-14.
- 50) SEKNIČKA, P. (2009): *Nejistota, riziko a morální hazard v podnikání a současná globální finanční krize*. ACTA UNIVERSITATIS CAROLINAE – IURIDICA 3, 2009, str. 15-24.
- 51) BAŽANTOVÁ, I. (2009): *Morální hazard a „TOO BIG TO FAIL. Pohled do historie*. ACTA UNIVERSITATIS CAROLINAE – IURIDICA 3, 2009, str. 25-31.
- 52) JUROŠKOVÁ, L. (2009): *Morální hazard v souvislosti s globální finanční krizí*. ACTA UNIVERSITATIS CAROLINAE – IURIDICA 3, 2009, str. 33-41.
- 53) JÍLEK, J. (2002): *Finanční a komoditní deriváty*. Praha, Grada, 2002.
- 54) WHITE, L. J. (2005): *On Truly Privatizing Fannie Mae and Freddie Mac: Why It's Important And How To Do It?* .[on-line] Housing Finance International, [cit. 3.12.2012],
<<http://ssrn.com/abstract=1282533>>
- 55) MOOSA, I.A. (2010): *The myth of too big to fail*. New York, Palgrave Macmillan, 2010.

- 56) FRYDMAN, C. (2012): *The Panic of 1907: JP Morgan, Trust Companies, and the Impact of the Financial Crisis*. [on-line], Boston University, [cit.13.1.2013], http://econ.as.nyu.edu/docs/IO/23161/Hilt_03232012.pdf
- 57) LATTER, T. (1997): *Causes and Management of Banking Crisis*. Centre for Central Banking Studies. Bank of England, 1997.
- 58) SEELIG, S.A. (2004): *Too Big to Fail: A Taxonomic Analysis*. In: *Too Big to Fail: Policies and Practices in Government Bailouts*. Westport, Praeger Publishers, 2004.
- 59) STERN, G.H., FELDMAN, L.J. (2004) *Too Big to Fail: The Hazards of Bank Bailouts*. Washington, Brookings Institution Press, 2004.
- 60) BOSWORTH, B. (1998): *The Asian Crisis in Context*. International Finance, 1998, roč. 1, č.2.
- 61) BARAM, M. (2008): *Who's Whining Now? Gramm Slammed By Economists*. [on-line], ABC News, [cit. 10.12.2012], <http://abcnews.go.com/print?id=5835269>
- 62) PAULSON, H. (2008): *The Department of the Treasury Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure*. [on-line], Treasury Blueprint, [cit. 13.1.2013], <<http://www.treas.gov/press/releases/reports/Blueprint.pdf>>
- 63) SORKIN, A.R. (2008a): *JP Morgan Pays \$2 a Share for Bear Stearns*. [on-line], New York Times, [cit. 9.1.2013], <<http://www.nytimes.com/2008/03/17/17bear.html>>.
- 64) SORKIN, A.R. (2008b): *Lehman Files for Bankruptcy; Merrill is Sold*. [on-line], New York Times, [cit. 9.1.2013]<<http://www.NYTimes.com/2008/09/15/business/15lehman.html>>
- 65) RUTENBERG, J., VLASIC, B. (2009): *Chrysler Files to Seek Bankruptcy Protection*. [on-line], New York Times, [cit. 9.1.2013], <<http://www.nytimes.com/2009/05/01/business/01auto.html>>.
- 66) MUSÍLEK, P. (2010): *Finanční krize a jejich odezvy v institucionálních reformách: Glass-Steagall Act versus Dodd-Frank Act*. Český finanční a účetní časopis, 2010, roč. 5, č. 2, s. 6-17.
- 67) DVOŘÁK, P. (2011): *K některým otázkám regulační reakce na finanční krizi*. Český finanční a účetní časopis, 2010, roč. 6, č. 4, s. 7-15.
- 68) BIS (2010): *Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems*. [on-line], Basel, Bank for International Settlements, c2010, [cit. 8. 10. 2011], <<http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>>.
- 69) VLASIC, B., BUNKLEY, N. (2000): *Obama is Upbeat for G.M.'s Future*. [on-line], New York Times, [cit. 10.1.2013], <<http://www.nytimes.com/2009/06/02/business/02auto.html>>.
- 70) MITCHELL, O.S. (2010): *The pension research council implications of the financial crisis for long run retirement security*. [on-line], Pension Research Council, [cit.

9.1.2013],
<<http://www.pensionresearchcouncil.org/publications/document.php?file=822>>.

