

ČESKÁ ZEMĚDĚLSKÁ UNIVERZITA V PRAZE
PROVOZNĚ EKONOMICKÁ FAKULTA



HOSPODÁŘSKÉ KRIZE– HISTORIE A MOŽNÉ DOPADY
SOUČASNÉ FINANČNÍ KRIZE NA ČR

disertační práce

Autorka: Ing. Simona Junková

Školitelka: Doc. Ing. Eva Rosochatecká, CSc., katedra ekonomiky

Praha, 2010

PODĚKOVÁNÍ

Je mi milou povinností a ctí poděkovat vážené paní **doc. Ing. Evě Rosochatecké, CSc** za cenné rady, vstřícnost a podporu, kterou mi v průběhu studia věnovala.

Zvláštní poděkování patří také mým rodičům a přátelům za morální podporu během celého mého studia. Za konečnou jazykovou úpravu děkuji Mgr. Jiřině Svitákové.

Abstrakt:

Tato disertační práce se zabývá současnou finanční krizí, příčinami jejího vzniku a dopady na českou ekonomiku. V prvních třech částech práce jsou rozebrány teoreticko – metodologická východiska práce a je popsána teorie finančních krizí. Další dvě kapitoly popisují, analyzují a syntetizují historické krize pomocí teoretických modelů se zvláštním zaměřením na krizi v Japonsku a USA. V případě USA jsou zde popsány metody a finanční produkty, pomocí nichž se krize rozšířila ze Spojených států amerických do zbytku světa. Pátá kapitola analyzuje hlavní dopady krize na hospodářský vývoj ČR a identifikuje příčiny vzniku krize. Projevy krize jsou popsány a analyzovány na vybraných makroekonomických ukazatelích včetně predikce pravděpodobného možného budoucího vývoje. V další části jsou vyhodnoceny výstupy dotazníkového šetření. V závěru doktorské disertační práce jsou shrnuty výsledky dle vymezených cílů, je ověřena pravdivost či nepravdivost hypotéz a autorka se provádí zhodnocení perspektiv české ekonomiky do budoucna.

Klíčová slova: krize, sekuritizace, subprime hypotéka, HDP

JEL klasifikace: G010, G210, R310

Abstract:

This thesis deals with current financial crisis, reasons of its origin and rise and the impacts on the Czech economy. The first three parts analyze theoretical and methodological scopes of this work and describe the theory of the financial crisis. The other two chapters describe, analyse and synthesise historical crisis in form of theoretical models especially focused on crisis in Japan and USA. In the U.S. case, methods and financial products are described here as the instruments spreading crisis from the USA to the rest of the world. The fifth chapter analysis main impacts of crisis on the economic development of the CR, and identifies reasons of incurred crisis. The symptoms of the crisis described and analyzed here are demonstrated in selected macro-economical indicators including prediction of their possible future development. The second part shows outputs of survey. The final part of this thesis summarizes results as to targets set up, correctness or incorrectness are verified. The writer comes with the estimation of perspectives of the Czech economy in the future.

Keywords: crisis, securitization, subprime mortgage, GDP

JEL Classification: G010, G210, R310

CÍL PRÁCE	3
METODIKA PRÁCE	5
1 FINANČNÍ KRIZE	9
1.1 POJEM FINANČNÍ KRIZE.	9
1.1.1 MĚNOVÁ KRIZE	10
1.1.2 BANKOVNÍ KRIZE	12
1.1.3 DLUHOVÁ KRIZE.....	14
1.2 MECHANISMUS ŠÍŘENÍ KRIZÍ	15
1.3 DOPROVODNÉ JEVY FINANČNÍCH KRIZÍ.....	18
1.3.1 MORÁLNÍ HAZARD (MORAL HAZARD.).....	18
1.3.2 NEPŘÍZNIVÝ VÝBĚR (AVERSE SELECTION)	20
2 MODEL Y FINANČNÍCH KRIZÍ	22
2.1 FINANČNÍ KRIZE VYVOLANÁ NADMĚRNOU ÚVĚROVOU EXPANZÍ.....	22
2.2 FINANČNÍ KRIZE VYVOLANÁ CHYBNOU MAKROEKONOMICKOU POLITIKOU.....	28
2.3 FINANČNÍ KRIZE VYVOLANÁ NADMĚRNOU FINANČNÍ LIBERALIZACÍ	29
2.4 FINANČNÍ KRIZE VYVOLANÁ FINANČNÍ PANIKOU.....	31
2.5 FINANČNÍ KRIZE VYVOLANÁ SPLASKNUTÍM CENOVÉ BUBLINY.....	33
2.6 FINANČNÍ KRIZE VYVOLANÁ SELHÁNÍM TRHU	36
2.7 KRIZE VYVOLANÁ NADMĚRNÝM PŘÍLIVEM ZAHRANIČNÍHO KAPITÁLU	40
2.8 FINANČNÍ KRIZE VYVOLANÁ INSTITUCIONÁLNÍ NEDOKONALOSTÍ EKONOMIKY.....	41
2.9 FINANČNÍ KRIZE VYVOLANÁ HOSPODÁŘSKÝMI CYKLY A STRUKTURÁLNÍMI PROBLÉMY.....	44
3 TEORETICKÉ MODEL Y SPEKULATIVNÍCH KRIZÍ	46
3.1 PRVNÍ GENERACE MODELŮ (CANONICAL MODEL)	46
3.2 MODEL Y DRUHÉ GENERACE	47
3.3 MODEL Y TŘETÍ GENERACE (CONTAGION MODELS)	49

4	SOUVISLOSTI HISTORICKÝCH FINANČNÍCH KRIZÍ	50
4.1	GLOBALIZACE 1.0 (1492-1800)	50
4.2	GLOBALIZACE 2.0 (1800-2000)	53
4.2.1	KRIZE VE 20. LETECH 20.STOLETÍ V ČESKOSLOVENSKU.....	60
4.2.2	VELKÁ HOSPODÁŘSKÁ KRIZE 1929.....	62
4.2.3	CHILSKÁ BANKOVNÍ KRIZE	67
4.2.4	NORSKÁ BANKOVNÍ KRIZE	69
4.2.5	JAPONSKÁ KRIZE	70
4.2.6	MEXICKÁ KRIZE	83
4.2.7	LOTYŠSKÁ BANKOVNÍ KRIZE.....	84
4.2.8	ASIJSKÁ KRIZE.....	85
4.2.9	RUSKÁ KRIZE.....	87
4.2.10	EKONOMICKÁ TRANSFORMACE A KRIZE V ČR V 90. LETECH 20.STOLETÍ	90
4.2.11	FINANČNÍ KRIZE V ČR VE 20. A 90. LETECH – PODOBNOSTI A ODLIŠNOSTI.....	98
4.3	GLOBALIZACE VERZE 3.0 (OD R. 2000)	99
4.3.1	AMERICKÁ HYPOTEČNÍ / FINANČNÍ / EKONOMICKÁ KRIZE.....	101
5	DOPADY FINANČNÍ KRIZE NA ČESKOU REPUBLIKU	126
5.1	DOPADY KRIZE NA VÝVOJ HLAVNÍCH MAKROEKONOMICKÝCH VELIČIN	127
5.1.1	HDP.....	127
5.1.2	NEZAMĚSTNANOST.....	146
5.1.3	INFLACE.....	149
5.2	DOPAD FINANČNÍ A EKONOMICKÉ KRIZE NA ČESKÝ BANKOVNÍ SEKTOR	154
5.2.1	BANKOVNÍ SEKTOR	154
5.2.2	ZÁTĚŽOVÉ TESTY ČNB A SIMULACE BUDOUCÍHO VÝVOJE.....	158
5.3	PROTIKRIZOVÁ OPATŘENÍ VLÁDY	164
5.4	INTERPRETACE VÝSLEDKŮ VÝZKUMU	167
5.4.1	ANALÝZA OTÁZKY Č. 1	167
5.4.2	ANALÝZA OTÁZKY Č. 2	169
5.4.3	ANALÝZA OTÁZKY Č. 3	172
5.4.4	ANALÝZA OTÁZKY Č. 4	173
5.4.5	ANALÝZA OTÁZKY Č. 5	175
5.4.6	ANALÝZA OTÁZKY Č. 6	176
5.4.7	ANALÝZA OTÁZKY Č. 7	177

5.4.8	ANALÝZA OTÁZKY Č. 8	178
5.4.9	ANALÝZA OTÁZKY Č. 9	179
5.4.10	ANALÝZA OTÁZKY Č. 10	182
5.4.11	ANALÝZA OTÁZKY Č. 11	183
5.4.12	ANALÝZA OTÁZKY Č. 12	185
5.4.13	ANALÝZA OTÁZKY Č. 13	186
5.4.14	ANALÝZA OTÁZKY Č. 14	188
5.4.15	ANALÝZA OTÁZKY Č. 15	189
5.4.16	ANALÝZA OTÁZKY Č. 16	190
5.4.17	ANALÝZA OTÁZKY Č. 17	192
5.4.18	ANALÝZA OTÁZKY Č. 18	193
5.4.19	ANALÝZA OTÁZKY Č. 19	194
5.4.20	ANALÝZA OTÁZKY Č. 20	196
5.4.21	ANALÝZA OTÁZKY Č. 21	198
5.4.22	ANALÝZA OTÁZKY Č. 22	199
5.4.23	ANALÝZA OTEVŘENÝCH OTÁZEK.....	201
5.5	JAK VEN Z KRIZE DLE PŘEDNÍCH EKONOMŮ?	205
 ZÁVĚR		211
 POUŽITÁ LITERATURA		216
 Přílohy		228

ÚVOD

„Recese je, když o práci přijde soused. Deprese je, když přijdete o práci Vy.“

Harry Truman, bývalý americký prezident

Slova jako recese či krize zaznívají v USA (a nejen v USA) poslední dobou častěji než kdykoliv předtím. Současné problémy globálního finančního světa vystřídala období finanční a ekonomické prosperity. Nárůst ekonomického blahobytu v minulých letech byl výrazně ovlivněn využíváním finančních instrumentů, které také díky pákovému efektu vedly k rozšíření možností financování ekonomických aktivit. Dle Thomase Freidmana žijeme v globalizovaném světě a propojenost jednotlivých ekonomik, která může být v období prosperity velmi prospěšná, na druhou stranu v dobách útlumu může být značně nebezpečná.

Finanční krize jsou jevem tržní ekonomiky, mající negativní dopad na celou společnost v podobě nezaměstnanosti, poklesu reálného produktu, ztráty důvěry ve finanční systém atp.. Dle českého rodáka Josepha Schumpetera, který považuje hospodářský cyklus za přirozenou součást ekonomiky, nemusí být dopady krizí jen záporné. Při recesi dochází k tzv. „tvořivé destrukci“, kdy zkrachují drobní vkladatelé, investoři, podnikatelé aj., nevykonné a slabé jednotky jsou eliminovány, čímž dojde ke zvýšení produktivity v ekonomice. Početné finanční krize, které jsou pro poslední desetiletí dvacátého století charakteristické, postihují nejen země s rozvíjejícími se ekonomikami, ale také země vyspělé. Ale průběh finančních krizí v posledních dvaceti letech ukázal, že tento problém je velmi různorodý. Krize mají tendenci nabývat na komplexnosti a měnit svůj charakter. Významné měnové krize 90.let byly spuštěny strachem z toho, že měnové kurzy již nekopírují reálnou ekonomiku. Makroekonomická nerovnováha, kterou způsobily vysoké rozpočtové deficity, inflace a vysoké zadlužení, způsobila problémy v Argentině, Mexiku, Rusku. Nepřipravené, nestabilní a nevyzpytatelné politiky (Rusko, Argentina) spolu se slabými finančními systémy problémy ještě prohlubovaly. Vzniklá nedůvěra ve schopnost vlád tyto problémy řešit byla spouštěcím mechanismem pro odliv kapitálu a dalekosáhlou systemickou krizi.

V případě japonské ekonomiky bývají devadesátá léta označována jako ztracená dekáda (Lost Decade)¹. Během této zmiňované dekády prošlo Japonsko „prasknutím bubliny“ na trhu aktiv, krizí finančního systému, rekordním nárůstem nezaměstnanosti a počtu bankrotů, deflací aj. Japonská vláda vyhlásila celkem tři recese (1991-1993, 1997-1999, 2000-2002), které se snažila řešit zvýšením objemu veřejných výdajů a tím oživit ekonomiku. Kombinace závažných problémů, se kterými se Japonsko potýkalo (a stále potýká) poukazuje nikoliv na krátké zaváhání s následkem poklesu hrubého domácího produktu.

Krize bývá spuštěna neočekávanou a náhodnou událostí, která vyvolá paniku v určité oblasti finančního trhu. Na první pohled se často může jednat o izolovaný problém uvnitř ekonomiky (např. bankovní panika, pád akciových trhů doprovázený panickým výprodejem aktiv a odlivem kapitálu, propad cen realit atp.), ale vzhledem k stále častěji se projevující interakci mezi jednotlivými trhy aktiv jak uvnitř státu, tak i navenek, se může jednat o dalekosáhlou „nákazu“ finančních trhů, která poškodí ekonomiky jiných států, jak ukázala nedávná, původně „hypoteční“, krize v Americe.

¹ Termín „ztracená dekáda“ používají autoři pro názvy svých knih nebo odborných studií při popisu Japonské krize v 90. letech. Jako příklad uveďme Hayashi, F., Prescott, E.C.: The 1990's in Japan: A Lost Decade. Review of Economic Dynamics, č.5, 2002.

CÍL PRÁCE

Zvolené téma týkající se finančních krizí minulých i současných je momentálně velmi aktuální. Všeobecně k tématu finančních krizí existuje celá řada zdrojů, především v anglickém jazyce. Mnoho z těchto informačních zdrojů je dostupných na internetu nebo také v knihovně České národní banky. Z česky psané literatury stojí za zmínku například Jonáš, Musílek, Helísek, Frait nebo Komárek. Částečně tomuto tématu věnuje svou pozornost také Centrum pro ekonomiku a politiku. Nikde se mi však nepodařilo nalézt ucelené, komplexní a detailnější pojednání o finančních krizích v ČR, jejich historii, predikci a opatřeních s cílem stabilizovat ekonomickou situaci.

Cílem práce je analýza dopadů finanční krize na hospodářský vývoj ČR. Na základě identifikace příčin vzniku krize budou následně vyhodnoceny projevy krize v ČR, a to na vývoji vybraných makroekonomických ukazatelů jako je míra nezaměstnanosti, inflace, resp. deflace a HDP (především tempa růstu reálného HDP). V rámci analýzy změn vývoje HDP bude provedeno rozložení HDP dle jednotlivých komponent (rozklad metodou výdajovou). Důležitým motorem ekonomiky je také bankovní sektor, a proto bude analyzován vývoj jeho zisku a stručně popsány probíhající zátěžové testy v ČR.

Na základě identifikace výše stanovených cílů je práce následně zaměřena na odhad dalšího možného vývoje zkoumaných makroekonomických agregátů.

Dalším cílem práce je pomocí dotazníkového šetření zjistit a sumarizovat názory odborné veřejnosti týkající se délky trvání krize, příčin, identifikovat dopady a opatření pro její možnou eliminaci. Závěr práce je věnován zhodnocení zjištěných poznatků a perspektivám krizí v budoucnosti.

K naplnění cíle by mělo napomoci studium podobností a odlišností historických finančních krizí, které pomohou zjistit charakteristické příčiny finančních krizí.

Analýza průběhu a příčin krizí v jiných zemích může pomoci při zkoumání dynamiky vzniku současné krize, problémům ČR (včetně jejího bankovního sektoru). Pomůže

identifikovat možná řešení a hlavně opatření, která by mohla pravděpodobnost vzniku krize v budoucnu snížit. Podrobněji bude rozebrána krize v Japonsku v 90. letech, protože jednou z možností eliminace následků současné krize je právě „japonská cesta“, tj. cesta nízkých úrokových sazeb.

Vzhledem k výše uvedeným cílům byly vysloveny následující hypotézy k prozkoumání:

- **Příčinou „přelití“ krize do ČR je otevřenost její ekonomiky, nikoli bankovní sektor, který naopak vykazuje stabilitu a odolnost vůči přicházejícím šokům.**
- **Průběh krize v ČR bude „vleklý“ s možnými dalšími propady (tj. tvaru L či W) a svého dna ekonomika dosáhne v průběhu roku 2010.**

Teoretický přínos spočívá ve vysvětlení krize především dle rakouské teorie hospodářského cyklu. Dále pak v globálním pohledu na současnou krizi, popisu a analýze příčin jejího vzniku, průběhu a dopadů, a to jak v kontextu USA, kde krize vznikla, tak v České republice.

Praktickým přínosem je pak průzkum názorů české odborné veřejnosti na vývoj a dopady současné finanční krize na ČR, střednědobá predikce vývoje sledovaných makroekonomických ukazatelů, zamyšlení nad možnou cestou vedoucí opět k oživení a případná poučení, která by měla vzejít pro další generace.

Práce byla dokončena na podzim roku 2010, je tedy možné, že v současnosti jsou již dostupné aktuálnější informace k některým pasážím obsaženým v disertaci.

METODIKA PRÁCE

Z metodologického hlediska je v rešeršní části při zpracování sekundárních zdrojů dat využito především postupu logické dedukce, metoda sběru empirických materiálů a metoda historická.

Z analytických metod je využita analýza kauzální, která hledá příčiny různých jevů. Při zkoumání vzájemných souvislostí/podobností jednotlivých historických krizí byly využity metody indukce analogie a popisu.

Hlavním cílem práce je predikce dopadů globální krize na hospodářský vývoj ČR. Splnění tohoto cíle bude zajištěno ve dvou krocích:

- 1) analýzou faktorů a příčin vzniku krize, popis stávajících dopadů a predikcí možných projevů krize v ČR na skupině vybraných makroekonomických ukazatelů
- 2) prostřednictvím kvantitativního výzkumu.

Vzhledem k tomu, že mezi nejdůležitější cíle hospodářské politiky patří stabilní a progresivní vývoj ekonomiky, byly pro analýzu a následnou predikci vybrány tři z jejich čtyř hlavních ukazatelů² – HDP, inflace a zaměstnanost, resp. nezaměstnanost. U všech tří ukazatelů je popsán jejich vývoj a nastíněna predikce jejich možného vývoje, která bude provedena formou analýzy časových řad³.

Úkolem analýzy časových řad je získat informace o charakteru procesu, který tato řada reprezentuje, poznat mechanismy a dynamiku procesu a následně ze zjištěných údajů predikovat budoucí možný vývoj tohoto procesu. Pro tyto účely jsem zvolila Box-Jenkinsovou metodologii, která považuje za základní prvek konstrukce modelu časové řady náhodnou složku, jež může být tvořena korelovanými náhodnými veličinami. Jádrem pozornosti tedy nespočívá v konstrukci systematické složky (trendu), jako je tomu u klasického modelu, nýbrž těžiště postupu se klade na korelační analýzu více či méně závislých pozorování, uspořádaných do tvaru časové řady.

² Čtvrtým ukazatelem je vnější rovnováha, kterou reprezentuje platební bilance.

³ Časovou řadou rozumíme posloupnost věcně a prostorově srovnatelných pozorování (dat), která jsou jednoznačně uspořádána z hlediska času ve směru minulost-přítomnost (Arlt, Arltová, 2003).

Jednou z kategorií modelu v Box-Jenkinsově metodologii jsou autoregresní modely označované AR, při jejichž tvorbě se vychází z korelační analýzy. Autokorelační funkce se dá zjednodušeně popsat jako korelační funkce jedné veličiny v čase a pomůže nám zjistit řád autoregresního procesu. V práci byly použity autoregresní procesy řádu jedna pro inflaci a nezaměstnanost. Pro HDP a odhad jeho složek z hlediska výdajové metody, byl použit sezónní autoregresní proces řádu 1. Sezónní složkou časových řad se rozumí periodické kolísání, které má systematický charakter. Toto kolísání se u makroekonomických časových řad odehrává během jednoho kalendářního roku a každý rok se ve stejné nebo modifikované podobě opakuje. Nespornou nevýhodou použití těchto modelů zůstává to, že pro modelování budoucího vývoje máme k dispozici pouze krátkou časovou řadu. Zdrojem dat pro analýzu byly data z www stránek Českého statistického úřadu a České národní banky (systém časových řad ARAD).

