

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE

Fakulta mezinárodních vztahů

Obor: Mezinárodní obchod

# Finanční systém Německa v období dluhové krize

Diplomová práce

Vypracoval: Bc. et Bc. Vojtěch Petřík

Vedoucí diplomové práce: doc. Ing. Josef Taušer, Ph.D.

## Prohlášení

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma „Finanční systém Německa v období dluhové krize“ vypracoval samostatně. Veškerou použitou literaturu a podkladové materiály uvádím v přiloženém seznamu literatury.

V Praze dne 20. dubna 2015

.....

Podpis

## Poděkování

Rád bych na tomto místě poděkoval vedoucímu mé diplomové práce, doc. Ing Josefu Taušerovi, Ph.D., za odborné vedení, cenné poznatky a připomínky, které vedly ke zkvalitnění této práce. Zároveň bych také rád poděkoval své rodině za její neocenitelnou podporu po celou dobu mého studia

## Obsah

|                                                                           |     |
|---------------------------------------------------------------------------|-----|
| Seznam zkratk.....                                                        | iii |
| Úvod .....                                                                | 1   |
| 1. Finanční systém .....                                                  | 4   |
| 1.1 Finanční trh .....                                                    | 4   |
| 1.2 Struktura finančního trhu .....                                       | 6   |
| 1.3 Kolektivní investování .....                                          | 9   |
| 1.4 Dluhová krize .....                                                   | 10  |
| 2. Charakteristika finančního systému v Německu .....                     | 13  |
| 2.1 Historie bankovního sektoru v Německu .....                           | 13  |
| 2.2 Historický vývoj akciových trhů v Německu.....                        | 19  |
| 2.3 Historie regulace a dohledu na finančních trzích v Německu.....       | 21  |
| 2.4 Evropská integrace .....                                              | 24  |
| 2.5 Centrální banka a měnová politika.....                                | 26  |
| 3. Analýza současného vývoje finančního systému v Německu .....           | 28  |
| 3.1 Současný vývoj na trzích cenných papírů .....                         | 31  |
| 3.2 Současný vývoj finančních aktiv a finančních závazků domácností ..... | 34  |
| 3.3 Současný vývoj na trhu kolektivního investování .....                 | 36  |
| 3.4 Současný vývoj na trhu nemovitostí .....                              | 39  |
| 4. Dopady dluhové krize v Německu .....                                   | 42  |
| 4.1 Dopady dluhové krize na bankovní sektor v Německu.....                | 42  |
| 4.2 Důsledky dluhové krize na finanční systém v Německu .....             | 50  |
| 4.2.1 Odliv kapitálu a vnější zadluženost Německa.....                    | 50  |
| 4.2.2 TARGET2 .....                                                       | 52  |
| 4.3 Vývoj finančního systému v Německu do budoucna.....                   | 58  |
| Závěr .....                                                               | 64  |
| Seznam literatury a zdrojů.....                                           | 67  |
| Knižní publikace.....                                                     | 67  |

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| Elektronické zdroje .....   | 67 |
| Seznam tabulek, grafů ..... | 72 |
| Seznam tabulek .....        | 72 |
| Seznam grafů .....          | 72 |

## Seznam zkratek

|        |                                                                                                                                       |
|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| AG     | Akciová společnost<br><i>Aktiengesellschaft</i>                                                                                       |
| AnSVG  | <i>Anlegerschutzverbesserungsgesetz</i>                                                                                               |
| BaFin  | <i>Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht</i>                                                                                |
| BAKred | <i>Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen</i>                                                                                         |
| BAV    | <i>Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen</i>                                                                                  |
| BAWe   | <i>Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel</i>                                                                                    |
| bil    | bilion                                                                                                                                |
| CDS    | Swap úvěrového selhání<br><i>Credit Default Swap</i>                                                                                  |
| DAX    | Německý akciový index<br><i>Deutscher Aktienindex</i>                                                                                 |
| DGRV   | <i>Deutscher Genossenschafts- und Raiffeisenverband</i>                                                                               |
| DSGV   | Německý svaz spořitelén<br><i>Deutscher Sparkassen- und Giroverband</i>                                                               |
| DTB    | <i>Deutsche Terminbörse</i>                                                                                                           |
| EAA    | <i>Erste Abwicklungsanstalt</i>                                                                                                       |
| EBA    | Evropský orgán pro bankovníctví<br><i>European Banking Authority</i>                                                                  |
| ECB    | Evropská centrální banka<br><i>European central bank</i>                                                                              |
| ECU    | Evropská měnová jednotka<br><i>European currency unit</i>                                                                             |
| EFSS   | Evropský nástroj finanční stability<br><i>European Financial Stability Facility</i>                                                   |
| EIOPA  | Evropský orgán pro pojišťovníctví a zaměstnanecké penzijní pojištění<br><i>European Insurance and Occupational Pensions Authority</i> |
| ESMA   | Evropský orgán pro cenné papíry a trhy                                                                                                |

|         |                                                                                           |
|---------|-------------------------------------------------------------------------------------------|
|         | <i>European Securities and Markets Authority</i>                                          |
| ESRB    | Evropská rada pro systémová rizika<br><i>European Systemic Risk Board</i>                 |
| ESFS    | Evropský systém finančního dohledu<br><i>European System of Financial Supervisors</i>     |
| ETF     | Burzovně obchodované fondy<br><i>Exchange traded funds</i>                                |
| EUR     | euro                                                                                      |
| FMSA    | Spolkový úřad pro stabilizaci finančního trhu<br><i>Finanzmarktstabilisierungsanstalt</i> |
| FOREX   | <i>Foreign Exchange Market</i>                                                            |
| GBP     | britská libra                                                                             |
| HDP     | Hrubý domácí produkt                                                                      |
| HRE     | <i>Hypo Real Estate</i>                                                                   |
| IKB     | <i>Deutsche Industriebank</i>                                                             |
| IMF     | Mezinárodní měnový fond<br><i>International monetary fund</i>                             |
| InvÄndG | <i>Investmentänderungsgesetz</i>                                                          |
| JPY     | japonský jen                                                                              |
| KWG     | Zákon o bankách<br><i>Kreditwesengesetz</i>                                               |
| MFI     | Měnové finanční instituce<br><i>Monetary financial institutions</i>                       |
| mld.    | miliarda                                                                                  |
| NASDAQ  | <i>National Association of Securities Dealers Automated Quotations</i>                    |
| NYSE    | <i>New York Stock Exchange</i>                                                            |
| OFI     | Jiné finanční instituce<br><i>Other financial institutions</i>                            |
| OTC     | <i>over-the-counter</i>                                                                   |

|         |                                                                                                    |
|---------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| PIGS    | Portugalsko, Itálie, Řecko, Španělsko                                                              |
| SOFFEX  | <i>SwissOptions and FinancialFutures Exchange</i>                                                  |
| SoFFin  | Německý státní fond pro stabilizaci finančního trhu<br><i>SonderfondsFinanzmarktstabilisierung</i> |
| TBTF    | <i>too-big-too-fail</i>                                                                            |
| TUG     | <i>Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz</i>                                                      |
| USD     | americký dolar                                                                                     |
| VorstOG | <i>Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz</i>                                                      |
| WüPG    | <i>Wertpapiererwerbs- undÜbernahmegetz</i>                                                         |

## Úvod

Evropské finanční a především bankovní trhy zažívaly v poslední době bouřlivá období. Zpočátku, tedy od roku 2009, byly výrazně ovlivněny globální finanční krizí, později se finanční trhy musely potýkat i s krizí dluhovou. Ta byla zapříčiněna zejména nezodpovědnou politikou vlád některých členských států EU, které se v průběhu nekrizových let stále více zadlužovaly. Mezi další příčiny stagnace na finančních trzích se řadily i rizikové obchody s toxickými aktivy nebo nespolehlivé hodnocení ratingových agentur. Tento vývoj pak vyústil v neschopnost mnoha bankovních a finančních institucí dostát svým závazkům. Do problému se dostaly i některé tzv. „systémově důležité“ bankovní domy, pro které musela být připravena záchranná pomoc ze strany jednotlivých vlád, mezinárodních organizací nebo institucí v rámci EU.

Negativním důsledkům krizového období se nevyhnula ani největší ekonomika EU – Německo. Tamní bankovní sektor byl krizí zasažen dokonce mnohem více než v případě jiných členských států. V důsledku vypuknutí finanční krize se spolková vláda uchýlila k některým záchranným krokům, pomocí nichž se snažila stabilizovat finanční sektor a nastolit opětovnou rovnováhu. Za účelem eliminace negativních dopadů krize byly tyto nástroje zavedeny velmi rychle, a tudíž postrádaly hlubší analýzu. Následky finanční a dluhové krize v Německu je možné sledovat i v dnešní době a lze tedy konstatovat, že seněkteré německé finanční trhy, především trh bankovní, s krizí ještě stále definitivně nevypořádaly.

Tato diplomová práce se zabývá vývojem finančního systému v Německu v období dluhové krize. Cílem práce je zpracování analýzy vlivu dluhové krize na stabilitu německého finančního systému, zhodnocení jednotlivých důsledků při komparaci s ostatními světovými ekonomikami a předložení predikce možného vývoje v rámci finančních a kapitálových trzích v Německu do budoucna. Z hlediska metod se tato diplomová práce koncentruje převážně na pozorování statistických dat čerpaných z pravidelně vydávaných zpráv německé a evropské centrální banky, případně jiných německých regulatorních orgánů. Předložená data nejsou

sledována pouze v časových úsecích, ale i při komparaci s jinými významnými finančními trhy v Evropě nebo ve světě. Dalšími metodami je analýza příčin jednotlivých negativních jevů na vývoj finančního systému nebo aplikace induktivních úsudků za účelem formulace obecnějších závěrů pro finanční oblast. V neposlední řadě tato diplomová práce předkládá některé postoje a názory specializovaných ekonomů, které pomáhají zhodnotit současný stav na finančních trzích, a které přispívají k lepšímu pochopení předloženého tématu.

První kapitola definuje finanční systém obecně a teoreticky uvádí jednotlivé složky v rámci finančního systému. Zároveň popisuje definice některých finančních krizí, které hrají v této diplomové práci významnou roli. Druhá kapitola se již zaměřuje na konkrétní vymezení finančního systému v Německu a podrobněji rozebírá jednotlivé finanční trhy i z hlediska historického. Pro pochopení aktuální problematiky je totiž nutné znát okolnosti, které finanční systém v minulosti ovlivňovaly. Společně s německou centrální bankou se německá spolková vláda na tvorbě rámcových podmínek pro fungování kapitálových trhů vždy velmi angažovala a spoluvytvářela důsledné regulatorní prostředí. Navíc vznikly na území Německa netypické úvěrové instituce, které neměly ve světě obdoby. V neposlední řadě nabízí druhá kapitola krátký pohled na proces evropské integrace, který nepochybně v poslední době finanční systém permanentně působí.

Ve třetí kapitole se nachází analýza současného vývoje finančního systému v Německu z různých pohledů. Značný zřetel je brán na bankovní sektor, který má v Německu dominantní postavení, a tvoří hlavní pilíř celého německého finančního systému. Diplomová práce ale věnuje pozornost i kapitálovým trhům, které v poslední době nabývají na významu. Čtvrtá kapitola zpočátku nastiňuje dopady finanční krize na konkrétní úvěrové instituce a popisuje zavedení některých protikrizových vládních opatření. Dále se zaměřuje na vzrůstající odliv, jak soukromých, tak veřejných finančních prostředků z Německa do jiných členských států EU a zachycuje aktuální vývoj v rámci mezibankovního zúčtovacího systému TARGET2. Z hlediska mediálního nejsou principy fungování tohoto systému zatím příliš známy a je tedy nutné se na ně v této práci koncentrovat. Pomocí různých metod pak poslední kapitola hodnotí důsledky dluhové krize, předkládá možná řešení a přináší možnou predikci ve vývoji finančního systému v Německu do budoucna.

Na tomto místě je důležité zmínit, že německá ekonomika do určité míry podléhá vlivům monetární politiky ECB. Předložená diplomová práce se ale nástroji a mechanismy této instituce zabývá spíše okrajově. Zároveň zde nejsou uvedena všechna ochranná opatření ze strany EU, která byla za účelem zamezení krize aplikována. Pozornost byla totiž věnována spíše německému finančnímu prostředí včetně tamních veřejných a soukromých institucí.

## 1. Finanční systém

Finanční systém lze definovat jako mechanismus, jehož prostřednictvím se finanční prostředky k zapůjčení dostávají k těm, kteří si je chtějí vypůjčit. Zároveň je souhrnem všech dílčích segmentů finančního trhu a všech na nich obchodovaných finančních instrumentů. Finanční systém je rovněž soubor všech ekonomických subjektů, který využívá finanční nástroje při respektování legislativou stanovených zákonů pomocí odborných znalostí a technik. Lze rozlišovat mezi následujícími funkcemi finančního systému (Rejnuš 2011, s. 34, 35):

- Depozitní funkce - umožňuje investovat úspory poskytované přebytkovými jednotkami.
- Kreditní funkce - poskytuje finanční prostředky všem druhům ekonomických subjektů.
- Funkce uchovatele hodnoty - uchovává kupní sílu investičních instrumentů až do doby realizace.
- Funkce likvidity – přeměňuje jednotlivé druhy finančních aktiv na likvidnější finanční prostředky.
- Platební funkce –vytváří mechanismus pro provádění všech druhů plateb.
- Funkce ochrany proti riziku – snižuje riziko při vytváření diverzifikovaných portfolií a zajišťuje ochranu ekonomických subjektů proti různým druhům rizika pomocí pojistných smluv.
- Regulační funkce –zajišťuje kontrolu nad pohybem jednotlivých finančních prostředků.

### 1.1 Finanční trh

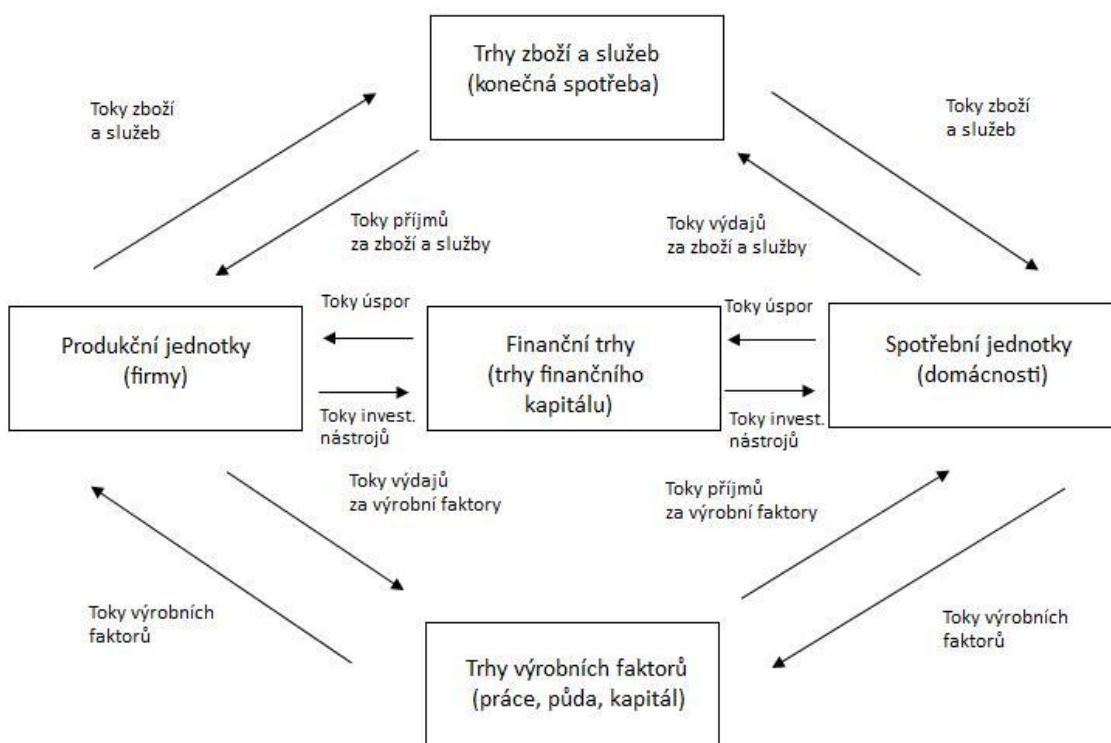
V tržní ekonomice je možné rozeznávat trh výrobků a služeb, trh práce a půdy a trh finanční<sup>1</sup>. Všechny uvedené trhy jsou navzájem propojené a fungují vedle sebe. Na finančním trhu dochází k převodům finančních prostředků od přebytkových jednotek k jednotkám deficitním.

---

<sup>1</sup>Někdy také označovaný jako trh kapitálu.

Přebytkové jednotky jsou v ekonomice zdrojem úspor a lze mezi ně řadit například domácnosti, banky, obchodníky s cennými papíry, fondy, pojišťovny, firmy nebo stát. Naopak deficitní jednotky mají nedostatek volných finančních prostředků a pokoušejí se prostřednictvím finančních trhů nějaké volné finanční prostředky získat. Většinu deficitních jednotek představují emitenti, což jsou subjekty vydávající určitý druh cenných papírů. V rámci finančních trhů existují ještě bankovní a nebankovní zprostředkovatelé, jejichž účelem je poskytování finančních služeb. Smyslem těchto finančních zprostředkovatelů je snížení rizik při přesunu finančních prostředků a minimalizace transakčních nákladů (Veselá 2011, s. 20, 21). Pro lepší představu je pohyb finančních prostředků mezi jednotlivými trhy a subjekty v ekonomice znázorněn na Obrázku 1.

**Obrázek 1 - Pohyb finančních prostředků mezi trhy a subjekty v ekonomice**



(Zdroj: Veselá, 2011, s. 22)

Cílem finančních trhů je napomáhat efektivnímu využití všech volných finančních prostředků v ekonomice za účelem hladkého chodu ekonomiky. Lze tedy rozlišovat mezi třemi druhy efektivnosti (Veselá 2011, s. 23):

- Alokační efektivnost přesouvá volné finanční prostředky k deficitní jednotce, která nabízí nejvyšší rizikově očištěný výnos.
- Operační efektivnost znamená alokaci volných finančních prostředků od přebytkových jednotek k jednotkám deficitním při využití minimálních transakčních nákladů.
- Informační efektivnost zkoumá rychlost reakce kurzů investičních instrumentů na novou neočekávanou informaci.

V rámci finančního trhu je nutné rozeznávat mezi investičními, finančními a reálnými instrumenty. Investiční instrumenty jsou aktiva, které investorům přinášejí nárok na budoucí příjem například v podobě dividend, kurzových zisků, úroků nebo kupónových plateb. Do skupiny finančních instrumentů lze řadit prakticky všechny druhy cenných papírů, finanční deriváty, pojišťovací kontrakty nebo termínové a spořicí účty. Pro reálné instrumenty je typický hmotný nebo hmatatelný charakter (Veselá 2011, s. 24).

## **1.2 Struktura finančního trhu**

Z hlediska emise a prodeje cenných papírů lze na finančním trhu rozlišit dva druhy trhů:

1. primární trh a
2. sekundární trh.

Primární trh lze charakterizovat jako trh s prvotním prodejem právě emitovaných cenných papírů. Na tomto trhu jsou tedy obchodovány pouze nové finanční instrumenty. Emitent zde vystupuje jako deficitní jednotka a prodejem cenných papírů získává finanční prostředky. Pokud si provedení emisního obchodu zajišťuje sám, jedná se o emisi vlastní. Naopak pokud využije služeb investiční banky nebo obchodníka s cennými papíry, označuje se emise jako emise cizí. Existují dvě podoby primárního trhu – primární veřejný trh a primární neveřejný trh. V rámci primárního veřejného trhu jsou emise finančních instrumentů nabízeny široké

investorské veřejnosti formou veřejné nabídky nebo tendru. Tyto emise jsou vždy pod dohledem registrovaného regulatorního orgánu a označují se jako emise veřejné. V případě primárního neveřejného trhu jsou cenné papíry nabízené pouze předem vymezené skupině investorů. Tato emise není tak nákladná, protože cenné papíry nejsou obchodovány na organizovaných trzích (Veselá 2011, s. 28).

Na sekundárním trhu se obchodují cenné papíry, které byly již dříve emitované. Finanční instrumenty se na tomto trhu pohybují pouze od jednoho investora ke druhému. Jako nejtypičtější sekundární trh lze označit burzu. Jako v případě primárního trhu je možné rozlišit veřejný sekundární trh, kde se cenné papíry obchodují zpravidla na organizovaném trhu typu burzy, a neveřejný sekundární trh, který je charakteristický tím, že prodeje a nákupy cenných papírů bývají individuálně dohodnuty (Veselá 2011, s. 29).

Sekundární trh může být zároveň trhem organizovaným nebo trhem neorganizovaným. Na organizovaném trhu smějí obchodovat pouze subjekty s licenčním oprávněním. Jako organizovaný trh je označován trh burzovní, kde se obchodují cenné papíry s přesně vymezeným způsobem a podle přesně vymezených burzovních pravidel. Na těchto trzích lze najít likvidní akcie, dluhopisy, podílové listy nebo finanční deriváty. Mezi nejznámější burzovní trhy patří NYSE nebo DAX. Zvláštním příkladem burzovního trhu je burza bankovní, která byla typická pro státy s univerzálním modelem bankovníctví. Na tomto trhu totiž měly rozhodující vliv banky a to i přesto, že burzy se jevily jako privátní nebo veřejně-právní instituce. Tento druh trhu je charakteristický pro země s německým vlivem (Musílek 2011, s. 46).

Oproti burzovním trhům se mimoburzovní trhy vyznačují méně regulovaným prostředím, kde na finanční instrumenty nejsou kladeny tak přísné požadavky a pravidla. Na druhou stranu je třeba konstatovat, že i tento trh má svůj tržní řád, který v sobě zahrnuje určité předpisy. Největším mimoburzovním trhem do roku 2006 byl elektronický trh NASDAQ. Neorganizované trhy bývají volně přístupné a nabídka a poptávka není žádným způsobem organizována. Tento druh trhů je mezinárodně označován jako trh OTC (Veselá 2011, s. 29).

Podle charakteru finančních instrumentů lze finančních trzích rozoznat:

1. peněžní trh,
2. kapitálový trh,
3. devizový trh,
4. trh reálných aktiv.

Peněžním trhem se rozumí trh s krátkodobými finančními instrumenty s maximální splatností do jednoho roku. Charakteristickým rysem těchto cenných papírů je jejich nízký výnos, nízké riziko a vysoká likvidita. Proto jsou většinou drženy pouze na krátký časový okamžik. Základními cennými papíry na peněžním trhu jsou pokladniční poukázky, depozitní certifikáty nebo krátkodobé úvěry a půjčky poskytované bankovními i nebankovními subjekty. Na tomto trhu obchodují převážně centrální banky, obchodníci s cennými papíry, fondy peněžního trhu nebo velké průmyslové podniky (Rejnuš 2011, s. 55).

Pro kapitálový trh jsou charakteristické obchody s dlouhodobými finančními instrumenty se splatností delší než jeden rok. Mezi typické cenné papíry pro tento trh lze řadit akcie, dlouhodobé dluhopisy, hypoteční zástavní listy, investiční certifikáty nebo některé finanční deriváty. Z obecného hlediska je s dlouhodobými finančními instrumenty spojen vyšší výnos, ale zároveň vyšší riziko. Co se týče likvidity, je nutné brát ohled na druh trhu, kde se daný cenný papír obchoduje. Obchody na kapitálovém trhu nejčastěji využívají bankovní instituce, pojišťovny, různé fondy, různí obchodníci s cennými papíry, investiční společnosti nebo stát (Veselá 2011, s. 31).

Na devizovém trhu, někdy také označovaném jako trh měnový, se obchodují devizy, což jsou likvidní bezhotovostní pohledávky v cizích měnách s různou dobou splatnosti. Podíl hotovostních obchodů na devizovém trhu je v současné době již nepatrný. Devizový trh je trhem OTC a vyznačuje se vysokou efektivností a likviditou. Mezi nejobchodovanější měny na devizovém trhu patří americký dolar (USD), euro (EUR), japonský jen (JPY) a britská libra (GBP). Důležitým znakem je také to, že na devizovém trhu probíhají obchody 24 hodin denně. Obchody jsou realizovány prostřednictvím dealerů, kteří nakupují a prodávají devizy na svůj vlastní účet a riziko. Jako nejvýznamnější a nejlikvidnější devizový trh je označován FOREX (Veselá 2011, s. 32).