- 71) WARBURTON J.A. (2010):, *Understanding the Bankruptcies of Chrysler and General Motors: A Primer*. [on-line], Syracuse University College of Law, [cit. 8.1.2013], <<http://heinonline.org/HOL/LandingPage?collection=journals&handle=hein.journals/syrlr60&div=30&id=&page=>>>
- 72) CLUCHEY, D. (2011): *The Financial Crisis and the Response of the United States: Will Dodd Frank Protect Us from the Next Crisis?* [on-line], Franco-American Legal Seminar, [cit. 13.1.2013], <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1831661>
- 73) FOX, J. (2008): *Why the Government Won't Let AIG Fail*, [on-line], TIME, [cit. 8.1.2013], <<http://www.time.com/time/business/article/0,8599,1841699,00.html>>.
- 74) KRAINER, R.E. (2011): *Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global finance – A Review*. [on-line], SSRN, [cit. 8.1.2013], <<http://ssrn.com/abstract=1847747>>
- 75) LEWITT, M. (2008):, *Wall Street's Next Big Problem*. [on-line], New York Times, [cit. 8.1.2013], <<http://www.nytimes.com/2008/09/16/opinion/16lewitt.html>>.
- 76) ŠTĚPÁNOVÁ, S. (2012): *Volckerovo pravidlo: americké banky čeká od léta těžký život*. [on-line], PATRIA, [cit. 5.1.2013], <<http://www.patria.cz/pravo/2012974/volckerovo-pravidlo-americke-banky-ceka-od-leta-tezky-zivot.html>>.
- 77) PŮLPÁNOVÁ, S. (2010): *Systémové riziko a procyklicita regulace na bázi kapitálu*. Český finanční a účetní časopis, 2010, roč. 5, č. 3, str. 19-28.
- 78) SKEEL, D. (2010): *The New Financial Deal: Understanding the Dodd-Frank Act And its (Unintended) Consequences*. [on-line], University of Pennsylvania Law School, [cit. 5.1.2013], <<http://ssrn.com/abstract1690979>>.
- 79) CARLSON, M.A. (2002): *Causes of Bank Suspension in the Panic of 1893*. [on-line], Board of Governors of the Federal Reserve System, SSRN, [cit. 5.1.2013], <<http://ssrn.com/abstract=301527>>
- 80) DIXON, K., WUTKOWSKI, K. (2010): *Volcker: Proprietary Trading Not Central to Crisis*. [on-line], Reuters, [cit. 5.1.2013], <<http://www.reuters.com/article/2010/03/30/us-financial-regulation-volcker-idUSTRE62T56420100330>>.
- 81) *Summary of Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (2010). [on-line], House Committee on Financial Services, [cit. 9.12.2012], <http://financialservices.house.gov/Key_Issues/Financial_Regulatory_Reform/comprehensive_summary.pdf>.

- 82) WHITEHEAD, C.K. (2011).: *The Volcker Rule and Evolving Financial Markets*. [on-line], Cornell Law Faculty Publications, [cit. 5.1.2013], <<http://scholarship.law.cornell.edu/facpub/184>>.
- 83) MACHALA, K. (2010): *Rating, krize a regulace*. [on-line], iHned [cit. 5.1.2013] <http://bankovnictvi.ihned.cz/c4-10053430-41401370-900000_d-rating-krize-a-regulace>.
- 84) HOLMAN, R. (2009): *Jak (ne)regulovat ratingové agentury*. [on-line], Praha, ČNB, [cit. 6.12.2012], <http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2009/cl_09_090818.html>.
- 85) BIS (2010): *Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems*. [on-line], Basel, Bank for International Settlements, [cit. 8.12. 2012], <<http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>>.
- 86) LAUŠMANOVÁ, M. (2010): *Basel III může pozitivně ovlivnit řízení bank*. [on-line], iHned, [cit. 10.12.2012], <<http://bankovnictvi.ihned.cz/c1-50251200-basel-iii-muze-pozitivne-ovlivnit-rizeni-bank>>.
- 87) WHITE, L. J. (2001): *Financial modernization after Gramm-Leach-Bliley: What about communities?* [on-line], New York University, [cit. 5.1.2013], <<https://archive.nyu.edu/bitstream/2451/26181/2/2-2.pdf>>.
- 88) LAFFERTY, P.. *Single Stock Futures*. McGraw-Hill Inc., 2002.
- 89) DICKINSON, E. (2008): *Credit Default Swaps: So Dear to Us, So Dangerous*. [on-line], SSRN, [cit. 10.8.2008], <<http://ssrn.com/abstract=1315535>>.
- 90) LYNCH, J.T. (2007): *Credit Derivatives: Industry Initiative Supplants Need for Direct Regulatory Intervention. A Model for the Future of U.S. Regulation?* [on-line], Buffalo Law School, [cit. 10.8.2008], <http://works.bepress.com/john_lynch/1> .
- 91) BARLEVY, G. (2008): *Economic Theory and Asset Bubbles. Economic Perspectives*. “ [on-line], SSRN, [cit. 10.8.2008], < <http://ssrn.com/abstract=1012865>>.