Dotazníkové šetření bylo zvoleno z toho důvodu, že mělo prezentovat názory odborné veřejnosti na budoucí ekonomický vývoj a tím podpořit nebo zpochybnit výsledky mnou prezentovaného predikovaného vývoje. Dotazníkové šetření se totiž nehodí ke tvorbě hypotéz, ale spíše pro jejich testování. Dalším důvodem bylo to, že během relativně krátkého časového období bylo možno získat odpovědi od velkého množství respondentů a získaná data se navíc dají relativně jednoduše zpracovávat. Významným omezením, které přispělo k volbě této metody, bylo to, že zvolená cílová skupina je časově výrazně vytížená. Dotazník tedy umožnil zodpovědět otázky dle časových možností. Na vyplnění měli respondenti 1 měsíc. Dalším omezením, přispívajícím k volbě zvolené výzkumné metody byly také finanční možnosti. Zvolenou technikou dotazování byla metoda PAPI.⁴

Vzhledem k odbornému charakteru otázek byli jako cílová skupina respondentů zvoleni odborníci z oblasti bankovníctví a pojišťovnictví. Dotazník zodpověděli lidé pracující na následujících pozicích (oblast bankovníctví a pojišťovnictví):

- o investiční specialisti, kteří pomáhají movitějším klientům v investičních rozhodnutích,

⁴ PAPI-paper and pen interviewing (Zich, 2004)

- odborníci z investičního bankovníctví (lidé mající na starosti akciové trhy, dluhopisové trhy, hedgeové fondy⁵, treasury bills⁶, fondy aj.),
- manažeři – převážně střední management
- RISK analytici,
- finanční analytici,
- ekonomové,
- privátní bankéři mající ve správě majetek nejmovitějších klientů-fyzických osob,
- korporátní bankovní poradci,
- zaměstnanci ČNB.

Respondentů z bankovní oblasti bylo 87%, 13% respondentů bylo z oblasti pojišťovnictví – především finanční analytici. Zvolená cílová skupina vykazuje nepochybně své výhody i nevýhody. Nespornou výhodou je velmi dobré povědomí cílové skupiny k této tématice. Také rozmanitost respondentů, co se týče pracovního zaměření-profesní orientace, zabezpečuje názorovou otevřenost a širší spektrum náhledu na problematiku. Další výhodou byla vysoká návratnost dotazníků, ke které přispěla většinou osobní znalost respondentů. Dá se tedy tvrdit, že v úhrnu výhody převažují nad nevýhodami. Jistou nevýhodou může být „profesní zatížení“ plynoucí z charakteru práce, které může vést k názorové tendenci a omezení nezávislosti odpovědí. Tuto nevýhodu jsem se pokusila částečně odstranit sekundárním, podpurným výzkumem mezi studenty vysokých škol.

Původním záměrem bylo vytvoření dotazníku, který by mapoval širší souvislosti se vznikem krize v ČR (s možností vzniku další krize v ČR) a jejími dopady, nicméně takový dotazník by byl svým obsahem příliš rozsáhlý, bylo by velmi náročné jej vytvořit tak, aby opravdu pokrýval veškeré možné oblasti, a jistě by bylo velmi těžké najít tak početnou skupinu respondentů, která by byla ochotná jej vyplnit.

Dotazník byl tedy zúžen celkem **na 26 otázek**. První a druhá otázka se zaměřují na názor, kdo je původcem krize v USA a poté v ČR (bez ohledu na to, zda respondent

⁵ Hedgeové fondy jsou fondy, které podléhají jen několika málo či vůbec žádným omezením ze strany statutárního nebo jiného charakteru s ohledem na zásady investování. Upřednostňují absolutní výnos před relativním a k jeho dosažení používají širokou paletu, často neprůhledných, investičních technik a strategií. V současné době je jejich regulace diskutovanou otázkou. (Jílek, 2009)

⁶ Treasury Bills aneb pokladniční poukázky jsou krátkodobé dluhopisy emitované státem, popřípadě orgány a institucemi veřejné správy. (Jílek, 2009)

zastává názor, že krize v ČR existuje nebo ne). Převážná většina otázek pak zkoumá obecnější dopad krize na ČR (nezaměstnanost, HDP, očekávaný vývoj hospodářství, sektor hospodářství, které bude zasaženo krizí nejvíce, aj.). Převaha tohoto zaměření je z toho důvodu, že kontextově krizi nelze zkoumat pouze odděleně (tj. dopady pouze na bankovní obor, ale je vhodné zařadit vybranou oblast do širšího rámce). Poslední otázky jsou pak zaměřeny na bankovní obor (vnímaná míra regulace, nejhůře vnímané dopady na banky, sanace bank, změna podmínek pro poskytování aktivních obchodů).

Převažujícím typem jsou otázky uzavřené (50%), 35% tvořily otázky polootevřené, aby umožnily respondentům vyjádřit případně jiný názor. Čtyři otázky (15%) pak byly otevřené. Uzavřené otázky jsou koncipovány jako názorové, respondenti mohou zvolit naprosto odlišné odpovědi. Domnívám se, že se při vyhodnocování dotazníků projeví „lidská preference“ nevyhraněných odpovědí typu „spíše ano, spíše ne“, nicméně zároveň bude možno identifikovat podíl respondentů s jasným, vyhraněným názorem. Tím budou odděleny názorové skupiny lidí, kteří si jsou svým názorem jisti, a těch, kteří méně. Stejně tak bude zajímavé odhalit skupiny otázek, které budou vykazovat stejný počet kladných a záporných odpovědí a nebude možno identifikovat převažující názor. Zde je jistě na místě zamyslet se nad vzájemnými souvislostmi.

Celkově byl dotazník rozeslán **98 respondentům**, návratnost byla vysoká - 85% (tj. 83 dotazníků). Vysoká návratnost byla ovlivněna tím, že převážnou většinu oslovených znám osobně a nebo zprostředkovaně.

Současně v rámci podpůrného - sekundárního výzkumu byli také osloveni studenti vysokých ekonomických škol (ČZU - Provozně ekonomická fakulta, VŠE - Podnikohospodářská a Národohospodářská fakulta a Univerzity Tomáše Bati – Fakulta managementu a ekonomiky). Důvodem, proč byli osloveni také studenti, byla možnost zkoumat odlišnosti v jejich názorech oproti odborné veřejnosti. Celkový počet oslovených studentů byl 78, návratnost byla 73% (tj. 57 dotazníků).

1 FINANČNÍ KRIZE

1.1 Pojem finanční krize

Pokud je nutno se věnovat problematice vzniku a průběhu finančních krizí důkladněji, je třeba tento pojem nejprve definovat. Ačkoliv je krize, respektive finanční krize, v dnešní době velmi často diskutované téma, není její obsah ani další spojitosti jednoznačně definovány a každý autor má relativní volnost při její definici.

Soudobá česká literatura přitom výraz finanční krize vůbec nedefinuje, charakterizuje pouze pojem bankovní krize⁷.

Musílek pro účely své výzkumné studie definuje finanční krizi jako „výrazné zhoršení velké většiny finančních indikátorů, projevující se nedostatečnou likviditou finančního systému, rozsáhlou insolventností finančních institucí, nárůstem volatility výnosových měř finančních instrumentů, výrazným poklesem hodnoty finančních a nefinančních aktiv a podstatným snížením rozsahu alokace úspor ve finančním systému.“

V odborné literatuře jsou pod pojmem finanční krize obvykle chápány následující typy krizí⁸:

- bankovní krize (banking crisis),
- měnová krize (currency crisis),
- dluhová krize (debt crisis)
- systemická (systemic financial crisis) – jedná se o typ krize, který zahrnuje projev několika nebo všech uvedených typů krizí najednou.

Jak již bylo řečeno v úvodu práce, pojem finanční krize bude v disertační práci chápán jako širší výraz, který v sobě obsahuje krize dluhové, měnové, bankovní, jejich kombinace a případně i jiné problémy, které mají výrazně negativní vliv na hospodářství státu.

⁷ Musílek, P.: Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech. Výzkumná studie grantové agentury ČR GA 402/02/1308, Praha, 2004, str. 11.

⁸ Takové dělení krizí lze nalézt v pracích ekonomů jako např. Eichengreen, Krugman, Bordo, Caprio, Klingebiel a jiných.

1.1.1 Měnová krize

Existuje také velké množství definic krizí bankovních, měnových, dluhových. Mnoho krizí zasáhlo země s fixním měnovým režimem, ale také země, ve kterých nebyl kurz pevně fixován na měnu nebo koš měn, takže i měny, které mohou volně plavat, mohou být terčem spekulativního útoku. V konečném důsledku jde o to, jak velká bude depreciační, a ne již tolik o to, zda je tato depreciační vyvolána důsledkem vládního rozhodnutí nebo důsledkem útoku na měnu. Dalším problémem, který je třeba posoudit, je to, zda obsáhnout do definice také neúspěšné útoky na měnu, protože ty mohou poukazovat na existenci problémů.

Do vzniku „moderních krizí“ 90. let 20. století byla primární příčina vzniku měnových krizí⁹ vnímána v nadhodnocení reálného kurzu měny¹⁰, která byla nominálně součástí fixního kursového režimu, přičemž k tomuto nadhodnocení došlo zpravidla nárůstem míry inflace v dané zemi.¹¹

Při vzniku a průběhu měnové krize hraje významnou roli řada dalších faktorů – objem měnových rezerv centrální banky, podíl závazků splatných v zahraniční měně, expanzivní monetární, resp. fiskální politika, a v neposlední řadě náchylnost k vnímání externích šoků.

Vlády postižených zemí nicméně naopak označují za hlavní příčinu krize útok spekulantů typu George Sorose¹², aby se zbavily zodpovědnosti za tento negativní ekonomický jev¹³. Spekulativní útoky spíše ovšem urychlí krizi, která by dříve či později stejně propukla, a nejsou prvotní příčinou krize.¹⁴

⁹ Například Helísek (2004) spouštěcí momenty dělí na vnitřní (politická nestabilita, nedůvěryhodná hospodářská politika, bankrot významného podniku či banky, nečekaný pokles na burze aj.) a vnější (náhlý růst světových úrokových měr, cenový šok základních potravin aj.).

¹⁰ Nadhodnocení měny mj. vede ke zhoršení konkurenceschopnosti oproti ostatním zemím, následně k devalvaci a případně „úniku“ od měny.

¹¹ Beim, D. O., Calomiris, Ch. W.: Emerging financial markets. Mc Graw-Hill/Irwin, New York, 2001, str. 296.

¹² Typickým příkladem je tzv. „černá středa“ a rozpad Evropského měnového systému (EMS) v roce 1992-3, respektive Sorosův útok na libru. Soros tehdy prodejem obrovských zásob liber v hodnotě přibližně deset miliard liber donutil Bank of England k devalvaci libry a k vystoupení z EMS. Soros údajně vydělal 1,1 miliardy dolarů.

¹³ Nicméně mezi fundamentální příčiny vzniku měnových krizí můžeme zařadit: reálně nadhodnocenou měnu, úvěrový boom vedoucí k přeúvěrované ekonomice, vznik bubliny na trzích aktiv a její splasknutí, pokles exportu (díky nadhodnocené měně) a negativní vývoj obchodní bilance, nedostatečná výše devizových rezerv a vysoká inflace (způsobuje zhodnocení měnového kurzu a příliv zahraničního kapitálu).

Měnovou krizí dle přístupu MMF¹⁵ rozumíme spekulativní útok na devizovou hodnotu měny (exchange value of currency), který se projeví skokovou devalvací či značnou depreciací, nebo když útok na měnu donutí autority (státní instituce) k užití velkého množství devizových rezerv za účelem ochrany měny. Příčinou krize bývají většinou neočekávaně nadměrné odlivy zahraničního kapitálu v reakci na stav ekonomických proměnných¹⁶. Krize se tedy většinou neprojeví jen devalvací či depreciací měny, ale i jevy provázejícími obranu kurzu, které mají na ekonomiku negativní dopad. Centrální banka intervenuje při obraně fixního kurzu před depreciací, nakupuje velké množství domácí měny¹⁷, v případě, že fixní kurz neubrání (a ten posléze depreciuje o několik desítek procent), dojde ke zvýšení úrokových sazeb¹⁸ a rychle a výrazně sníží peněžní zásobu. Výsledkem je hluboká recese ekonomiky.

tabulka 1: Frekvence měnových krizí

období	počet krizí	frekvence (%)
1880 - 1913	17	2,61
1919 - 1939	31	8,34
1945 - 1971	38	7,04
1973 - 1997	113	9,84

Pramen: Helísek, M. *Měnové krize (empirie a teorie)*; IČRE, Professional publishing, Praha, 2004 podle Eichengreen, B. – Bordo, M., 2002, Table 5, 6.

¹⁴ Beim, D.O., Calomiris, Ch. W.: *Emerging financial markets*. Mc Graw-Hill/Irwin, New York, 2001, str. 297.

¹⁵ K měnovým krizím dochází nejčastěji v případech, kdy daná země udržuje režim fixního měnového kurzu. Dle MMF můžeme rozlišit následující formy: fixní kurs bez oscilace (peg), kurs s pásmem oscilace (horizontál band) alespoň $\pm 1\%$ okolo centrálního kurzu, fixní kurs s pravidelným posunem (tzv. posuvné zavěšení - crawling peg), kdy posun je odvozován obvykle dle vývoje domácí a zahraniční inflace, posuvné zavěšení s pásmem oscilace (crawling board), opět alespoň $\pm 1\%$, a currency board, který je extrémním případem fixního kurzu.

K výraznému znehodnocení kurzu ale může dojít také v režimu flexibilního kurzu. V takových případech dochází k obraně kurzu intervencemi centrální banky přeměnou dané měny v zahraniční měny z měnových rezerv této centrální banky.

¹⁶ Mezi makroekonomické proměnné můžeme zařadit výši devizových rezerv, kursový režim, míru inflace, míru otevřenosti ekonomiky, výši úrokových měr, rating země a další. Mikroekonomické příčiny se dají rozdělit na situaci podnikového a bankovního sektoru. Co se týče podnikového sektoru, zde mají vliv proměnné typu finanční situace a zadluženost, konkurenceschopnost, vlastnická struktura aj.. Z proměnných bankovního sektoru zmiňme např. otevřenost bankovního systému a úroveň jeho kontroly, míra privatizace podniků a bank, kapitálová přiměřenost aj.

¹⁷ Může dojít prakticky až k vyčerpání devizových rezerv.

¹⁸ Jestliže centrální banka v době recese reaguje na oslabující měnový kurz zvýšením úrokových měr, pak se zvyšuje možnost oslabení ekonomiky. Režim cílení měnového kurzu je vhodný pro otevřené a malé ekonomiky, kde měnový kurz výrazným způsobem determinuje domácí cenový vývoj. V poslední době však dochází k ústupu od režimů cílení kurzu.

Dle tabulky 1 je patrné, že se měnové krize projevovaly s vyšší frekvencí ve dvacátém století, převážně v jeho druhé polovině. Čistě měnové krize, bez současných bankovních či dluhových problémů, jsou relativně vzácné. Čistě měnovou krizí byla krize v Brazílii (1999), která nebyla doprovázena ani bankovní či dluhovou krizí nebo rozpad evropského měnového systému (1992).

Dle výzkumu Mezinárodního měnového fondu (1998)¹⁹ u 39 % měnových krizí nebyla ztráta HDP pozorována. Další studie, která se zabývala dopadem měnových krizí do vývoje výstupu (outputu)²⁰, zdůrazňuje, že měnové krize mají nejen kontrakční, ale i expanzní účinek na reálný HDP (zejména vlivem exportního boomu, podmíněného kursovou depreciací). Konkrétně ve 43 % případů měla měnová krize expanzní účinek v průměrné výši 3,5 % ve zbytku případů šlo o kontrakční účinek ve výši 4,8 %.

Měnové krize a s nimi spojené ekonomické problémy dle Sorose²¹ mohou vést k politickým změnám, a to v duchu „anti-americké, anti-MMF a antizahraniční nálady“. Vyloučeny nejsou nacionalistické vlády, které zavedou přísnou kapitálovou kontrolu. Také by mohla vzniknout politická hnutí, která budou chtít znárodnit multinacionální korporace.

1.1.2 Bankovní krize

Bankovní krize je zpravidla situace, ve které dochází k reálnému nebo potenciálnímu runu na banky²². Tato situace či jiná systémová chyba²³ (ztráta důvěry) přiměje banky ke snížení vnitřní konvertibility svých závazků (dochází k uzavření poboček, banky mají nedostatek likvidity a přestávají vyplácet vklady, popřípadě je omezen výběr částky za

¹⁹ International Monetary Fund: Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability. In: World Economic Outlook, Washington DC, 1998, str. 74-97.

²⁰ Gusta, P., Mishra, D., Sahay R.: *Output Response to Currency Crises*. IMF Working Paper 03/230, November 2003.

²¹ Soros, G.: Kríza globálního kapitalismu. Otvorená spoločnosť v ohrození. Kalligram, Bratislava, 1999, str. 140-141.

²² Run na banky je charakterizován jako hromadné vybírání vkladů věřiteli banky v důsledku obavy z insolvence banky.

²³ V rozvojových zemích jako jsou Mexiko, Argentina se jedná většinou o ztrátu důvěry, která vyústí v run na banky, u vyspělých ekonomik se jedná o pokles hodnoty aktiv. K jevu označenému jako „bubble ekonomy“ dochází především při nadměrném zhodnocování aktiv – většinou v sektorech non-tradable goods.

určitý časový úsek²⁴). Takové systémové chyby velmi často vedou také k rozvrácení domácího platebního systému a/nebo přinutí centrální banku (příp. vládu legislativním procesem) intervenovat proti této nedostatečné likviditě bank (zestátnění bank, finanční injekce bankám bez dostatečné likvidity). Za krizi je považována situace, kdy dochází k úpadkům bank, ale také když jsou banky zachráněny vládní intervencí²⁵. Vládní stabilizační programy si často vyžádají nemalé náklady, řádově až desítky procent HDP ročně, jak je patrné z tabulky č.2. Státní sanace je spojena s růstem veřejného dluhu, což má opět negativní dopad na reálnou ekonomiku.

Přesnější definici bankovní krize poskytl Mezinárodní Měnový Fond, který označuje bankovní krizi za situaci, kdy je splněna alespoň jedna z následujících podmínek²⁶:

- poměr špatných²⁷ aktiv k celkovým aktivům bankovního systému převýšil 10%,
- náklady na záchranu bank převýšily 2% HDP,
- došlo k znárodnění bank,
- vláda reagovala na problémy bankovního systému zmrazením vkladů či poskytla záruky na vklady v bankách anebo zavedla bankovní prázdniny.

Dle studie MMF se jedná o skutečný nebo potenciální run na banky, vyvolaný obavou z neschopnosti bank splácet své závazky. Projevem bankovních krizí je buď odliv depozit a následný odklad splácení závazků, nebo k tomuto hrozícímu odkladu nedojde díky silné pozici vlády.²⁸

Problémy bankovního sektoru bývají velmi často latentní, nebývají patrné na první pohled a to především v zemích se špatným bankovním dohledem. Nadměrné

²⁴ V prosinci 2001 argentinský prezident de la Rue vyhlásil omezení na výběr vkladů, byly zavedeny týdenní a měsíční limity na výběry hotovostí z bankovních účtů a lidé směli dostávat mzdu pouze šekem.

²⁵ Např. v Americe během současné finanční krize byla snaha sanovat některé banky, dochází k částečnému nebo úplnému zestátnění (Fannie Mae, Freddie Mac – vládní pomoc 25 mld. USD, AIG – státní pomoc ve výši 85 mld. USD, vláda převzala 80% akcií). V Británii došlo ke znárodnění bank Northern Rock a Bradford & Bingley.