Posledním tržním segmentem je trh reálných aktiv. Na tomto trhu se obchodují reálná aktiva, mezi která patří například cenné kovy, umělecké sbírky, nerostné suroviny, nemovitosti nebo zemědělské produkty. Zajímavou charakteristikou některých významných reálných aktiv je vysoká citlivost výnosových měr při výskytu různých ekonomických a politických událostí. V porovnání s kapitálovým nebo devizovým trhem hraje trh reálných aktiv spíše vedlejší roli.

### **1.3 Kolektivní investování**

Česká národní banka definuje kolektivní investování takto (ČNB, 2003 – 2015): „*Kolektivní investování je založeno na společném zájmu většího počtu individuálních investorů co možná nejefektivněji zhodnotit své volné peněžní prostředky při současné snaze minimalizovat investiční rizika dostatečnou diverzifikací společného portfolia.*“ Subjekty kolektivního investování jsou institucionální investoři, kteří spravují majetek velkého rozsahu pomocí profesionálních investičních metod.

Fondy se obecně dělí na otevřené a uzavřené. Otevřený model kolektivního investování je charakteristický tím, že počet emitovaných cenných papírů není předem stanoven. Zároveň mají investoři právo cenné papíry vždy zpětně prodat emitentům. V případě Německa jsou otevřené instituce vytvořeny investičními společnostmi, což znamená, že fungují bez vlastní právní subjektivity. Investiční společnosti zpravidla disponují větším počtem těchto fondů v jejich portfoliu, avšak majetek fondů je od majetku investiční společnosti oddělen. V současné době lze rozlišovat v rámci otevřených fondů mezi fondy cenných papírů, fondy peněžních trhů, nemovitostní fondy, penzijní fondy nebo fondy fondů. Fondy fondů investují do certifikátů jiných otevřených podílových fondů s výjimkou certifikátů pocházejících ze stejné rodiny fondů.

Uzavřené fondy na druhou stranu mají přesně stanovený počet emitovaných cenných papírů. Z toho vyplývá, že po umístění cenných papírů na primárním trhu existuje pouze omezený počet investorů. Investoři nemají u uzavřených fondů právo zpětného prodeje cenných papírů emitentům, ale mohou s nimi obchodovat na sekundárních trzích. Díky těmto charakteristikám mají uzavřené fondy poměrně nízkou likviditu a jsou vhodné pro investování do nemovitostí nebo do malých akciových společností.

Na německém trhu lze zároveň rozlišovat mezi fondy maloobchodního a institucionálního charakteru. Z tohoto pohledu v Německu působí fondy veřejné<sup>2</sup> a fondy speciální<sup>3</sup>. Veřejné fondy se skládají z velkého počtu zejména drobných investorů. Naopak u fondů speciálních je omezen počet investorů na maximálně deset subjektů a finanční instrumenty jsou nabízeny pouze vybraným institucionálním investorům.

#### **1.4 Dluhová krize**

Pro posouzení vlivu dluhové krize na finanční systém v Německu je v první řadě nutné tuto krizi definovat. Ačkoliv existuje mnoho odborných publikací zabývajících se touto problematikou, je obtížné najít všeobecné definice pro jednotlivé druhy krizí. Zároveň je potřeba zdůraznit, že na německou ekonomiku od roku 2008 působilo hned několik krizí najednou.

Finanční krize může být způsobena krizí bankovní, krizí měnovou nebo krizí dluhovou. Všechny tyto druhy krizí ovšem mohou na finanční sektor působit společně. V tomto případě se dá hovořit o systémové finanční krizi (Dvořák 2008, s. 169). Při vzniku bankovní krize se finanční instituce dostávají do problémů se splácením svých závazků, což může vyústit až k jejich bankrotu. Důsledkem bankovní krize pak může být pokles hodnoty aktiv nebo tzv. „run na banky“.<sup>4</sup> Měnová krize se vyznačuje neočekávaným oslabením měny (za podmínky volně plovoucích kurzů) alespoň o 30 % vůči americkému dolaru a zároveň je míra oslabení větší alespoň o 10 % ve srovnání s předchozím rokem (TheWorld Bank, 2011, s. 21). V případě dluhové krize existují dvě varianty. Vnější dluhová krize je charakteristická tím, že země není schopná splácet své zahraniční závazky. Naopak vnitřní dluhová krize znamená, že domácí podniky nemají finanční prostředky na úhradu svých závazků, což výrazně způsobuje problémy na bankovním trhu (Dvořák 2008, s. 169). Ze současné perspektivy je možné vidět, že zpočátku došlo v Německu i ve většině zemí eurozóny k propuknutí krize bankovní, na kterou rychle navázala i krize dluhová. Jelikož se ale v rámci Evropské unie pro nynější finanční krizi ujal přívlastek dluhová, bude tato diplomová práce tento pojem také používat.

---

<sup>2</sup> Publikumsfonds

<sup>3</sup> Spezialfonds

<sup>4</sup> Situace, kdy vkladatelé ztratí důvěru banky a začnou hromadně vybírat svoje vklady.

Mezi příčiny finančních krizí lze zahrnout celou řadu různých faktorů, které se však ve většině případů kombinují a prolínají. Patří mezi ně např. makroekonomická nerovnováha, nadměrná úvěrová expanze, velký příliv kapitálu, cenové bubliny, rychlá inovace nových finančních produktů bez podchycené regulace nebo některé podrozvahové operace bank (Musílek 2011, s. 145). Tyto příčiny bývají nejčastěji způsobeny umělými nebo mimotržními silami ve formě monetární politiky centrálních bank nebo fiskální politiky vlád.

Po vypuknutí finanční krize se většinou vlády snaží najít východiska pro opětovné nastolení stability a eliminovat potencionální hrozby. Za tímto účelem se vlády nejprve uchylují k získání kontroly nad nepříznivou situací a posléze zavádějí určitá řešení. Mezi nejpoužívanější zásahy vlád v první fázi patří:

- převzetí kontroly nad řízením finanční instituce;
- poskytnutí likvidity (v tomto případě toto opatření zajišťuje spíše centrální banka);
- poskytnutí garancí za vklady;
- omezení převoditelnosti vkladů;
- dočasné uvolnění kapitálových požadavků.

Je nutné podotknout, že poskytování pomoci ze strany státu sebou nese určitá rizika. Vlády by před zásahem měly důkladně analyzovat situaci, aby například při převzetí kontroly nad finanční institucí nedošlo pouze k odsunu problémů do budoucnosti. Automatické poskytování pomoci totiž může vést k morálnímu hazardu.<sup>5</sup>

Ve druhé fázi se vlády většinou uchylují k různým dlouhodobým protikrizovým opatřením, které mají za úkol postupně navrátit ekonomiku do původního stavu. Jedná se zejména o:

- podmíněná finanční pomoc institucím;
- vytvoření vládní organizace, která by skupovala problémová aktiva;
- částečné nebo celkové odpuštění dluhů;
- kapitálové injekce do jednotlivých institucí;
- prodej finančních institucí za asistence vlády.

---

<sup>5</sup>Morální hazard znamená, že instituce nenese plné riziko za své činy a jejich následky. V této souvislosti se používá pojem TBTF (too-big-too-fail).

Při pohledu na současnou celosvětově rozšířenou krizi je možné konstatovat, že všechna výše uvedená opatření byla alespoň z části aplikována. Přejít finanční problém na stát ale zapříčinil zhoršující se stav veřejných financí, což přispělo ke vzniku vnější dluhové krize. I vlády si totiž za účelem řešení krizových problémů musely půjčovat a postupně se zadlužovaly (MMF 2008 s. 7 - 13).

## **2. Charakteristika finančního systému v Německu**

Před popisem historického vývoje finančního systému v Německu je důležité zmínit dva faktory, které po celou dobu finanční systém do značné míry ovlivňovaly, a stále ovlivňují. Za první faktor lze označit dominantní externí financování nefinančních subjektů prostřednictvím bank, což Německo řadí mezi země s nejrozvinutějším bankovním sektorem. Na rozdíl od Velké Británie, kde se akumuloval kapitál zejména díky mezinárodnímu obchodu, v Německu se tak stalo prostřednictvím poskytování dlouhodobých úvěrů. Německý finanční systém je tedy možné označit jako bankově orientovaný. Druhým faktorem je pak rozvoj družstevního bankovníctví a veřejně vlastněných spořitelen, které byly původně založeny za účelem financování průmyslového odvětví. Tyto zvláštní úvěrové instituce měly spíše regionální rozměr a zaměřovaly se na menší podniky a domácnosti (Detzer, 2013, s. 19).

### **2.1 Historie bankovního sektoru v Německu**

K prvním největším rozmachům finančního systému v Německu došlo v období industrializace, která začala v první polovině 19. století. V této době poskytovaly banky úvěry zejména na výstavbu železnic (Tilly, 1994, s. 230). Na rozdíl od průmyslové revoluce ve Velké Británii, která vděčila za svůj rozvoj zejména mezinárodnímu obchodu, byla německá industrializace primárně tažena bankovními úvěry. Mezi lety 1850 až 1872 vzniklo hned několik velkých soukromých finančních domů, jako například Deutsche Bank, Dresdner Bank nebo Berliner Handelsgesellschaft. Tyto banky pak hrály významnou roli při rozvoji sekundárního sektoru, kdy svůj vlastní kapitál investovaly do průmyslových koncernů (Feldenkirchen, 1991, s. 123).

Po sjednocení Německa v roce 1871 došlo k založení první německé národní banky Deutsche Nationalbank. O dva roky později se 7 různých měn zkonsolidovalo do měny jedné a zároveň byla zavedena samostatná centrální banka (Reichsbank). V roce 1875 byl vydán tzv. Bank Act, který povoloval určitým bankám emitovat peníze. Regulace bank v této době prakticky nefungovala, protože na banky bylo z právního hlediska nahlíženo jako na normální společnost. V roce 1905 došlo k omezení tohoto zákona, protože povolení emitovat peníze

obdržely pouze 4 tzv. „Notenbanken“, které byly charakteristické tím, že působily pouze v určitém regionu (Frohlin, 2007, s. 21-23).

I při první fázi industrializace se nepodařilo zabránit vypuknutí několika krizí, což bylo zejména zapříčiněno splácením odškodného po vojenské porážce v roce 1871 Francie. Postupným přílivem téměř 5 miliard franků, což v té době byla čtvrtina německého HDP, se vytvořila bublina, která splaskla v roce 1873. V Německu došlo k zbankrotování několika firem, k poklesu mezd a zisků, a k zpomalení růstu ekonomiky (Blackburn, 2003, s. 144-145).

Druhá fáze industrializace v Německu se konala mezi roky 1880 a 1914. Za tuto dobu se Německu podařilo přeměnit z respektované evropské průmyslové země na světovou velmoc (Blackburn, 2003, s. 237). Největší podíl na tomto úspěchu měly opět banky, které se snažily reinvestovat své zisky a zvyšovat podíl vlastních akcií za účelem krytí vysokých investičních požadavků německého průmyslu. Z 25 největších německých podniků bylo v roce 1913 17 bank. Mezi další úkoly bank patřila mimo jiné i odborná pomoc při emisi akcií pro průmyslové koncerny (Feldenkirchen, 1991, s. 116).

Na rozdíl od první fáze industrializace se již banky vyhýbaly vstupu do podniků přímým způsobem, tedy nakupováním podnikových akcií, protože nechtěly utrpět ztrátu, pokud by došlo k poklesu hodnoty akcie. Když už se některý podnik dostal do finančních potíží, přeměnily se poskytnuté úvěry na podnikové akcie, čímž se z hlavního věřitele banka stala většinovým vlastníkem. Díky tomuto procesu pak obsadila většinu míst v dozorčích radách a podílela se velkou mírou na rozhodování v jednotlivých společnostech (Feldenkirchen, 1991, s. 129).

Protože velkých průmyslových projektů stále přibývalo, specializovaly se velké banky převážně na tuto činnost. Tím ale vznikl prostor pro financování zemědělství, domácností a malých soukromých podniků. Důsledkem této změny bylo založení nových úvěrových institucí jako například spořitelen, družstevních záložen nebo malých privátních bank.

Spořitelny (německy „Sparkassen“) byly zakládány buďto městy nebo vládními organizacemi a rychle se z nich stal také důležitý zdroj pro financování v období industrializace. Například v roce 1900 existovalo v Německu 2700 spořitelen, ve kterých měla účet jedna třetina

obyvatelstva (Detzer, 2013, s. 36). Takto uložené finanční prostředky domácností byly použity zejména na veřejné účely. Jelikož ale jejich působení bylo značně omezené, soustřeďovaly se spořitelny pouze na určité regionální oblasti. Zisky a provize pak ale také směřovaly výhradně do daných regionů. Souběžně se spořitelny vznikaly za účelem regionálního rozvoje i tzv. Landesbanken. Ty byly původně založeny za účelem funkce „centrální banky“ spořitelen na daném území. První z nich byla založena v roce 1832 ve městě Münster a jmenovala se Provinzial-Hilfsskasse Westfalen. Podle německého svazu spořitelen (DSGV) byl podíl spořitelen na poskytování úvěrů v Německu mezi lety 1851 a 1910 okolo 26 %. Stejnou měrou se na financování v této době podílely i komerční banky (DSGV, 2010, s. 7).

Družstevní bankovníctví se v Německu vyvinulo v polovině 19. století. První „městská“ družstevní banka byla založena v roce 1862 ve městě Darmstadt a jmenovala se Volksbank. Naopak první „venkovská“ družstevní banka, Raiffeisenbank, vznikla až v roce 1864 (DGRV, 2012). I tento bankovní sektor rychle rostl, což dokazuje odhad DSGV, podle kterého byl podíl družstevních bank na celkových úvěrech mezi lety 1851 až 1910 okolo 8 % (DSGV 2010, s. 7).

V meziválečném období musely banky a celý finanční systém v Německu čelit celé řadě problémů. Díky poválečné situaci byl jedním z nich vysoký přesun vkladů do zahraničí, čímž docházelo k velkému odlivu kapitálu. Na to velké banky reagovaly převzetím menších soukromých bank nebo fúzemi, protože potřebovaly stabilizovat své účetní výsledky. Mezi nejznámější fúze v této době lze řadit fúzi Commerzbank s Mitteldeutsche Bank nebo Deutsche Bank s Disconto Gesellschaft, které se obě staly v roce 1929 (Detzer, 2013, s. 37).

Další hrozbou pro německé banky byla rostoucí konkurence zahraničních bank. Ty začaly být na německém území stále aktivnější a navazovaly obchodní styky s německými průmyslovými podniky. V důsledku vyšší konkurence se snížila ziskovost bank a banky začaly vyhledávat rizikovější zdroje financování.

V neposlední řadě byla německá ekonomika v roce 1923 zasažena inflací, která později vyústila i v tzv. hyperinflaci. Na začátku první světové války byl v Německu zrušen zlatý standard, což umožnilo vydávat nekryté bankovky. To ale způsobilo nárůst množství peněz v oběhu až na pětinasobek stavu z roku 1914. Další příčinou vzniku hyperinflace byla

povinnost zaplatit poválečné reparace ve výši 154 miliard marek. Na to tehdejší centrální banka (Reichsbank) reagovala spotřebováním všech devizových státních rezerv, dalším zadlužováním a emitováním dalších bankovek. Tímto se ale pouze urychlil proces znehodnocování měny, což mimo jiné způsobilo i výraznou nespokojenost obyvatelstva, která se stala živnou půdou pro vznik pravicových a levicových extremistických politických stran (Volek, 2002). V Tabulce 1 je možné vidět, jak se vyvíjel kurz marky vůči dolaru v období let 1919 až 1923.

**Tabulka1 - Kurz amerického dolaru k německé marce v letech 1914 až 1923**

|                 |             |                                |
|-----------------|-------------|--------------------------------|
| <b>Červenec</b> | <b>1914</b> | <b>4,2 marky</b>               |
| <b>Leden</b>    | <b>1919</b> | <b>8,9 marky</b>               |
| <b>Červenec</b> | <b>1919</b> | <b>14,0 marky</b>              |
| <b>Leden</b>    | <b>1920</b> | <b>64,8 marky</b>              |
| <b>Červenec</b> | <b>1920</b> | <b>39,5 marky</b>              |
| <b>Leden</b>    | <b>1921</b> | <b>64,9 marek</b>              |
| <b>Červenec</b> | <b>1921</b> | <b>76,7 marek</b>              |
| <b>Leden</b>    | <b>1922</b> | <b>191,8 marek</b>             |
| <b>Červenec</b> | <b>1922</b> | <b>493,2 marek</b>             |
| <b>Leden</b>    | <b>1923</b> | <b>17.972 marek</b>            |
| <b>Červenec</b> | <b>1923</b> | <b>353.412 marek</b>           |
| <b>Srpen</b>    | <b>1923</b> | <b>4.620.455 marek</b>         |
| <b>Září</b>     | <b>1923</b> | <b>98.860.000 marek</b>        |
| <b>Říjen</b>    | <b>1923</b> | <b>25.260.208.000 marek</b>    |
| <b>Listopad</b> | <b>1923</b> | <b>4.200.000.000.000 marek</b> |

(Zdroj: Volek, 2002)

Za účelem zastavení rostoucí inflace byla vládou zřízena Rentová banka, která začala vydávat novou měnu, tzv. rentovou marku. Jelikož stát již neměl dostatečné množství zásob, byla nová

měna kryta průmyslovým a zemědělským pozemkovým vlastnictvím. V prosinci roku 1923 pak došlo ke stanovení výměnného poměru mezi rentovou a papírovou markou. Za jednu marku rentovou se dalo směnit jeden bilion marek papírových. Tím se hyperinflaci podařilo potlačit a následující rok nahradila rentovou marku marka říšská, která byla již opět fixována na zlato (Volek, 2002). Po hospodářské a finanční stabilizaci byl Německu předložen nový reparační plán, který již obsahoval mnohem mírnější požadavky. Zároveň Německo obdrželo mezinárodní úvěr, aby stabilizovalo svoje veřejné finance.

Německá ekonomika se po hyperinflaci poměrně rychle vzpamatovala a až do roku 1929 výrazným způsobem expandovala. Pak ale došlo ke krachu na newyorské burze a krize se postupně přelila i do Evropy. Vzhledem k budoucí finanční nejistotě začali lidé v Německu hromadně vybírat své vklady, což zapříčinilo bankovní krizi, která vypukla v roce 1931. Centrální banka nechala ze dne na den zavřít všechny bankovní domy v Německu, aby zabránila kolapsu bankovního systému. Druhá největší banka Danat Bank se sloučila s Dresdner Bank, přičemž většinovým vlastníkem s 91 % se stal stát. I největší německá banka byla částečně vlastněna státem, konkrétně 35 %. Od roku 1930 ale postupně docházelo ke stagnaci bankovního průmyslu. Důvodem byly časté kontroly v důsledku bankovní krize, ale i omezení působnosti bank po nástupu nacistů k moci (Detzer, 2013, s. 38).

Spořitelny a družstevní banky se v meziválečném období dále vyvíjely a upevňovaly svoji pozici na trhu. Ještě před první světovou válkou byl zaveden první zúčtovací systém (clearing system), který ale nabyl na významu až v roce 1918 spolu se založením spořitelny Deutsche Girozentrale v Berlíně (DSGV, 2010, s. 8). Ta pomocí něj spojila všechny spořitelny v regionu a stala se inspirací pro další úvěrové instituce v jiných částech Německa. Stejně jako banky byly i spořitelny a družstevní banky zasaženy bankovní krizí v roce 1931 a musely požádat o státní pomoc. Ze strany centrální banky se jim dostalo záruky, že pokud by došlo k bankrotu nějaké významné lokální jednotky, nesmějí být na záchranu použity rezervy spořitelny. Tím byla pro spořitelny zajištěna finanční stabilita. Zatímco růst vkladů u privátních bank rostl mezi roky 1933 a 1938 o 39 %, u spořitelny to byl téměř dvojnásobek, konkrétně 68 %. V případě družstevních bank se jednalo v rámci stejného období o zvýšení o 62 % (Balderston, 1991, s. 600-603).

Po ukončení druhé světové války byli nejvyšší představitelé bank uvězněni za jejich spolupráci při válečných zločinech. Zároveň došlo u každé z třech největších německých bank (Deutsche Bank, Dresdner Bank a Commerz Bank) k rozdělení na 10 regionálních institucí za účelem oslabení dominantního postavení na trhu. Tato pro banky nepříznivá situace ale netrvala dlouho a v průběhu 50. let jim bylo opět umožněno, aby se znovu staly jednotné soukromé instituce (Detzer 2013, s. 39).

I přes velké množství překážek, kterým německé hospodářství muselo v poválečném období čelit, se stále největší banky zaměřovaly na financování průmyslových podniků. Podle Tillya plynulo na začátku 70. let okolo 60 % půjček do sekundárního sektoru (Tilly, 1996, Graf J2). Navzdory tomuto ukazateli ale podíl velkých bank v rámci německého bankovního systému postupně ztrácel na významu, což dokládá následující Tabulka 2. Z tabulky je patrné, že družstevní banky a spořitelny zvyšovaly v průběhu druhé poloviny 20. století svůj podíl na bankovním trhu zejména na úkor velkých soukromých bank.

**Tabulka 2 - Podíl jednotlivých úvěrových institucí na západoněmeckém bankovním sektoru mezi lety 1950 až 1988 v %**

|                             | 1950 | 1960 | 1970 | 1977 | 1988 |
|-----------------------------|------|------|------|------|------|
| <b>Univerzální banky</b>    |      |      |      |      |      |
| Soukromé banky              | 36,4 | 24,4 | 24,9 | 24,9 | 23,6 |
| Velké banky                 | 19,1 | 11,3 | 10,2 | 10,4 | 8,9  |
| Regionální banky            | 12,8 | 10,4 | 10,7 | 10,9 | 11,4 |
| Zahraniční banky            |      |      | 1,5  | 1,9  | 1,8  |
| Jiné soukromé banky         | 4,5  | 2,7  | 2,5  | 1,7  | 1,5  |
| Sektory spořitelny          | 30,8 | 35,7 | 38,4 | 38,5 | 37,3 |
| Regionální sdružení         | 10,8 | 13,5 | 15,6 | 16,5 | 15,6 |
| Spořitelny                  | 20,0 | 22,2 | 22,9 | 22,0 | 21,7 |
| Sektory družstevních bank   | 12,4 | 8,6  | 11,5 | 14,0 | 16,9 |
| Regionální instituce        | 3,7  | 2,8  | 3,8  | 4,2  | 2,6  |
| Družstevní banky            | 8,7  | 5,8  | 7,7  | 9,8  | 12,3 |
| <b>Specializované banky</b> |      |      |      |      |      |
| Hypotéční banky             | 5,9  | 17,2 | 13,6 | 13,0 | 13,9 |
| Banky s jinou specializací  |      | 10,2 | 8,4  | 6,5  | 6,7  |
| Poštovní banky              |      | 2,4  | 1,9  | 2,0  | 1,5  |

(Zdroj: Edwards, 1996)

Příčinou narůstajícího podílu spořitelů na bankovním trhu bylo převážně financování lokálních malých a středních podniků v Západním Německu. V důsledku celosvětových krizí v 70. letech 20. století se rapidně snížila poptávka po úvěrech u průmyslových koncernů, což zapříčinilo snahu velkých německých bank zaměřovat se mimo jiné i na malé a střední podniky. Tato specializace ale skončila neúspěchem, protože velké banky neměly dostatek zkušeností v tomto oboru. V případě družstevních bank bylo v roce 1974 povoleno podnikat i s nečleny a dva roky poté došlo k výrazné právní liberalizaci družstevního bankovníctví. Tím se družstevní banky staly v rámci provádění rozsáhlých úvěrových operací významnou konkurencí pro velké banky (Detzer, 2013, s. 41).