²⁶ Musílek, P.: Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech. Výzkumná studie grantové agentury ČR GA 402/02/1308, Praha, 2004, str. 11.

²⁷ Kritéria klasifikace úvěrů a zařazení úvěru do tzv. ohrožených pohledávek se liší. Při hodnocení se využívají nejen kvantitativní kritéria (počet dní po splatnosti), ale také kvalitativní kritéria (bonita klienta a následně rating, zajištění atp.).

²⁸ Helisek, M.: Měnové krize (empirie a teorie). Professional Publishing, Praha, 2004, str. 13 a International Monetary Fund – Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability, Praha, 1998.

poskytování úvěrů a inflační růst cen aktiv totiž může dočasně zastínit reálné bankovní problémy.

Za příčinu „moderních“ bankovních krizí 90. let 20. století jsou na druhou stranu chápány především slabé bankovní instituce zatížené špatnými dlouhodobými úvěry²⁹ a krátkodobými pohledávkami splatnými v zahraničních měnách.³⁰

tabulka 2: Bankovní krize a jejich náklady (1977 – 2000)

Země - Období výskytu	Náklady (v % HDP)
Španělsko 1977-85	17
USA (spořitelny) 1984-91	3
Norsko 1987-89	4
Švédsko 1991	6
Finsko 1991-93	8
Mexiko 1994-95	15
Maďarsko 90. léta	10
Bulharsko 90. léta	14
Chile 90. léta	25
Česká republika 90. léta	30

Pramen: Musílek, Petr; *Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech*, Praha, 2004, výzkumná studie (dostupné http://nb.vse.cz/kbp/TEXT/Grant_krize_1a.pdf) podle Goldstein, M. – Turner, P.: *Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options*. BIS, Basle, Economic Papers, No. 26, ss. 5-6; vlastní odhady.

1.1.3 Dluhová krize

Je možno rozlišit dvě dluhové krize - vnější a vnitřní³¹. *Vnější dluhová krize* (Foreign or External Debt Crisis) nastává, když se země (nebo vláda, popřípadě korporátní sféra³²) ocitne v situaci, kdy není schopna splácet svůj zahraniční dluh³³, a za této situace může

²⁹ V této souvislosti je zmiňována a kritizována politika MMF „too big to fall“, která umožňuje velkým finančním institucím investovat do riskantních investic. Ovšem z pohledu národních vlád tím zmírňují makroekonomické důsledky jako je nárůst nezaměstnanosti, masové krachy společností a bank.

³⁰ Beim, D.O., Calomiris, Ch. W.: *Emerging financial markets*. Mc Graw-Hill/Irwin, New York, 2001, str. 301.

³¹ Dvořák, P.: *Finanční krize jako globální problém a možnosti jejího vzniku v ČR*. Studie Národohospodářského ústavu Josefa Hlávky, Studie 2/2004, Praha, 2004, s. 87-94.

³² Předlužení korporátní sféry se týkalo především východoasijských zemí v 90. letech.

³³ Ať již od mezinárodních institucí nebo od soukromého sektoru

mít s věřiteli sjednán speciální dluhový režim. V literatuře při definování dluhové krize bývá často popisována právě externí dluhová krize.

Interní dluhová krize (Internal Debt Crisis) se projevuje předlužeností ekonomik a platební neschopností podniků. Tyto jevy mohou vyústit až do tzv. „credit crunch“ (zamrznutí úvěrového trhu), ke kterému došlo např. v USA roce 2007. Typickým příkladem interní dluhové krize je i dlouhotrvající chronická finanční krize v Japonsku.

Předlužení není hrozbou do té doby, než jeho úroveň překročí pro věřitele konkrétní psychologickou hranici, která je pro věřitele signálem k požadavku o předčasné splacení dluhu. V tomto bodě může propuknout finanční krize ve své dluhové podobě.³⁴

Některé, někdy i všechny, elementy měnových, bankovních a dluhových krizí mohou být přítomny současně a krize mohou v průběhu času měnit svůj charakter.

MMF se dívá na finanční krizi jako na „potencionálně těžké dopady finančních trhů, které, při zhoršení schopnosti trhů efektivně fungovat, mohou mít silné nepříznivé efekty na reálnou ekonomiku.“³⁵ MMF se při tom odkazuje na **Frederika Mishkina**³⁶, podle něhož představuje finanční krize poruchu na finančních trzích, při které se problémy morálního hazardu a nepříznivého výběru stávají hůře překonatelnými. Dle něj vzniká jako přímý důsledek těchto krizí neschopnost finančních institucí plnit jednu z jejich základních funkcí, a sice efektivní přesun peněžních prostředků od jejich vlastníků k potenciálním investorům. Pro lepší orientaci je nutné stručně vysvětlit také význam pojmů morální hazard a nepříznivý výběr.

1.2 Mechanismus šíření krizí

Contagion je pojem, který by se dal v širším pojetí interpretovat jako „transmisí“ negativních či pozitivních šoků nebo externalitních efektů mezi zeměmi, který nemusí být nutně omezen jen na krize. V užším pojetí jde o „*korelaci reakcí na vnější šok obecně vysvětlenou stádním chováním investorů*“³⁷. Sousloví crisis contagion je

³⁴ www.coha.org International lending and financial crisis

³⁵ International Monetary Fund: Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability. str. 75, Praha, 1998.

³⁶ Mishkin, F.: Financial Policie and the Prevention of Financial Crises in Emerging Markets Countries, USA 2001.

³⁷ Dvořák, P.: Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize. C.H.Beck, Praha, 2008, s. 215

v současné době velmi frekventované, protože současná krize vznikla v jedné z největších ekonomik světa a je jasné, že dojde k rozšíření i do ostatních zemí.

Pokud vyjdeme ze studie *Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability* (1998), kterou provedla MMF, jsou zde popsány tři důvody šíření nákazy³⁸:

- **Monzunový efekt** – krize pramení ze společné příčiny, přes zasažené země se „přežene negativní vliv“ z globálního prostředí a v těchto zemích vede k vytvoření podmínek prohlubujících krizi. Vnější podmínky však mohou vést pouze k urychlení krize, zranitelnost země je závislá na domácích ekonomických podmínkách (předluženost, nestabilní finanční sektor aj.). V případě monzunového efektu jde například o dopady hlavních ekonomických změn v průmyslových zemích, které spouštějí krize v rozvíjejících se ekonomikách (například prudký nárůst úrokových sazeb v osmdesátých letech byl důležitým faktorem pro dluhovou krizi v Latinské Americe).
- **Efekt přelévání** – šíření krize je podmíněno vzájemnou provázaností ekonomik:
 - obchodním kanálem – dojde ke zhoršení základních ukazatelů země, často ke znehodnocení kurzu, to vyvolá oslabení konkurenceschopnosti jiné zemi a tím poklesne její export
 - finančním kanálem – tzv. efekt společného věřitele – věřitelé nemají pouze pohledávky v zemi původu krize, ale také v ostatních, do kterých se často obavy z nestabilní situace přesouvají, a věřitelé přesouvají svá aktiva jinam, přestože tyto země dosud krizí zasaženy být nemusely.
- **Čistá nákaza** – jde především o sebenaplňující se očekávání devalvace, které je často vyvoláno negativním ekonomickým vývojem, věřitelé pak vyhodnocují její fundamentální veličiny a raději „volí jistotu“, i když k odchodu nemusí být reálná důvod. Jedná se o tzv. „stádové chování investorů“.

Z důvodu prohlubování procesu globalizace a interdependence ve světové ekonomice dochází i ke kombinacím těchto druhů šíření krizových nákaz a jejich vzájemnému prolínání. Označení „globální finanční krize“ můžeme aplikovat také na současnou krizi potýkající se s „nedostatečnou likviditou, rozsáhlou insolventností finančních institucí, nárůstem volatility výnosových měr finančních instrumentů, výrazným poklesem

³⁸ IMF: *financial crisis: Characteristics and Indicators of Vulnerability* . IMF, 1998, s. 83-88.

hodnoty finančních a nefinančních aktiv a podstatným snížením rozsahu alokace úspor ve finančním systému. “

Z českých autorů to je například Pavel Dvořák, který popisuje následující čtyři cesty šíření krize vycházející z novodobé historie³⁹:

1. **Trh aktiv (asset channel)** – jakmile nastane šok v ceně určitého aktiva, může to vyvolat masivní výprodej dalších rizikových aktiv. Dále popisuje příčiny vzniku bublin na trhu aktiv vyvolaných jak inflací, tak nákupem finančních aktiv spekulanty, kteří je nakupují i za nadhodnocenou cenu s vidinou růstu jejich ceny a zisku. Působí zde prvek panického jednání investorů a již dříve zmíněné stádní jednání, které je vyvoláno především asymetričností informací.
2. **Bankovní systém (banking channel)** - vzájemně propojení bankovní trhy, jejichž nedokonalosti vznikají díky omezené dostupnosti likvidity, asymetrickým informacím a morálnímu hazardu (více viz. dále). Obzvláště nyní je úloha bank a věřitele poslední instance často diskutovanou problematikou.
3. **Měnový trh (currency channel)** – především jde o podmínky rovnováhy na měnových trzích a nastavení jednotlivých měnových kurzů. Na devizových trzích může také docházet k jejich manipulaci ze strany silných spekulantů. Tento kanál vysvětluje šíření nákazy především v případech měnových krizí.
4. **Zahraněční úvěrové operace (debt channel)** - mají-li firmy, popřípadě banky ve svých zdrojích vysoký podíl krátkodobých a nezajištěných zahraničních úvěrů, či při vnějším financování veřejného dluhu, mohou kurzové otřesy způsobovat vážné problémy s tendencí se rychle šířit.

Dluhový problém je v současné době nejdiskutovanější a nejvýznamnější. Pokud úvěrové operace probíhají v rámci mezinárodního úvěrového trhu, dochází k šíření finanční krize v globálním prostředí a projevují se souvislosti krizí měnových, bankovních i dluhových. V zemi „původce“ krize je typická nadměrná úvěrová expanze⁴⁰.

³⁹ Dvořák, P.: Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize. C.H.Beck, Praha, 2008, s. 215-217.

⁴⁰ Právě jako v USA, kde byl problém zpočátku zakrýván sekuritizovanými úvěry.

1.3 Doprovodné jevy finančních krizí

1.3.1 Morální hazard (Moral Hazard)

Morální hazard je definován jako činnost jednoho ekonomického subjektu, který při maximalizaci svého užitku snižuje užitek ostatních účastníků tržní transakce.⁴¹

Dle ekonomického slovníku je morální hazard⁴²:

- a. *jednání někoho, kdo využije asymetrických informací k získání vlastního prospěchu na úkor jiných (např. rizikovější chování bank v důsledku povinného pojištění vkladů), nebo*
- b. *riziko, že partner nesjednal kontrakt v dobrém úmyslu a poskytl zavádějící informace o svých aktivech, závazcích či úvěrové kvalitě či má úmysl zaujmout značná rizika ve snaze být ziskový. Potom kontrakt změní chování jedné nebo obou stran kontraktu (např. pojištěná společnost nečiní dostatečná protipožární opatření).*

Informační asymetrie se dle Michaela Spence a Josepha Stiglitze projevuje mimo jiné⁴³:

- o v negativním výběru, který spočívá ve skutečnosti, že lidé, kteří jsou vystaveni větším rizikům, se obvykle více pojišťují než lidé, kteří jsou vystaveni nižším rizikům; pojištěnci znají obvykle lépe rizika, kterým jsou vystaveni, než pojišťovny; pojišťovny se proto snaží tuto skutečnost odstranit tím, že v případě vyššího rizika požadují vyšší pojistné; proto životní pojišťovny požadují lékařské vyšetření,
- o v morálním hazardu, který spočívá v riziku, že přítomnost pojištění v širokém slova smyslu změní chování jedné nebo obou stran takového kontraktu – například při neexistenci povinného pojištění motorových vozidel by byli řidiči opatrnější, dalším případem je také skutečnost, že v případě finanční krize Mezinárodní měnový fond nebo stát obvykle pomůže s financováním, a potom se finanční krize stávají pravděpodobnějšími.

Informační asymetrie existuje i na finančním trhu. Kdyby všichni účastníci trhu byli dokonale informováni, neexistoval by problém poskytnutých defaultních úvěrů, protože

⁴¹ Soukupová, J. a kol.: Mikroekonomie. Praha, 2003, str.63.

⁴² Hindls, R., Holman, R., Hronová, S.: Ekonomický slovník. CH Beck, Praha, 2003. ISBN 80-7179-819-3.

⁴³ Jílek, J: Finanční trhy a investování, str. 81, Praha 2009.

úvěry by byly poskytnuty jen kvalitním dlužníkům. Na existenci špatných úvěrů však doplácetí poctiví dlužníci, kteří platí vyšší úroky proto, že si banky kompenzují ztráty.

V roce 2001 dostali tři američtí ekonomové **Michael Andrew Spence**, **Joseph Eugene Stiglitz** a **Artur Akerlof** Nobelovu cenu za ekonomii za svůj přínos k analýze trhů s asymetrickými informacemi. Obecně nejznámější je například Akerlofova analýza trhu s ojetými auty.

Vychází z principu, že ekonomické subjekty na jedné straně trhu mají mnohem lepší informace než subjekty na druhé straně trhu. Tedy skutečnost, která provází lidstvo od nepaměti, ale ekonomická teorie se začala zabývat touto problematikou až s nástupem metodologického pozitivizmu. Lidé spolu dobrovolně spolupracují právě proto, že jsou odlišní a nerovní. To umožňuje dělbu práce a profesní specializaci. Právě asymetričnost informací umožňuje výměnu statků a informací, které lidé v danou dobu potřebují. Pouhou směnou tak dochází ke snižování relativní vzácnosti a růstu relativního bohatství. Směna tedy nemusí být neekvivalentní. Snaha o nápravu výchozí lidské asymetrie tak pro někoho paradoxně jde proti podstatě lidského soužití a dobrovolné tržní spolupráci. To má samozřejmě i důsledky pro potírání negativních následků morálního hazardu a nepříznivého výběru. Právě dobrovolná tržní spolupráce vede k odbourávání vzácnosti a efektivní kooperaci, která principiálně ovlivňuje morální hazard i nepříznivý výběr. Separování informačních asymetrií od lidské přirozenosti za účelem jejich společenské nápravy vede v konečném důsledku k jejich přirozené degeneraci. A je to právě nedobrovolný regulační zásah do dobrovolné a neekvivalentní směny v podobě umělých asymetrií s třetí osobou, který vytváří méně hodnotnou směnu, umělou vzácnost a neodpovědnost – tedy problém morálního hazardu logicky „bobtná“.⁴⁴

Základní pravidlo, dle kterého se řídí ekonomie, říká, že lidé při své ekonomické aktivitě porovnávají výnos z této aktivity s vynaloženým úsilím a rozhodují se pro takovou aktivitu, u níž očekávají maximální výnos. Finanční svět je neviditelný svět, ve kterém dochází k silnému přerozdělování bohatství a chudoby mezi lidmi. Z principu nemůže platit, že všichni bohatnou (potom by nikdo nepracoval a každý by byl na finančním trhu)⁴⁵. V praxi při investování do rizikových transakcí nastávají dvě situace – investice

⁴⁴ Munzi, T.: Tragický odkaz „léčby“ hypoteční krize. Centrum pro ekonomiku a politiku, Praha, 2008, str. 79.

⁴⁵ Jílek, J.: Finanční trhy a investování. Praha 2009, str. 11.

je pro investora zisková nebo ztrátová. Nejčastějším příkladem morálního hazardu dle Jany Soukupové⁴⁶ je situace, kdy mezi ekonomickými subjekty vzniká vztah nájemce a zmocněnce a kdy nájemce, který má jen malé množství informací, pověřuje zmocněnce splněním úkolu. Způsobem provedení ovlivňuje zmocněnec užitek nájemce. Nájemce se díky informační asymetrii dostává do nevýhodnějšího postavení než zmocněnec. Pokud se zájmy zmocněnce liší od zájmů nájemce, může zmocněnec tohoto postavení využít ve svůj prospěch. Morální hazard tedy vypovídá o situaci, kdy je jedna strana znevýhodněna tím, že nemůže sledovat jednání druhé strany. Tyto případy popisují problém tzv. skrytého chování. Skryté chování vzniká při činnostech, které nemohou být přesně a bez dodatečných nákladů pozorované jinými subjekty.

Morální hazard je výsledkem asymetrických očekávání. Finanční instituce očekávají, že centrální banka v případě krize zasáhne a zachrání je. Na druhou stranu, stát poté musí uhradit obrovské sumy spojené se zásahy vedoucími k odstranění krize, což se většinou děje za peníze daňových poplatníků. Díky tomuto schématu dochází k privatizaci zisků a socializaci rizik. Je to určitá forma toho, co ekonomové nazývají negativní externalita⁴⁷. Nabízí se zde důležitá otázka, zdali by stát a centrální banka neměly nechat následky krize pocítit všem zúčastněným subjektům, aby se s ní sami vypořádaly. Jistě by to do budoucna vedlo k větší opatrnosti v jednání všech stran - banky by obezřetněji kupovaly rizikové investice, střadatelé by si pečlivěji vybírali banku, kam své úspory vloží.

1.3.2 Nepříznivý výběr (Averse Selection)

Nepříznivý výběr vzniká ještě před realizací finanční transakce. Finanční transakcí chápeme půjčku, kde jako ekonomické subjekty figurují zájemce o půjčku a poskytovatel finančních prostředků (dlužník a věřitel)⁴⁸.

⁴⁶ Soukupová, J. a kol.: Mikroekonomie, Praha 2003, str. 64-65.

⁴⁷ Část nákladů spojených s určitou produkcí nese původce, ale přenáší je na ostatní. Mah-Hui-Lim, M.: Old Wine in a New Bottle: Subprime Mortgage Crisis – Cause and Consequences. WP No. 532, The Levy Economics Institute of Bard College, 2008, s. 22-23.

⁴⁸ Pohled na finanční transakce Frederika Mishkina.

Nepříznivý výběr je definován jako proces, který vede k tomu, že méně seriózní subjekty trhu se zúčastní dobrovolné směny spíše než ostatní, kteří mají trh tendenci opouštět⁴⁹.

Nepříznivý výběr koresponduje se situacemi, kdy jedna strana trhu nemůže pozorovat kvalitu statku nebo služeb na druhé straně trhu. Proto bývá často označován za problém skrytých informací. Skryté informace popisují případy, kdy má jedna strana trhu více znalostí než druhá. Prodávající zboží a služeb má lepší informace než kupující. Jako příklad může sloužit prodej ojetých automobilů a nemovitostí. V důsledku asymetrických informací se realizují rizikové obchody, které snižují očekávaný výnos. Jako příklad nepříznivého výběru můžeme uvést ztráty vkladů a výnosů při krachu bank, popřípadě úvěrové ztráty způsobené špatnou informovaností.

Na základě zhodnocení prezentovaných přístupů autorů vymezují chápání pojmu finanční krize pro účely této práce následovně. Zjednodušeně by se dalo říci, že pojem finanční krize může být chápán jako širší termín pro pojmenování různých podob krizí dluhových, bankovních, měnových, jejich kombinací a jiných velmi vážných problémů zasahujících do „zdravého“ hospodářství země.

Já se však ztotožňuji také s výstižnou definicí profesora Musílka, který finanční krizi chápe jako *„výrazné zhoršení velké většiny finančních indikátorů projevující se nedostatečnou likviditou finančního systému, rozsáhlou insolventností finančních institucí, nárůstem volatility výnosových měr finančních instrumentů, výrazným poklesem hodnoty finančních a nefinančních aktiv a podstatným snížením rozsahu alokace úspor ve finančním systému“*⁵⁰.

⁴⁹ Soukupová, J.: Mikroekonomie, str. 71, Praha, 2003.

⁵⁰ Musílek, P.: Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech. Výzkumná studie grantové agentury ČR GA 402/02/1308, Praha, 2004, str. 11.

2 MODELY FINANČNÍCH KRIZÍ

Dle výzkumné studie Grantové agentury ČR je problematice finančních krizí věnován zlomek příspěvků či publikací v české ekonomické a finanční literatuře.

Mezi základní modely, které objasňují finanční krize, patří⁵¹:

- Finanční krize vyvolaná nadměrnou úvěrovou expanzí.
- Finanční krize vyvolaná chybnou makroekonomickou politikou.
- Finanční krize vyvolaná nadměrnou finanční liberalizací.
- Finanční krize vyvolaná finanční panikou.
- Finanční krize vyvolaná splasknutím cenové bubliny.
- Finanční krize vyvolaná selháním trhu.
- Finanční krize vyvolaná nadměrným přílivem zahraničního kapitálu.
- Finanční krize vyvolaná institucionální nedokonalostí ekonomiky.
- Finanční krize vyvolaná hospodářskými cykly a strukturálními problémy.
- Finanční krize vyvolaná skupinou faktorů.

2.1 Finanční krize vyvolaná nadměrnou úvěrovou expanzí

Irving Fischer, jenž je považován za předního amerického ekonoma, který byl svědkem jedné z nejsložitější a nejdramatičtější ekonomické události dvacátého století a který byl jedním z nejaktivnějších ekonomů hledajícím řešení, spatřuje původ finanční krize v nadměrné úvěrové expanzi. Ve své dluhově-deflační teorii vysvětloval, co se stalo ve Spojených státech a Evropě v letech 1929 a 1932. S odvoláním na první faktor – nadměrné zadlužení, Fischer neměl pochybnost o tom, že domácnosti v „předvečer krize“ byly silně předluženy. Jedním z faktorů, stojícím v pozadí vytvoření tak velkého dluhu, byla válka: „*To support the most colossal of wars required prodigies of finance.*”⁵² S odkazem na Spojené státy bylo nutno vzít v úvahu také další aspekty, jako např. investiční boom ve dvacátých letech, vyvolané šířením technologických inovací ve

⁵¹ Musílek, P.: Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech. Výzkumná studie grantové agentury ČR GA 402/02/1308, Praha, 2004, s. 13.

⁵² Fischer, I.: Booms and Depressions. Adelphi, New York, 1932, str. 71.

výrobě, což se projevilo nárůstem výstupu a cenové hladiny, ale také zvýšením dluhových investic firem založeném na očekávání velkých budoucích zisků. Růst cen způsobuje dodatečný optimismus firem a současně snižuje reálnou hodnotu závazků, což je impulsem k dalším půjčkám. Stav předluženosti definuje Fischer jako „stupeň zadluženosti umožňující vznik insolventnosti⁵³“, a za této situace se stává ekonomika značně citlivou a finanční situace může být kdykoliv odstartována jak dlužníky, tak věřiteli:

„*The bankers and their depositors beran raiding each other in a cut-throat competition*⁵⁴“.

Postupně dochází ke zhoršení úvěrové kvality portfolia, protože dlužníci přestávají být schopni splácet závazky a věřitelé odmítají financovat jakékoliv projekty. Tato skutečnost vede k prodeji aktiv „v tísní“ s následným poklesem jejich hodnoty. Vkladatelé vyvolají run na banky, protože zhoršená kvalita úvěrového portfolia bank má dopad na vlastní jmění, a tím se mohou banky stát insolventní, vyvolaná finanční panika pak vytváří tlak na další pokles cen aktiv, snížení zaměstnanosti a reálného výstupu ekonomiky.

Fischerův model finanční krize lze shrnout následujícím způsobem⁵⁵:

↑ **nové vynálezy a objevy** → ↑ **investice** → ↑ **reálný výstup** → ↑ **ceny** →
↑ **investice** → ↑ **dluhové financování** → ↑ **spekulace** → ↑ **úvěry** → ↓ **rezerv bank** →
↑ **peněžní nabídka** → ↑ **inflace** → ↑ **optimismus** → ↓ **reálná hodnota dluhů** →
↑ **dluhové financování** → ↑ **zadluženost (předluženost)** → ↑ **nebezpečí insolventnosti** →
↑ **prodej aktiv v tísní** → ↓ **cena aktiv** → ↑ **nevýkonné úvěry** →
↓ **vlastní jmění bank** → ↑ **insolventnost bank** → ↑ **nejistota vkladatelů a run na banky** →
finanční panika → ↓ **cena aktiv** → ↓ **reálný výstup a zaměstnanost** →
↑ **bankroty nebank** → ↑ **bankroty bank** → **finanční krize.**

Minsky se stal slavným díky své knize *John Maynard Keynes. Hypotéza nestability* z roku 1975. Ve své interpretaci Keynesese, na níž postavil celou teorii nestability,

⁵³ tamtéž, s. 9.

⁵⁴ tamtéž, s. 104.

⁵⁵ Musílek, P.: Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech. Výzkumná studie grantové agentury ČR GA 402/02/1308, Praha, 2004, s. 15.

připisuje finančnímu systému, finančním institucím a jejich schopnosti přizpůsobovat a měnit se, důležitou roli v tržní ekonomice⁵⁶.

Tvrdí, že zranitelné finanční prostředí vzniká zejména v důsledku nestability dluhového financování. Minsky ve své teorii rozlišuje tři typy financování aktiv⁵⁷:

- **opatrné finanční jednotky** (hedge financing units) nebo opatrnické financování (hedge financing), které předpokládá, že očekávané peněžní toky budou převyšovat budoucí splatné závazky (úroky i jistina) a je pravděpodobné, že finanční jednotka je tím více opatrná, čím větší má podíl vlastního jmění ve finanční struktuře. Ekonomické subjekty ve svých očekáváním odhadují jistou minimální hodnotu peněžních toků a na základě toho se rozhodují. Riziko vzniká v situacích, které vedou k poklesu budoucích peněžních toků pod minimální úroveň a k tomu může dojít z důvodu recese, která postihne celé odvětví či ekonomiku.
- **spekulativní finanční jednotky** (speculative financing units) nebo spekulativní financování, které předpokládají, že očekávané důchodové toky budou postačovat na splacení úrokových závazků, tzn. opakovaně refinancují své závazky nebo obnovují úvěry. Taková situace může nastat, když subjekt očekává příznivější vývoj úrokových měr v budoucnosti anebo v případě rozsáhlých investičních akcí, popřípadě při nesouladu mezi tržbami a splatností závazků. Jako důsledek růstu úrokových sazeb může dojít k poklesu současné hodnoty očekávaných peněžních toků a v případě, že je hodně vysoký, může dojít k tomu, že jednotka nebude schopná dostát svým závazkům.
- **Ponziho finanční jednotky** (Ponzi financing units)⁵⁸ nebo ultraspekulativní financování, které nemají peněžní toky ani pro splacení svých úrokových závazků. Buď tedy spekulují na extrémní vzestup cen spekulativních aktiv a prudký pokles úrokových sazeb – tento typ financování je znám ze stoupajících trhů a lze se s ním setkat běžně na kapitálových trzích při očekávání výrazného

⁵⁶ Hoenig, T.M.: Perspectives of Financial Crisis – What We Learned from the Event of Recent Years? Eleventh Annual H.p. Minsky Conference, 2001, s. 1.

⁵⁷ Sojka, M.: Máme se ještě bát velké deprese? Sborník textů, CEP, Praha 2004, s. 40.

⁵⁸ Charles Ponzi je považován za zakladatele pyramidových investičních schémat. Ponzi na základě slibu zdvojnásobení vložených finančních prostředků díky nákupu cenných papírů, vylákal během 90 dnů od 40.000 amerických investorů téměř 15 milionů dolarů. Celá akce měla charakter „letadla“, ale byla založená na podvodu, protože z nově získaných peněz proplácel Ponzi nároky předcházejících investorů a hra fungovala v případě, že každá další „generace“ početnější a přinesla více peněz než ta předchozí. Jakmile se růst zastavil, vše krachlo. V srpnu 1920 byl Ponzi za tento podvod odsouzen na 3 roky.

vzestupu při spekulaci s pozemky nebo jinými aktivy, nebo tyto jednotky podvodně podnikají (pyramidové hry). Ultraspekulativní typ financování vede k insolventnosti a bankrotům v okamžiku, kdy trh začne stagnovat či klesat a aktiva se těmto subjektům ještě nepodařilo prodat za dostatečně vysoké ceny, které by jim umožnily dostát svým závazkům.

Podle Minského je zranitelnost finančního systému tím větší, čím více se v ekonomice vyskytuje spekulativních jednotek a Ponziho typu. Tento typ aktivit je závislý zejména na vývoji cen aktiv, která byla tímto způsobem dluhově financována. Pokud se příliš mnoho ekonomických subjektů dostane do situace, kdy nemohou dostát svým závazkům, pak nastupuje finanční krize. Typickým příkladem takové situace dle Minského byla Velká deprese v třicátých letech.

Minského model lze shrnout následujícím způsobem:

↑ **exogenní šok** → **změněné ekonomické a investiční prostředí** → **boom** →
↑ **bankovní úvěry** → ↑ **efektivní poptávka a spekulace** → ↑ **ceny aktiv** → ↑ **investice**
→ **euforie** → **spekulace** → **podnikání** → ↑ **cena aktiv** → ↑ **nadměrná spekulace** → ↑
prodej aktiv insidery → ↓ **cena aktiv** → ↓ **peněžní toky finančních jednotek** → ↑
prodej finančních a kapitálových aktiv → **refinanční krize** → ↑ **insolventnost**
spekulativních a Ponziho finančních jednotek → ↓ **hodnota aktiv bank** →
insolventnost bank → **run vkladatelů** → **finanční krize** → **mezinárodní finanční**
krize.

Exogenním šokem může být například začátek nebo konec války, inovace, abnormální úroda, revoluce nebo jakýkoliv jiný faktor, který výrazně změní ekonomické prostředí a vytvoří nové investiční příležitosti. Boom, který vznikne, je financován zejména úvěry a expanzivní úvěrová politika bank podporuje efektivní poptávku a spekulaci. Růst poptávky je doprovázen růstem cen aktiv, což podpoří nové investice a vzniklý optimismus přivodí to, že v ekonomice postupně převládne spekulace nad podnikáním, což opět vyvolá růst cen aktiv a nekontrolovanou spekulaci. Lépe informované osoby si včas uvědomí, že na trhu vzniká neudržitelná situace, a začnou vysoce nadhodnocená aktiva vyprodávat, což způsobí jejich pokles. To negativně ovlivní peněžní toky

finančních jednotek, které pokles operativních peněžních toků kompenzují výprodejem finančních a kapitálových aktiv, přičemž jejich hodnota opět poklesne. Ztráta finanční důvěry a revize očekávání vyvolá refinanční krizi. Insolventní se stávají spekulativní a Ponzioho jednotky, banky se díky znehodnoceným aktivům stávají insolventní, vkladatelé vyvolají run na banky. Vzniklá finanční krize se rozšíří také do zahraničí v případě, že banky mají mezinárodně diverzifikované úvěrové portfolio.

Výše popsaný model uveřejnil ve svých dílech již Minsky, byl však dále rozvíjen a prosazen **Charlesem Kindlebergerem**, především v jeho knize *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*⁵⁹. Kindleberger vychází z podrobného rozboru historických událostí, přičemž tvrdí, že skutečné krize nejsou specifické nebo jedinečné, ale vyznačují se zpravidla obecnými charakteristikami⁶⁰:

„For historians each event is unique. Economics, however, maintains that forces in society and nature behave in repetitive ways. History is particular; economics is general.“

Kindleberger-Minsky model může být sumarizován do pěti etap⁶¹:

- posunutí (displacement),
- boom,
- expanze (overtrading),
- distancování se (revulsion) a
- klid (tranquillity).

Prvotním impulsem je tedy exogenní šok, který změní podnikatelské příležitosti (perspektivy, očekávání či ziskové příležitosti) minimálně v jednom ze sektorů⁶². Domácnosti a firmy následkem toho změní psychologické zaměření na nové objekty (displacement). V ekonomice propukne střízlivá spekulace (boom), zvýší se nabídka peněz, střízlivá spekulace se změní na iracionální spekulaci, orientovanou primárně na dosažení kapitálových zisků (overtrading). Expanze, doprovázená pozitivní zpětnou

⁵⁹ Kindleberger, Ch. P.: *Manias, Panics and Crashes: The History of Financial Crises*. John Wiley&Sons, Inc. 2001.1978, s. 223-232

⁶⁰ tamtéž

⁶¹ Saquib, O.F.: *The East Asian Crisis in Kindleberger-Minsky Framework*. *Brazilian Journal of Political Economy*, April-June, 2001, s.92.

⁶² tamtéž

vazbou z ekonomiky, vyústí nejen v úvěrovou expanzi (over-borrowing), ale také i expanzi investiční (over-investment) a spotřební (over-consumption). Ceny aktiv rostou, spekulativní mánie, která vznikne, podporuje nelegální metody obchodování a investování.

Současně dochází k přílivu zahraničního kapitálu, což opět podporuje úvěrovou expanzi a vznik cenové bubliny. Insideři rozpoznají, že ceny nemohou již nadále stoupat, prodejem nadhodnocených aktiv realizují zisk a odstartují pokles jejich cen. Do finanční tísně se dostanou předlužené ekonomické jednotky a začnou vyprodávat aktiva, čímž dojde opět k poklesu jejich cen.

V ekonomice nastává prudká změna (revulsion), vedoucí k masivnímu výprodeji aktiv, zamrznutí úvěrování, zhoršení kvality bankovních portfolií, runu na banky a rozšíření na mezinárodní finanční trhy. Zklidnění nastává v případě, že dojde k jedné z následujících akcí⁶³: omezení obchodu kvůli nízkým cenám, nízké ceny přinutí lidi investovat do méně likvidních aktiv, věřitel poslední instance dodá dostatečné množství peněz.

Stručně lze model shrnout následovně⁶⁴:

↑ **exogenní šok** → **změna očekávání** → ↑ **střízlivá spekulace** → ↑ **iracionální spekulace** → ↑ **bankovní úvěry** → ↑ **spekulativní mánie** → ↑ **nelegální obchody** → ↑ **zahraniční kapitál** → ↑ **bankovní úvěry** → ↑ **cenová bublina** → ↑ **cena aktiv** → **insideři realizují zisky** → ↓ **cena aktiv** → ↑ **finanční tíseň předlužených jednotek** → ↑ **prodej aktiv** → ↓ **cena aktiv** → ↓ **důvěra** → **panika** → ↑ **prodej aktiv** → ↓ **bankovní úvěry** → ↑ **insolventnost** → ↓ **hodnota aktiv bank** → ↑ **insolventnost bank** → ↑ **výběry vkladatelů** → **finanční rozvrat** → **finanční krize** → **mezinárodní finanční krize**.

⁶³ Saquib, O.F.: The East Asian Crisis in Kindleberger-Minsky Framework. Brazilian Journal of Political Economy, April-June, 2001, s.92-93.

⁶⁴ Musílek, P.: Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech. Výzkumná studie grantové agentury ČR GA 402/02/1308, Praha, 2004, s. 16.

2.2 Finanční krize vyvolaná chybnou makroekonomickou politikou

Krugman⁶⁵ se domnívá, že kořeny vzniku finanční krize jsou v neadekvátní makroekonomické politice (měnová expanze, fiskální deficit, pevně zavěšený měnový kurs). Jeho model vychází z krize platební bilance, která vzniká v okamžiku, kdy je měnová expanze centrální banky nekonzistentní s kursovým režimem pevně zavěšeného měnového fondu. Měnová expanze centrální banky slouží k monetizaci fiskálního deficitu, přičemž však devizové rezervy centrální banky se postupně vyčerpávají, což znamená, že tato skutečnost přiláká devizové spekulanty, kteří zaútočí na pevně zavěšený měnový kurs, čímž dochází k dalším poklesům devizových rezerv. Centrální bance nezbyvá nic jiného, než opustit systém pevně zavěšených měnových kursů, přejít na floating, což však vyvolá paniku mezi zahraničními investory, kteří začnou masivně vyprodávat domácí aktiva. Pokud zahraniční investoři mají významné pozice v domácích aktivech, pak jejich chování může vyvolat i paniku mezi domácími subjekty. V pojetí Krugmana⁶⁶ se finanční krize projevuje zejména jako měnová (devizová) krize, která je však předvídatelná, poněvadž lze předpovídat spekulativní útok na měnu.

Model lze stručně zapsat následovně:

Neadekvátní makroekonomická politika → krize platební bilance → ↑ devizová spekulace → ↓ devizové rezervy → změna kursového režimu → ↓ prodej domácích aktiv zahraničními investory → finanční krize.

Naopak **Obstfeld**⁶⁷ se domnívá, že výskyt měnové krize je nepředvídatelný. Dle Obstfelda, který se při vytvoření modelu řídil Floodem a Garberem, spekulativní útoky na měnu se vyskytují v prostředí, kde případné opuštění pevného směnného kurzu je nevyhnutelné.

Obstfeldův model má tři součásti⁶⁸ a bývá řazen do modelů druhé generace⁶⁹.

⁶⁵ tamtéž

⁶⁶ Selhání finančních trhů dle Krugmana je detailněji popsáno v další kapitole.

⁶⁷ Obstfeld, M.: Rational and Self-fulfilling Balance-of-Payments Crises. National Bureau of Economic Research, November 1984, s. 4.

⁶⁸ Obstfeld, M.: The Logic of Currency Crises. National Bureau of Economic Research, Working Paper 4640, February 1994.

⁶⁹ O modelech druhé generace je podrobněji pojednáno dále v textu.

2.3 Finanční krize vyvolaná nadměrnou finanční liberalizací

Finanční liberalizace spočívá v odstraňování omezení aktivit bank a jiných finančních institucí při poskytování finančních služeb jako jsou například přijímání vkladů a poskytování úvěrů, a to tak, že samy instituce rozhodují, komu, dle jakých finančních kritérií budou poskytovat úvěry, jaké úroky mohou nabízet za přijaté vklady a do jakých aktiv budou volné finanční prostředky alokovat. Finanční liberalizace způsobuje změnu prostředí.

Měnové a bankovní krize bývají často spojeny, od konce 80. let se objevují častěji než dříve obě krize současně (tzv. **dvojité krize, twin crises**). Je tomu tak proto, že devalvační očekávání jsou vyvolána inflačními očekáváními, která vznikají z důvodu úvěrové pomoci centrální banky ostatním bankám.⁷⁰ Dle autorek **Kaminské a Reinhartové** typicky předchází krize bankovní měnovým krizím:

„We find that: problems in the banking sector typically precede a currency crisis—the currency crisis deepens the banking crisis, activating a vicious spiral; financial liberalization often precedes banking crises.”⁷¹

Kaminská a Reinhardová spatřují původ finanční krize v nadměrné liberalizaci finančního systému. Finanční krize se zpravidla vyskytují v období, které následuje po realizaci rozsáhlých finančních liberalizačních programů, poté vzniká v ekonomice bankovní krize, která je pak následována měnovou krizí:

„We find that banking and currency crises are closely linked in the aftermath of financial liberalization, with banking crises, in general, beginning before the currency collapse”⁷².

Kaminská a Reinhardová zkoumaly 76 měnových krizí a 26 bankovních krizí ve dvaceti rozvojových zemích v letech 1970-1995⁷³.

⁷⁰ Helísek, M.: Měnové krize (empirie a teorie), Professional Publishing, IČRE, Praha 2004, s. 13.

⁷¹ Kaminsky, G.L., Reinhart, C.M.: The Twin Crises: The Cause of Nankiny ND Balance-of-Payments Problems, International Finance Discussion Pápera No.544. The Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 1996, s. 473.

⁷² tamtéž, s. 491.

⁷³ Dooley, M. P.: A Model of Crises in Emerging Markets. NBER Working Paper, No. 6300, December 1997, s. 10.

Model se pak dá zapsat následovně⁷⁴:

Finanční liberalizace → bankovní krize → měnová (devizová) krize.

Také IMF (MMF) ve svém dokumentu Financial Crises připouští, že zvýšený výskyt bankovních krizí v druhé polovině 80. let je zapříčiněn liberalizací finančního sektoru⁷⁵.