## **2.2 Historický vývoj akciových trhů v Německu**

Ačkoliv byl akciový trh v Německu v porovnání s jinými světovými trhy vždy relativně malý, většinu akciových emisí u nefinančních subjektů prováděly největší německé banky. Jelikož ale docházelo k poklesu tradiční spolupráce s průmyslovými podniky, navrhly německé banky zřízení konsorcia na podporu rozvoje akciových trhů tzv. Finanzplatz Deutschland (Detzer, 2013, s. 41). Cílem bylo vytvořit vedle tradičního bankovního systému nový trh kapitálový, který by prostřednictvím investičního bankovníctví dokázal zvýšit zisky bank a přispěl by k vyšší konkurenci na finančních trzích. Jako finanční centrum ale nebylo zvoleno hlavní město Německa Berlín, nýbrž Frankfurt nad Mohanem, což bylo dané zejména z historického hlediska. Dalšími menšími finančními centry se postupně staly Hamburg, Berlín, Düsseldorf, Mnichov a Stuttgart.

Frankfurtská burza vznikla již v 16. století a až do roku 1991 fungovala díky Frankfurtské obchodní komoře. V roce 1990 byla založena nová společnost FrankfurterWertpapier AG, která se zmocnila Frankfurtské burzy. Později byla tato společnost přejmenována na DeutscheBörse AG. Od roku 1997 byl zaveden nový elektronický obchodní systém Xetra, který patří mezi nejvyspělejší na světě. Nejdůležitějším německým akciovým indexem se stal DAX (DeutscherAktienindex). Byl založen společností DeutscheBörse AG, obchoduje se s ním zejména na Frankfurtské burze a v současné době je v něm zahrnuto 30 titulů.

Zajímavostí je, že jedním z nejlikvidnějších titulů je právě DeutscheBörse AG (Musílek, 2010, s. 55). Kromě DAX patří mezi další segmenty burzovního trhu MDAX, SMAX, Nový trh a XTF. MDAX zahrnuje 70 podniků střední velikosti z úředního a regulovaného trhu, SMAX zahrnuje těchto podniků 100, Nový trh byl vytvořen v roce 1997 pro nově vzniklé a rychle rostoucí akciové společnosti a XTF se specializuje na transakce s burzovně obchodovatelnými fondy.

Pro obchodování na frankfurtské burze se rozlišují tři trhy. První dva podléhají evropským regulačním pravidlům a vyžadují od emitentů maximální transparentnost. Jedná se o Prime Standard a General Standard. Do segmentu General Standard jsou zařazeny společnosti, které splňují alespoň minimální požadavky pro vstup na burzu. Při vstupu na burzu pomocí segmentu Prime Standard musí již společnosti být dostupné zahraničním investorům a musí splňovat veškeré regulační požadavky. Třetím trhem je pak tzv. Entry Standard, který není tak regulovaný a je určen pro malé a střední společnosti (Klub Investorů, 2012).

Z iniciativy velkých bank došlo v roce 1988 ke vzniku německé derivátové burzy DeutscheTerminbörse (DTM). Důvodem bylo vytvořit konkurenci v rámci Evropy k londýnské derivátové burze London International FinancialFutures Exchange. Původně se zde obchodovaly převážně futures a opce. V roce 1998 se DTM sloučila se švýcarskou derivátovou burzou SwissOptions and FinancialFutures Exchange (SOFFEX), čímž vznikla derivátová burza Eurex. Ta v současné době patří, zejména kvůli převzetí chicagské burzy International Securities Exchange v roce 2007 za 2,7 miliard dolarů, do skupiny tří největších derivátových burz na světě (Detzer, 2013, s. 84).

Rychlý rozvoj kapitálového trhu na území Německa v 90. letech 20. století způsobil přechod státních podniků do soukromého vlastnictví. Za největší lze označit privatizaci letecké společnosti Lufthansa nebo telekomunikační společnosti Deutsche Telekom. Zvýšená aktivita na akciových trzích také souvisela s mnoha akvizicemi ze strany zahraničních investorů, jejichž cílem bylo získat podíly ve významných německých společnostech jako například Siemens, E.On, Commerzbank nebo Deutsche Bank (Detzer 2013, s. 84).

Navzdory rozmachu v 90. letech byla stále role akciových trhů méně významná v porovnání s jinými světovými velmocemi. To dokládá statistika Mezinárodního měnového fondu (IMF),

kde tržní kapitalizace německých podniků, konkrétně 43 % ve vztahu k HDP, v roce 2010 nedosahovala ani průměru EU, konkrétně 67 % ve vztahu k HDP. Jelikož ale vyspělé průmyslové podniky hledaly jiný zdroj financování, došlo k velkému rozvoji na trhu dluhopisů. I ten však nedosáhl takových rozměrů jako v případě anglosaských zemí. Počet občanů, kteří investovali do akcií, vzrostl z 3,2 miliónů v roce 1988 na 6,2 miliónů v roce 2000. Kvůli bublině na akciových trzích pak došlo k propadu cen akcií, což zapříčinilo i velký odliv akcionářů. V roce 2011 již mělo akciový podíl ve společnostech opět pouze 3,9 miliónů občanů (Detzer, 2013, s. 85).

### **2.3 Historie regulace a dohledu na finančních trzích v Německu**

První známky bankovní regulace v Německu je možné najít v tzv. Kreditwesengesetz (KWG), který vstoupil v platnost v roce 1934. Tento zákon reagoval na hlubokou bankovní a finanční krizi, která v Německu vypukla na začátku 30. let. Výsledkem byl vznik povinného dohledu pro všechny banky a zavedení licencí pro úvěrové instituce. Za tímto účelem byla zřízena bankovní dohledová instituce AufsichtsamtfürdasKreditwesen. V neposlední řadě se zákon zaměřoval i na regulaci kapitálových požadavků bank nebo na regulaci institucionálních investic do nemovitostí. Až do roku 1980 se Kreditwesengesetz stal základem pro německý bankovní dohled (Detzer, 2013, s. 115).

Po druhé světové válce nebylo z hlediska poválečného uspořádání možné, aby finanční instituce působily na celém území Německa. Proto docházelo k větší regionalizaci bankovního systému. V roce 1957 došlo v Západním Německu ke vzniku centrální banky Deutsche Bundesbank (Detzer, 2013, s. 115). Vzorem pro zřízení této banky se stala americká centrální banka FED. Ještě před zavedením centrální banky působila v Německu instituce nazývaná Bank DeutscherLänder, která měla za úkol provádět monetární politiku po měnové reformě v roce 1948. Povolení působit na národní úrovni dostaly banky opět až v roce 1956. Tím byla znovu otevřena diskuze ohledně dalšího rozvoje bankovního dohledu.

V roce 1961 se novou nezávislou autoritou stala instituce BundesaufsichtsamtfürdasKreditwesen (BAKred), jejímž základním cílem bylo formulovat tři principy kapitálové přiměřenosti a likvidity. Prvním principem bylo omezit úvěrové riziko a

další dva principy se zabývaly nesouladem splatností finančních instrumentů. Na tomto místě je třeba konstatovat, že i přes zavedení BAKred německá centrální banka dále prováděla bankovní dohled v souladu s její monetární politikou. To poté vedlo k nepřehledné situaci ohledně bankovního dohledu a kontroly (Detzer, 2013, s. 116).

V roce 2002 vešel v platnost nový zákon 4. Finanzmarktförderungsgesetz, který byl založen za účelem implementace basilejských základních principů efektivního bankovního dohledu. Hlavním cílem byla modernizace právního rámce na německých finančních trzích v reakci na aktuální globální strukturální změny (FAZ, 2002). Tento zákon v sobě zahrnoval i burzovní zákon (Börsengesetz), zákon cenných papírů (Wertpapierhandelsgesetz), zákon o bankách (Kreditwesengesetz) a zákon o kapitálových společnostech (Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften).

Zároveň došlo v tomto roce ještě k založení nové dohledové instituce Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), která vzešla z již zmíněné BAKred a dále pak z Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe) a Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen (BAV). Tato dohledová autorita do sebe integrovala všechny ostatní dohledové instituce působící na finančních trzích v Německu. V důsledku neustálých změn ve finančním světě bylo zapotřebí stanovit nová pravidla, která by efektivně dokázala reagovat na aktuální finanční problémy. BaFin měl za úkol sledovat mimo jiné rozvoj nových finančních produktů nebo nárůst nových specializovaných finančních skupin. Na druhou stranu nebyla tato dohledová instituce oprávněna vyšetřovat nebo uvalovat sankce při manipulaci s tržní cenou. Díky vzniku BaFinu byly úvěrové instituce nuceny poskytovat určité informace o svých klientech, které se ukládaly do samostatné databáze pro účely dohledu (BaFin, 2013). Lze tedy konstatovat, že od této doby se německá centrální banka soustřeďovala výhradně na regulaci finančního systému, zatímco BaFin se zaměřoval na funkci bankovního dohledu.

Kvůli vydávání nových zákonů a novel docházelo v průběhu prvního desetiletí 21. století na německých finančních trzích k mnoha změnám. Za zmínku například stojí zákon Investmentmodernisierungsgesetz, který nabyl platnosti v roce 2004. Díky němu došlo k výrazné liberalizaci na německém trhu kolektivního investování. Tento zákon povoloval

zakládat investiční nebo hedgefondy, jejichž působnost neměla téměř žádné omezení. Dalším důležitým zákonem se stal zákon Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG), podle kterého byly zavedeny tvrdší postihy ohledně insider-tradingu<sup>6</sup>. Zákon Bilanzrechtsreformgesetz poprvé implementoval aplikaci Mezinárodních účetních standardů (IFRS) do německého účetnictví a zároveň upevnil nezávislost auditorů (Detzer, 2013, s. 121).

Zákon Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz (VorstOG) zavedený v roce 2005 znamenal výrazný posun interních podnikových informací do veřejných statistik. Akciové společnosti byly například zavázány, že musí zveřejnit platy nejvyšších manažerských pozic v dozorčích nebo výkonných radách. V tomto roce vznikl ještě jeden zákon – Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz (TUG), který požadoval od manažerů firem, jejichž akcie byly kótovány na burze, aby potvrdily správnost svých účetních bilancí za účelem větší ochrany investorů. Zároveň zaváděl nové notifikační pravidla pro akciové vlastnictví (Detzer 2013, s. 121).

V roce 2007 byl publikován nový zákon REIT-Gesetz zabývající se akciovými společnostmi, které se specializují na trh s nemovitostmi. Tyto společnosti byly prakticky osvobozeny od placení korporátních daní; na druhou stranu musely 90 % zisku distribuovat svým akcionářům ve formě dividend. Dalším důležitým právním dokumentem se stal pozměňovací návrh zákona Investmentänderungsgesetz (InvÄndG). V něm byl ukotven moderní regulatorní právní rámec pro oblast kolektivního investování. Cílem bylo odstranit přebytečnou byrokracii, zjednodušit legislativu a harmonizovat toto odvětví v rámci EU s ostatními členskými státy (KanAm, 2011).

Co se týče vývoje daňové problematiky u finančních institucí v Německu, došlo k velkým změnám na počátku 21. století. Korporátní daň byla snížena ze 40 % na 30 % pro společnosti, které distribuují své zisky, a na 25 % pro společnosti, které si své zisky ponechávají. Dále bylo finančním institucím umožněno prodávat majetek nebo podnikové podíly bez daňové zátěže, protože byla zrušena daň z kapitálových výnosů. Tím ale docházelo k razantnímu poklesu mezipodnikových vlastnických vztahů a k omezení majetkových účastí v podnikové sféře. V roce 2009 pak vstoupila v platnost nová modifikace daňového systému v Německu tzv.

---

<sup>6</sup>obchodování akcií či jiných cenných papírů korporace někým, kdo má o této korporaci neveřejné informace.

Abgeltungssteuer, která sladila všechny daňové sazby z kapitálových příjmů na 25 %, včetně daňové sazby z kapitálových výnosů (Detzer, 2013, s. 122).

Výraznou změnou prošla v roce 2002 i oblast fúzí a akvizic. Cílem nového zákona Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) bylo poprvé regulovat fúze a akvizice s veřejně obchodovatelnými německými společnostmi. Tento právní předpis nahradil předchozí směrnici „o převzetí“, která fungovala na dobrovolné bázi. Důraz byl kladen na ochranu každého akcionáře, což se projevovalo především v poskytování stejných informací všem, v nabízení stejné nákupní ceny pro všechny nebo v omezování obranných opatření ze strany vedení, které by mohlo poškodit jednotlivé akcionáře (Detzer, 2013, s. 122-123).

Po nepřátelském převzetí<sup>7</sup> (*hostile takeover*) společnosti Mannesmann společností Vodafone v roce 1999 se EU rozhodla více zaměřovat na problematiku harmonizace evropských postupů při převzetí. Za tímto účelem vznikla 13. směrnice EU, která se ale nesetkala s kladnou odezvou ze strany Německa, protože v ní byla zahrnuta tzv. „povinnost neutrality“ (*Neutralitätspflicht*). Ta, zjednodušeně řečeno, zabraňovala manažerskému vedení v přijímání obranných opatření při nepřátelském převzetí. Pro německý trh byla tato směrnice shledána jako nevýhodná a místo ní vstoupil v platnost již zmíněný zákon WpÜG, který při nepřátelském převzetí povoloval provádět určitá opatření. Tato výjimka ohledně neutrality vedení je pro Německo unikátní, protože umožňuje německým firmám provádět politiku, která je v ostatních členských státech zakázaná (Ferrarini, 2002, s. 393-394).

## 2.4 Evropská integrace

Na vývoji finančního systému v Německu se v poslední době výraznou měrou podílely i různé procesy v rámci evropské integrace. První náznak měnové integrace v Evropě byl nastíněn v tzv. Wernerově zprávě z roku 1970. Cílem totiž bylo vytvořit měnovou unii již v roce 1980, ale kvůli celosvětovým krizím v 70. letech a kvůli zhroucení poválečného režimu fixních měnových kurzů se tato myšlenka nerealizovala. Za účelem stabilizace měnového kurzu byl v roce 1979 zřízen Evropský měnový systém (EMS), který stanovil flukтуаční pásmo v

---

<sup>7</sup> přejímající společnost se snaží koupit a manažersky ovládnout cílovou společnost přes její nesouhlas.

rozmezí 2.25 % od centrální parity evropské měnové jednotky (ECU) pro všechny měny členských států (EuropeanCommission, 2014).

Dalším důležitým dokumentem, který se zaměřoval na finanční integraci v EU, se stal Jednotný evropský akt z roku 1986. V něm byly předloženy návrhy na zrušení bariér na finančních trzích a umožnění volného pohybu finančních produktů. Na začátku 90. let 20. století vydala ještě Evropská komise další dvě směrnice, které se zabývaly mezinárodním pohybem kapitálu a investičními službami. V roce 1989 byla rovněž předložena Delorsova zpráva, která již konkrétně formulovala třífázový proces vzniku měnové unie v Evropě. Tento proces byl pak definitivně ukotven v Maastrichtské smlouvě z roku 1992 (EuropeanCommission, 2014).

Ačkoliv byl EMS nastaven jako multilaterální systém, ve skutečnosti byl silně ovlivňován vývojem kurzu německé marky. Německá centrální banka reagovala v roce 1992 prudkým růstem úrokových sazeb na údajné riziko inflace spojené s investičním boomem po sjednocení Německa. Kvůli tomu ale některé ostatní členské státy čelily problémům, protože se jejich měnové kurzy odchylovaly od předem stanovených podmínek v rámci EMS. V důsledku těchto událostí opustila Velká Británie tento systém a zároveň došlo k rozšíření fluktuačního pásma na 15 % vůči centrální měnové jednotce ECU. V roce 1999 byla poprvé zavedena společná měna euro v 11 různých evropských zemích včetně Německa (EuropeanCommission, 2011).

Za účelem zvýšení integrace finančních trhů členských států zveřejnila Evropská komise v roce 1999 tzv. Financial Services Action Plan, který obsahoval 42 samostatných článků týkající se harmonizace finančních služeb. Tento program byl implementován do národní legislativy všech členských států do roku 2005.

Z hlediska dohledu v rámci EU zahájil v roce 2011 činnost Evropský systém finančního dohledu (ESFS), který má za cíl koordinaci metodiky dohledu mezi jednotlivými členskými státy. Tento systém je tvořen třemi celoevropskými sektorovými dohledovými orgány a Evropskou radou pro systémová rizika (ESRB), která monitoruje vývoj na evropských finančních trzích s hlavním cílem posouzení míry systémového rizika. Do sektorových orgánů se zahrnuje Evropský orgán pro bankovníctví (EBA), Evropský orgán pro cenné papíry a trhy

(ESMA) a Evropský orgán pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění (EIOPA). Úkolem těchto orgánů je především lepší fungování vnitřního trhu, zajištění integrity, průhlednosti a účinnosti finančních trhů a posílení koordinace na mezinárodní úrovni (ČNB, 2014)

## **2.5 Centrální banka a měnová politika**

Jak již bylo zmíněno, ještě před vznikem eurozóny a s ní spojené Evropské centrální banky (ECB) působila na území Německa jako hlavní aktér měnové politiky německá Bundesbank. Ta se také později stala vzorem právě pro ECB. Zajímavostí je, že Bundesbank nevystupovala jako věřitel poslední instance, protože tuto činnost zajišťovala od roku 1974 *Liquiditäts-KonsortialbankGmbH*. V této speciální bance ale německá centrální banka vlastnila a stále vlastní 30 % kapitálu.

Bundesbanka se právě v roce 1974 stala první centrální bankou na světě, která začala využívat měnových agregátů a měnové báze<sup>8</sup>. Měnová báze byla od roku 1987 operativním kritériem měnové politiky, prostřednictvím kterého prováděla operace na volném trhu. Mezi další nástroje měnové politiky patřily diskontní nástroje s důležitou rolí lombardní sazby nebo i povinné minimální rezervy. V neposlední řadě se k regulaci vývoje měnového kurzu používaly měnové intervence (Revenda 2011, s. 486, 487).

Současně se zavedením měnové unie dne 1. 1. 1999 začal v Německu ale i v jiných státech EU působit Evropský systém centrálních bank (Eurosystém) v čele s ECB. Ještě předtím ale byl založen Evropský měnový institut, mezi jehož hlavní úkoly patřilo zavedení jednotné měnové politiky, vypracování pravidel fungování a projektu realizace Evropského systému centrálních bank, podpora koordinace měnových politik v členských zemích, vytvoření společné informační a statistické databáze a podpora rozvoje používání ECU (Revenda 2011, s. 473).

Základním cílem Eurosystému je cenová stabilita, druhým nejvýznamnějším cílem pak finanční stabilita a integrace. Cenovou stabilitu se až na rok 2008, kdy cenová stabilita v podobě harmonizovaného indexu spotřebitelských cen činila 3,3 %, dařilo plnit. Průměr roční míry inflace v letech 2001 až 2010 byl 2,05 %. Hlavním operativním kritériem ECB je

---

<sup>8</sup>Hotovostní oběživo + povinné a dobrovolné rezervy obchodních bank na účtech centrální banky.

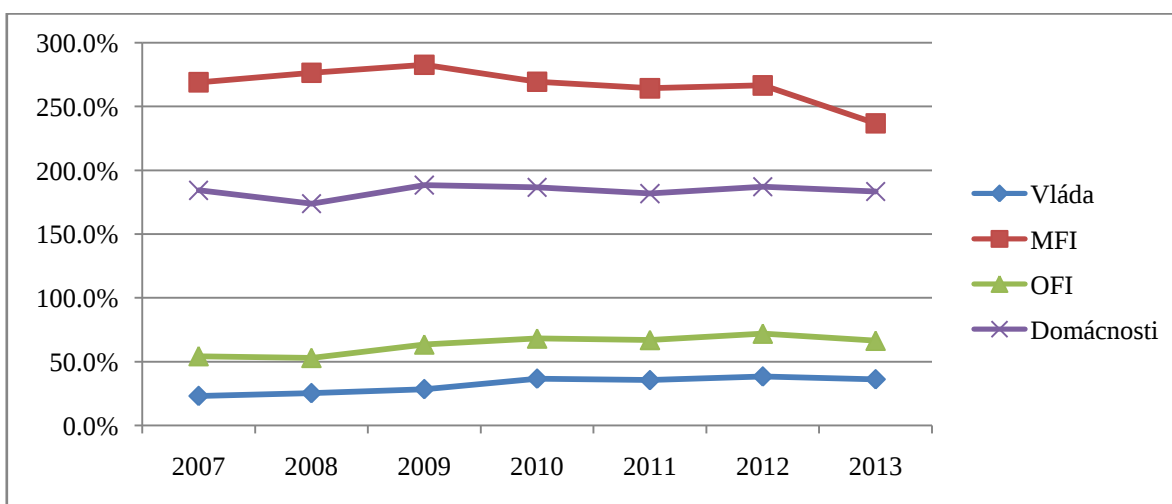
krátkodobá úroková míra, vedlejší roli pak hraje měnová báze nebo rezervy bank. Nejdůležitějšími nástroji ECB jsou úrokové sazby a operace na volném trhu.

### 3. Analýza současného vývoje finančního systému v Německu

Jak již bylo zmíněno, v Německu došlo v průběhu 90. let a na začátku 21. století k výraznému rozvoji finančních trhů a bankovního sektoru. Tento rozmach ale vydržel pouze do příchodu celosvětové krize v roce 2008, která znatelně zasáhla i německý finanční systém. Téměř všechny finanční trhy zaznamenaly významný pokles, což ovlivnilo vývoj ekonomiky až do současnosti. Lze konstatovat, že v současné době - v roce 2015 dluhová krize stále ještě nevyvymizela.

Při pohledu na finanční aktiva vládního sektoru je možné pozorovat, že se ve sledovaném období pohybovaly na stabilní úrovni, viz Graf 1. Naopak tomu bylo u finančních závazků vládního sektoru, protože od roku 2008 se jejich podíl na HDP neustále zvyšoval, až přesáhl hranici 80 %. Tím se ale postupně snižovala tzv. čistá finanční pozice vládního sektoru, kterou je možné definovat jako rozdíl mezi finančními aktivy a finančními závazky. To lze vysvětlit tím, že se německá vláda uchýlila pomocí její fiskální politiky k záchranným mechanismům za účelem stabilizace finančních trhů.

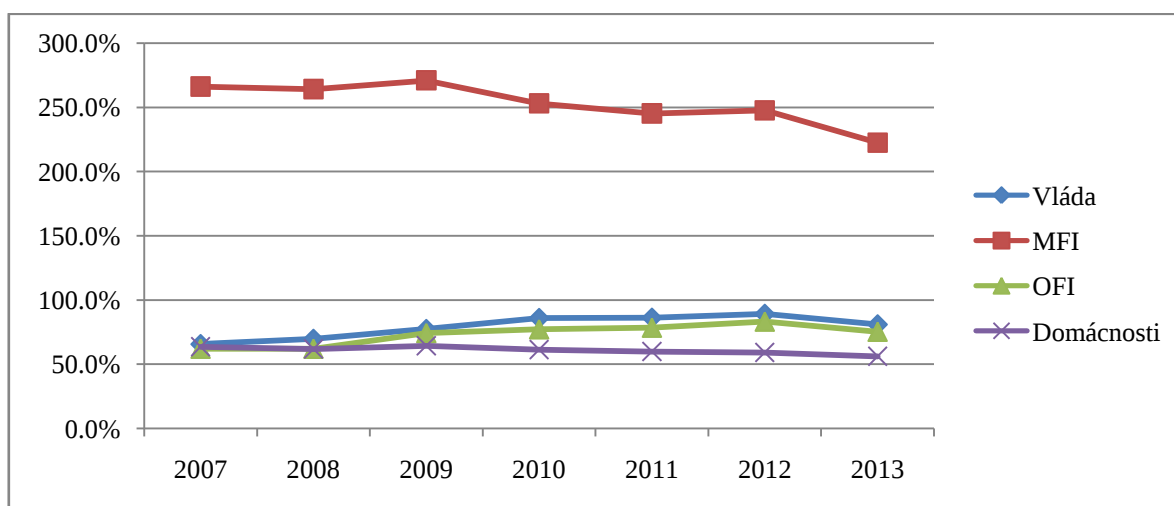
Graf 1 - Finanční aktiva vybraných sektorů v Německu mezi lety 2007 až 2013 (v % HDP)



(Zdroj: Bundesbank, 2014, vlastní úprava autora)

Nejvyšší podíl na HDP dosáhly tzv. měnové finanční instituce (monetary financial institutions MFI). Mezi tyto instituce lze podle statistik Evropské unie zařadit centrální banky, úvěrové instituce nebo jiné finanční instituce, jejichž primární činností je přijímání vkladů a poskytování úvěrů (ECB, 2000). Závazky i aktiva měnových finančních institucí vykazovaly až do roku 2000 stoupající trend, ale poté se již udržovaly na stejné úrovni, viz Graf 2. I tak ale jejich podíly činily v průběhu krize až 270 % HDP. Tento ukazatel je důkazem toho, jakým vysokým podílem disponují finanční aktiva ve vztahu k HDP jednotlivých zemí (Next Big Future, 2013).<sup>9</sup> V posledních letech ale dochází k postupnému poklesu, jak u finančních aktiv, tak i u finančních pasiv.