Jonáš (2004) rovněž tvrdí, že liberalizace a reformy finančního systému jsou základní příčinou finančních krizí, zejména na nově vznikajících trzích. Finanční liberalizace⁷⁶ přichází většinou po dlouhém období přísné regulace a finanční deprese. V ekonomice je nahromaděná a neuspokojená poptávka po bankovních úvěrech a finančních službách. Díky finanční liberalizaci dojde k zostření konkurenčního prostředí.

Jonáš dále tvrdí⁷⁷:

„Finanční liberalizace bývají taktéž mnohdy doprovázeny rostoucím optimismem investorů, pokud jde o ziskovost investičních projektů. Liberalizace podnikatelských aktivit často vede k doslovné explozi různých investičních a rozvojových projektů a úměrně tomu roste i poptávka po bankovním financování. Vzhledem k tomu, že se jedná mnohdy o subjekty, které se nemohou vykázat žádnou úvěrovou historií a nebo předtím fungovaly v naprosto odlišném ekonomickém prostředí (vysoká inflace, chráněné trhy), což posouzení jejich kredibility ztěžuje, je pro banky velice obtížné vyhodnocovat úvěrové riziko podobných projektů. Zároveň jsou však banky pod tlakem udržet si či posílit své postavení na trhu, což může přispívat ke snížené opatrnosti a vyšší pravděpodobnosti chybných rozhodnutí.“

Režim fixního kurzu podporuje příliv zahraničního kapitálu, podporuje optimismus a v bankách expanduje úvěrová politika. Roste poptávka po aktivech a s ní i jejich cena. Banky poskytují více úvěrů na spekulativních trzích a cenová bublina roste. Pokud dojde k identifikaci nebezpečí, dojde k odlivu krátkodobého kapitálu, prasknutí bubliny,

⁷⁴ Musílek, P.: Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech. Výzkumná studie grantové agentury ČR GA 402/02/1308, Praha, 2004, s. 17.

⁷⁵ International Monetary Fund: Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability, str. 77, Praha, 1998.

⁷⁶ Finanční liberalizací může být například odstraňování omezení aktivit bank a ostatních finančních institucí, poskytování finančních služeb atp.)

⁷⁷ Jonáš, J.: Bankovní krize a ekonomická transformace. Management Press, Praha 1998, s.33 In: Musílek, P.: Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech. Výzkumná studie grantové agentury ČR GA 402/02/1308, Praha, 2004, s. 18-19.

znehodnocení aktiv, insolventi finančních i nefinančních firem a možnému kolapsu celého systému.

Tento model finanční krize lze popsat následovně⁷⁸:

↑ **tuhá regulace a finanční deprese** → **finanční liberalizace a politika pevného měnového kurzu** → ↑ **optimismus** → ↑ **úvěry bank** → ↑ **ekonomický růst** → ↑ **optimismus domácích a zahraničních subjektů** → ↑ **zahraniční krátkodobé zdroje** → ↑ **poptávka na spekulativních trzích** → ↑ **hodnota akcií a nemovitostí** → ↑ **bankovní úvěry na spekulativních trzích** → **cenová bublina spekulativních aktiv** → **změna chování zahraničních portfoliových spekulantů** → ↓ **zahraniční krátkodobý kapitál** → ↑ **prodej aktiv** → **prasknutí spekulativních cenových bublin** → ↑ **insolvence finančních a nefinančních firem** → **finanční krize.**

2.4 Finanční krize vyvolaná finanční panikou

Diamond a Diving se ve své práci věnují runu vkladatelů na banky a možným krokům k jejich prevenci⁷⁹. Run na banku je dle nich způsoben posunem v očekáváních investorů. Banky investují do dlouhodobých, nelikvidních investičních projektů, a nabízí depozitní instrumenty s možností jejich předčasné výpovědi v případě, že vkladatel potřebuje likviditu. Depozitní instrumenty poskytují vkladatelům pojištění proti likvidním šokům vyvolaným neočekávanou poptávkou z důvodu běžné spotřeby. V případě předčasného výběru tím banka slibuje vyšší zhodnocení peněžních prostředků oproti přímému investování do nelikvidních aktiv. Banka zajišťuje požadovanou likviditu, ale zároveň je zranitelná v okamžiku, kdy velká část vkladatelů požaduje předčasný výběr svých depozit. I když run na banku může odstartovat cokoliv, podmínkou jeho odstartování je obava vkladatelů:

„During a bank run, depositors rush to withdraw their deposits because they expect the bank to fail.“

⁷⁸ Musílek, P.: Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech. Výzkumná studie grantové agentury ČR GA 402/02/1308, Praha, 2004, s. 19.

⁷⁹ Ve své práci analyzovali model ekonomie s jednou bankou, viz. Diamond D, Diving, P.: Bank Runs, Liquidity and Deposit Insurance. Journal of Political Economy, 1983, s. 7.

Přestože je kolektivním zájmem nevybírat předčasně depozita z důvodu nákladnosti likvidace dlouhodobých nelikvidních aktiv, individuálním zájmem je však co nejrychleji získat peníze. Jako jednu z možností prevence a omezení bankovních runů je zavedení pojištění depozit:

„Deposit insurance is shown to be able to rule out runs without reducing the ability of banks to transform assets⁸⁰.“

Výše popsaný model lze zapsat následovně⁸¹:

↑ **neočekávaná informace** → ↑ **obavy investorů a vkladatelů** → ↑ **run** → ↑ **finanční panika** → ↑ **finanční krize**.

Sachs a Radelet⁸² již v úvodu své práce zdůrazňují, že finanční panika je hlavním důvodem finanční krize v Asii v druhé polovině roku 1997. Jádrem krize byl velký příliv zahraničního kapitálu, který „snadno podléhal panice“. Úprk zahraničních investorů způsobil výrazné znehodnocení asijských měn a to mělo negativní dopad na finanční hospodaření asijských firem. Radelet a Sachs zastávají názor, že liberalizace asijského finančního systému není doprovázena dostatečnou kontrolou⁸³, finanční instituce jsou vystaveny novým a neznámým rizikům. Nedokonalý právní systém, netransparentní účetní standardy, neúplné informační povinnosti umožňují finančním institucím a regulatorním orgánům zastírat problémy finančního systému a vládní programy buď opožděně a nebo nevhodně reagují na slabost finančního systému :

„The search in on for culprits within Asia - corrupt and mismanaged banking systems, lack of transparency in corporate governance, the short-coming of state-managed capitalism. At least as much attention, if not more, should be focused on the international financial system.“⁸⁴

⁸⁰ Ve své práci analyzovali model ekonomie s jednou bankou, viz. Diamond D, Dunning, P.: Bank Runs, Liquidity and Deposit Insurance. Journal of Political Economy, 1983, s 3.

⁸¹ Musílek, P.: Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech. Výzkumná studie grantové agentury ČR GA 402/02/1308, Praha, 2004, s. 20.

⁸² Radelet, S., Sachs, J: The Onset of the East Asian Financial Crisis. Harvard Institut for International Development, March 1998.

⁸³ Dostatečná kontrola chyběla zejména v Thajsku.

⁸⁴ Radelet, S., Sachs, J: The Onset of the East Asian Financial Crisis. Harvard Institut for International Development, March 1998, s.1-2.

Zde se ještě přidala neadekvátní doporučení MMF jako například okamžité uzavírání bank, zpřísnění poskytování úvěrů atp., což dále prohloubilo finanční problémy.

Model lze zkráceně zapsat následovně⁸⁵:

„odjištění spouště“ → finanční panika → panický úprk zahraničního kapitálu → ↓ kurs domácí měny → ↓ insolventnost finančních a nefinančních firem → ↓ likvidita finančního systému → neadekvátní doporučení MMF → finanční krize.

2.5 Finanční krize vyvolaná splasknutím cenové bubliny

Předpoklady pro vznik cenové bubliny a její stádia popisuje například **Siebert**⁸⁶ a dle něj existují následující předpoklady:

- Růst cen aktiv nestimuluje dostatečně nabídku, aby působila proti růstu cen.
- Investoři formují svá očekávání na základě budoucí ceny (pravděpodobnost prasknutí/nepřasknutí bubliny je v jakémkoliv okamžiku 50 %) a tím je tato budoucí cena v současné již obsažena.
- Očekávání dočasně posilují samy sebe – např.: očekává-li se z nějakého důvodu růst cen pozemků, všichni budou chtít držet pozemky a spekulovat na jejich růst – a tím očekávání samo potvrdí svou správnost.
- Je ekonomicky výhodné držet se stáda.
- Existuje úvodní impuls – jedním z nich může být změna v očekávání, např.: cena ropy poroste díky zvětšující se vzácnosti, nebo že další zlato bude nalezeno po nález prvního nuggetu – takový impuls bude mít za následek růst peněžní zásoby, která bude tlačit na růst cenové hladiny, jenž však bude s největší pravděpodobností reálně devalvovat měnu méně, než ta bude z již dříve uvedených důvodů reálně appreciovat. Růst peněžní zásoby se proto projeví často až po prasknutí bubliny v nárůstu tempa inflace. Dle Sieberta také deregulace finančních trhů usnadňuje růst bublin a jako příklad uvádí finanční krizi v Thajsku (1997).

⁸⁵ Musílek, P.: Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech. Výzkumná studie grantové agentury ČR GA 402/02/1308, Praha, 2004, s. 21.

⁸⁶ Siebert, H.: The World Economy. Routledge, London, 2000, s 117-147.

Spekulativní racionální bublina může v každém období (měřeno jako odchylka ceny aktiv od jejich vnitřních hodnot) pokračovat v dalším růstu, nebo může splasknout. Splasknutí racionální cenové bubliny je neočekávané, avšak ne zcela nepředvídatelné, poněvadž i tržní účastníci si uvědomují nebezpečí bubliny. Ačkoliv prasknutí bubliny bylo následováno krizí, ne vždy došlo k destabilizaci finančního systému. Zde záleží na síle dohledových a regulatorních institucí, transparentnosti účetních standardů, makroekonomické stabilitě a také na tom, jak velký propad „znamená problém“. Například propad trhu v USA o 5% jistě znamená velký problém, zatímco v rozvojových zemích nikoliv.

Průběh se pak dá zapsat následovně⁸⁷:

Splasknutí racionální cenové bubliny → ↓ cena aktiv → finanční krize.

Summers a Schleifer vysvětlují vytvoření a splasknutí bublin teorií hlučného obchodování, která je založena na dvou předpokladech⁸⁸:

- ne všichni investoři se chovají racionálně,
- arbitráže lze realizovat pouze v omezeném rozsahu.

„First, some investors are not fully rational and their demand for risky assets is affected by their beliefs or sentiments that are not fully justified by fundamentals news. Second, arbitrage - defined as trading by fully rational investors not subject to such sentiment - is risky and therefore limited⁸⁹“

V kapitole nazvané „The Limits of Arbitrage“ uvádějí, že na finančním trhu existují dvě skupiny účastníků⁹⁰:

- arbitrážěři („smart money“), kteří mají racionální investiční očekávání, a
- jiní investoři („noise traders and liquidity traders“), kteří na rozdíl od první skupiny se mohou dopouštět systematických chyb při svém rozhodování.

⁸⁷ Musílek, P.: Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech. Výzkumná studie grantové agentury ČR GA 402/02/1308, Praha, 2004, s. 21.

⁸⁸ Schleifer, A., Summers. L.H.: The Noise Trader Approach to Finance. Journal of Economic Perspectives, Spring 1990, s. 19-20.

⁸⁹ tamtéž

⁹⁰ tamtéž, s. 20-21

Arbitražéři předpokládají, že pokud dva finanční instrumenty mají stejné riziko, měly by mít také stejný očekávaný výnos a v případě, že tomu tak není, dosáhne arbitrážér bezrizikového zisku prodáním finančního instrumentu s nižším rizikově očištěným výnosem a koupí finančního instrumentu s vyšším rizikově očištěným výnosem. Arbitrážní transakce přispívají k tomu, že se musí dva dokonalé finanční instrumenty prodávat v jednom okamžiku za stejnou cenu. Arbitražéři hrají hlavní roli v teorii efektivního trhu⁹¹. Podle teorie hlučného obchodování je však realizace arbitrážních obchodů spojena s určitými problémy. Realizace arbitrážních obchodů v praxi není bezriziková. Arbitráž limitují dva typy rizika⁹². To první je fundamentální riziko. Summers se Schleiferem uvádějí příklad, kdy předpokládají, že finanční instrument je prodáván za vyšší tržní cenu než současná hodnota budoucích příjmů, arbitrážér spekuluje na pokles trhu a realizuje krátký (prázdný) prodej⁹³. Arbitrážér poté nese riziko investičních očekávání, která mohou být lepší, než očekával. Druhým rizikem je nejistota budoucí tržní ceny finančního instrumentu – při spekulaci na pokles kursů existuje riziko, že při uzavírání pozice bude tržní cena vyšší než když byla pozice otevírána, a tím utrpí ztrátu⁹⁴.

Podle stoupců teorie hlučného obchodování teorie efektivních trhů neobjasňuje adekvátně chování cen finančních instrumentů, finanční trhy jsou náchylné ke krátkodobým i dlouhodobým spekulativním vlnám, které jsou vyvolány „noise traders“ a které nejsou schopni zvrátit ani samotní arbitrážéři. Převážení hlučného chování pak

⁹¹ Myšlenku efektivního trhu poprvé vyjádřil v roce 1900 francouzský matematik Louis Bachelier ve své práci *The Theory of speculation*. Teorie se nerozšířila, teprve v 60. letech ji Eugene Fama rozpracoval ve své disertaci. Podle teorie efektivního trhu (efficient market hypothesis) cena každého finančního nástroje (akcie, dluhopisu, derivátu) v každém okamžiku plně odráží všechny dostupné relevantní informace, tzn. Finanční trh je informačně efektivní a na trhu údajně nelze nalézt chybě oceněné finanční nástroje. Pokud to platí, pak jediným důvodem pro změnu ceny je pouze nová informace. Bez nových informací se pak ceny akcií mění náhodně (random walk) a také jejich výnosnost je náhodná. Pokud je trh efektivní, pak od žádné analýzy akcií nelze očekávat, že výsledkem bude překonání benchmarku (standardu).

⁹² Schleifer, A., Summers. L.H.: *The Noise Trader Approach to Finance*. *Journal of Economic Perspectives*, Spring 1990, s. 21-22.

⁹³ Krátký prodej (short selling) je transakce, při které investor spekuluje na pokles tržních cen akciových instrumentů. Přesněji, jednotka spekuluje na to, že růst ceny aktiva bude nižší než původní prodejní cena zvýšená o výnos z hotovosti za dobu krátkého prodeje. Jednotka tedy spekuluje na to, že aktiva koupí zpět za cenu nižší než je původní prodejní cena zvýšená o výnos z hotovosti (či investice z hotovosti za dobu krátkého prodeje). Na rozdíl od toho klasická investiční strategie je založena na tom, že se instrumenty nakoupí za nízký kurs a prodají se za vysoký. Při krátkém prodeji je to obráceně.

⁹⁴ Schleifer, A., Summers. L.H.: *The Noise Trader Approach to Finance*. *Journal of Economic Perspectives*, Spring Spring 1990, s. 21-22.

negativně dopadá na ekonomiku, protože zvyšuje dodatečnou volatilitu⁹⁵ cen finančních instrumentů. Noise traders vytvářejí iracionální spekulativní bubliny.

Teorie hlučného chování vysvětluje cenové bubliny na finančních trzích na základě iracionálního chování části investorů. Při vytváření bubliny dochází k odchýlení správné ceny finančního instrumentu a jeho tržní ceny a tento nepoměr nemůže existovat dlouho.

Cenové bubliny, jako například tulipánové šílenství, tichomořská bublina, bublina v roce 1929⁹⁶ atd., jsou v populární finanční literatuře vysvětlovány na základě hypotézy „většího pitomce“⁹⁷ (greather fool hypothesis), která tvrdí, že investoři nakupují nadhodnocená aktiva s tím, že jsou přesvědčeni, že naleznou jiné investory, kteří od nich nakoupí za ještě vyšší ceny.

Na finančním trhu není nikdy dosaženo dokonalých informací. Kdyby totiž existovaly, nemohlo by docházet k účetním podvodům, akcionáři by ihned odhalili špatnou ekonomickou situaci podniku a ceny akcií by klesly. Jak příklad neefektivnosti trhu zmiňme investice američana Warrena Buffetta⁹⁸, který dlouhodobě překonával trh (dokonce se vyhnul investicím do technologických společností), což by za podmínek efektivního finančního trhu nebylo možné.

2.6 Finanční krize vyvolaná selháním trhu

Ekonomy, kteří spatřují příčiny ekonomických krizí v tržním selhání, jsou například Krugman, Mishkin nebo Akerlof. Finanční systém je náchylný k tržnímu selhání, to se projevuje zejména výskytem informační asymetrie, protože efektivní trh předpokládá participaci dokonale informovaných účastníků, ale na selhávajících trzích dochází k tomu, že různí účastníci disponují více či méně úplnými informacemi a/nebo mají různou schopnost vyhodnocení informací (informační asymetrie). Jak již bylo zmíněno

⁹⁵ Dodatečná volatilita (excess volatility) je kolísání cen, které není způsobeno změnou fundamentálních veličin.

⁹⁶ Detailněji je rozebráno v kapitole Souvislosti historických finančních krizí.

⁹⁷ Musílek, P.: Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech. Výzkumná studie grantové agentury ČR GA 402/02/1308, Praha, 2004, s. 23-24.

⁹⁸ Warren Buffett, který je pro svůj talent přezdívaný „zázrak z Omahy“ (oracle of Omaha) dříve kupoval nefungující podniky, které byly nevykonné, zrevitalizoval je a tím vydělal. Kupoval také pojišťovny, nyní běžně kupuje kontrolní balíky akcií a drží je po dlouhou dobu. Warren Buffett obsadil v roce 2008 první místo v seznamu nejbohatších lidí, který každoročně zveřejňuje americký magazín Forbes.

dříve, informační asymetrie se pak na trhu projeví ve formě nepříznivého výběru a/nebo výskytem morálního hazardu.

Paul **Krugman** rozdělil selhání finančních trhů do čtyř oblastí⁹⁹:

- Sebenaplňující se spekulativní krize (Self-fulfilling crisis)
- Stádní chování (Herding behaviour)
- Nákaza (Contagion)
- Manipulace trhem

Sebenaplňující se spekulativní krize – vychází z faktu, že opuštění fixního kurzu je neočekávané. Investor neodvede peníze ze země, pokud se domnívá, že měna není v nebezpečí spekulativního útoku. Krize však může vzniknout v případě, že mnoho individuálních investorů stáhne investici a dojde k velkému odlivu kapitálu. Výsledkem je, že buď optimismus nebo pesimismus, v případě sebe – naplňující krize tedy pesimismus, mohou vést i u zdravé ekonomiky, ke krizi.

Stádní chování (heard behavior) – je kopírování neracionálního chování jiných účastníků finančního trhu. Schiller ve své práci (1989) sledoval chování investorů při krachu akciového trhu v roce 1987 – jediný důvod, který vedl k masivnímu výprodeji, byl ten, že cena šla dolů. V kontextu měnové krize, takové chování mohlo znamenat, že vlna prodejů, bez ohledu na její příčiny, může být rostoucí pouhým „vzájemným kopírováním“ a povede až k „úprku od měny“. Teoretiky byly navrženy dva modely: Následování většiny – zahrnuje fakt, že investoři mají rozdílné informace (asymetrie informací na trhu). Předpokládejme, že investor 1 získá špatnou informaci týkající se nemovitostí, bude prodávat, potom investor 2, který má neutrální (nebo dokonce mírně pozitivní) privátní informaci, bude také prodávat. Třetí investor bude prodávat také, přestože má například pozitivní informaci z interního jednání vlády. Totiž skutečnost, že investoři 1 a 2 prodali, ho vede k závěru, že mohli obdržet negativní zprávy, přestože tomu tak není. Krugman uvádí, že Kehoe a Chari tímto modelem vysvětlují přehnaně citlivé reakce devizových trhů na zprávy o vyhlídkách ekonomiky.