**Graf 2 - Finanční pasiva vybraných sektorů v Německu mezi lety 2007 až 2013 (v % HDP)**

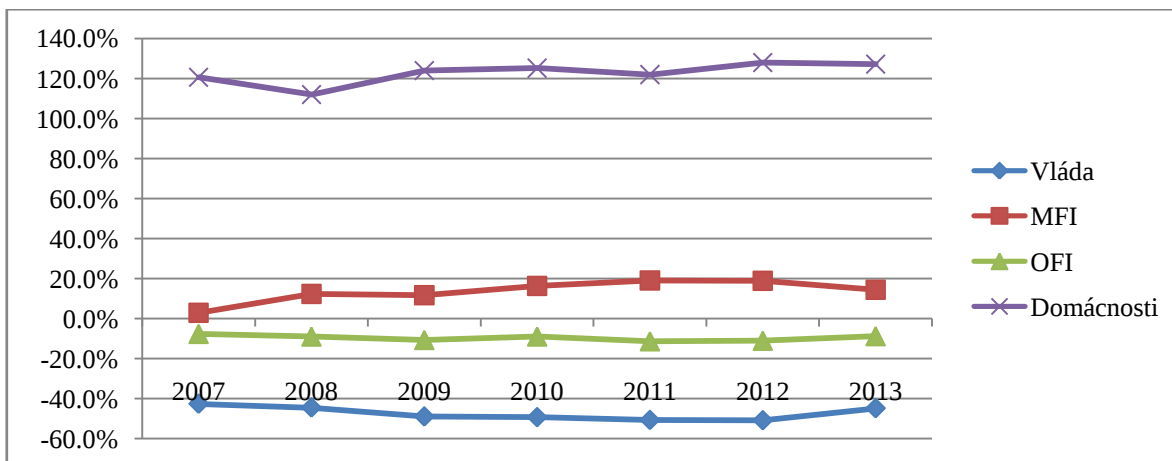


(Zdroj: Bundesbank, 2014, vlastní úprava autora)

Zajímavým vývojem prošly i tzv. ostatní finanční instituce (OFI), do nichž lze zahrnout veškeré nebankovní instituce; tedy většinou instituce kolektivního investování. V průběhu krizových let totiž jejich finanční aktiva i závazky stále dosahovaly mírného růstu ve vztahu k HDP. Konkrétně se hodnoty pohybovaly okolo 70 % HDP. Ačkoliv je Německo považováno za stát s velmi rozšířeným bankovním sektorem, nabývaly nebankovní instituce od roku 2008 na významu (Bundesbank, 2014).

<sup>9</sup>Podle konzultantské společnosti Bain&Company se zvýší v roce 2020 finanční aktiva oproti roku 2010 přibližně o 300 biliónů dolarů, kdežto u HDP bude rozdíl činit pouze 27 biliónů dolarů.

Graf 3 - Čistá finanční pozice vybraných sektorů v Německu mezi lety 2007 až 2013 (v % HDP)



(Zdroj: Bundesbank, 2014, vlastní úprava autora)

Dalšími významnými subjekty z pohledu držby finančních aktiv se staly domácnosti. Jejich finanční aktiva sice v průběhu krizových let nezaznamenala výraznější změny, ale stále se pohybovala na úrovni kolem 180 % HDP. Zajímavostí je, že finanční závazky domácností v Německu dosahovaly podstatně nižších hodnot, průměrně kolem 60 % HDP. Tím pádem byla čistá finanční pozice domácností ze všech pozorovaných sektorů jednoznačně nejvyšší, což dokládá i předložený Graf 3. Zároveň je možné vidět, že na vývoj čisté finanční pozice ve všech sektorech neměla krize prakticky žádný vliv (Bundesbank, 2014).

Z hlediska současného vývoje finančního systému v Německu je pro lepší představu vhodné porovnat jednotlivé finanční sektory i s jinými světovými velmocemi. Jak už bylo několikrát zmíněno, patří bankovní sektor v Německu ve vztahu k HDP, měřeno velikostí účetní rozvahy, mezi největší na světě. Ve srovnání s americkým bankovním sektorem, který od roku 2006 průměrně dosahuje hodnoty okolo 100 % HDP, je německý bankovní sektor výrazně rozšířenější, protože jeho hodnota se pohybuje okolo 270 % HDP. Lze tedy konstatovat, že úvěrové instituce v Německu hrají stále významnou roli jako finanční zprostředkovatelé oproti bankovnímu trhu v USA (Detzer, 2013, s. 49).

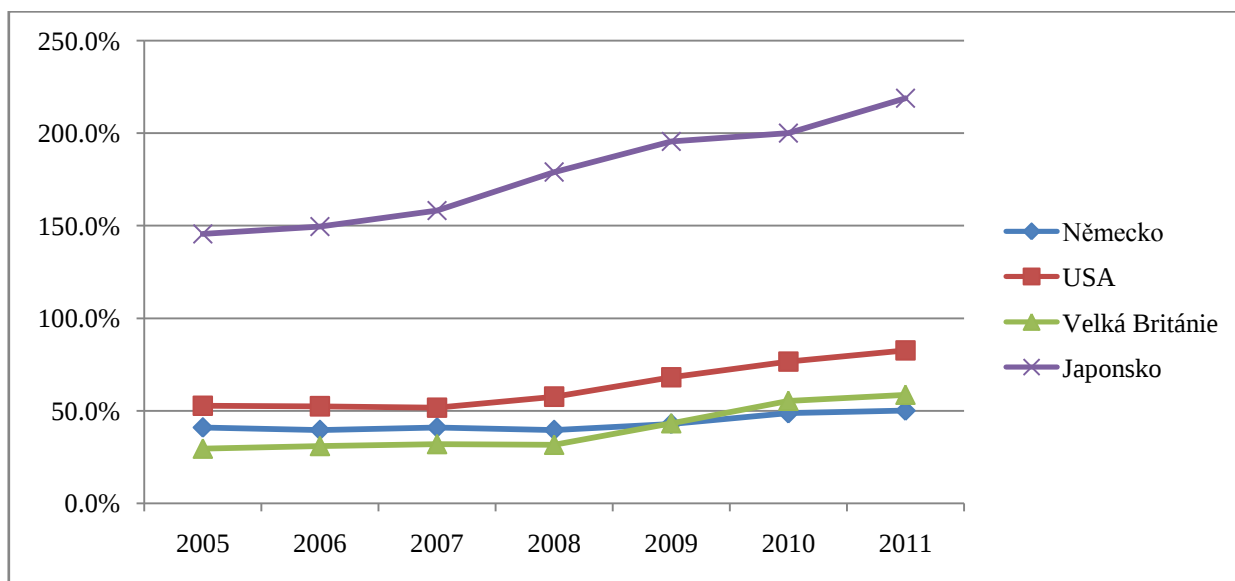
Zároveň je nutné poznamenat, že německé úvěrové instituce mají dominantní pozici v přijímání vkladů a v poskytování úvěrů v rámci německé ekonomiky. V případě USA byl od roku 2007 podíl bankovních úvěrů a podíl bankovních vkladů k HDP kolem 60 %, u Německa činila tato hodnota u obou zmíněných ukazatelů průměrně 120 % ve vztahu k HDP. V neposlední řadě hraje bankovní sektor důležitou roli i na trhu cenných papírů, protože podíl cenných papírů držených bankami k HDP činí od roku 2006 70 %. U cenných papírů držených americkými bankami činí podíl k HDP v posledních letech pouze 20 % (Detzer 2013, s. 49-50).

### **3.1 Současný vývoj na trzích cenných papírů**

Co se týče situace na dluhopisovém trhu, došlo na začátku 21. století k poměrně velkému rozmachu emisí, jak veřejných, tak i soukromých dluhopisů. V případě veřejných dluhopisů to bylo způsobeno zejména dvěma důvody. Zaprvé docházelo k postupnému zvyšování zadluženosti německého veřejného sektoru a zadruhé se snižovala závislost veřejného sektoru na bankovním financování. Zpočátku byla emise veřejných dluhopisů směřována na lokální investory, později se ale na nákupech veřejných dluhopisů stále větší mírou podílely i investoři zahraniční.

Jak je možné vidět v Grafu 4, pohybovala se tržní kapitalizace veřejných dluhopisů ve sledovaném období v případě Německa, Velké Británie a USA na podobné úrovni ve vztahu k HDP. Od roku 2008 ovšem došlo k mírnému růstu, který pokračoval až do roku 2011. Na druhou stranu je potřeba konstatovat, že se Německo ze všech sledovaných zemí po vypuknutí krize uchýlilo k nejnižšímu nárůstu emisí veřejných dluhopisů. Konkrétně německý dluhopisový trh s veřejnými dluhopisy kolísal od roku 2010 kolem 50 % HDP. Naopak je tomu v Japonsku, kde tržní kapitalizace veřejných dluhopisů dosahuje nejvyšších hodnot na světě. Objem japonského trhu veřejných dluhopisů se po roce 2008 začal zvyšovat ještě rychlejším tempem a v roce 2011 tržní kapitalizace činila téměř 220 % HDP (Worldbank, 2013).

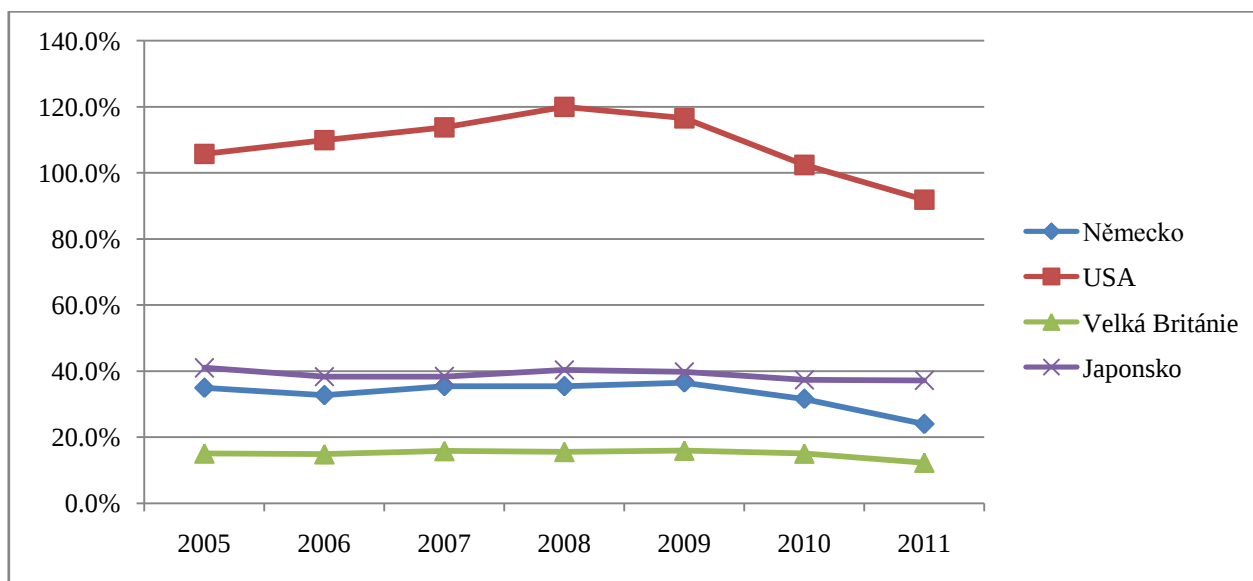
Graf 4 - Tržní kapitalizace veřejných dluhopisů v letech 2005 až 2011 (v % HDP)



(Zdroj: Beck, 2013, vlastní úprava autora)

Jinak tomu bylo v případě trhu se soukromými dluhopisy, viz Graf 5. Mezi ně lze řadit zejména korporátní dluhopisy nebo bankovní dluhopisy. Dominantní roli hrají soukromé dluhopisy hlavně na americkém trhu, kde jejich tržní kapitalizace ještě v roce 2008 činila 120 % HDP. Po vypuknutí krize došlo k poklesu všech světových dluhopisových trhů s výjimkou Japonska, které se stále drželo na úrovni 40 % k HDP. Německo sice nezaznamenalo tak prudký pokles jako v případě USA, i tak se ale hodnota tržní kapitalizace snížila z původních 37 % až na 24 % ve vztahu k HDP. Při srovnání obou dluhopisových trhů lze zpozorovat skutečnost, že od počátku krizového období se oba trhy vyvíjely opačným směrem. Tedy, že trh veřejných dluhopisů postupně rostl, naproti tomu trh soukromých dluhopisů klesal (Worldbank, 2013).

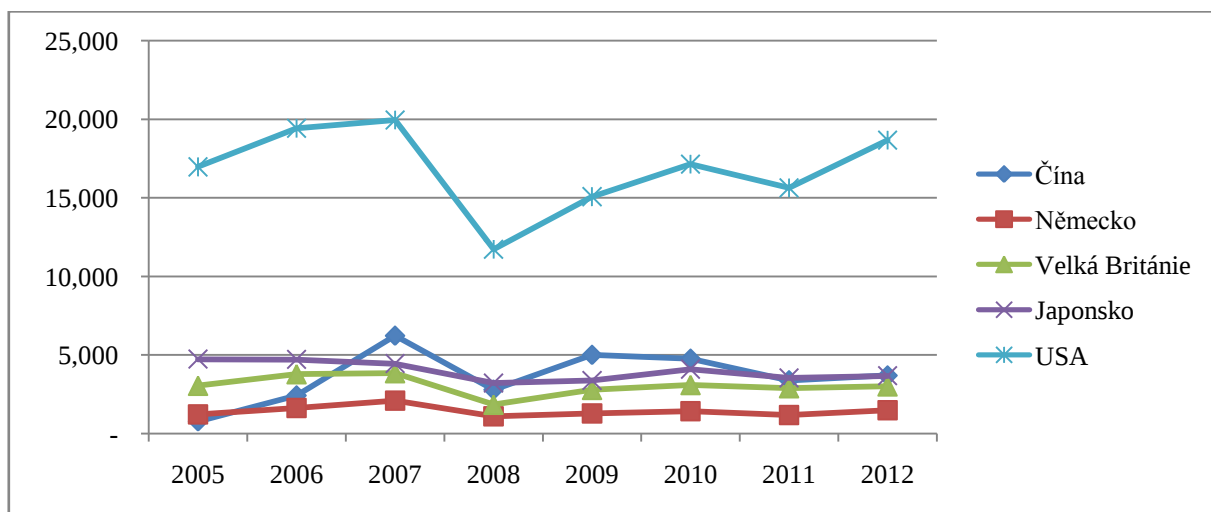
Graf 5 - Tržní kapitalizace soukromých dluhopisů v letech 2005 až 2011 (v % HDP)



(Zdroj: Beck, 2013, vlastní úprava autora)

Mezi další důležité indikátory v rámci zhodnocení aktuální situace na jednotlivých finančních trzích patří tržní kapitalizace veřejně obchodovatelných společností. Ta se spočítá jako součin aktuální tržní ceny jednotlivých akcií a jejich celkovým množstvím. Při pohledu na Graf 6 je patrné, že zdaleka nejvyšší tržní kapitalizaci disponuje americký trh. V roce 2008 zde sice došlo k poměrně prudkému poklesu, ale v současné době již hodnota tržní kapitalizace USA dosahuje hodnot z předkrizového období. Za zmínku také stojí to, že v roce 2013 byl podíl tržní kapitalizace u amerických veřejně obchodovatelných společností na celosvětové tržní kapitalizaci 34,17 %. V případě Německa hodnota činila pouze 2,91 % (Visual, 2014). Z hlediska tržní kapitalizace je Německo v porovnání s jinými významnými finančními trhy podprůměrné, což dokládá i předložený Graf 6. Zároveň je důležité konstatovat, že na tržní kapitalizaci v Německu mělo působení krize minimální vliv.

**Graf 6 - Tržní kapitalizace veřejně obchodovatelných společností v letech 2005 až 2012 (v mld. USD)**



(Zdroj: Worldbank, 2014, vlastní úprava autora)

V současné době tvoří frankfurtská burza 97% podíl na trhu s akcemi v Německu. Na obchodech se podílí více jak 3 000 podílových fondů, 800 indexových fondů (ETF) a 150 komoditních fondů. Přes elektronický systém Xetra jsou obchodovány hlavně domácí akcie nebo ETF. Naopak na parketu dochází k obchodům pouze méně likvidních titulů (Klub investorů, 2012).

### 3.2 Současný vývoj finančních aktiv a finančních závazků domácností

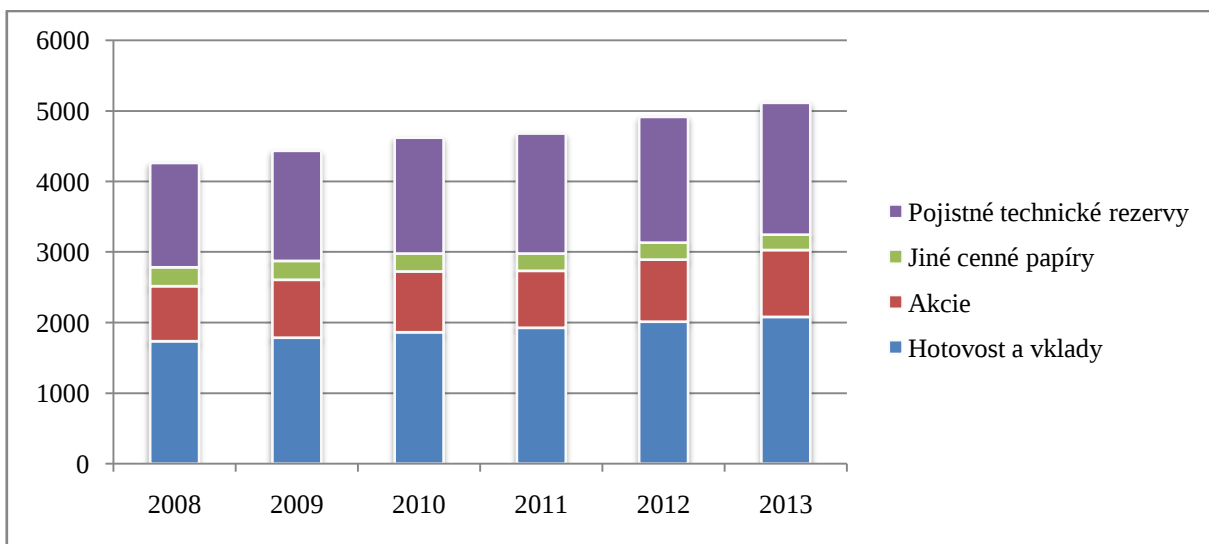
Německé domácnosti v mezinárodním srovnání nedosahovaly v předkrizovém ani krizovém období tak vysokého zadlužení jako domácnosti v jiných vyspělých zemích. Nejvyšší podíl na finančních závazcích domácností měly hypotéky, které ještě před krizí činily téměř 50 % HDP Německa. Od roku 2008 ale dochází k pozvolnému poklesu podílu hypoték na celkovém zadlužení. Ostatní formy zadlužení jako spotřební nebo obchodní úvěry nehrály u německých domácností až tak významnou roli a tvořily společně průměrně kolem 25 % HDP (Detzer 2013, s. 63-65).

Jak už bylo mnohokrát řečeno, Německo je ekonomika s významnou bankovní soustavou, což se promítlo i do statistik ohledně rozdělení finančních aktiv německých domácností. Nejvíce

finančních prostředků od roku 2008 až do roku 2013 bylo totiž v hotovosti nebo uloženo na bankovních účtech. V roce 2013 činila tato složka finančních aktiv dokonce 2 082 mld. EUR. Druhým nejvýznamnějším podílem v rámci finančních aktiv disponovaly tzv. pojistné technické rezervy, mezi které lze v Německu řadit například penzijní připojištění, finanční prostředky vložené do penzijních fondů apod. (Bundesbank, 2014). Z Grafu 7 je možné vidět, že množství pojistných technických rezerv v meziročním srovnání mírně stoupalo. To dokazuje vzrůstající tendenci německých domácností spořit si na důchodová léta. V roce 2013 byl jejich podíl na celkových finančních aktivech téměř 37 %.

Třetí nejdůležitější položkou finančních aktiv byly akcie nebo jiné cenné papíry, které však v poměru k pojistným technickým rezervám dosahovaly pouze poloviční hodnoty. Finanční prostředky vložené do aktiv činily v roce 2013 948 mld. EUR a jejich podíl na celkových finančních aktivech byl 19 %. Je ale nutné poznamenat, že i majetek vložený do akcií nebo do jiných cenných papírů se v průběhu sledovaného období stále zvyšoval. Celková finanční aktiva se tedy každým rokem zvyšovala a v roce 2013 již přesáhla hodnotu 5 000 mld. EUR. Z uvedených statistik tedy vyplývá, že německé domácnosti preferovaly zhodnocení svých finančních prostředků pomocí státního důchodového systému více než prostřednictvím kapitálových trhů.

**Graf 7 - Druhy finančních aktiv německých domácností v letech 2008 až 2013 (v mld. EUR)**

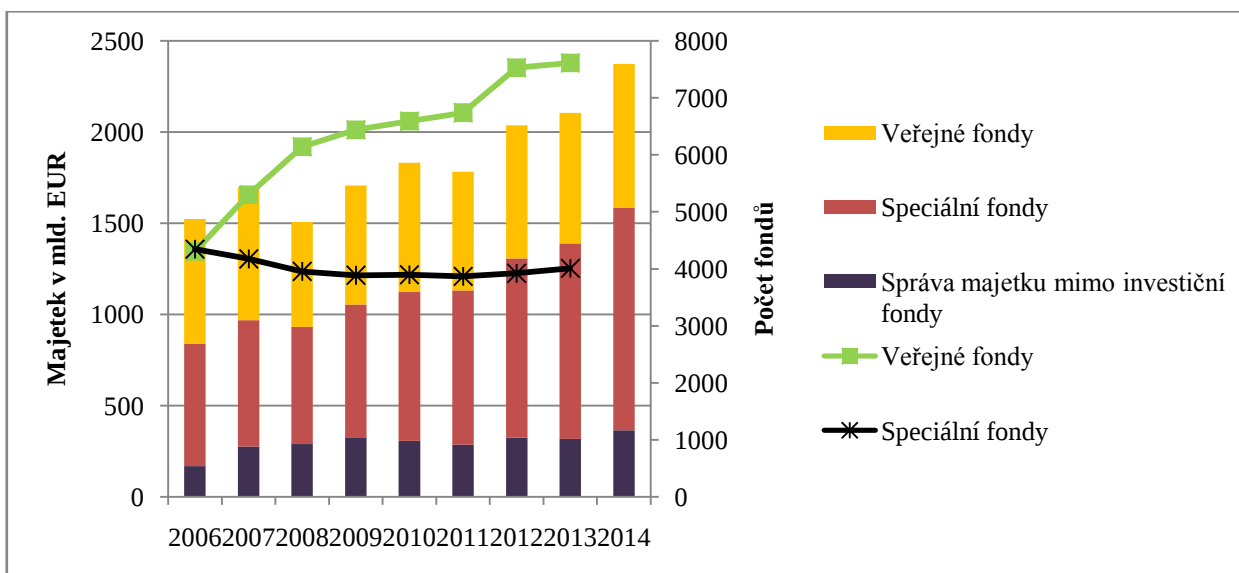


(Zdroj: Bundesbank, 2014, vlastní úprava autora)

### 3.3 Současný vývoj na trhu kolektivního investování

Ačkoliv kolektivní investování není v Německu až tak rozšířené jako v jiných vyspělých ekonomikách, nabývala institucionální správa aktiv v průběhu let na významu. Lze dokonce konstatovat, že vypuknutí celosvětové krize mělo na institucionální investory v Německu pouze nepatrný vliv. Zároveň je důležité poznamenat, že většina fondů byla založena bankami nebo jinými úvěrovými institucemi, protože přísná regulace na německých finančních trzích nedovolovala rozvoj hedge fondů nebo jiných rizikových investičních fondů (BVI, 2014).

Graf 8 – Majetek vložený ve fondech a celkový počet jednotlivých druhů fondů v rozmezí let 2006 až 2014 (v mld. EUR a v jednotkách)



(Zdroj: BVI, 2014, vlastní úprava autora)

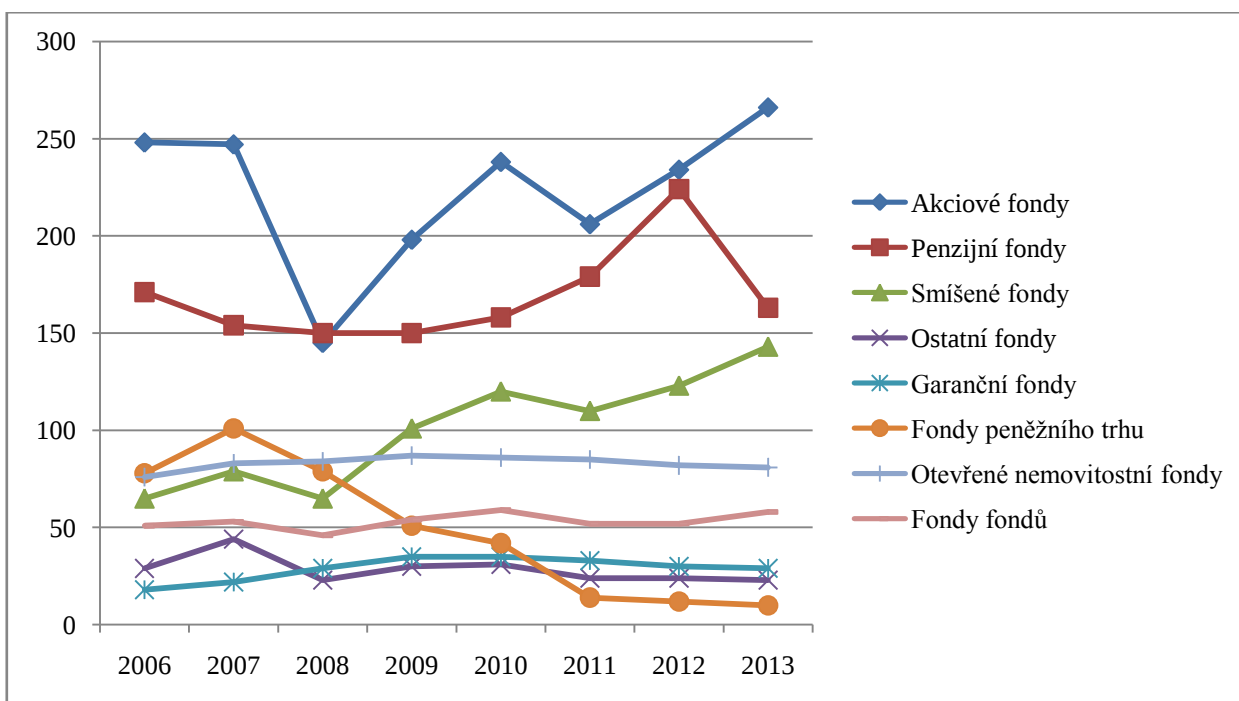
Graf 8 udává celkový počet jednotlivých fondů na území Německa v časové řadě let 2006 až 2014 a zároveň informuje o vývoji veřejných a speciálních fondů z hlediska držby majetku. V případě speciálních fondů se majetek v tomto období postupně zvyšoval. V roce 2014 (data jsou dostupná pouze do listopadu) činila hodnota majetku speciálních fondů 1 221 mld. EUR, což výrazně převyšovalo hodnoty ostatních fondů. Při pohledu na celkový počet speciálních

fondů je ale patrné, že od roku 2006 docházelo spíše k poklesu a později ke stagnaci. Z toho lze vyvodit, že majetky jednotlivých speciálních fondů i v průběhu krize rostly, ale přitom se žádné nové speciální fondy nezakládaly. Podle posledních odhadů došlo v roce 2014 oproti minulým rokům k významnějšímu růstu vloženého majetku u speciálních fondů. Konkrétně se majetek zvýšil přibližně o 150 mld. EUR na hodnotu 1 221 mld. EUR. Zajímavostí je, že ještě před rokem 2006 byl počet speciálních fondů vyšší než počet veřejných fondů (BVI, 2014).

U veřejných fondů byla situace odlišná. Počet veřejných fondů totiž ve sledovaném období poměrně rychlým tempem stoupal. Z Grafu 8 je sice patrné zpomalení růstu v důsledku vypuknutí krize, ale od roku 2012 křivka opět zaznamenala původní rostoucí trend. V roce 2013 působilo v Německu dokonce 7 611 veřejných fondů. Co se týče vývoje majetku spravovaného ve veřejných fondech, nedocházelo k tak výraznému zvyšování jako v případě speciálních fondů. V roce 2011 a 2013 dokonce došlo k meziročnímu poklesu. I tak ale hodnota majetku veřejných fondů v roce 2014 činila 788 mld. EUR. V rámci institucionální správy aktiv je majetek v Německu spravován ještě mimo investiční fondy. Tato varianta kolektivního investování ale nehraje tak významnou roli jako je tomu u veřejných nebo speciálních fondů (BVI, 2014).

Jednotlivé veřejné fondy lze dále dělit podle druhů aktiv, do kterých fondy investují. Mezi nejvýznamnější fondy na německém trhu se řadí akciové, penzijní, smíšené, garanční nebo fondy fondů. Z hlediska vloženého majetku se v průběhu let 2006 až 2013 nejvíce investovalo do akciových fondů, jak dokládá Graf 9. Jedinou výjimkou byl rok 2008, kdy došlo k prudkému poklesu v důsledku vypuknutí krize a nejistoty na akciových trzích. Pokles majetku v akciových fondech byl zaznamenán ještě v roce 2011, ale jinak docházelo v meziročním srovnání k nejvýraznějšímu růstu při komparaci s ostatními druhy fondů. Co se týče křivky penzijních fondů, vykazovala až do roku 2012 konvexní charakter. V roce 2013 se největší penzijní fondy na světě dostaly do problému díky špatným investicím na dluhopisovém trhu, což i do značné míry ovlivnilo situaci na německém trhu. V důsledku toho došlo k odlivu vloženého majetku v penzijních fondech o 61 mld. EUR (Bundesweitfinanzberatung, 2013). Až na smíšené fondy, které v průběhu sledovaného období postupně nabývaly na významu, nebyly u jiných fondů zaznamenány výraznější změny.

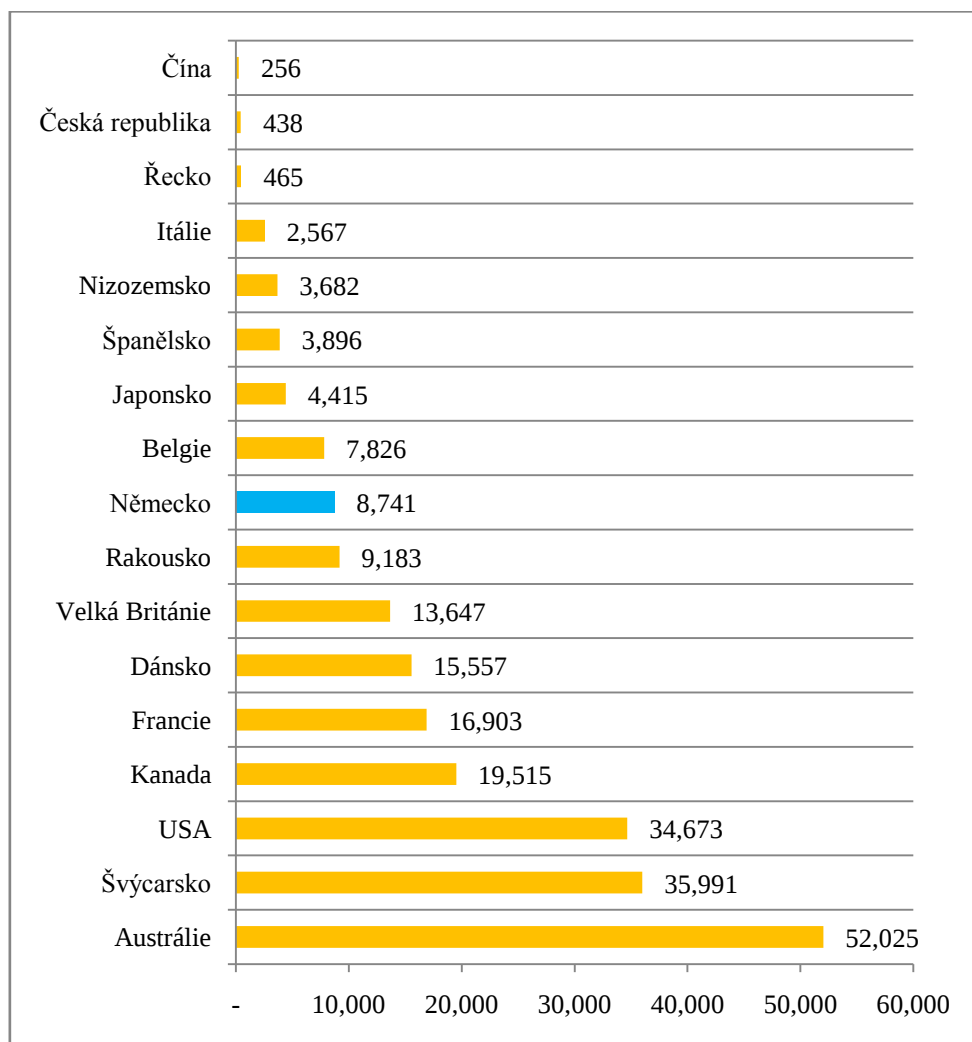
Graf 9 - Majetek vložený do jednotlivých fondů v Německu v rozmezí let 2006 až 2013 (v mld. EUR)



(Zdroj: BVI, 2014, vlastní úprava autora)

Pohled na mezinárodní srovnání z hlediska objemu majetku ve fondech nabízí Graf číslo 10. Ten zobrazuje množství majetku ve fondech přepočteného na jednoho obyvatele ve vybraných státech. Je patrné, že Německo v současné době stále nepatří mezi země s nejrozvinutějším sektorem kolektivního investování. Na jednoho obyvatele totiž činil majetek ve fondech v roce 2013 pouze 8 741 EUR. Ve srovnání s jinými vyspělými trhy jako je například americký nebo švýcarský se jedná o téměř čtvrtinovou hodnotu. Naopak nejvyšší hodnotu je možné naměřit v Austrálii, kde majetek držený ve fondech na jednoho obyvatele v roce 2013 přesáhl 52 000 EUR. V případě Německa se dokonce jednalo o meziroční pokles, což je důkazem nedostatečné rozvinutosti o tento druh investování.

**Graf 10 - Majetek fondů na jednoho obyvatele v roce 2013 (v EUR)**



(Zdroj: BVI, 2014, vlastní úprava autora)

### 3.4 Současný vývoj na trhu nemovitostí

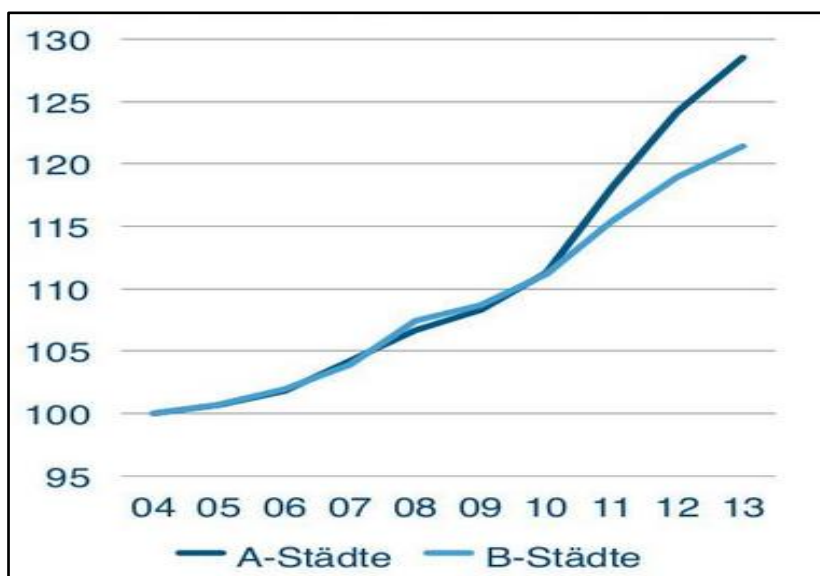
Na rozdíl od jiných zemí se na německém trhu na začátku 21. století nevytvořila realitní bublina a německá ekonomika z toho v mezinárodním srovnání značně profitovala. V krizovém období nedošlo k výraznému snižování cen nemovitostí a ani podíl nesplácených hypotečních úvěrů se nezvyšoval. Relativní stabilita německého trhu s nemovitostmi totiž byla výsledkem kombinací různých institucionálních rysů. Zaprvé docházelo k vládním intervencím, které měly podobu přímého poskytování bydlení prostřednictvím občanských sdružení. V důsledku tohoto vládního zásahu realitní sektor zaznamenal zvýšení nabídky

bydlení ve všech segmentech. V poslední době se sice vláda snaží svojí aktivní roli v tomto odvětví redukovat, ale původní tržní struktury stále převažují (Detzer, 2013, s. 257).

Dalším charakteristickým znakem na německém trhu s nemovitostmi je poměrně konzervativní přístup ve financování realit, který přispívá k relativně stabilnímu vývoji. Německé banky mají totiž možnost dlouhodobě financovat domácnosti nízkonákladovými formami úvěrů. Cenově dostupné nájemné bydlení a vysoká kvalita bytových jednotek umožňuje domácnostem vyčkat si na nákup nemovitosti, až jim to jejich finanční situace dovolí. Zároveň německé banky poskytují pouze nízký podíl úvěrů ve vztahu k hodnotě nemovitosti.

Nejdůležitějším investorem na německém trhu s realitami jsou fondy. Z dlouhodobého hlediska je možné vidět, že v Německu dochází ke stagnaci růstu majetku v otevřených nemovitostních fondech. Například v roce 2011 činila hodnota těchto fondů 85 mld. EUR. Co se týče vývoje cen nemovitostí, roste v posledních letech rychlým tempem vzhůru. Lze konstatovat, že dluhová krize měla na tento sektor pouze nepatrný vliv. V roce 2013 rostly ceny rezidenčních nemovitostí v průměru o více než 6 %. K nejvyšším meziročním změnám dochází hlavně ve velkých německých městech (GlobalPropertyGuide, 2014).

**Graf 11 - Vývoj průměrných nájemních cen v největších německých městech v letech 2004 až 2013 (Index 2004 = 100)**



(Zdroj: Bulwiengesa, 2014)

Graf 11 udává vývoj nájemních cen v letech 2004 až 2013, kde tmavě modrá čára představuje vývoj průměrných cen u sedmi největších německých měst s více jak 500 000 obyvateli. Naopak světle modrá čára zahrnuje všechna ostatní velká německá města. Jako výchozí bod byl určen rok 2004. Jak je možné vidět, růst průměrných nájemních cen se i přes působení bankovní a poté i dluhové krize nezastavil a pokračoval relativně stejným tempem stále vzhůru. Od roku 2010 dokonce linie sedmi největších měst rostla rychleji než v minulosti. V roce 2013 byla průměrná nájemní cena v těchto městech již o 30 % vyšší než v roce 2004 (Bulwiengesa, 2014).

## 4. Dopady dluhové krize v Německu

V porovnání s ostatními státy EU zasáhla finanční krize bankovní a finanční systém v Německu velmi tvrdě. Jedním z vysvětlení může být skutečnost, že velké komerční banky a také zemské banky se angažovaly v obchodech s finančními instrumenty, které byly jednou z příčin vzniku finanční krize v USA. To dokládá i předložená Tabulka 3, ve které je možné vidět výběr některých německých bank s největším podílem nově vzniklých speciálních investičních instrumentů. Tabulka obsahuje i dvě největší německé banky Deutsche Bank a Commerzbank. Je ale nutné podotknout, že navzdory velikosti aktiv byl podíl speciálních investičních instrumentů nižší. Z deseti uvedených bank se v šesti případech jednalo o zemské banky, což potvrzuje tvrzení, že tato forma bankovních institucí byla finanční krizí postihnuta nejvíce (Schneider 2014, s. 28).

**Tabulka 3 - Podíl speciálních investičních instrumentů na celkových aktivech vybraných bank v roce 2007**

| <b>Banka</b>     | <b>Vlastnictví</b>     | <b>v % aktiv</b> |
|------------------|------------------------|------------------|
| Sachsen LB       | Veřejné (zemské banky) | 30,3             |
| West LB          | Veřejné (zemské banky) | 12,7             |
| IKB              | Soukromé               | 20,5             |
| Dresdner Bank    | Soukromé               | 9,9              |
| LandesbankBerlin | Veřejné (zemské banky) | 2,2              |
| Bayern LB        | Veřejné (zemské banky) | 5,1              |
| HSN Nordbank     | Veřejné (zemské banky) | 4,0              |
| Deutsche Bank    | Soukromé               | 3,3              |
| Nord LB          | Veřejné (zemské banky) | 2,9              |
| Commerzbank      | Soukromé               | 2,2              |

(Zdroj: Schneider, 2014)

### 4.1 Dopady dluhové krize na bankovní sektor v Německu

Za účelem potlačení rozrůstající se finanční krize vzniklo v Německu hned několik zákonů a opatření. 17. října 2008 schválil parlament zákon pro stabilizaci finančního trhu (Finanzmarkstabilisierungsgesetz), jehož cílem bylo zajistit solventnost finančních institucí se sídlem v Německu a vyhnout se úvěrové krizi. Hlavní složkou tohoto zákona byl vznik

záchranného fondu (SoFFin), který je pod správou veřejnoprávní instituce Finanzmarktstabilisierungsanstalt (FMSA).

Základním úkolem německého státního fondu pro stabilizaci finančního trhu SoFFin je záchranasystémově důležitých bank a převzetí rizik u problémových úvěrů a aktiv. Je nutné podotknout, že za poskytnutí pomoci jsou účtovány poplatky a tudíž žádné plnění není provedeno bez protiplnění. Finanční instituce se musí zavázat ke spolehlivé a obezřetné obchodní politice. Otázkou ale zůstává, jestli finanční instituce s existenčními problémy budou schopné tyto závazky splnit. Mezi nejdůležitější nástroje SoFFinu patří poskytování garancí, rekapitalizace, převzetí rizika a zajištění likvidace podniku (FMSA, 2010 – 2014).

Doba splatnosti garantovaného závazku obvykle činila 36 až 60 měsíců s tím, že si fond stanovil individuální sazbu z garantované částky, která představovala riziko nesplacení. Tato sazba se pohybovala nejčastěji od 0,5 % až do 2 % z celkově poskytnuté částky. Smyslem rekapitalizace je vybavit banku potřebným kapitálem, který dočasně zajistí stabilitu a důvěryhodnost na trhu. Rekapitalizace může probíhat nákupem nově emitovaných akcií nebo získáním tiché majetkové účasti prostřednictvím SoFFinu. V případě tichých vkladů obdrží SoFFin provizi zpravidla ve výši 9 až 10 %. Co se týče převzetí rizika, mohl SoFFin převzít některé rizikové pohledávky avšak pouze za předpokladu, že je bude držet maximálně 36 měsíců. Za účelem likvidace podniku FMSA zřídil dvě instituce – ErsteAbwicklungsanstalt (EAA) a FMS Wertmanagement. FMS Wertmanagement zajistil odštěpení rizikových pozic a strategicky nedůležitého investičního majetku pro banku Hypo RealEstate (HRE).

Fond podle zákona spravuje garance v celkové výši 400 mld. EUR a může schvalovat půjčky až za 80 mld. EUR. Jedná se o ojedinělý projekt, který ve světě nemá obdoby. Vznik fondu byl proveden ve velmi krátké době a bez žádného právního vymezení. Existuje proto mnoho kritiků, kteří fond označují jako mocnou instituci bez politické legitimacy (Schneider 2014, s. 31).

V rámci zákona pro stabilizaci finančního trhu byl vydán i tzv. zákon „Bad Bank Gesetz“. Ten zavádí nová legislativní opatření za účelem očištění bilancí bank od toxických aktiv. Podle tohoto zákona je bankám umožněno, aby, v případě že disponují rizikovými aktivy, zakládaly tzv. „Badbanks“. Do nich pak mohou převádět strukturované cenné papíry, strategicky

nedůležité oblasti obchodování nebo některé rizikové pozice. V důsledku této činnosti by mělo dojít k nastolení opětovné důvěryhodnosti v bankovní instituce (Bundesministerium der Finanzen, 2009).

Zákon zároveň navrhuje tři druhy modelů „Badbanks“ a to Zweckgesellachftsmodell, Konsolidierungsmodell a zřízení likvidační instituce podle zemského práva (označovaný jako Möglichkeit). Do tzv. „účelové společnosti“ (Zweckgesellschaft) může banka přenést strukturované cenné papíry se srážkou 10 % z účetní hodnoty. Na oplátku poskytne tato společnost bance půjčku, kterou garantuje SoFFin. Banka tím krátkodobě očistí svoji bilanci, ale stále se přitom podílí na případných budoucích ztrátách z převzatých cenných papírů. Za poskytnutou pomoc v této formě je nucena zaplatit garanční poplatek. Podle konsolidačního modelu mohou finanční instituce pod záštitou FMSA založit likvidační instituci, pomocí které se odvedou rizikové pozice a nestrategické obchody z bilance banky. Důležitým atributem likvidační instituce je její organizační a ekonomická samostatnost. Jako rizikové pozice mohou být označeny pohledávky, cenné papíry, úvěry, nemovitosti, finanční deriváty, ale i části společností. Co se týče finanční zátěže tohoto mechanismu, nese ji vláda společně s příslušnou spolkovou zemí v poměru 65:35. Za likvidaci rizikových pozic ale stále nesou plnou hospodářskou odpovědnost vlastníci bank. Poslední model je aplikován na zemské úrovni a platí pro něj podobná pravidla jako u konsolidačního modelu. I v tomto případě je možné založit likvidační instituci, která bude shromažďovat rizikové pozice bank. Tento model je vhodný pro spolkové země, které byly finanční krizí zasaženy nejvíce. Je také důležité poznamenat, že při používání jednotlivých modelů, SoFFin pravidelně provádí zátěžové testy bank, aby zjistil aktuální stav problematických aktiv jednotlivých institucí (Bundesministerium der Finanzen, 2009).

V roce 2010 vešel v platnost i nový zákon o restrukturalizaci (Restrukturierungsgesetz). Zavádí poplatky pro bankovní instituce, kterými se má finanční sektor podílet na nákladech případné budoucí krize. Tento zákon obsahuje čtyři hlavní části. První část se zabývá sanací a reorganizací úvěrových institucí. Pokud se banka ocitne ve finančně nepříznivé situaci, musí její další postup být v souladu s tímto zákonem. V případě zvládnutelných problémů se jedná o postup sanační, kde se o záchranu banky stará pouze její management. Naopak reorganizační postup se používá, pokud problémy úvěrové instituce mohou vést ke krachu nebo ohrožení

finančního systému. Zaručuje zapojení vlastníků a věřitelů do celého procesu a je aplikován pouze u systémově důležitých finančních institucí<sup>10</sup>. Druhá část definuje právní prostředky pro finanční dozor. Za cíl si klade posílit pravomoci německého dozorového orgánu BaFin, který v budoucnu může provádět sanační kroky u problémových bank. Pokud bude narušena stabilita na finančních trzích, má BaFin právo přijmout taková opatření, které povedou k nastolení opětovné rovnováhy. V třetí části se nachází problematika bankovních poplatků a zřízení restrukturalizačního fondu pro úvěrové instituce. Zákon prosazuje, aby se banky podílely na případných nákladech budoucí krize. Za tímto účelem byl proto zřízen tzv. restrukturalizační fond (Restrukturierungsfond), do kterého musejí banky odvádět určité finanční příspěvky. Výše příspěvku je určena podle toho, jak velkými aktivy banka disponuje a jak vysokým systematickým rizikem je banka ohodnocena. Sazba je nastavena na principu progresu, tudíž banky s aktivy do 10 mld. EUR odvedou 0,02 % ve formě příspěvků, banky s aktivy v intervalu 10,1 až 100 mld. EUR odvedou 0,03 % a banky s aktivy nad 100 mld. EUR odvedou 0,04 %. Vybrané finanční prostředky by měly přispět k záchraně finančního sektoru v případě krize. Čtvrtá část se zabývá úkoly pro úřad FMSA, který by podle nového zákona neměl pouze spravovat stabilizační fond SoFFin, ale také provádět opatření v rámci restrukturalizace bankovního sektoru (Restrukturierungsgesetz, 2010).