Problém vztahu vlastníka a zprostředkovatele – jiné vysvětlení se zaměřuje na skutečnost, že na trzích náchylných ke krizím, řídí peníze agenti (specialisté), nikoliv

⁹⁹ Krugman, P.: Currency crisis. MIT Unpublished paper, 1997.

vlastníci. Specialista je hodnocen na základě srovnání s jinými specialisty, pak má tedy silnou motivaci jednat stejně a neodchylovat se od většiny. „Put it this way: I will probably feel worse if I lose money in a Thai devaluation when others do not than I will if I lose the same amount of money in a general rout“¹⁰⁰. Jinými slovy – budu raději, když prodělají všichni, včetně mě, než abych prodělal sám „experimentováním“.

Nákaza – jednoduché vysvětlení nákazy je to, že zahrnuje vazby mezi zeměmi – krize v jedné zemi vyvolá krizi v zemi jiné. Nákazou bývá označována i situace, kdy dojde ke způsobení krize na jiném trhu, nikoliv však v jiné zemi.

Manipulace trhem – předpokládejme, že zemi hrozí útok na měnu, v tom případě buď investoři uvěří, že opustí fixní kurz, nebo napodobují jeden druhého. V tomto případě může velký investor¹⁰¹ vydělat tím, že tiše zaujme krátkou pozici v dané zemi (spekulace na pokles) a poté záměrně vyvolá krizi kombinací veřejného vystoupení a nebo zřetelným prodejem domácí měny. Klasickým příkladem této strategie je Georgie Soros, který v roce 1992 zaútočil na britskou libru (viz. dále).

Například v případě asijské finanční krize je příčinou dle Krugmana selhání trhu. Na základě státní garance depozit získaly banky přístup k depozitům, vedoucí k nadměrné spekulaci s nimi.

Dle **Mishkina**¹⁰² může ekonomika upadnout do finanční krize několika způsoby:

První způsob zahrnuje přímý vliv devalvace měny v rozvaze firem. V případě devalvace domácí měny cizoměnové úvěry způsobí zvýšení dluhového zatížení domácností a firem¹⁰³. Na druhé straně je majetek nenominován v domácí měně, není zde souběžný nárůst hodnoty firemních aktiv. Výsledkem je, že devalvace vede

¹⁰⁰ Krugman, P.: Currency crisis. MIT Unpublished paper, 1997

¹⁰¹ Krugman navrhuje nazvat tyto velké spekulanty „Soroii“.

¹⁰² Mishkin, F. S.: Lessons from the Asian Crisis. NBER, Working Paper, No. 7102, April 1999.

¹⁰³ Velmi výstižně to komentoval ve své práci Hyman Minsky (The Financial Instability Hypothesis), který napsal: Mechanismus, který nás navede ke krizi, je hromadění dluhů. Konkrétní příkladem země s vysokým podílem dluhů v cizích měnách, které se dostalo v nedávné době do finanční krize, je Maďarsko. I když zde jde o kombinaci dvou faktorů – na jedné straně je to skupina nezodpovědných domácností, jejichž dluh v cizích měnách je neúnosně vysoký a který se jim výrazně prodražil při oslabení forintu. Na druhé straně to je také populistická vláda, která vykazovala vysoké deficity veřejných financí, zvyšovala platy ve veřejném sektoru o padesát až sedmdesát procent ročně, jen aby získala voliče. Dalšími zeměmi jsou například Lotyšsko, Ukrajina, Polsko, Rumunsko. Lotyšsko s Ukrajinou jsou v současné době na pokraji státního bankrotu.

k výraznému zhoršení kvality úvěrového portfolia bank, protože jako věřitelé jsou vystaveny vyšším rizikům ztráty, což v důsledku donutí banky omezit poskytování úvěrů¹⁰⁴.

Druhý mechanismus propojení měnové krize s finanční krizí je ten, že v rozvojových zemích může znehodnocení vést k vyšší inflaci. Významné znehodnocení měny, které vede k okamžitému tlaku na zvýšení cen, může vést k dramatickému nárůstu skutečné i očekávané inflace. V Mexiku vzrostla inflace v roce 1995 o 50% po předchozí měnové krizi (1994) a podobně tomu bylo v Indonésii. Nárůst očekávané inflace pak ještě krizi prohloubí, protože vede k růstu úrokových sazeb. Což vede opět k oslabení firem a domácností.

Třetí mechanismus spojující měnové a finanční krize je ten, že devalvace domácí měny může vést k zhoršení rozvah bank a vyvolat bankovní krizi. V rozvojových zemích mají tamější banky mnoho závazků v cizích měnách, takže se jejich platební morálka zhoršuje stejně jako u domácností a firem. Dalším problémem bank je to, že jejich cizoměnové úvěry jsou většinou krátkodobé, takže prudký nárůst jejich hodnoty vede k likvidním problémům banky, protože tento dluh musí být navrácen. Vzhledem k tomu, že zvláštnost bank spočívá v tom, že hrají důležitou roli při překonávání nepříznivého výběru a morálního hazardu problémy v úvěrovém trhu, a tak jsou jediným zdrojem úvěrů pro mnoho podniků. Snížení kvality úvěrového portfolia vyvolá měnovou krizi, poněvadž centrální banka obtížně brání fixní měnový kurz proti útoku devizových spekulantů slovními a přímými intervencemi, centrální banka použije razantnější nástroj ve formě úrokových intervencí a dramaticky zvýší úrokové sazby, což vede k růstu úrokových nákladů, prohloubení problémů dlužníků a zhoršení úvěrového portfolia bankovních institucí.

↑ **devalvace měny** → ↑ **finanční náklady dlužníků** → ↓ **bonita dlužníků** → ↑ **zhoršení úvěrového portfolia firem** → ↓ **hodnota aktiv bank** → ↑ **zhoršení likvidity bank díky krátké splatnosti cizoměnových úvěrů** → ↓ **likvidita finančního systému** → **bankovní krize** → **finanční krize.**

¹⁰⁴ Zhoršení rozvah firem díky devalvaci domácí měny byla hlavním zdrojem kontrakce ekonomiky ve východní Asii nebo Mexiku v roce 1995. Obzvláště silný dopad byl pak v Indonésii, kde domácí měna poklesla o více než 75%.

Dle **Arkelofa** a **Romera**¹⁰⁵ finanční krize vznikají, když banky jsou schopné získat úvěrové zdroje na základě implicitní¹⁰⁶ nebo explicitní¹⁰⁷ státní garance depozit. V případě, že banky nejsou efektivně regulovány a/nebo nejsou dostatečně kapitalizovány, mohou úvěrové zdroje používat na úvěrování vysoce rizikových či nelegálních aktivit. Ekonomie „drancování“ (Economics of Looting), kdy je využíváno státního krytí k odcizení depozit, je dle Arkelofa a Romera zcela běžná a hraje klíčovou roli při vzniku krizí. Model se dá zapsat jednoduše:

Explicitní a implicitní státní garance za bankovní depozita → ↑ **bankovní depozita**
→ ↑ **morální hazard bank** → ↑ **finanční krize**.

2.7 Krize vyvolaná nadměrným přílivem zahraničního kapitálu

Mezinárodní měnový fond, který se zabýval ve svých studiích asijskými finančními krizemi, ve většině z nich jako jejich základní příčinu uvádí nadměrný příliv zahraničního kapitálu. Úspěšné ekonomické reformy a dlouhodobý ekonomický růst vedly k masivnímu přílivu zahraničního kapitálu. Ekonomika země roste rychleji než by měla. Nedostatečně kapitálově vybavený bankovní sektor má sklon k rizikovým operacím, protože chce získat větší podíl na trhu (přičemž se jeho bilanční položky na aktivní straně se stále zhoršují). Nacházíme se ale v prostředí špatně vymahatelných závazků, fixního kurzu¹⁰⁸ a liberalizovaných účtů platební bilance, kde se nabízí při této situaci pouze dvě možnosti. První možností je zpomalení ekonomiky a vládní pomoc ve formě nejdříve finanční sanace, zavedení reforem regulujících bankovní sektor včetně neposkytování dalších vládních garancí, které jen dluh zvyšují. Druhou možností je krize. Způsob realizace měnové politiky a institucionální uspořádání ekonomiky v těchto zemích významně zaostaly za požadavky, které na nově vznikající ekonomiky kladl obrovský příliv zahraničního kapitálu, a to se pak následně projevilo v období zvýšené finanční nejistoty. K tomuto se přidaly další faktory jako přehřátí ekonomiky, vládní

¹⁰⁵ Arkelof G., Romer, P.: Looking: the economic underworld of bankruptcy for Profit. NBER, WP No 1869, April 1994 in Musílek, P.: Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech. Výzkumná studie grantové agentury ČR GA 402/02/1308, Praha, 2004, s. 24.

¹⁰⁶ Implicitní státní garance depozit je dána spřízněností bank s mocenskými strukturami a realizovanou regulatorní nebo vládní politikou typu too-big-to-fail.

¹⁰⁷ Explicitní státní garance depozit vzniká v důsledku zavedení pojištění depozit.

¹⁰⁸ Který centrální banka i přes své intervence stejně neudrží.

selhání, informační asymetrie, podcenění rizik zahraničními investory atp., což přispělo k propuknutí finanční krize. Pokud bychom chtěli shrnout scénář vzniku finanční krize dle MMF, vypadal by následovně¹⁰⁹:

↑ zahraniční kapitál + měnové a institucionální problémy → ↑ finanční nejistota → negativní faktory → finanční krize.

Deutsche bank mají podobný pohled na vznik asijské finanční krize, ale nejdůležitější příčinou asijské krize spatřují ve finanční nerovnováze, která vyvolala nelikviditu bankovního a nebankovního sektoru. Finanční nerovnováha vznikla¹¹⁰:

- prudká a nekontrolovaná úvěrová expanze, která vedla k velkému zadlužení nejen podnikového sektoru,
- příliv krátkodobého zahraničního kapitálu, který způsobil nerovnováhu v měnové a časové struktuře aktiv a pasiv bankovních a nebankovních subjektů,
- neefektivní a špatně regulovaný finanční sektor vede k růstu neefektivních investic,
- znehodnocení domácích měn zvýšilo kapitálové náklady tuzemských firem a problémy mohou začít mít i původně zdravé firmy.

↑ bankovní úvěry + ↑ zahraniční kapitál → finanční nerovnováha → finanční krize.

2.8 Finanční krize vyvolaná institucionální nedokonalostí ekonomiky

Institucionální nedokonalost ekonomického systému je dalším možným zdrojem vzniku finanční krize. Zde pak dochází k přezkoumání souvislostí mezi ochranou práv vnějších investorů, neefektivním vypořádáním dluhů, „kamarádským“ kapitalismem (crony capitalism) a finančními krizemi.

Problémy kapitálových toků, které souvisejí převážně s externími investory, se neváží ani tak na směr (do země - ze země), jako na strukturu a rychlost. Je velmi důležité uvědomit si, že je třeba rozdělit toky na krátkodobé (často spekulativní) portfoliové

¹⁰⁹ Musílek, P.: Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech. Výzkumná studie grantové agentury ČR GA 402/02/1308, Praha, 2004, s. 26.

¹¹⁰ tamtéž

investice a dlouhodobé zahraniční přímé investice. Právě vysoká volatilita portfoliových investic je nejvýznamnějším faktorem, který má vliv na případné propuknutí krize. Zdrojem volatility nemusí být vždy samotné portfoliové investice, ale likvidita takových krátkodobých investic. Nejvolatilnější součástí kapitálových toků jsou portfoliové burzovní investice¹¹¹ (portfolio equity flows).

Vzhledem k důležitosti dopadu kapitálových toků vyvstává otázka, co vede investory k přesunu kapitálu do nebo ze země. Zde se dají identifikovat dva faktory¹¹²:

- o poprávkové (pull) faktory, kam můžeme zařadit výnos, riziko a likviditu (viz teorii optimálního portfolia¹¹³). Atraktivita země je ovlivněna stupněm kapitálové mobility, změnami právního řádu, efektivní mírou zdanění, ekonomickými reformami, faktory snižujícími riziko (fixní kurz, pojištění vkladů). Devizové rezervy by měly krýt minimálně krátkodobé zadlužení, aby nedošlo k dočasným problémům s likviditou.
- o nabídkové (push) faktory - mezi push faktory patří světové úrokové míry a vývoj indexů světových burzovních trhů, které výrazně ovlivňují velikost portfoliových investic, dále také úroveň averze k riziku na měnových a dluhových trzích importérů kapitálu, která se zvyšuje po finanční krizi a zůstává poměrně dlouho vysoká. Nabídkové faktory snižují atraktivitu investičního prostředí v rozvinutých zemích, které exportují kapitál (např. USA). Tyto faktory podléhají cykličnosti domácího ekonomického růstu, a proto mají svou dočasnou vliv na cykličnost kapitálových toků, které se poté projevují jako externí šoky s různým dopadem.

Zdroje kapitálového přílivu můžeme také rozdělit na¹¹⁴:

- o domácí - kam můžeme zahrnout zvýšenou produktivitu, přísnou fiskální politiku, zlepšenou makroekonomickou stabilitu a snížení rozsahu veřejného sektoru. Makroekonomická situace většiny rozvíjejících se ekonomik se v porovnání se

¹¹¹ Jejich podíl na celkových tocích kapitálu ve světě roste, v roce 1998 činil 5%, v roce 2000 to již bylo 15%. Portfoliové investice mohou být výrazným zdrojem nestability-v roce 2000 směřovalo 85% portfoliových investic do čtyř zemí-Turecka, Argentiny, Číny a Brazílie. O rok později se tři z těchto ekonomik ocitly ve finanční krizi.

¹¹² Frait, J., Komárek, L.: Kapitálové toky a měnové kurzy v globalizované ekonomice. Studie národohospodářského ústavu Josefa Hlávky, Studie 1/1999, s. 20.

¹¹³ Začátkem 50.let 20. století prezentoval americký ekonom Henry Markowitz v časopise *The Journal of finance* článek s názvem *Portfolio selection*, který je považován za počátek moderní teorie portfolia Zkráceně řečeno: Markowitz proces tvorby portfolia dělí na dvě části. V první se zkoumají charakteristiky jednotlivých akcií a odhaduje se jejich budoucí vývoj. Ve druhé části se na základě závěrů první části již vybírají konkrétní akcie tak, aby bylo dosaženo co nejlepšího očekávaného výsledku.

¹¹⁴ Frait, J., Komárek, L.: Kapitálové toky a měnové kurzy v globalizované ekonomice. Studie národohospodářského ústavu Josefa Hlávky, Studie 1/1999, s. 20-22.

70.lety výrazně zlepšila z hlediska růstu, inflace, veřejných financí i externí zadluženosti¹¹⁵. To vedlo ke zlepšenému přístupu k mezinárodním financím za příznivějších podmínek a podobně působila i privatizace a rostoucí otevřenost těchto ekonomik.

- o zahraniční-externí faktory byly velmi důležité, především na přelomu 80. a 90. let, kdy byl zaznamenán vrcholný příliv kapitálu. V případě Asie je klíčovým faktorem kursový vývoj asijských měn¹¹⁶. Dále se nesmí opomenout vývoj makroekonomických podmínek ve vyspělých ekonomikách. Výrazný pokles úrokových sazeb v důsledku poklesu inflačních tlaků a recese v USA a jiných průmyslově vyspělých zemích na počátku 90.let, vedl k růstu portfolio investic v rozvíjejících se ekonomikách (emerging markets), kde byla aktiva lépe úročena¹¹⁷.

Dooley¹¹⁸ objasňuje vliv „kamarádského“ kapitalismu na finanční trhy. Implicitní státní garance v kombinaci s přátelstvím mezi státními institucemi a finančními firmami způsobuje nejen nevykonnou správu podniků, ale především přispívá k alokační neefektivnosti. Rozdělování peněžních prostředků se děje především na základě „přátelských“ principů než na základě principů ziskovosti a návratnosti. Tato úvěrová politika bank spolu s neúčinnou regulací mají nepříznivý dopad na kvalitu úvěrového portfolia bank a je velmi důležité, aby tento „kamarádský“ princip nebyl příliš rozsáhlý.

Mechanismus se dá zapsat následovně¹¹⁹:

„kamarádský“ kapitalismus + neúčinná regulace → „kamarádské“ úvěrové principy → ↓ hodnota bankovních úvěrů → finanční krize.

¹¹⁵ Toto tvrzení lze říci obecně, i když vývoj v jednotlivých zemích byl odlišný.

¹¹⁶ Poté, co se v letech 1985-1988 JPY zhodnotil oproti USD o 50%, přesunul se zájem japonských investorů směrem k ekonomikám Jihovýchodní Asie, kde byly nižší pracovní náklady a také rozsáhlá nabídka pracovní síly. Zhodnocení JPY oproti silným měnám také zvýšilo potenciální konkurenceschopnost zemí Jihovýchodní Asie.

¹¹⁷ Některé novější studie (např. World Bank, 1997) však tento pohled částečně zpochybňují, když dokazují, že těsný vztah mezi výší úrokových sazeb ve vyspělých zemích a kapitálovými toky do rozvíjejících se zemí z počátku 90.let se postupně rozvolňoval, což lze vysvětlit tím, že rostoucí podíl na celkových tocích zaujímalý přímé investice, které jsou vůči úrokovým podmínkám poměrně necitlivé.

¹¹⁸ Dooley, M.P.: A Model of Crises in Emerging Markets. NBER Working Paper, No.6300, December 1997, s.19-23.

¹¹⁹ Musílek, P.: Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech. Výzkumná studie grantové agentury ČR GA 402/02/1308, Praha, 2004, s. 28.

2.9 Finanční krize vyvolaná hospodářskými cykly a strukturálními problémy

Hutchinson a McDill¹²⁰ se ve své práci soustředují na ty proměnné, které mohou být důležité pro vznik krize jak v rozvojových zemích, tak v zemích vyspělých. Kolísání reálného výstupu ekonomiky považují za jeden z hlavních faktorů majících vliv na zdraví finančního systému. Dlouhodobý ekonomický vývoj zpravidla probíhá v hospodářských cyklech (recese, sedlo, expanze a vrchol) a i když není průběh jednotlivých hospodářských cyklů identický, je možno vysledovat určité společné charakteristiky. Objektem zájmu se stalo období, kdy je ekonomika v recesi.

Hutchinson a McDill se ve své práci zabývali bankovními problémy v rozvojových i vyspělých zemích s důrazem na Japonskou krizi v 90. letech. Japonsko bylo zasaženo chronickou dluhovou krizí v roce 1990. Důsledkem byla deflace (v průměru 1 % ročně od r. 1992), obrovský počet bankrotů, růst veřejného zadlužení, velký podíl klasifikovaných úvěrů a otřesená důvěra ve finanční instituce. Krize se dotkla burzovního indexu Nikkei a cen nemovitostí¹²¹. „Nezdravě“ pomalu zde jako lender of last resort působilo ministerstvo financí a japonská centrální banka¹²².

V době recese¹²³ lze příčiny krize popsat následujícím scénářem¹²⁴:

- prudký pokles poptávky po dlouhodobých statcích domácí spotřeby, růst jejich zásob, snížení produkce těchto statků, pokles reálného výstupu ekonomiky, omezení investic firem, pokles poptávky po úvěrech,
- krácení pracovní doby, propouštění, růst nezaměstnanosti,
- pokles poptávky po komoditách a surovinách v důsledku poklesu reálného výstupu ekonomiky, následně pokles jejich ceny,
- výrazný pokles podnikových zisků, snížení platební schopnosti podniků, pokles hodnoty bankovních úvěrů, ztráty bank, růst zranitelnosti finančního systému.

¹²⁰ Hutchinson, M., McDill, K.: Are All Banking Crises Alike? The Japanese Experience in International Comparison. NBER, Working Paper 7253, July 1999.

¹²¹ Investice do nemovitostí byly výhodné v Japonsku v 80. letech také díky neefektivnímu daňovému systému, který nepřímo podporoval spekulace s nimi.

¹²² Japonská krize je podrobně popsána dále v textu.