Za účelem lepší analýzy finanční situace během bankovní krize v Německu, se níže nachází výběr konkrétních bankovních institucí, které v této době měly finanční potíže. Zároveň zde jsou stručně popsány některé vládní protikrizové kroky, které měly za cíl problémy na bankovním trhu minimalizovat.

### **Hypo Real Estate**

Při pohledu do historie obdržela nejvíce vládních garancí banka Hypo Real Estate, konkrétně 133,4 mld. EUR. HRE se jako hypotéční banka zaměřovala převážně na financování komerčních realit a investiční bankovnictví. To byla jedna z hlavních příčin, proč bankam usela být v roce 2009 prostřednictvím SoFFinu znárodněna. Za poskytnutí garancí se banka HRE zavázala k zaplacení poplatků, které do konce roku 2011 činily 1,5 mld. EUR. Tyto poplatky však nebyly nikdy splaceny v plné výši. V roce 2010 se HRE definitivně

---

<sup>10</sup>Pro tyto instituce se v Německu používá pojem „systemrelevanz“

zbavila svých rizikových aktiv o hodnotě 173 mld. EUR, které převedla do „Bad Bank“ institutu. Při současném zhodnocení situace je možné konstatovat, že záchrana banky HRE vyšla nejméně na 10 mld. EUR, které museli zaplatit daňoví poplatníci. K tomuto faktu přispívají i názory některých odborných komisí z té doby, které se více přikláněly k likvidaci nesystémově důležitých bank (Stern, 2011).

### **IKB Deutsche Industriebank**

Dalším peněžním ústavem, který se v průběhu finanční krize dostal do potíží, byla banka IKB Deutsche Industriebank. Tato německá banka se specializovala na financování průmyslového sektoru, ale později se výrazně zapojovala do spekulativních obchodů na americkém trhu s hypotékami. V roce 2007 došlo ke krachu na hypotéčním trhu a banka vykázala ztrátu okolo 10 mld. USD, což byla nejvýše zaznamenaná ztráta německé banky od konce druhé světové války (Detzer 2013, s. 233). Zajímavostí je, že největším akcionářem IKB (38 %) byla v té době veřejně vlastněná banka KfW (Kreditanstalt für Wiederaufbau). KfW spolu s dalšími veřejnými bankami, spořitelny a družstevními bankami poskytly IKB finanční pomoc v hodnotě jedné miliardy EUR. Tato částka ale k záchraně nestačila a muselo dojít ještě k dvěma dalším finančním injekcím v celkové výši 1,8 mld. EUR. V poslední fázi odkoupil 90 % akcií IKB americký investor Lone Star, který již proces stabilizace dotáhl do konce. Až v roce 2012 splatila banka poslední vládní garanci (Schneider 2014, s. 29).

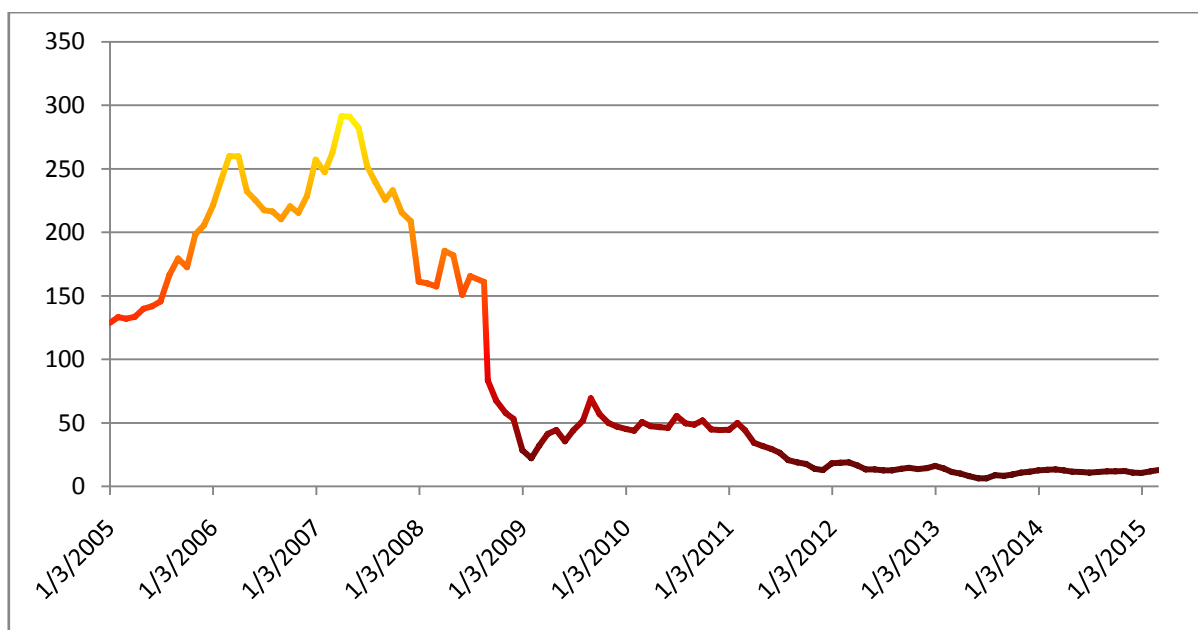
### **Deutsche Bank a Commerzbank**

Do problémů se po vypuknutí finanční krize dostaly i dvě největší německé banky Deutsche Bank a Commerzbank, které byly označovány jako systémově důležité. Deutsche Bank sice nikdy o žádnou vládní pomoc nepožádala, ale byla kritizována, že nevykazuje ve svých účetních výsledcích pravdivé informace. Ztráta ze strukturovaných derivátových pozic se totiž odhadovala až na 12 mld. USD. Pokud by se tato ztráta objevila ve výkazech, musela by i největší německá banka žádat a státní pomoc (Financial Times, 2012).

Oproti tomu Commerzbank se již sama nedokázala vypořádat s následky krize a musely jí být poskytnuty záruky a kapitálové pomoci. Hlavní příčinou problémů bylo převzetí banky Dresdner Bank, která již v prvních měsících finanční krize vykazovala vysoké ztráty. Celkově

Commerzbank obdržela od SoFFinu 15 mld. EUR ve formě garancí a 18,2 mld. EUR ve formě kapitálové pomoci. K tomu se jí podařilo získat ještě 1,8 mld. EUR výměnou za 25 % akcií. V důsledku toho mohou mít v dozorčí radě druhé největší německé soukromé banky zastoupení i dva státní příslušníci. Díky nově zavedenému restrukturalizačnímu zákonu Commerzbank navýšila svůj kapitál o 5 mld. EUR a zároveň využila možnost založit „Bad banku“, která ji pomohla zbavit se toxických aktiv (Schneider 2014, s. 32). I když ještě v roce 2010 činila ztráta Commerzbank 1,2 mld. EUR, která byla dána zejména odepsáním účetní hodnoty banky Eurohypo, dochází nyní k postupnému návratu ke stabilitě. Ve třetím kvartále roku 2014 byl zisk této banky již 225 mil. EUR (Welt, 2014). Vývoj hodnoty akcie Commerzbank ukazuje Graf 12. Jak je možné vidět, došlo od roku 2007 do roku 2014 k prudkému pádu hodnoty o téměř 268 EUR za akcii.

Graf 12- Vývoj hodnoty akcie Commerzbank v letech 2005 až 2015 (v EUR)



(Zdroj: Finance.Yahoo, 2015)

## **Zemské banky**

Finanční krizí byly vážně zasaženy také zemské banky jako West LB, Bayern LB nebo HSHNordbank. Ačkoliv tyto banky fungovaly pod veřejnou správou, rozšířily se jejich obchodní aktivity do oblastí s toxickými aktivy. To zapříčinilo mimo jiné i krach West LB, která byla zemskou bankou nejlidnatějšího spolkového státu Porýní-Vestfálsko. West LB byly dohromady poskytnuty dvě finanční injekce o hodnotách 2 a 5 mld. EUR a banka musela do roku 2010 propustit 1 500 zaměstnanců. Nakonec došlo ke splnutí s další zemskou bankou Helaba, která ale převzala pouze část jejích aktivit. Speciálně pro West LB byla založena částečně právně způsobilá instituce veřejného práva ErsteAbwicklungsanstalt (EAA). Do ní totiž West LB přenesla všechny nestrategické obory jejího obchodování a své rizikové pozice v celkové výši 85 mld. EUR. Právní dohled nad touto institucí vykonává FMSA (Schneider 2014, s. 34).

Zemská banka Sachsen LB se dostala do finančních problémů díky obchodování se sekuritizovanými aktivy prostřednictvím své irské pobočky. V roce 2007 obdržela půjčku 17,3 mld. EUR, která byla poskytnuta skupinou spořitelů a dalších zemských bank. Rok poté došlo k převzetí Sachsen LB další zemskou bankou LBBW (Landesbank Baden-Württemberg). Cena této transakce byla stanovena na hodnotě 328 mil. EUR. Zajímavý pohled nabízí Tabulka 4, ve které se nacházejí zisky a vyplacené dividendy jednotlivých německých zemských bank. I přes vysoké ztráty, které zemské banky po vypuknutí finanční krize zaznamenaly, docházelo k poměrně vysoké výplatě dividend. To lze vysvětlit tím, že tyto banky profitovaly ze státních garancí, ke kterým měly jednodušší přístup než soukromé banky, a mohly si tím pádem dovolit riskantnější obchody i za cenu vysokých ztrát (Schneider 2014, s. 33).

Tabulka 4 - Zisky a dividendy vybraných zemských bank v Německu v letech 2007 - 2009 (v mil. EUR)

| Banka               | 2007               |           | 2008               |           | 2009               |           |
|---------------------|--------------------|-----------|--------------------|-----------|--------------------|-----------|
|                     | Zisk před zdaněním | Dividendy | Zisk před zdaněním | Dividendy | Zisk před zdaněním | Dividendy |
| <b>Bayern LB</b>    | 255,0              | 122,0     | -5166,0            | 126,0     | -2756,0            | 0,0       |
| <b>Helaba</b>       | 402,0              | 34,0      | -53,0              | -44,0     | 343,0              | 14,0      |
| <b>HSH Nordbank</b> | 148,0              | 241,0     | -2794,0            | 0,0       | -1261,0            | 0,0       |
| <b>LBB</b>          | 306,0              | 60,0      | 9,0                | 100,0     | 339,0              | 0,0       |
| <b>LBBW</b>         | 355,0              | 89,0      | -2569,0            | 93,0      | -1214,0            | 90,0      |
| <b>West LB</b>      | -1498,0            | 0,0       | 26,0               | 33,0      | -503,0             | 0,0       |
| <b>Nord LB</b>      | 503,0              | 167,0     | 22,0               | 210,0     | -92,0              | 122,0     |
| <b>Saar LB</b>      | 7,3                | 8,4       | -79,8              | 8,4       | 10,9               | 0,0       |

(Zdroj: Schafer, 2010)

V neposlední řadě byla finanční krizí postihnuta i banka HSH Nordbank. Té byly prostřednictvím SoFFinu poskytnuty v roce 2009 záruky v hodnotě 30 ml. EUR. Zároveň banka obdržela finanční balíček za účelem rekapitalizace od dvou spolkových zemí Šlesvicko-Holštýnska a Hamburгу. Balíček obsahoval 3 mld. EUR ve formě kapitálu a 10 mld. EUR ve formě garancí.

ECB na konci roku 2014 vydala tzv. ComprehensiveAssessment, který provedl zátěžové testy za účelem zjištění kvality aktiv a kapitálu přibližně 130 evropských bank. Z 25 bankovních ústavů, které neprošly zátěžovými testy, byla pouze jedna německá. Jednalo se o banku MünchenerHypotheckenbank, která měla podle nepříznivého scénáře kapitálovou mezeru ve výši 229 mil. EUR. Nicméně tato banka ještě v roce 2014 navýšila svůj kapitál o 408 mil. EUR. Ze strany ECB tudíž nemuselo vůči této instituci dojít k žádným nápravným opatřením. Zajímavostí je, že ostatní německé bankovní ústavy, které ještě v roce 2012 měly výrazné finanční potíže, prošly zátěžovými testy v podstatě bez problémů (FinancialTimes, 2014).

Největší německá banka Deutsche Bank zvýšila svůj kapitál v roce 2014 o téměř 8,5 mld. EUR, čímž si opětovně zajistila dominantní pozici na německém bankovním trhu. I všechny zemské banky, včetně HSH Nordbank nebo NordLB, prošly zátěžovými testy v obou scénářích. Podle německé regulační instituce BaFin posílily rozvahy největších německých bank o 14,4 mld. EUR. Na druhou stranu některé německé úvěrové instituce stále vykazovaly poměrně slabé výsledky. Například HSH Nordbank prošla těmito testy pouze s nejužší kapitálovou rezervou. Podíl kapitálu na celkových aktivech totiž klesnul v nepříznivém scénáři o 6,1 %, což bylo pouze 0,6 % nad minimální hranici. V případě banky IKB, která je nyní v rukou soukromé investiční společnosti Lone Star, došlo v tomto poměru k poklesu dokonce o 6,5 % (FinancialTimes, 2014).

## **4.2 Důsledky dluhové krize na finanční systém v Německu**

Německo, jako největší ekonomika v EU, se v poslední době snaží různými prostředky eliminovat negativní důsledky dluhové krize a zároveň poskytovat jiným členským státům finanční pomoc. S největšími problémy se již od vypuknutí finanční krize potýkají převážně tzv. země PIGS, které v minulosti musely minimálně jednou požádat mezinárodní organizace nebo evropské instituce o záchranu.

### **4.2.1 Odliv kapitálu a vnější zadluženost Německa**

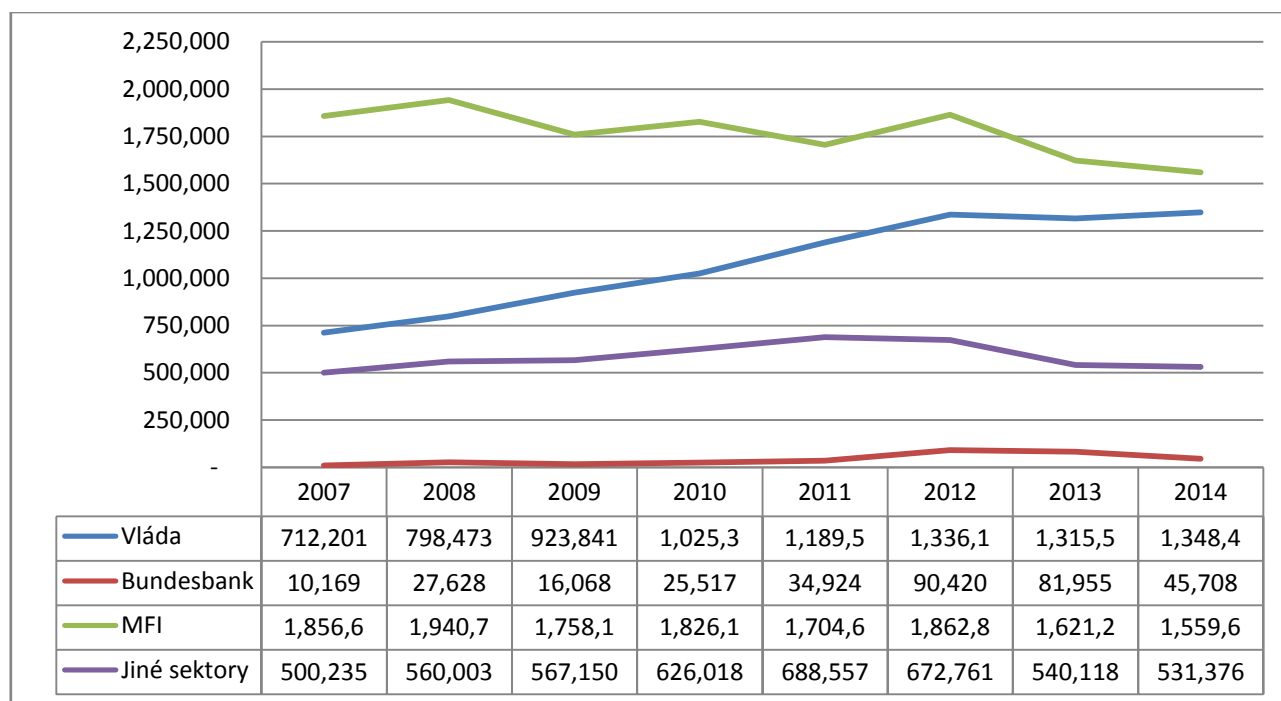
Jelikož Německo hraje při poskytování finanční pomoci v rámci EU rozhodující roli, je překvapivé, že od roku 2008 došlo k rapidnímu poklesu odlivu kapitálu až na 21,4 mld. EUR v roce 2009. Od roku 2010 se ale odliv kapitálu opět zvýšil, přičemž největší podíl na tomto vývoji měly portfoliové investice a investice německé centrální banky. V případě portfoliových investic byl odliv zapříčiněn zejména investicemi do dluhových finančních instrumentů než do cizího kapitálu (Detzer 2013, s. 96, 97).

Co se týče čisté mezinárodní investiční pozice Německa, neměla na její vývoj finanční krize téměř žádný vliv. I v období od roku 2008 docházelo k mírnému růstu, například v roce 2011 činila čistá investiční pozice 845 mld. EUR. Největší podíl na tomto dlouhodobě rostoucím trendu měla čistá pozice společností a domácností. Vzrůstající podíl byl zaznamenán i u čisté pozice Bundesbanky, který byl způsoben finančními toky v rámci zúčtovacího systému

TARGET2. Záporné čisté finanční pozice dosahoval v období krize pouze vládní sektor, konkrétně tato částka činila průměrně -800 mld. EUR (Detzer 2013, s. 98).

S výše uvedenými statistikami souvisí i celková vnější zadluženost Německa, kterou popisuje Graf 13. Ta již od roku 1994 roste stabilně lineárním tempem. V důsledku dluhové krize ale došlo od roku 2012 k přerušení trendu a vnější zadluženost se mírně snížila. V roce 2014 činila celková vnější zadluženost téměř 3 500 mld EUR (Deutsche Bundesbank, 2014). Zajímavý pohled se nabízí při pohledu na křivku vládního sektoru, která od vypuknutí finanční krize každoročně roste. Pouze v roce 2013 došlo k nepatrnému poklesu. Tato skutečnost je zapříčiněna zadlužením vlády vůči členským státům EU s finančními problémy. Naopak opačný vývoj lze sledovat u křivky MFI, kde dochází ke zmírnění vnější zadluženosti. Je tedy patrné, že v období krizových let se německé finanční instituce již nechtějí dále zadlužovat v zahraničí.

Graf 13 - Vnější zadluženost vybraných sektorů v Německu v letech 2007 až 2014 (v mil. EUR)



(Zdroj: Bundesbank, 2014, vlastní úprava autora)

#### 4.2.2 TARGET2

Pokud se země nachází dlouhodobě ve schodku běžného účtu platební bilance, vystavuje se nebezpečí, že zahraniční investoři budou poskytovat finanční prostředky pouze za vyšší cenu nebo že finanční zdroje vyschnou úplně. Tento úkaz bylo možné spatřit po vypuknutí dluhové krize na území EU, kdy soukromý sektor přestal financovat periferní ekonomiky. Jelikož ale země s finančními problémy byly součástí Evropské měnové unie, disponovaly prakticky neomezeným přístupem k přeshraničním platbám v této měně, což vedlo k značnému nárůstu pohledávek a závazků jednotlivých centrálních bank vůči ECB resp. vůči sobě navzájem.

Tento platební systém se označuje zkratkou TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System) a jeho účelem je vypořádání transakcí mezi ECB, národními centrálními bankami a komerčními bankami. Účast v tomto systému je pro centrální banky členských zemí eurozóny povinná, ale pro komerční banky dobrovolná. V roce 2007 byl nahrazen původní systém TARGET druhou generací s označením TARGET2 (Česká pozice, 2012). Jako první upozornil na problematiku TARGET2 ředitel mnichovského ekonomického institutu Ifo Hans-Werner Sinn, který ve své studii poukázal na stále se rozevírající nůžky mezi čistou bilancí centrální banky Německa a čistou bilancí centrálních bank periferních ekonomik

Současný zúčtovací systém funguje tak, že pokud například španělská firma nakoupí německé zboží, musí být transakce zaznamenána v účetní bilanci jedné ze španělských soukromých bank jako odliv finančních prostředků. To se promítne i do bilance španělské centrální banky ve formě poklesu rezerv komerčních bank. Ta posléze přepośle peníze do německé centrální banky, pro kterou vznikne pohledávka vůči Eurosystemu. Naopak pro španělskou centrální banku to znamená závazek (Bydžovská, 2012).

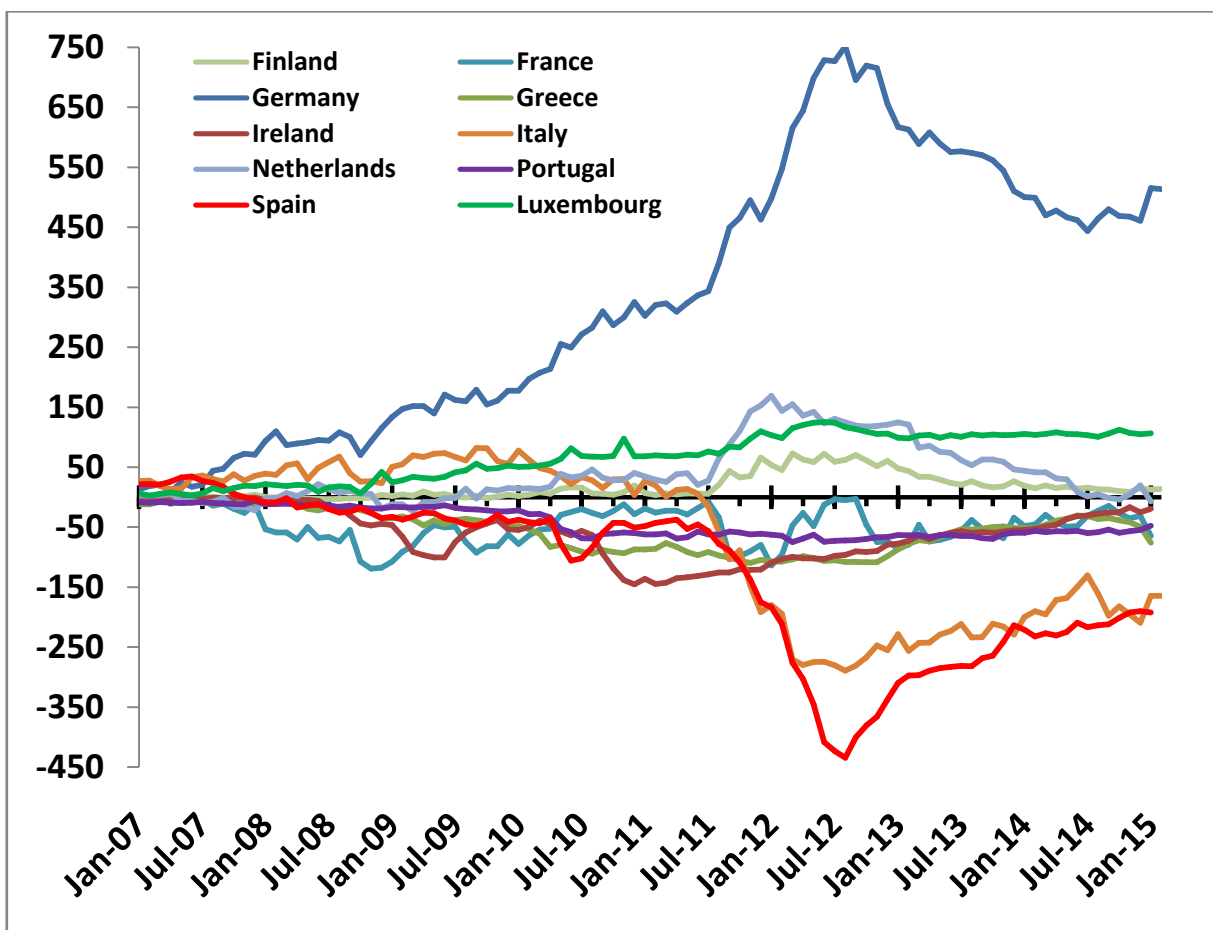
Tabulka 5 - Účetní bilance německé a španělské centrální banky pro ilustraci zúčtovacího systému TARGET2

| Španělská centrální banka |    |                                         | Německá centrální banka  |                                            |             |             |    |
|---------------------------|----|-----------------------------------------|--------------------------|--------------------------------------------|-------------|-------------|----|
| Aktiva                    |    | Pasiva                                  | Aktiva                   |                                            | Pasiva      |             |    |
| Tržní aktiva              | 5  | Měnová báze                             | 20                       | Tržní aktiva                               | 5           | Měnová báze | 20 |
| Poskytnuté půjčky bankám  | 15 |                                         | Poskytnuté půjčky bankám | 15                                         |             |             |    |
|                           |    | Měnová báze                             | -1                       |                                            | Měnová báze | +1          |    |
|                           |    | Závazky vůči ECB v rámci systému TARGET | +1                       | Pohledávky vůči ECB v rámci systému TARGET | +1          |             |    |
| Poskytnuté půjčky bankám  | +1 | Měnová báze                             | +1                       | Poskytnuté půjčky bankám                   | -1          | Měnová báze | -1 |

(Zdroj: Sinn, Wollmershaeuser, 2011)

Pro lepší ilustraci je problematika zúčtovacího systému TARGET2 znázorněna v Tabulce 5. Je nutné podotknout, že toto schéma vychází z nereálných čísel. Na straně aktiv národní centrální banky se nacházejí obchodovatelná aktiva jako zlato nebo státní dluhopisy a poskytnuté úvěry komerčním bankám. Naopak strana pasiv obsahuje centrální bankou emitované hotovostní oběživo a rezervy bank, pro které existuje označení měnová báze. Předpokládá se, že obě centrální banky mají hodnotu svých účetních bilancí před použitím dalších kroků stejnou. Nyní dojde k obchodu mezi španělskou a německou firmou, což je zvýrazněno přerušovanými čarami v obou účetních bilancích. V případě španělské centrální banky dojde k poklesu měnové báze a u německé centrální banky se měnová báze díky obchodu zvýší. Pro ECB to znamená, že eviduje pohledávku ze strany německé centrální banky a závazek ze strany španělské centrální banky. V posledním bodě pak španělská centrální banka poskytne půjčku komerční bance, čímž opět zvýší svoji měnovou bázi. Závazek vůči ECB, tedy vůči Eurosystemu, ale zůstane. Opačná situace nastane v bilanci německé centrální banky, kde se vůči ECB eviduje pohledávka.

Graf 14 - Čistá bilance centrálních bank v rámci Eurosystému (v mld. EUR)



(Zdroj: Euro Crisis Monitor, 2014)

Jak je možné vidět v Grafu 14, byly ještě v roce 2007 jednotlivé ekonomiky v rámci Eurosystému prakticky v rovnováze. Po rozšíření finanční krize do EU se ale začaly rychle projevovat významné rozdíly v zůstatcích centrálních bank. Důvodem bylo zastavení financování periferních ekonomik soukromým kapitálem ze strany přebytkových zemí, který byl nahrazen veřejnými finančními toky prostřednictvím platebního systému TARGET2 (Tomšík, Mandel, 2012).

Dominantní pozici z hlediska pohledávek vykazovalo od roku 2008 Německo, dalšími přebytkovými zůstatky disponovaly v průběhu sledovaného období Nizozemsko nebo Lucembursko. V případě Německa kulminovala nerovnováha v srpnu roku 2012, kdy německé pohledávky dosáhly téměř 750 mld. EUR. Od tohoto roku došlo k poměrně

prudkému poklesu, i tak ale hodnoty pohledávek fluktuují kolem 500 mld. EUR. V posledních měsících lze upozorovat, že se výše čisté bilance německé centrální banky opět zvyšuje. Na druhé straně systému se nacházely periferní ekonomiky, zejména státy PIGS. Celkové závazky těchto států se vyšplhaly až na zhruba 1 bil. EUR, přičemž největší podíl na této částce mělo Španělsko. V současné době činí závazky Španělska přibližně 200 mld. EUR. Na podobné pozici se nyní nachází i italská ekonomika.

Z výše uvedených dat vyplývá, že centrální banky přebytkových ekonomik v čele s Německem financovaly deficitní centrální banky dlužnických států. Důležité je zmínit, že pohledávky a závazky v rámci systému TARGET2 jsou úročeny hlavní refinanční sazbou ECB, která v současné době činí pouze 0,05 % (BBC, 2014). V důsledku toho vykazuje systém TARGET2 prvky společných euroobligací, protože díky němu je centrálním bankám členských států eurozóny dovoleno si půjčovat bez limitu za velmi nízkou úrokovou sazbu (Tomšík, Mandel, 2012). Při pohledu na množství poskytnutých úvěrů prostřednictvím Eurosystemu je možné upozorovat, že tato částka výrazně převyšuje objem poskytnutých půjček v rámci záchranných mechanismů států PIGS. Jestliže bylo do roku 2011 vyplaceno z různých fondů eurozóny na pomoc Řecka, Irska a Portugalska celkově 172 mld. EUR, půjčky německé centrální banky byly v té době téměř třikrát větší. I při srovnání částky, která byla Německem poskytnuta ve formě garancí v celkové hodnotě 211 mld. EUR do evropské instituce EFSF, je vidět, že se stále jednalo o nepatrnou sumu oproti transakcím prostřednictvím systému TARGET2 (EFSF, 2013).

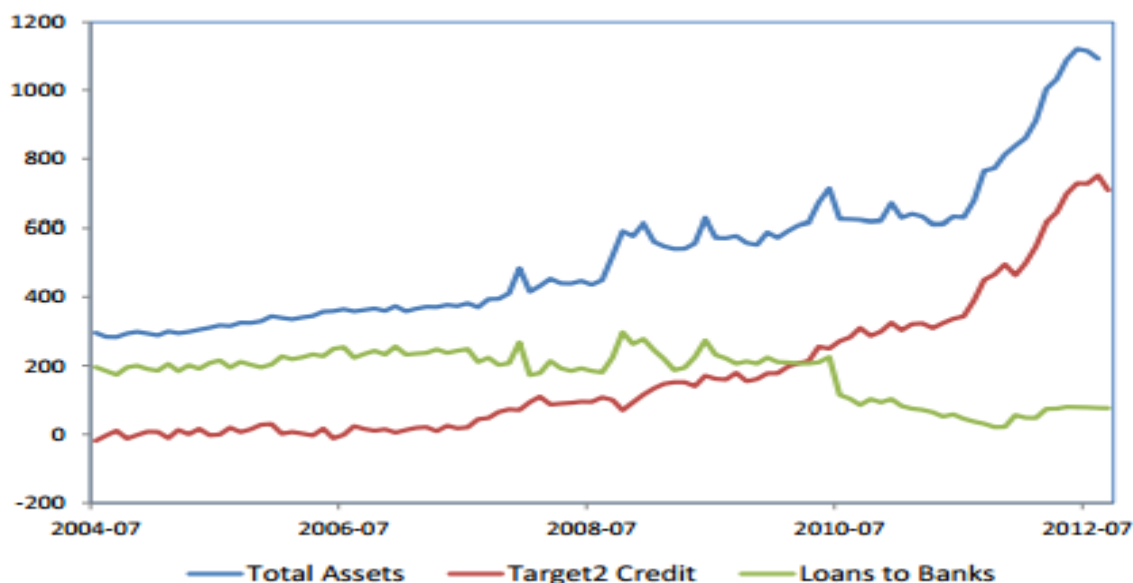
Čistá bilance centrálních bank v rámci Eurosystemu odpovídá součtu čistých exportů soukromého i veřejného kapitálu a salda běžného účtu platební bilance ve vztahu ke zbytku eurozóny. Ještě do roku 2007 se import kapitálu v případě zemí PIGS rovnal deficitům jejich běžných účtů. Pak ale došlo k omezení přílivu soukromého kapitálu a závazky zemí s největšími finančními problémy se zvýšily o 321 mld. EUR. Z toho vyplývá, že deficity běžných účtů mezi lety 2008 až 2010 byly z 89 % kryty půjčkami prostřednictvím systému TARGET2, kdežto pouze 41 mld. EUR bylo těmto zemím poskytnuto pomocí importu soukromého kapitálu. Na druhou stranu německá ekonomika disponovala v letech 2008 až 2010 přebytkem běžného účtu o hodnotě 430 mld. EUR, z čehož 59 % tvořily půjčky poskytnuté v rámci Eurosystemu (Sinn, Wollmershaeuser, 2011, s. 22). Při sledované

negativní korelaci mezi Německem a státy PIGS je důležité zmínit, že pouze 5 % celkového německého exportu směřuje právě do těchto zemí.

Co se týče celkových německých kapitálových úspor, odcházela značná část skrze systém centrálních bank, což zpomalilo přizpůsobovací procesy v periferních oblastech eurozóny, které by jinak byly vynucené trhy (Sinn, 2012, s. 8). Při pohledu na využití německých úspor v letech 2002 až 2010 je možné vidět, že čistý export kapitálu prostřednictvím Bundesbanky činil 350 mld. EUR, přičemž na roky 2008 až 2010 připadá 255 mld. EUR. Přibližně jedna pětina z celkových německých úspor ve výši 1 705 mld. EUR představovala transakce skrz platební systém TARGET. Čistý export finančního kapitálu dosahoval 27 % a čisté přímé zahraniční investice 13 %. Zajímavostí je, že pouhých 38 % celkových německých úspor, konkrétně 640 mld. EUR směřovalo na domácí investice v Německu (Sinn, 2012, s. 8).

Ze všech centrálních bank v eurozóně prošla nejdramatičtější proměnou z hlediska účetní bilance právě německá Bundesbanka. Jak ukazuje Graf 15, vykazoval podíl pohledávek v rámci TARGET2 na celkových aktivech rostoucí trend. Od roku 2010 se objem celkových těchto pohledávek zvýšil třikrát z původních 200 mld. EUR na 600 mld. EUR v roce 2012. Zajímavostí také je, že hlavním důvodem růstu celkového majetku německé centrální banky byla právě rostoucí hodnota pohledávek v rámci systému TARGET 2, protože je možné vidět, že linie celkových aktiv je v podstatě identická s linií pohledávek. V případě položky půjčky komerčním bankám, které dříve tvořily většinu aktiv Bundesbanky, došlo k výraznému poklesu. Tyto banky byly předtím významnými uživateli refinančních programů ECB, ale jejich půjčování se snížilo poté, co došlo k zvýšení přílivu německých vkladů. Výše zmíněné podstatné změny v bilanci Bundesbanky vyvolaly veřejnou debatu o tom, jestli si Německo nevybudovalo příliš rizikovou pozici v případě krachu některého členského státu eurozóny (Whelan, 2013, s. 30).

Graf 15 - Účetní bilance německé centrální banky v letech 2004 až 2012 (v mld. EUR)



(Zdroj: Whelan, 2013, s. 30)

Příčina vytvoření nerovnováh se nalézá v systémovém nastavení platebního systému TARGET, kde může docházet ke kumulaci sald, aniž by existovala povinnost tato salda k určitému období vyrovnat. Z počátku se totiž předpokládalo, že případné nerovnováhy budou zanedbatelné. Po čase se v období konjunktury zjistilo, že předpoklady byly nastaveny správně, a tudíž nebylo nutné zavádět ochranné mechanismy, které by zamezily vzniku kumulovaných sald. Když ale došlo k vypuknutí finanční a posléze dluhové krize, přestal soukromý kapitál financovat deficit běžného účtu, což vyvolalo zvýšení nerovnováh mezi jednotlivými ekonomikami.

Jak by ale situace vypadala, pokud by nějaký členský stát skutečně vystoupil z eurozóny a nebyl by dále schopný splácet svoje závazky? Jako příklad pro ilustraci lze považovat Řecko, které se již dlouhodobě potýká s finančními problémy. Závazky Řecka v systému TARGET2 byly v roce 2011 87 mld. EUR, přičemž dalších 13 mld. EUR činí závazek z emise státních dluhopisů v rámci Eurosystemu. Celkově se tedy jedná o hodnotu 100 mld. EUR. Tato ztráta by měla dopad, jak na rozvahu ECB, tak na její výkaz zisků a ztrát. V rozvaze by došlo k odepsání všech pohledávek vůči Řecku, které by ale nebyly žádným způsobem kryty. Pokud hlavní refinanční sazba v roce 2011 činila 0,75 %, ECB by ztratila úrokový výnos o hodnotě

750 mil. EUR. To by ovlivnilo výši celkového čistého zisku ECB, který v roce 2011 byl 728 mil. EUR. ECB by tedy poprvé v historii hospodařila se ztrátou. Zároveň by pravděpodobně národní centrální banky byly povolány k rekapitalizaci dluhu za účelem kompenzace ztráty ECB. Jelikož podíl Německa na základním kapitálu ECB v roce 2011 činil 27 %, znamenalo by to pro německou ekonomiku uhradit přibližně 27 mld. EUR. Pro srovnání by tato částka v té době představovala jedno procento německého HDP (Whelan, 2013, s. 33).

Mezi ekonomy existují různé názory, jak celou problematiku kolem clearingového systému TARGET2 kvantifikovat. Jak již bylo zmíněno, nejhlasitějším představitelem kritického postoje se stal německý ekonom Hans-Werner Sinn. Ten jako první upoutal pozornost odborné veřejnosti, když systém TARGET označil jako tajný „bailout“ (*secretbailout*). V návaznosti na Sinna prohlásil americký ekonom Michael Burda, že v důsledku zavedení platebního systému TARGET se z Německa stává „rukojmí měnové unie“ (Whelan, 2013, s. 2).

Opačný proud reprezentují například ekonomové Bindseil a König, kteří tvrdí, že platební systém TARGET2 zaznamenává pouze výsledky způsobené financováním nesplacených pohledávek pomocí refinančních operací ze strany Eurosystemu (BIS, 2012).

### **4.3 Vývoj finančního systému v Německu do budoucna**

Dne 26. března 2015 došlo na německém kapitálovém trhu k historickému okamžiku. Akciový index DAX 30 totiž poprvé za svoji existenci překonal hranici 12 000 bodů, viz Graf 16. Rostoucí trend evropských akciových trhů lze vysvětlit několika faktory (Marketwatch, 2014). Jedním z nich je bezesporu spuštění procesu kvantitativního uvolňování ze strany ECB, které začalo v březnu roku 2015. Každý měsíc bude ECB nakupovat mix vládních dluhopisů a dalších cenných papírů v celkové hodnotě 60 mld. EUR, které vymění za čerstvě natisknuté peníze. Cílem kvantitativního uvolňování by mělo být oživení jednotlivých ekonomik, znehodnocení měny za účelem podpory vývozců a zamezení hrozby deflace (ECB, 2015). Existují ale i názory, že eurozóně žádná deflace nehrozí a že kvantitativní uvolňování je pouze prostředek pro financování vládních deficitů. Zároveň v rámci EU panuje obava, že kvantitativní uvolňování sníží tlak na vlády, aby provedly hospodářské reformy. Tato kritika

přichází v dnešní době hlavně od představitelů německé centrální banky. Například guvernér německé centrální banky Jens Weidmann upozorňuje na právní překážky případných nákupů státních dluhopisů ze strany ECB a dodává, že levné financování by nemělo u vlád vyvolat dojem, že další reformy jsou zbytečné (Patria, 2015).

Graf 16 - Historický vývoj německého indexu DAX 30 v letech 2005 až 2014



(Zdroj: Finance.Yahoo, 2015, vlastní úprava autora)

Dalším důvodem růstu evropských akciových trhů je aktuální situace na trhu dluhopisů. V důsledku přetrvávající recese, nízké inflace, nákupů dluhopisů centrálními bankami a vysoké nezaměstnanosti zejména v zemích PIGS došlo v poslední době k růstu cen státních dluhopisů. Inverzně k cenám se pohybovaly výnosové míry dluhopisů, které klesaly na svoje předkrizové hodnoty, a to i přesto, že zadluženost především v periferních ekonomikách stále roste. Tato skutečnost může být prvotním znakem tvorby cenové bubliny na dluhopisovém trhu. Například výnos do splatnosti řeckého dluhopisu byl ještě v roce 2012 téměř 48 %. Od té doby se ale úrokové výnosy řeckých dluhopisů razantně snížily a pohybují se na úrovni kolem 7 %. Z nejaktuálnějších informací vyplývá, že se, z důvodu hrozby nedodržení některých

termínů pro splacení řeckých závazků, výnos do splatnosti řeckých státních dluhopisů opět zvyšuje (FinancialTimes, 2015). Evropský trh dluhopisů tedy v současné době prožívá bouřlivé období, které, při pohledu na ekonomickou situaci v Řecku nebo v jiných státech eurozóny, může trvat ještě několik let. Pro investory se dluhopisový trh z důvodu nestabilního prostředí stává neatraktivní a raději volí investice do akciových titulů.

Na dluhopisovém trhu je nejlépe vidět, jak centrální banky v čele s ECB deformují trh. Dlouhodobě nízké úrokové sazby určené ECB, ale i centrálními bankami mimo eurozónu, uměle tlačí na úroky dluhopisů. To vyvolává pokles výnosu do splatnosti dluhopisů, který se v případě vyspělých ekonomik jako Švýcarsko nebo Německo dostal až do záporných hodnot. V praxi to znamená, že pokud by investor chtěl koupit švýcarský nebo německý dluhopis, musel by za něj ještě dodatečně platit (Reuters, 2015).

Podle člena výkonné rady německé centrální banky Andrease Dombreta zůstanou rizika pro německý finanční systém v budoucnu stále vysoká (Dombret, 2012). Zdaleka největší hrozbu pro finanční stabilitu v Německu vidí Dombret v evropské dluhové krizi. Zároveň upozorňuje na to, že se měnová i fiskální politika v poslední době zaobírá pouze krátkodobými cíli a nevěnují dostatečnou pozornost nástrojům střednědobým a dlouhodobým. Německá centrální banka aktuálně rozlišuje tři rizikové faktory pro německý finanční systém:

1. Prostředí nízkých úrokových sazeb, které pouze urychluje proces hledání vyšších výnosů u investorů.
2. Růst cen na nemovitostním trhu, ke kterému dochází zejména v centrech větších německých měst.
3. Významnou roli z hlediska rizika pro německý finanční systém hraje i globální šedý bankovní systém.

Z dnešního hlediska je zřejmé, že investoři mají při hledání výnosů odlišné tržní podmínky v porovnání s předkrizovým obdobím. Lze pozorovat, že velký podíl korporátního sektoru disponuje nyní větší bonitou, než je tomu v případě některých úvěrových institucí. Bankovní sektor se totiž nachází v nepříznivé situaci, protože nadnárodní korporace se raději financují například prostřednictvím emisí svých vlastních dluhopisů. Navzdory úvěrovému riziku pro podniky a chmurným výhledům pro ekonomiku jsou korporátní dluhopisy stále vysoce

ceněny. Ve zprávě o finanční stabilitě z roku 2014 je dokonce zmíněno, že obchodní modely německých bank na úrokový výnos výrazně spoléhají. Například v první polovině roku 2014 byl provozní zisk 11 největších německých bank o 8 % nižší než v předchozím období. Tento pokles byl z velké části tažen právě nižším úrokovým ziskem. Na druhou stranu spořitelním a družstevním bankám se čistý úrokový výnos v daném období podařilo posílit. I přesto je třeba, aby německé banky dostatečně posílily své kapitálové rezervy. V této oblasti ale budoucí vývoj vypadá pozitivně, neboť průměrný kapitál Tier 1 největších německých bank se od vypuknutí krize téměř zdvojnásobil na hodnotu 9,3 % (Finacial Stability Review, 2014).

Prostředí nízkých úrokových sazeb také významně ovlivňuje německé pojišťovny, kterým se od vypuknutí finanční krize permanentně snižuje návratnost investice. Za účelem zamezení dalšího pádu pojišťovny zredukovaly vyplácení podílů na zisku. Zároveň spolkové ministerstvo financí snížilo pro nové smlouvy technickou úrokovou sazbu z 2,25 % na 1,75 %. V neposlední řadě je nezbytné, aby pojišťovny nastavily vhodný systém řízení rizik, který bere v úvahu program EU pro dohled platební způsobilosti pojišťoven nazývaný Solvency II (Dombret, 2012).

Ceny nemovitostí rostly v největších německých městech jako Berlín, Kolín, Frankfurt nad Mohanem, Hamburg nebo Mnichov meziročně průměrně o 9 % (Dombret, 2012). Tento sektor nabývá mimo jiné na významu i díky nízkým úrokovým sazbám v případě hypotečních úvěrů, což zvyšuje poptávku po nemovitostech. Jelikož zadluženost německých domácností je tvořena z 65 % právě hypotékami, může mít trh nemovitostí zásadní vliv na budoucí vývoj německé ekonomiky. Na druhou stranu je třeba konstatovat, že u domácností zatím nedochází k růstu celkového zadlužení a že úvěry na bydlení rostly, například v roce 2011, pouze o 1,2 %. Nicméně hypoteční úvěry regionálních úvěrových institucí vykazují rostoucí trend kvůli lokální koncentraci.

V každoroční zprávě o finanční stabilitě se nachází i problematika šedého bankovního systému. Je třeba ale rozlišovat mezi šedými bankovními institucemi a šedými bankovními aktivitami. Největšími subjekty z tohoto hlediska jsou na německém území otevřené podílové fondy, které spravují majetek o hodnotě 1 300 mld. EUR. To odpovídá přibližně 15 % z celkových aktiv celého bankovního systému. I tak je ale šedý bankovní systém v Německu

v porovnání s jinými světovými ekonomikami relativně malý. Na tomto místě je ale nutné dodat, že pojem „šedé bankovníctví“ sám o sobě, společně se svojí definicí, je plný určitých nejasností. Nelze tedy přesně určit, který subjekt lze zahrnout do šedého bankovního sektoru. Za aktivity šedého bankovního systému německá centrální banka považuje úvěrové transakce pomocí různých forem cenných papírů. To ještě více umocňuje stále vysoká provázanost německého trhu s globálním bankovním systémem (Dombret, 2012).

V nejnovější zprávě o globální finanční stabilitě IMF varuje, že německé banky mají v celosvětovém i evropském srovnání podprůměrnou návratnost vlastního kapitálu a návratnost celkových aktiv. Zároveň zaostávají za svými zahraničními konkurenty, pokud jde o diverzifikaci při tvorbě zisku. Je tedy nutné, aby německý bankovní sektor pokračoval v rozšiřování neúrokových výnosů a zvyšoval jimi procentní podíl z celkových příjmů (Financial Stability Review, 2014).

Klíčovým rysem evropské krize v současné době je stále užší propojení mezi suverénním dluhovým rizikem a rizikem bankovním v rámci eurozóny. Hlavním předmětem zájmu politiků je odstranění nepříznivých šoků vůči bankám, což vede ke zhoršení suverénního úvěrového rizika. Tento proces ale zvyšuje i riziko solventnosti bank, čímž dochází k uzavření kruhu, a situace má tendenci se v dlouhodobém horizontu znovu opakovat. Korelace mezi spready swapů úvěrového selhání (CDS) bank a jednotlivých vlád v eurozóně vzrostla mezi roky 2007 až 2013 z 0,1 na 0,8. Vlády totiž přijaly dva základní přístupy, jak se vypořádat se svrchovaným a bankovním rizikem během globální finanční krize a následné krize evropské. Na jedné straně národní vlády realizovaly záchranná opatření ve formě poskytování kapitálových injekcí a garancí pro postižené finanční instituce. Na druhou stranu hrála ústřední roli monetární politika tím, že poskytovala v masovém měřítku likviditu bankám a zasahovala prostřednictvím přímých nákupů na trhu se státními dluhopisy. Podle některých empirických odhadů není ani jedna z výše uvedených metod jednostranně efektivní a účinná.