¹²³ V případě konjunktury, která je zrcadlovým obrazem recese, se uvedené veličiny chovají opačně.

¹²⁴ Musílek, P.: Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech. Výzkumná studie grantové agentury ČR GA 402/02/1308, Praha, 2004, s. 29.

Na základě výše uvedeného příkladu je patrné, že finanční odvětví patří mezi cyklická odvětví, kdy se střídají období expanze s obdobími útlumu.

Výše popsany model se dá zapsat následovně¹²⁵:

↓ **spotřebitelská poptávka** → ↑ **zásoby** → ↓ **produkce podniků** → ↓ **reálný výstup**
→ ↓ **investice** → ↓ **poptávka po úvěrech** → ↓ **pracovní doba** → ↓ **počet zaměstnanců** → ↑ **nezaměstnanost** → ↓ **spotřebitelská poptávka** → ↓ **produkce podniků** → ↓ **zisky podniků** → ↓ **bonita dlužníků** → ↓ **hodnota bankovních úvěrů** → **finanční krize.**

Finanční krize může nabývat specifických podob (krize bankovní, měnová, dluhová, twin krize, případně jejich kombinace), neexistuje její jednotná definice a jejich zkoumání není jednoduché. Na základě výše zmíněných modelů je patrné, že i odborníci různě nahlíží a popisují vznik krizí. Kloním se k názoru, ke kterému dospěli ekonomové Beim s Calomirisem¹²⁶, že nejčastější příčinou současných finančních krizí je nadměrná úvěrová expanze, která vede k předluženosti ekonomických subjektů, zhoršení jejich schopnosti splácet a tím i k oslabení bankovních institucí. Podobný názor je publikován v Bankovním a finančním slovníku¹²⁷. Nicméně jak jsem již uvedla, finanční krize je jev, který musí být díky své propojenosti s reálnou ekonomikou zkoumán v širším rámci.

¹²⁵ tamtéž

¹²⁶ Beim, D.O., Calomiris, Ch. W.: Emerging financial markets. Mc Graw-Hill/Irwin, New York, 2001, str. 301

¹²⁷ Beneš, V. a kol.: Bankovní a finanční slovník. Svoboda-Libertas, Praha, 1993, s. 14.

3 TEORETICKÉ MODELY SPEKULATIVNÍCH KRIZÍ

Krize v průběhu let podstatně změnily svůj charakter – jak se mění svět, mění se i krize. Popsané a dokončené modely jsou prozatím tři¹²⁸:

3.1 První generace modelů (*Canonical Model*)

Tento model byl poprvé popsán Salantem a Hendersonem (1978). Ve své práci rozvíjeli myšlenku modelu s klesající zásobou zlata, který vedl ke změně fixně stanovené ceny zlata. Paul Krugman v roce 1979 ve své práci zlato vyměnil za měnové kursy a vytvořil tím základ pro modely první generace. Vycházel z názoru, že ke spekulativním útokům nevyhnutelně dochází důsledkem chybné makroekonomické politiky.

Primárním zdrojem krize v těchto modelech je zpravidla nadměrná úvěrová expanze,¹²⁹ která mnohdy vedla k nadměrnému čerpání devizových rezerv¹³⁰. Postupně dochází ke ztrátě devizových rezerv, spekulativnímu útoku a následné devalvaci, popřípadě i opuštění režimu fixního kursu. Indikátorem nadcházející krize tedy bude např. rychlý růst domácího úvěru spolu s prudkým a hlubokým poklesem devizových rezerv, problémy bankovního sektoru, rostoucí deficit státního rozpočtu.

Útok na měnu nemusí reflektovat tržní manipulaci nebo iracionalitu investorů, protože bývá výsledkem logické situace (načasování krize je předpověditelné, resp. očekávané), protože držení měny bude neatraktivní díky její nestabilizované ceně, a odliv kapitálu spouští konec její stabilizace. Vznik první generace modelů byl motivován zejména latinsko americkou krizí v 80. letech¹³¹. Tehdy FED spustil

¹²⁸ Frait, J., Komárek, L.: Kapitálové toky a měnové kurzy v globalizované ekonomice. Studie národohospodářského ústavu Josefa Hlávky, Studie 1/1999, s. 39-41.

¹²⁹ Ta může vzniknout buď měnovým financováním deficitu státního rozpočtu a nebo financováním konsolidace ztrátového bankovního sektoru.

¹³⁰ Centrální banka se snaží udržet nekonzistentní fixní kurz pomocí devizových rezerv.

¹³¹ Mexická a Argentinská krize je popsána podrobněji dále v textu.

antiinflační program, který vyvolal, spolu s dalšími faktory, globální recesi. Z hlavních faktorů jmenujme¹³²:

- výrazný a náhlý pokles spotřebitelské poptávky v USA,
- objemový dolarový dluh rozvojových zemí, který byl citlivý na změnu úroků v USA (po ropné krizi 1979 došlo k celosvětovému nárůstu úrokových sazeb),
- apreciace USD vedoucí k prodražení dluhu,
- pokles cen primárních komodit vedoucí k dalšímu poklesu platební schopnosti rozvojových zemí,
- druhá ropná krize a další růst cen.

3.2 Modely druhé generace

Modely druhé generace spojují finanční krizi rovněž výhradně s měnovou krizí. Tyto modely vznikly a jejich rozvoj byl inspirován spekulativními útoky na EMS (1992-993) a pravděpodobně nejlépe modely druhé generace charakterizuje model Obstfeldův (1994).

„Pravděpodobnost vzniku spekulativního útoku závisí na tom, do jaké míry je udržovaná kursová parita kompatibilní s celou skupinou současných i budoucích politik¹³³“.

Model připouští existenci vzniku spekulativního útoku i v případě fundamentálně zdravé ekonomiky vyžadující pouze malou korekci. Pokud by se totiž představa o nutnosti korekce stala očekávanou a veřejně sdílenou, může dojít k iniciaci útoku.

Nyní vystávají následující premisy:

- pro opuštění fixního kursu musí mít vláda důvod – a tím může být například velký dluh nenominovaný v domácí měně. Jako příklad může sloužit Francie ve 20. letech, kdy proběhly útoky na frank, protože panovalo podezření, že vláda takto znehodnotí dluh z 1. světové války. Dalším důvodem může být to, že by obrana

¹³² Dvořák, P.: Finanční krize jako globální problém a možnosti jejího vzniku v ČR. Studie národohospodářského ústavu Josefa Hlávky, Studie 2/2004.

¹³³ Frait, J., Komárek, L.: Kapitálové toky a měnové kurzy v globalizované ekonomice. Studie národohospodářského ústavu Josefa Hlávky, Studie 1/1999, s.40.

vedla k růstu úrokových sazeb a tím došlo k oslabení bankovního sektoru, nadměrnému zatížení domácích firem a k růstu nezaměstnanosti.

- o pro udržení fixního kursu musí mít vláda také důvod – tímto důvodem by měl být mezinárodní obchod a investice – o to více, pokud má země inflační historii a fixní kurz je vlastně jakýmsi důkazem její kredibility.
- o musí vzrůst „cena obrany kursu“, pokud lidé očekávají, že fixní kurz bude opuštěn a následně dojde k devalvaci. Zde existují dva pohledy:

První pohled zdůrazňuje, že fixní kurz bude nákladné bránit, pokud lidé očekávali v *minulosti*, že měna deprecie *nyní*. Např.: odbory mohou v očekávání deprecie zvýšit mzdy tak vysoko, že zemi učiní nekonkurenceschopnou při současném směnném kurzu. Nebo věřitelé budou vyžadovat vyšší úrokové sazby v očekávání deprecie, což učiní dluh bez ní v podstatě nezvladatelným.

Druhý pohled, který je blížeji k tomu, co se děje při krizi, spočívá na předpokladu, že fixní kurz bude nákladné bránit, pokud lidé *nyní* očekávají, že měna deprecie v *budoucnosti*. Proti očekávané deprecii se lze bránit růstem úrokových sazeb. Vysoké krátkodobé úrokové sazby však zhorší cash flow vlády nebo zadlužených podniků, díky např. hypotékám založeným na „floating rate“ dolehnou na obyvatele, případně sníží produkt a/nebo zaměstnanost.

V této generaci modelů jsou nejen důležité současné fundamentální faktory, ale také reakce autorit na možné akce trhů. Indikátorem nadcházející krize může být míra nezaměstnanosti, výše veřejného dluhu, úrokový diferencíál¹³⁴, popřípadě stav bankovního sektoru (Frait, Komárek, 1999).

Model je charakteristický několika faktory:

- o Je těžké hledat důvod v nezodpovědné politice státu.
- o Neexistuje trend k dlouhodobé rovnováze směnných kurzů.
- o Krize není očekávatelnou – může nastat náhle ve chvíli, kdy ji nikdo nečeká. Tento fakt implikuje otázku, zda tyto krize jsou sebenaplňující se. Když trh totiž očekává devalvaci, je často nejlepším způsobem, jak se dostat z podobné situace, že devalvují než tím, že autority budou přesvědčovat o jiné pravdě.

¹³⁴ Úrokový diferencíál (Interest Difference) je rozdíl mezi tuzemskými úrokovými sazbami a úrokovými sazbami v zahraničí.

3.3 Modely třetí generace (Contagion Models)

Modely třetí generace, někdy také nazývané **modely nákazy** (contagion models), hledají příčiny domácí krize v krizích jiných ekonomik. Spekulativní útok se dle těchto modelů může přesunout z jedné země do druhé pokud její devizové rezervy nejsou dostatečné a případně pokud investoři nejsou schopni obě země od sebe odlišit. Dalším případem může být to, když devalvace v jedné zemi ohrozí konkurenceschopnost jiné země natolik, že jí nezůstane, než také devalvovat. Dle stavu ekonomiky pak jsou neodůvodněné nebo odůvodněné.

Čtvrtá generace modelů bývá označována také za **modely paniky** a k jejich vzniku došlo po mexické a asijské krizi, která potvrdila jejich předpoklady. Zaměřují se především na krize ve fundamentálně zdravých ekonomikách. Dá se však říci, že se jedná spíše o vybrané spojení hlavních rysů, které popsaly modely třetí generace se snahou popsat a komplexněji vysvětlit asijskou krizi.

Finanční krize začínají být chápány v mnohem širších souvislostech (bankovních, dluhových a měnových) a ekonomové se soustředí mnohem více na mikroekonomické faktory. Modely ukazují více na problémy aktiv (kde dochází k panikám a praskání bublin).

Kritickým místem jsou stavové nerovnováhy (mezi zásobou devizových rezerv a zásobou likvidních finančních aktiv), nikoliv tokové nerovnováhy (např. deficit BÚ z důvodu nadhodnocené měny). Vzhledem k globální propojenosti ekonomik a množství investičních příležitostí nejsou již investoři schopni získávat a analyzovat všechny nové informace. Negativní a zkreslené informace poté iniciují paniku investorů, kteří jsou čím dál více senzitivní na nové informace, a snadno může dojít k hromadnému útěku od domácích aktiv. Asijská krize byla vlastně z velké části krizí aktiv.

Teoretické modely spekulativních krizí vznikaly na základě zkušeností s krizemi historickými. Následující část jsem věnovala souvislostem historických krizí až po současnost, což mi mělo posloužit jako informační základna pro určení zkoumání současné finanční krize.

4 SOUVISLOSTI HISTORICKÝCH FINANČNÍCH KRIZÍ¹³⁵

Finanční krize, které provází lidstvo dlouhou dobu, jsou nepřetržitě existujícím jevem vyskytujícím se ve většině ekonomik světa a jejich poznávání je v současné době vysoce aktuální. V dalším textu bude uvedeno několik různých krizí, které ačkoliv vzdáleny v čase a prostoru, vykazují podobnosti.

Bordo, Eichengreen a Irwing ve své studii (1999) míní, že i když svět před více než sto lety nebyl zdaleka tak propojen jako nyní, neznamená to, že dopady krizí byly méně významné¹³⁶.

Thomas Friedman (2005) ve své knize *The World is Flat* zmiňuje tři různé fáze globalizace¹³⁷:

- globalizace 1.0 – zmenšila svět na „střední“ velikost,
- globalizace 2.0 – zmenšila svět na „malou“ velikost,
- globalizace 3.0 – svět je propojen v extrémním měřítku.

4.1 Globalizace 1.0 (1492-1800)

Globalizace se týkala především států a dynamickým prvkem podporujícím proces integrace byla hrubá síla - koňská, větrná a poté parní. Během této doby docházelo ke krizím také poměrně často, byly důsledkem četných válek a revolucí, ale také v případech, že v dolech se vytěžilo všechno stříbro nebo zlato. Na konci tohoto období hnacím motorem krizí byly četné spekulace, například již také s cennými papíry společností. Došlo k rozvoji bankovního sektoru. Dle Vladimíra Kolmana je vznik finančních krizí spojen s existencí papírových peněz.

¹³⁵ Základním informačním zdrojem této kapitoly je Musílek (2004), Friedman (2005), Kindleberger (2001), Siebert (2000), Hájek (2007), jiné zdroje jsou uvedeny v textu pod čarou.

¹³⁶ Bordo M., Eichengreen B., Irwing D.A.: Is Globalization Today Really Different than Globalization Hundred Years Ago? NBER Working Paper No. 7195. June 1999.

¹³⁷ Friedman, T.: *The World is Flat. A Brief History of the twenty-First Century*. Tartar, Straus and Giroux, New York, 2005.

Klíčové otázky globalizace byly: „*Jak naše země funguje v celosvětové konkurenci a jak využívá příležitost?*“ a „*Jak mohu prostřednictvím své země spolupracovat s ostatními zeměmi?*“¹³⁸

Mezi nejničivější krize z tohoto období patří měnová krize ve Svaté říši římské z let 1618-1623 „**Kipper-und-Wipperzeit**“, kdy došlo ke stahování platidel z oběhu z důvodu snížení jejich hodnoty. Spekulanti v jednom státu na severu dnešní Itálie tehdy snížili v mincích obsah drahého kovu¹³⁹, mince pak vyměnili s obyvateli státu sousedního. Takto okradený stát poté reagoval na krádež podobným činem ve státu jiném, čímž se krize rozšířila přes Svatou říši římskou do východní a jihovýchodní Evropy a vyústila třicetiletou válkou.

Další krizí je často diskutované „**Tulipánové šílenství** - Tulipmania“, které propuklo v Holandsku v letech 1634–37. Jde o jeden z nejznámějších a historicky nejstarších případů spekulativní bubliny na komoditním trhu. Tulipány byly pro západoevropské země neznámé až do roku 1554¹⁴⁰. Módní se ale staly téměř o století později, kdy se změnily prakticky přes noc ve vysoce žádaný artikl a jejich ceny, tlačeny bezmeznou spekulací, stoupající poptávkou a věhlasem, nekontrolovaně rostly. Mánie zasáhla Holandsko¹⁴¹, ale i okolní země. Spekulace na růst cibulky a potenciálního zbohatnutí dosáhla takových rozměrů, že cibulky byly směňovány za klenoty, zlato, drahé kovy a dokonce i domy¹⁴². V únoru 1637 ceny najednou prudce poklesly, protože kupující přestali věřit na jejich další růst, cena tulipánové cibulky byla totiž vyšší než cena zlata o stejné váze. Bublina praskla. V létě 1637 se cena cibulky tulipánu obchodovala za 5-10% ceny z února 1637¹⁴³.

U žádné z těchto krizí nefiguroval věřitel poslední instance (lender of last resort).

¹³⁸ tamtéž, s. 22-25

¹³⁹ A/nebo zvýšili denominaci.

¹⁴⁰ Tulipány byly přivezeny do Evropy z jihovýchodu přírodovědcem Busbeckem. V Holandsku rychle zdomácněly, byly šlechtěny a oblíbily si je široké vrstvy obyvatelstva.

¹⁴¹ Nejvíce byly šílenstvím postiženy Amsterdam, Rotterdam, Alkmaar, Utrecht, Leyden, Vianen, Haarlem, Enkhuisen, Horn a Medenblick.

¹⁴² O cenách více pojednávají zápisky kronikářů, tak například 400 assů odrůdy Admirál Liefken stálo 4400 zlatých, 446 assů odrůdy Admirál van der Eyk 1620 zlatých, 200 assů Semper Augustus stálo 550 zlatých atd.

¹⁴³ V současnosti se prodává za 1/1000 ceny z období vrcholu tulipán-mánie.

V 18. století již figurovala určitá forma věřitele poslední instance téměř u všech krizí. Nejčastěji probíhaly krize v Amsterodamu (spekulace s komoditami, resp. East India Co.), dále v také v Anglii, kde se jednalo o tzv. **tichomořskou bublinu** (1711-1720), nejstarší bublinu na akciovém trhu. V roce 1711, z iniciativy ministerského předsedy lorda Oxforda, byla založena South Sea Company (SSC), která měla ambiciózní plán - získat peněžní prostředky na úhradu dosud nezaplacených úroků z válečného dluhu. Mohutná expanze společnosti v letech 1711-1720 byla podpořena již od počátku, kdy byl projeven, s vidinou velkých zisků, velký zájem o upisování akcií zakládání společnosti. Část kapitálu upsané společnosti byla použita na úhradu úroků z válečného dluhu, výměnou za udělení exklusivních privilegií pro obchod v oblastech západního i východního pobřeží Jižní Ameriky, později přibylo i povolení obchodování se západní Indií (španělská kolonie) a nebo také právo na převzetí obchodu s otroky pro španělské kolonie v Americe. Investory poháněla vidina zisků z komodit, které se dovážely z kolonií (stříbro, zlato, koření a jiné vzácné zboží)¹⁴⁴. Poptávka po akciích SSC neustále rostla a zisk prvních investorů budil entuziasmus v ostatních. V roce 1720 byl schválen návrh, aby SSC splatila část anglického státního dluhu a tehdy také ceny akcií SSC dosahovaly nejvyšších cen. Z původních 126 liber za akcii před tím, než byl schválen návrh horní sněmovny, se vyšplhala cena až na 890 liber za akcii. V létě 1720 se dokonce obchodovaly akcie SSC za 1100 liber. Tato částka byla kapacitní a také psychologickou hranicí pro ziskuchtivé kupující. Všechna tato spekulativní mánie skončila v roce 1720, tedy ve stejnou dobu, kdy se ve Francii začala rozpadat síť spekulací Johna Lawa¹⁴⁵.

Velkou část potenciálních kupujících také odlákávaly podvodné podniky a projekty tzv. „bubbles“, které svými úpisy získávaly peníze od chudších vrstev obyvatelstva, pro které byly ceny akcií za okolo 1100 liber nedostupné. Proti bubbles zakročili představitelé SSC, bubbles se začaly hroutit, ale lidé spojili nedůvěru v bubbles také v SSC, což vyvolalo nejen nezájem o nové akcie, ale také prodejní paniku. Výsledkem byly opět obrovské ztráty pro investory, protože do konce září poklesly ceny akcií na 175 liber.

¹⁴⁴ Úspěšní admirálové a piráti v dobách Alžběty I., tj. zhruba 150 let zpátky, byli schopni docílit až tisíciprocentního zisku.

¹⁴⁵ De Sotto, J. H.: Peníze, banky a hospodářské krize. ASPI, Praha, 2009, s. 107.

Ve Francii v roce 1720 při finanční krizi nefiguroval lender of last resort. Krizi předcházely spekulace s Mississippi Company a odstartovala ji smrt Ludvíka XIV. K panevropské krizi likvidity došlo v roce 1763 po pádu amsterdamské banky de Neufville Brothers v Amsterdamu. Ve Spojených státech proběhla finanční krize v roce 1787, což bylo 3 roky po přijetí ústavy.