EU se za účelem eliminace dluhové krize chystá v roce 2015 v rámci formování bankovní unie založit tzv. Fond pro řešení krize. Tento fond by fungoval na principu odvodů bank, což podstatně zvýší jejich celkové náklady. Cílový objem peněz je stanoven na jedno procento z celkového objemu pojištěných vkladů, přičemž plného stavu má fond dosáhnout do 10 let.

Dosud evropské banky posílaly odvody pouze do Fondu pojištění vkladů. Cílem Fondu pro řešení krize by mělo být vytvoření záchranné sítě pro finanční instituce, které se dostanou do problémů, aniž by náklady za zkrachovalé finanční ústavy nesli daňoví poplatníci. Je ovšem otázkou, do jaké míry bude fond efektivně fungovat, protože není nikdy dopředu známo, kolik by záchrana systémově důležitých institucí stála. Navíc by v primární fázi novou finanční zátěž pocítily především banky, které by se ji snažily převést na vkladatele nebo jiné subjekty.

## Závěr

Z historického hlediska zažil finanční systém Německa v posledních deseti letech velké změny. Byl tvrdě zasažen dvěma druhy krizí, přičemž u každé z nich byly dopady viditelné v odlišných oblastech. V případě první krize se jednalo o celosvětovou krizi finanční, která původně vypukla v USA, a do Německa se dostala ve formě krize bankovní v důsledku vysoké mezinárodní provázanosti bankovního sektoru. Nejvíce ovlivněny byly tedy hlavně různé úvěrové nebo bankovní instituce, které se v předkrizovém období významně angažovaly v rizikových obchodech s tzv. toxickými aktivy. Druhá krize, označovaná jako krize dluhová, vznikla pouze na území EU. Její účinky ale byly v rámci EU mnohem dalekosáhlejší, než tomu bylo u bankovní krize, protože některé členské státy EU se ocitly až na pokraji bankrotu. I Německo, jako nejdůležitější a největší ekonomika EU, se muselo potýkat s růstem vnější zadluženosti kvůli záchranné pomoci periferních ekonomik. I v dnešní době, tedy v roce 2015, lze konstatovat, že dluhové problémy některých evropských států stále ještě neodezněly.

Jelikož je německý finanční systém velmi rozsáhlý a rozmanitý, bylo důležité ho v první řadě pomocí teorie a historického vývoje kvantifikovat. Ukázalo se, že významnou roli na německých finančních trzích hraje dlouhodobě bankovní sektor. Důležité je také zmínit, že od 90. let 20. století až po současnost docházelo na území Německa pravidelně k zakládání různých regulatorních a dohledových institucí, které ale vznik bankovní krize nedokázaly s dostatečným předstihem predikovat. Tím došlo k vytvoření tlaku na spolkovou vládu, která se musela rychle uchýlit k některým protikrizovým krokům, aby eliminovala dopady bankovní krize. Hlavním záchranným subjektem se stal státní fond SoFFin, který z hlediska funkčnosti neměl v mezinárodním měřítku ve světě obdoby. Jeho cílem bylo poskytování garancí bankovním ústavům s finančními potížemi a převzetí rizik u problémových aktiv. Výše garancí byla až 400 mld. EUR. Ty měly být směřovány zejména do tzv. systémově důležitých finančních institucí, pro které vzniklo označení too-big-too-fail. V případě Německa se jednalo o velké komerční bankovní domy, ale i menší zemské banky, jejichž bankrot by měl především regionální dopad.

Oproti jiným finančním institucím těžily zemské banky v případě úpadku z vládních garancí. Tato situace se ale nelíbila některým soukromým bankám, které zemské banky kritizovaly kvůli nekalé konkurenci. Zemské banky se totiž přestaly obávat rizikovějších pozic a začaly investovat do neznámých investičních instrumentů. Zatímco se soukromé banky postupně stahovaly z cizích trhů v roce 2007, zemské banky pokračovaly ve zvyšování svých portfolií až do roku 2008. Jak již bylo v této diplomové práci zmíněno, udržovaly zemské banky i přes trvalé finanční ztráty vysoké dividendy, což také přispělo k pozdějším existenčním problémům. Koncept veřejně vlastněných zemských bank se v období krizových let tedy ukázal jako chybný.

Na konci roku 2014 provedla ECB zátěžové testy 123 evropských bank. Cílem bylo zkontrolovat kvalitu aktiv a kapitálu jednotlivých bank, pokud by došlo k případným finančním šokům. V celkové prověrce zdraví evropských bankovních skupin neuspělo celkem 25 bank v rámci eurozóny, kterým v roce 2013 chyběl kapitál ve výši 25 mld. EUR. Jednou z nich byla i německá banka MünchenerHypothekenbank, která ale podle německé centrální banky a regulatorní instituce BaFin své kapitálové mezery již odstranila. I přesto jsou ale stále stopy po bankovní krizi v Německu zřetelné a čitelné.

Dluhová krize v Německu vznikla následkem působení globální finanční recese. Spolková vláda spolu s německou centrální bankou se uchýlily k záchranným opatřením, aby stabilizovaly bankovní sektor a navrátily německou ekonomiku do původního stavu. Tím ale na sebe převzaly některá rizika a postupně se zadlužovaly. Navíc Německo muselo, jako hlavní iniciátor procesu evropské integrace, financovat periferní ekonomiky, které se ocitly v nepříznivé finanční situaci. V prvním případě německá ekonomika přispívala výraznou měrou do stabilizačních fondů ESM nebo EFSF, které poskytovaly přímé finanční půjčky zadluženým členským státům. Méně veřejně známá cesta ale byla skrz německou centrální banku v rámci zúčtovacího platebního systému TARGET2. Prostřednictvím centrálních bank eurozóny v čele s ECB totiž docházelo a stále dochází k přesunu finančních prostředků převážně z Německa do periferních ekonomik, přičemž objem takto získaných peněz výrazně převyšuje první variantu financování. Zdrojem nerovnováh jsou v tomto případě deficity běžných účtů a převod bankovních depozit z jihu na sever. Ještě v roce 2012 byla výše pohledávek Německa v tomto systému téměř 750 mld. EUR. Po mírném poklesu se ale

nyní zdá, že hodnota německých pohledávek vůči zadluženým zemím bude i vzhledem k aktuálním problémům v Řecku opět stoupat. V reakci na tento vývoj existují názory, které platební systém TARGET2 interpretují jako zásadní prvek nestability Evropské měnové unie. Umožňuje totiž generovat velké množství nezajištěného dluhu a tím maskovat ekonomickou realitu před veřejností.

# Seznam literatury a zdrojů

## Knižní publikace

- 1) MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 9788086929705.
- 2) DVOŘÁK, Pavel. *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. Vyd. 1. Praha: C.H. Beck, 2008, xx, 343 s. Beckovaediceekonomie. ISBN 9788074000751.
- 3) VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer Českárepublika, 2011, 789 s. ISBN 9788073576479.
- 4) TILLY, R. 'On the development of German big banks as universal banks in the 19th and 20th centuries. Engines of growth or power block?', in German Year Book on Business History 1993, reprinted in W. Fischer (ed.), The Economic Development of Germany Since 1870, Cheltenham, Edward Elgar, 1997
- 5) BLACKBURN, David. *History of Germany 1780-1918*, 2nd edition, Oxford, Blackwell, 2003, ISBN 9780631231950.
- 6) FERRARINI, Guido a Klaus HOPT. *Capital Markets in the Age of the Euro*. Hague: Kluwer Law International, 2002. ISBN 9041117377
- 7) REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 3. rozš. vyd. Ostrava: Key Publishing, 2011, 689 s. *Ekonomie* (Key Publishing). ISBN 9788074181283.
- 8) REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, 558 s. ISBN 9788072612307.
- 9) EDWARDS, Jeremy. *Banks, Finance and Investment in Germany*. Cambridge University Press, 1996, 268 s. ISBN 0521566088.

## Elektronické zdroje

- 1) *BaFin*. BaFin – the single financial supervisor. [online]. 2013 [cit. 2015-04-18]. Dostupné z: [http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/Broschuere/dl\\_b\\_bafin\\_about\\_us.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/Broschuere/dl_b_bafin_about_us.pdf?__blob=publicationFile)
- 2) *BBC*. ECB cuts rates and launches stimulus programme. [online]. 2014 [cit. 2015-03-29]. Dostupné z: <http://www.bbc.com/news/business-29063348>
- 3) *BECK, Thorsten, Asli DEMIRGUC-KUNT, Ross Eric LEVINE, Martin CIHAK a Erik H.B. FEYEN*. Financial Development and Structure Dataset. *Worldbank* [online]. 2013 [cit. 2015-03-10]. Dostupné z: <http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/0,,contentMDK:20696167~pagePK:64214825~piPK:64214943~theSitePK:469382,00.html>
- 4) *BIS*. Interpreting TARGET2 balances. [online]. 2012 [cit. 2015-04-01]. Dostupné z: <http://www.bis.org/publ/work393.pdf>

- 5) *Bulwiengesa*. Mietanstieg besonders stark in den Metropolen. [online]. 2014 [cit. 2015-04-08]. Dostupné z: <http://www.bulwiengesa.de/de/publikationen/klassiker>
- 6) *Bundesbank*. Financial accounts for Germany 2008 to 2013. [online]. 2014 [cit. 2015-03-10]. Dostupné z: [http://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Publications/Statistische\\_Sonderveroeffentlichungen/Statso\\_4/statso\\_4\\_financial\\_accounts\\_for\\_germany\\_2014.pdf?blob=publicationFile](http://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Publications/Statistische_Sonderveroeffentlichungen/Statso_4/statso_4_financial_accounts_for_germany_2014.pdf?blob=publicationFile)
- 7) *Bundesministerium der Finanzen*. Das "Bad Bank-Gesetz". [online]. 2009 [cit. 2015-03-14]. Dostupné z: [http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Monatsberichte/Standardartikel\\_Migration/2009/09/analysen-und-berichte/b05-bad-bank-gesetz/bad-bank-gesetz.html](http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Monatsberichte/Standardartikel_Migration/2009/09/analysen-und-berichte/b05-bad-bank-gesetz/bad-bank-gesetz.html)
- 8) *Bundesweitefinanzberatung*. Anleihen: Weltgrößte Rentenfonds auch unter Druck. [online]. 2013 [cit. 2015-03-18]. Dostupné z: <http://www.bundesweitefinanzberatung.de/nachrichten/ansicht/der-weltgroesste-rentenfonds-steht-unter-druck-12981/>
- 9) *BVI.de*. BVI 2014. Daten. Fakten. Perspektiven. [online]. 2014 [cit. 2015-03-13]. Dostupné z: [http://www.bvi.de/uploads/tx\\_bvibcenter/BVI\\_2027\\_2013\\_Jahrbuch\\_2014\\_Magazin\\_V30\\_RZ\\_Web.pdf](http://www.bvi.de/uploads/tx_bvibcenter/BVI_2027_2013_Jahrbuch_2014_Magazin_V30_RZ_Web.pdf)
- 10) *BYDŽOVSKÁ, Marie*. Německo v pastisystému Target2. *Euroskop* [online]. 2012 [cit. 2015-03-29]. Dostupné z: <https://www.euroskop.cz/9008/21393/clanek/nemecko-v-pasti-systemu-target2/>
- 11) *ČNB*. Finanční stabilita. [online]. 2014 [cit. 2015-03-18]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/financni\\_stabilita/](https://www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/)
- 12) *ČNB*. Kolektivní investování. [online]. 2003 - 2015 [cit. 2015-02-08]. Dostupné z: [http://www.cnbprovsechny.cnb.cz/cs/osobni\\_finance/investice/moznosti\\_investovani/kolektivni\\_investovani.html](http://www.cnbprovsechny.cnb.cz/cs/osobni_finance/investice/moznosti_investovani/kolektivni_investovani.html)
- 13) *DETZER, Daniel*. *The German Financial System* [online]. FESSUD, 2013 [cit. 2014-11-22]. Dostupné z: <http://www.fessud.eu/wp-content/uploads/PDF/German%20Financial%20System%20-%20Final%2015.05.2013.pdf>
- 14) *DGRV*. Historie Genossenschaft. [online]. 2012 [cit. 2015-04-18]. Dostupné z: <http://www.dgrv.de/de/genossenschaftswesen/historiegenossenschaft.html>
- 15) *DOMBRET, Andreas*. Deutsche Bundesbank's 2012 Financial Stability Review – the risks to the German financial system. *BIS* [online]. 2012 [cit. 2015-04-04]. Dostupné z: <http://www.bis.org/review/r121119a.pdf>
- 16) *DSGV*. Zur Geschichte der Sparkassen in Deutschland. [online]. 2010 [cit. 2015-04-18]. Dostupné z: <http://www.dsgv.de/de/sparkassen-finanzgruppe/>

- 17) *ECB*. ECB announces expanded asset purchase programme. [online]. 2015 [cit. 2015-03-29]. Dostupné z: [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html)
- 18) *ECB*. Monetary Financial Institutions. [online]. 2000 [cit. 2015-03-18]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/mfi/general/html/index.en.html>
- 19) *EFSSF*. European Financial Stability Facility. [online]. 2013 [cit. 2015-03-29]. Dostupné z: [http://www.efsf.europa.eu/attachments/faq\\_en.pdf](http://www.efsf.europa.eu/attachments/faq_en.pdf)
- 20) *European Commission*. The road to EMU. [online]. 2014 [cit. 2015-03-30]. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/euro/emu/road/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/emu/road/index_en.htm)
- 21) *European Commission*. Towards a single currency: a brief history of EMU. [online]. 2011 [cit. 2015-03-30]. Dostupné z: [http://europa.eu/legislation\\_summaries/economic\\_and\\_monetary\\_affairs/introducing\\_euro\\_practical\\_aspects/l25007\\_en.htm](http://europa.eu/legislation_summaries/economic_and_monetary_affairs/introducing_euro_practical_aspects/l25007_en.htm)
- 22) *FAZ*. Viertes Finanzmarktförderungsgesetz ist beschlossen. [online]. 2002 [cit. 2015-01-05]. Dostupné z: <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/aktien/finanzmarkt-viertes-finanzmarktforderungsgesetz-ist-beschlossen-159256.html>
- 23) *Financial Times*. Deutsche hid up to \$12bn losses, say staff. [online]. 2012 [cit. 2015-03-14]. Dostupné z: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/f03eb1d6-3efd-11e2-a095-00144feabdc0.html#axzz3UNDtOMOP>
- 24) *Financial Times*. German banks surprise after stress tests. [online]. 2014 [cit. 2015-04-06]. Dostupné z: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/42fe9b80-5d0f-11e4-873e-00144feabdc0.html#axzz3WW9y8qlk>
- 25) *Financial Times*. Greek bond yields under fresh pressure. [online]. 2015 [cit. 2015-04-01]. Dostupné z: <http://www.ft.com/intl/fastft/298253/greeces-borrowing-costs-jump-again-on-cash-scare>
- 26) *FMSA*. Financial Market Stabilisation Fund (SoFFin). [online]. 2010 - 2014 [cit. 2015-03-18]. Dostupné z: <http://www.fmsa.de/en/fmsa/soffin/index.html>
- 27) *Gesetzgebung.beck.de*. Restrukturierungsgesetz. [online]. 2010 [cit. 2015-03-14]. Dostupné z: <http://gesetzgebung.beck.de/news/restrukturierungsgesetz>
- 28) *Global Property Guide*. Germany's house price rises are slowing. [online]. 2014 [cit. 2015-04-06]. Dostupné z: <http://www.globalpropertyguide.com/Europe/germany/Price-History>
- 29) *KanAmGrundinvestFonds*. FundRulesforKanAmgrundinvestFonds are adapted to the new „Investmentänderungsgesetz“. [online]. 2011 [cit. 2015-01-05]. Dostupné z: <https://www.grundinvest.kanam-grund.de/en/products/kanam-grundinvest-fonds/news/news-2011/investment-aenderungsgesetz.html>
- 30) *Klub investorů*. Světové burzy - Frankfurtská burza. [online]. 2012 [cit. 2015-03-18]. Dostupné z: <http://www.klubinvestoru.com/cs/article/1325-svetove-burzy-frankfurtska-burza>

- 31) *Marketwatch*. Germany's DAX 30 just broke above 12,000, but it's still not too late to buy. [online]. 2014 [cit. 2015-03-29]. Dostupné z: <http://www.marketwatch.com/story/germanys-dax-30-just-broke-above-12000-but-its-still-not-too-late-to-buy-2015-03-16>
- 32) *MMF*. Systemic Banking Crises: New Database. [Online]. 2008 [cit. 2015-02-08]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08224.pdf>.
- 33) *Next Big Future*. Bain estimates world assets will be \$900 trillion in 2020 from \$600 trillion in 2010 and Bain expects Disruption from Nanotech, AI, Biotech, Robotics and Ubiquitous Connectivity. [online]. 2013 [cit. 2015-03-18]. Dostupné z: <http://nextbigfuture.com/2013/07/bain-estimates-world-assets-will-be-900.html>
- 34) *Patria*. Kvantitativní uvolňování dál snižuje výnosy, vlády emitují nové dluhy. [online]. [cit. 2015-04-01]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2864160/kvantitativni-uvolnovani-dal-snizuje-vynosy-vlady-emituji-nove-dluhy.html?contentE643E331pgi=2>
- 35) *Reuters*. All Swiss government bond yields out to nine years go negative. [online]. 2015 [cit. 2015-04-19]. Dostupné z: <http://www.reuters.com/article/2015/01/15/idUSL6N0UU40U20150115>
- 36) SCHÄFER, Dorothea. Konsolidierung des Landesbankensektors ist ein Muss für die zweite Regierung Merkel. [online]. DIW.de, č. 2010 [cit. 2015-03-15]. Dostupné z: [http://www.diw.de/sixcms/detail.php?id=diw\\_01.c.357537.de](http://www.diw.de/sixcms/detail.php?id=diw_01.c.357537.de)
- 37) SCHNEIDER, Sebastian. Varieties of capitalism, varieties of crisis response Bank bailouts in comparative perspective. *PIPE - Papers on International Political Economy* [online]. 2014 [cit. 2015-03-18]. Dostupné z: <https://ideas.repec.org/p/zbw/fubipe/212014.html>
- 38) SINN, Hans-Werner (2012). The European Balance of Payments Crisis: An Introduction. In: CESifo Forum Special Issue January 2012. The European Balance of Payments Crisis [online]. 2012, s. 3-10 [cit. 2015-04-05]. Dostupné z: <http://www.cesifogroup.de/ifoHome/publications/docbase/details.html?docId=17639938>
- 39) SINN, Hans-Werner a Timo WOLLMERSHAEUSER. Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility. *NBER* [online]. 2011 [cit. 2015-03-29]. Dostupné z: [http://www.nber.org/papers/w17626.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w17626.pdf?new_window=1).
- 40) *Stern.de*. Kaum Überlebenschancen für HRE und WestLB. [online]. 2011 [cit. 2015-03-11]. Dostupné z: <http://www.stern.de/wirtschaft/news/regierungsgutachten-kaum-ueberlebenschancen-fuer-hre-und-westlb-1651625.html>
- 41) TOMŠÍK, Vladimír a Martin MANDEL. Novýrozměřenínerovnováhyeurozóny. *ČNB* [online]. 2012 [cit. 2015-03-28]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/clanky\\_rozhovory/media\\_2012/cl\\_12\\_120\\_330\\_tomsik\\_bankovnictvi.html](http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2012/cl_12_120_330_tomsik_bankovnictvi.html)

- 42) *The World Bank*. Sovereign debt and the financial crisis: will this time be different?[Internet] Washington, D.C. :2011 [cit. 2015-02-08]. Dostupné z: <http://site.ebrary.com/lib/vsep/Doc?id=10440518>
- 43) *The World Bank*. Market capitalization of listed companies (current US\$). [online]. 2014 [cit. 2015-03-10]. Dostupné z: <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD/countries?display=default>
- 44) *Visual.ly*. Top 10 Countries by % of World Stock Market Capitalization. [online]. 2014 [cit. 2015-03-18]. Dostupné z: <http://visual.ly/top-10-countries-world-stock-market-capitalization>
- 45) VOLEK, Stanislav. Hyperinflace v Německu 1923. Penize.cz [online]. 2002 [cit. 2015-01-05]. Dostupné z: <http://www.penze.cz/inflace/15110-hyperinflace-v-nemecku-1923>
- 46) *Welt.de*. Die Commerzbank verdreifacht ihren Gewinn. [online]. 2014 [cit. 2015-03-14]. Dostupné z: <http://www.welt.de/wirtschaft/article134062233/Die-Commerzbank-verdreifacht-ihren-Gewinn.html>
- 47) WHELAN, Karl. TARGET2 and Central Bank Balance Sheets. [online]. 2013 [cit. 2015-04-01]. Dostupné z: <http://www.karlwhelan.com/Papers/T2Paper-March2013.pdf>
- 48) ZDENĚK, Michal. Až se zhroutí platební systém eurozóny. *Českapozice*. [online]. 2012 [cit. 2015-03-28]. Dostupné z: [http://ceskapozice.lidovky.cz/az-se-zhrouti-platebni-system-eurozony-f00-/tema.aspx?c=A121002\\_221600\\_pozice\\_78630](http://ceskapozice.lidovky.cz/az-se-zhrouti-platebni-system-eurozony-f00-/tema.aspx?c=A121002_221600_pozice_78630)

# Seznam tabulek, grafů

## Seznam tabulek

|                                                                                                                        |    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Tabulka 1 - Kurz amerického dolaru k německé marce v letech 1914 až 1923 .....                                         | 16 |
| Tabulka 2 - Podíl jednotlivých úvěrových institucí na západoněmeckém bankovním sektoru mezi lety 1950 až 1988 v %..... | 18 |
| Tabulka 3 - Podíl speciálních investičních instrumentů na celkových aktivech vybraných bank v roce 2007 .....          | 42 |
| Tabulka 4 - Zisky a dividendy vybraných zemských bank v Německu v letech 2007 - 2009 (v mil. EUR) .....                | 49 |
| Tabulka 5 - Účetní bilance německé a španělské centrální banky pro ilustraci zúčtovacího systému TARGET2 .....         | 53 |

## Seznam grafů

|                                                                                                                                           |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Graf 1 - Finanční aktiva vybraných sektorů v Německu mezi lety 2007 až 2013 (v % HDP) ..                                                  | 28 |
| Graf 2 - Finanční pasiva vybraných sektorů v Německu mezi lety 2007 až 2013 (v % HDP) ..                                                  | 29 |
| Graf 3 - Čistá finanční pozice vybraných sektorů v Německu mezi lety 2007 až 2013 (v % HDP).....                                          | 30 |
| Graf 4 - Tržní kapitalizace veřejných dluhopisů v letech 2005 až 2011 (v % HDP) .....                                                     | 32 |
| Graf 5 - Tržní kapitalizace soukromých dluhopisů v letech 2005 až 2011 (v % HDP) .....                                                    | 33 |
| Graf 6 - Tržní kapitalizace veřejně obchodovatelných společností v letech 2005 až 2012 (v mld. USD).....                                  | 34 |
| Graf 7 - Druhy finančních aktiv německých domácností v letech 2008 až 2013 (v mld. EUR) .....                                             | 35 |
| Graf 8 – Majetek vložený ve fondech a celkový počet jednotlivých druhů fondů v rozmezí let 2006 až 2014 (v mld. EUR a v jednotkách) ..... | 36 |
| Graf 9 - Majetek vložený do jednotlivých fondů v Německu v rozmezí let 2006 až 2013 (v mld. EUR).....                                     | 38 |
| Graf 10 - Majetek fondů na jednoho obyvatele v roce 2013 (v EUR) .....                                                                    | 39 |
| Graf 11 - Vývoj průměrných nájemních cen v největších německých městech v letech 2004 až 2013 (Index 2004 = 100) .....                    | 40 |
| Graf 12- Vývoj hodnoty akcie Commerzbank v letech 2005 až 2015 (v EUR).....                                                               | 47 |

|                                                                                                   |    |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Graf 13 - Vnější zadluženost vybraných sektorů v Německu v letech 2007 až 2014 (v mil. EUR) ..... | 51 |
| Graf 14 - Čistá bilance centrálních bank v rámci Eurosystemu (v mld. EUR) .....                   | 54 |
| Graf 15 - Účetní bilance německé centrální banky v letech 2004 až 2012 (v mld. EUR) .....         | 57 |
| Graf 16 - Historický vývoj německého indexu DAX 30 v letech 2005 až 2014.....                     | 59 |