4.2 Globalizace 2.0 (1800-2000)

Klíčovým prostředkem celosvětové integrace byly nadnárodní společnosti, které profitovaly z klesajících nákladů na komunikaci (od telegrafů po emaily), dopravu (železnice, parníky a později také letadla) a začaly hledat globální trhy a globální pracovní sílu. Pokles nákladů demonstruje ve své knize Siebert¹⁴⁶ na konkrétním případě poklesu telefonních nákladů hovoru z New Yorku do Londýna z původních 250 USD¹⁴⁷ (r. 1930), na 50 USD v r. 1950 a za stejný hovor v roce 1990 zaplatí 3,32 USD. Krize 19. století, stejně jako většina krizí 18. století, měly většinou charakter praskání bublin na trzích s různými komoditami (spekulace s bavlnou, pšenicí, půdou, případně jinými komoditami, dále také cennými papíry železnic a jiných společností). Kvůli koloniální expozici se nevyhnuly krize Anglii ani v 19. století. Probíhaly téměř pravidelně v letech 1819, 1825, 1836, 1847, 1857, 1866. Francie prošla krizemi v letech 1828, 1838, 1864, 1882. Celou Evropu zasáhly krize v letech 1848 a 1857, byly většinou způsobeny spekulacemi s komoditami a cennými papíry společností. Z vážnějších krizí v 19. století nefiguroval věřitel poslední instance při krizi v Německu a Rakousku v roce 1873, v USA v roce 1873 a v Austrálii v roce 1893, krize jsou podrobněji popsány níže.

V druhé polovině 60.let a začátkem let 70. 19. století došlo v **rakouské ekonomice** k velké podnikatelské a investiční expanzi a to zejména v oblasti stavebnictví a výstavby železnic. Akciové společnosti umožňovaly nashromáždit velké finanční zdroje, což vedlo v období mezi roky 1867-1873 ke vzniku více než 1000 nových akciových společností. Podnikatelský a investiční boom byl doprovázen značným

¹⁴⁶ Siebert, H.: The World Economy, Second Edition. London:Routledge, 2000, s 8-10.

¹⁴⁷ V konstantních cenách roku 1990.

rozmachem bankovníctví, trhů cenných papírů a burzovníctví¹⁴⁸. Enormně vzrostl počet poskytnutých úvěrů, počet emitovaných cenných papírů i jejich tržní cena, bilanční suma bank, rakouský ekonomický systém byl předlužen, což vyvolalo tlak na Rakousko-Uherskou banku, která v květnu 1873 zastavila diskontování směnek. To vedlo k panice na vídeňské burze, masivnímu prodeji cenných papírů a v konečném důsledku poklesu jejich tržních cen. Vídeňská burza byla uzavřena zhruba týden, až do doby, kdy opadla největší panika. Císařským dekretem z května 1873, byla až do října 1874 zrušena povinnost Rakousko-Uherské banky diskontovat směnky. Během roku 1873 se na vídeňské burze propadly akcie rakouských bank. Zkrachoval velký počet „makléřských“ bank a krize postihla i ostatní banky. Zhroucení akcií vídeňských bank dokumentuje tabulka 3.

tabulka 3: Zhroucení akcií vídeňských bank (Vídeňská burza, 1873)

Název banky	Nejvyšší kurs (zl.)	Nejnižší kurs (zl.)	Kapitálová ztráta (%)
Wiener Maklerbank	267	0	100%
Wiener Wechslerbank	372	0	100%
Hypothekar-Rentnerbank	277	12	96%
Wiener Bankverein	374	40	89%
Boden-Credit-Anstalt	297	97	67%
Anglo-Oesterreichische Bank	316	107	66%
Union Bank	270	98	64%

Pramen: Steiner, F.G.: *Die Entwicklung des Mobilbankwesens in Osterreich*, Wien, 1913. ss 250-254. In: Dějiny bankovníctví v Českých zemích. Bankovní institut, Praha, 1999, str. 126

V následujícím desetiletí zanikly tři pětiny vídeňských bank a dokonce dvě třetiny mimovídeňských bank. Rakouská bankovní krize postihla také české země, kde 80% bank vzniklých před květnem 1873 ukončilo činnost. Na nově založené Pražské burze pro cenné papíry a zboží (1871) se projevil krach Vídeňské burzy a tituly bankovních domů se zhroutily i zde, jak dokládá níže přiložená tabulka. Krize bank v českých zemích byla hlubší než v samotném Rakousku. V letech 1873-1883 bylo založeno jen 6 bank, zatímco 99 bankovních ústavů zkrachovalo.

¹⁴⁸ V roce 1867 existovalo v Rakousku pouze 11 akciových bank, v roce 1873 to však již bylo 141.

tabulka 4: Zhroucení akcií českých bank (Pražská burza, 1873)

Název banky	Nejvyšší kurs (zl.)	Nejnižší kurs (zl.)	Kapitálová ztráta (%)
Všeobecná česká banka	211	16,0	92%
Směnničná banka	221	25,8	88%
Pražský bankovní spol.	107	26,0	76%
Česká banka pro obchod	93	24,2	74%
Česká banka Union	124	35,0	72%
Český spořitelní spolek	85	26,8	69%
Česká stavební banka	73	24,0	67%
Stavební banka	73	24,0	67%

Pramen: Horák, J.: *Přehled vývoje českých obchodních bank*, Praha, 1913. s 59-60. In: *Dějiny bankovníctví v Českých zemích*. Bankovní institut, Praha, 1999, str. 129

Americká ekonomika po skončení občanské války zažila investiční expanzi (jednalo se především o stavbu železnic), která byla financována vydáním železničních dluhopisů na rakouských a německých trzích. Výše zmiňovaný krach vídeňské burzy 1873 vyvolal v investorech averzi k riziku a omezení investic, což omezilo příliv kapitálu a snížení investiční aktivity amerických železničních společností. Tím došlo ke snížení zisků těchto společností a také ke snížení výše vyplácených dividend. Krizi likvidity v srpnu 1873 vyvolal krach hlavního finančníka pro společnost Northern Pacific Railroad, panika zakrátko zachvátila také trh cenných papírů, což vedlo v září 1873 až k uzavření obchodování na New York Stock Exchange. Do konce roku 1874 zkrachovalo velké množství železničních akciových společností, 14 národních bank a ekonomika byla v recesi až do roku 1879.

V 80. letech 19. století také **argentinská ekonomika** (tzv. „baring crisis“) zažívala ekonomickou expanzi, přičemž masivní zakládání železničních a zemědělských společností bylo také financováno ze zahraničních zdrojů. Často však docházelo k neefektivní alokaci vypůjčených prostředků, korupci a k zesilování inflačních tlaků. V létě 1890 propukla politická krize ústící v run na banky, který spustil krizi bankovní. Ke zhoršení likvidní situace ještě přispělo, když banka Baring Brother odmítla poskytnout úvěry argentinské Banco Nacional, protože samotná měla značné problémy a byla zachráněna díky vládním garancím. Banco Nacional zkrachovala v roce 1891, společně s Bank of Province of Buenos Aires. Argentinské ekonomice se podařilo překonat krizi

až v polovině 90. let 19. století. Argentina rozšířila tuto krizi do světa, protože nebyla schopna splácet své zahraniční závazky (jeden z prvních bankrotů státu v historii). Baring crisis byla velmi podobná mexické z let 1994–95 (Eichengreen, Bordo 2002).

V roce 1893, také následkem předešlého ekonomického rozmachu, se dostala do finanční krize také **Austrálie**. Stavební boom byl financován stavebními spořitelny a bankami, které nefinancovaly v Anglii. Poté, co byly odhaleny problémy Baring Brother, došlo k omezení přílivu anglického kapitálu, likvidním problémům, úpadkům stavebních spořitelny a bank. Ekonomická krize v Austrálii trvala téměř 10 let.

Rok 1893 znamenal krizi také pro **Itálii**. V důsledku poklesu cen zemědělské produkce migrovalo obyvatelstvo z jihu do střední a severní části Itálie, což vyvolalo v těchto oblastech značný stavební boom. V roce 1885 Banca Nazionale vytvořila speciální nemovitostní-úvěrovou divizi a tím vyčlenila nelikvidní hypotéky ze své bilance. V následujících letech aktivita bank v oblasti hypotečního bankovníctví byla znásobena bez kvalitního ohodnocování bonity a rizikovosti klientů, což později způsobilo, že bankám začaly propadávat téměř neprodejné zástavy. V roce 1889 turínské bankovníctví zachráněno poskytnutím dodatečných úvěrů Bancou Nazionale, to vše díky politickému tlaku. Italský bankovní systém ale začal ztrácet důvěru investorů a začala vznikat likvidní krize, která v roce 1893 způsobila úpadek Banca Romana a vyvolala nedůvěru a masivní výprodej hypotečních dluhopisů. Úpadek banky Credito Mobiliare Italiani vyvolal paniku v celém italském finančním systému. I přes rozsáhlé snahy vlády stabilizovat situaci¹⁴⁹, upadla italská ekonomika do recese.

V **USA** proběhly krize v letech 1819, 1837, 1848, 1873, 1893 a v letech 1894–96 vypukla „**U.S. exchange rate crisis**“, jež byla vnímána jako spekulativní útok na zlatý standard. Tato krize také ukázala význam věřitele poslední instance na efektivitu oficiálních půjček mezinárodních rezerv jako institutu, který může účinně bojovat s finančními krizemi. Dle Beima¹⁵⁰ v 19. století zaznamenaly USA 11 závažných bankovních krizí.

¹⁴⁹ Situaci ještě zhoršila zpráva vládní komise, která vyšetřovala úpadek Banca Romana a odhalila korupci vládních úředníků.

¹⁵⁰ Beim, D., Calomiris, Ch.W.: Emerging financial markets. Mc Graw-Hill/Irwin, New York, 2001, str. 258.

Ve dvacátém století došlo ke zvýšení četnosti krizí, ale také k závažnosti jejich dopadů, a postupně se změnil také jejich charakter. V roce 1907 proběhla krize v USA, Francii a Itálii, kde důvodem byly spekulace s kávou a bankovní půjčky průmyslu (Union Pacific).

Je zapotřebí si uvědomit, že celou dekádu ovlivňoval dopad celosvětového válečného konfliktu (I.světová válka), který byl určující pro následný vývoj vedoucí k další válce. Přímé náklady na válečné operace se odhadují cca mezi 180-230 miliardami USD¹⁵¹ a nepřímé náklady (tj. škody na majetku) na více než 150 mld. USD¹⁵². Údaje o celkových ztrátách se rozcházejí, některé hovoří až o 60 milionech mrtvých, přičemž největší podíl na ztrátách mělo Rusko (cca 50%). To také ovlivnilo ekonomickou oblast, protože ztráty tvořili většinou mladí muži¹⁵³. Navíc došlo ke změně pozice Evropy z věřitele na dlužníka USA, jak ukazuje tabulka 5¹⁵⁴.

tabulka 5: Národní dluh ve specifikovaný den (v milionech národních měn)

Rok	VB (1.3. - libry)	Francie (1.1. - franky)	Německo (31.3. - marky)	Itálie (30.6. - liry)
1913	717	32 974	4 926	15 125
1914	708	33 558	5 158	15 716
1915	1 166	38 861	9 736	18 695
1916	2 397	51 250	30 595	23 851
1917	4 054	79 610	56 659	33 694
1918	5 921	124 338	72 275	60 212
1919	7 481	151 122	92 756	74 496
1920	7 878	240 242	91 710	86 482
1921	7 634	297 368	82 520	92 856

Pramen: Kindleberger, A.: A Financial History of Western Europe, 1993 In: Židek, L.: Dějiny světového hospodářství, 2007, s 49.

Evropa měla také rostoucí obchodní schodek s USA – viz. tabulka 6.

¹⁵¹ v cenách roku 1914

¹⁵² Židek, L.: Dějiny světového hospodářství. Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, Plzeň, 2007, s. 44.

¹⁵³ Například v Německu byli ze 40% oběti muži mezi 20-24 lety a ze 63% muži mezi 20 až 30 lety (Židek, 2007).

¹⁵⁴ Nárůst zadlužení byl obrovský – například Velká Británie měla na začátku války dluh 708 mil. Liber, ale na jejím konci to bylo desetkrát více. Nutno dodat, že některé státy – např. Francie – počítaly s tím, že Německem hrazené reparace budou sloužit k úhradě jejich vlastních dluhů. Nutno dodat, že různí autoři uvádějí různá čísla týkající se zadlužení.

tabulka 6: Obchod USA s evropskými zeměmi v USD

Rok	Dovoz z Evropy do		Obchodní bilance
	USA	Evropy	
1914	895 602 868	1 486 498 729	590 895 861
1915	614 354 645	1 931 434 683	1 317 080 040
1916	616 252 749	2 999 305 097	2 383 052 348
1917	610 470 670	4 325 512 661	3 715 041 991
1918	411 578 494	3 732 174 451	3 320 595 958
1919	372 951 315	4 644 937 841	4 271 986 526
1920	1 179 400 699	4 863 792 739	3 684 392 040
celkem	4 700 611 440	23 983 656 201	19 283 044 761

Pramen: Olšovský, R.: Světový obchod a Československo 1918-1938, 1961, s 71.

Během války se zpřetrhaly obchodní vazby, po skončení sice došlo k jejich obnovení, ale obchodu bránila vyšší ochrana domácích trhů¹⁵⁵. Výrobci byli často odděleni od surovin či odbytišť, železniční systém nebyl reálně propojen (a pokud ano, vznikaly problémy s různými rozchody – jako např. v nově vzniklém Království Srbů, Chorvatů a Slovinců– pozdější (1929) Jugoslávii, kteří „zdědili“ železnice s pěti různými rozchody). Navíc každá nová země musela vybudovat novou měnu, administrativu, komunikační a obchodní spojení. V důsledku poklesu osevnické plochy došlo k propadu zemědělské výroby, reálně hrozil hladomor, chudoba, popřípadě nemoci. Výše uvedené skutečnosti a rostoucí nacionalismus často komplikovaly mezinárodní obchod.

Také politické systémy trpěly značnou nestabilitou právě díky válečnému konfliktu¹⁵⁶. Nacionalistickým a diktátorským tendencím podléhaly často nově vzniklé státy střední a východní Evropy a k šíření komunistických ideologií přispěl také vznik bolševického Ruska (1917)¹⁵⁷.

¹⁵⁵ Válka učinila země více soběstačnými. Vzestup protekcionismu se dá vypožorovat nejen v nově vzniklých zemích, ale také například ve Francii, Austrálii, Francii, Indii, Brazílii a také USA se rozhodly uplatňovat ochrannářskou politiku. Nově vzniklé státy střední a východní Evropy se potýkaly s finanční nestabilitou a ekonomickými problémy, které spolu s nacionalismem logicky vyústily ve snahu ochránit domácí výrobce a omezit dovoz. USA zase měly problémy s navrátilivší se evropskou konkurencí. Nejvíce postiženi byli američtí zemědělci (stejně tak i zemědělci v Asii nebo Latinské Americe), kteří se zadlužili nákupem nových technologií, protože očekávali pokračující silnou poptávku. Ve skutečnosti docházelo ve 20. letech k trvalé nadvýrobě zemědělské produkce vedoucí k poklesu cen a k ochraně domácího trhu. Další neopomenutelná příčina protekcionismu bylo zavádění cla (z fiskálních důvodů).

¹⁵⁶ Navíc v nově vzniklých státech vlády často neměly žádnou zkušenost s vedením země.

¹⁵⁷ Následkem šíření komunistických myšlenek byly pokusy o převrat – například v Maďarsku nebo Německu.

Během I. světové války byl dočasně opuštěn systém zlatého standardu, protože potřeby financování války nemohly být omezovány emisí peněz vázaných na zlato¹⁵⁸. Po válce převažoval ve světě (cca do poloviny 20.let) floating měnových kursů s jejich silnými fluktuacemi a teprve od poloviny 20.let se země začaly vracet ke zlatému standardu¹⁵⁹. Problém byl však v nastavení parity – projevoval se válečný i poválečný vzestup cen a výsledný kurz se projevil jako značně nestabilní. Během 30. let pak většina zemí opustila zlatý standard.

Souběžně probíhaly technologické změny. Ke standardizaci výroby a dělbě práce přispělo zavedení montážního pásu, své uplatnění mají také umělé hmoty, nerezová ocel nebo kuličková ložiska, rozšiřují se rádia, umělá vlákna, ledničky, optické výrobky. Dle Olšovského (1961) se celkový růst evropské ekonomiky zbrzdil asi o osm let, tzn. nebýt války, objemu výroby z roku 1929 by bylo dosaženo již v roce 1921. Podíl Evropy na světové průmyslové výrobě se snížil na 41% v letech 1919-1920, přičemž v roce 1913 to bylo 53%¹⁶⁰.

V průběhu války a následně po jejím skončení se očekávala hospodářská krize. Na jaře 1919 však došlo k prudkému růstu a západní země zažívaly jeden z největších boomů. Lewis vidí příčiny ve vysoké poptávce podpořené akumulovanými úsporami z dob války a dále také ve vládních výdajích, to vše podpořené nízkými úrokovými sazbami¹⁶¹. Vrchol tohoto vzestupu nastal na jaře v roce 1920 a poté začaly země zavádět měnové restriktce. Jejím příčinou byl předchozí vzestup cenových hladin¹⁶². Již v roce 1920 se začaly projevovat první signály konce hospodářského růstu - začala ochabovat hospodářská aktivita v USA (více viz. dále). Známky oživení ekonomiky však začala většina zemí vykazovat již v roce 1922.

¹⁵⁸ Například v Británii, která také opustila zlatý standard a během války tiskla peníze, došlo ke zdvojnásobení cen během války (Židek). Opuštění zlatého standardu nahrávala i ta skutečnost, že volný pohyb zlata a deviz mezi zeměmi byl podřízen státní kontrole.

¹⁵⁹ Někde se změněnými zlatými obsahy měn – např. Francie devalvovala svou měnu v roce 1928.

¹⁶⁰ Velká Británie po skončení I.světové války ztratila své vůdčí postavení. Válku financovala prodejem zahraničních aktiv a zvýšením daní, jejichž přímým důsledkem byl pokles soukromé spotřeby (o 14%), soukromé investice poklesly dokonce o 47%. Na úkor soukromých investic vzrostly investice vládní, Británie se zadlužila u Spojených států.

¹⁶¹ Židek, L.: Dějiny světového hospodářství. Nakladatelství Aleš Čeněk, Pelhřimov, 2007, s. 48.

¹⁶² Ten měl několik příčin – došlo k desintegraci mezinárodního obchodu, projevila se odložená válečná poptávka a byla uplatňována expanzivní monetární a fiskální politika. Hlavní příčinou inflace však byl ten fakt, že při financování potřeb v době války vlády volily při snaze získat finanční prostředky nejsnazší řešení, a sice tištění peněz.

4.2.1 Krize ve 20. letech 20.století v Československu

V letech 1923-1925 proběhla v Československu bankovní krize, která vypukla také po hospodářské expanzi ve 20. letech. Po skončení První světové války došlo k rozpadu habsburské monarchie a vzniku několika samostatných států, mezi nimi vzniklo 28.října1918 Československo, kdy byl veřejně vyhlášen zákon o zřízení samostatného státu československého (zákon č. 11/1918 Sb.).

Po válce bylo hospodářství vyčerpané a díky značným problémům v zásobování hrozily sociální nepokoje. Stále zde platila rakouská měna, jejíž emise zajišťovala rakouská cedulová banka¹⁶³ a tedy mimo přímou kontrolu československé vlády¹⁶⁴. Banka tiskla oběživo v nebývalém objemu, které využívala rakouská vláda na krytí svých výdajů. Vzhledem k tomu, že dosud nedošlo k oddělení měn a uzavření hranic, dostávalo se toto oběživo do Čech a na Moravu, kde podporovalo růst inflace vyvolané mimo jiné poválečným hospodářským propadem. Jako akutní se tedy jevilo provedení měnové reformy a vytvoření nové československé měny. Měnová reforma byla realizována v březnu 1919 formou okolkování rakouských bankovek, přičemž část oběživa byla zadržena¹⁶⁵. Jednalo se o velmi obtížnou operaci, založenou na utajení doby její realizace a součinnosti celého státního aparátu. Z důvodů zamezení přesunu rakouských bankovek z ostatních nástupnických zemí tak bylo mimo jiné nutné uzavřít vojensky státní hranice.¹⁶⁶

Do nástupu bankovní krize probíhala českých zemích expanze. Kromě obnovování a rozšiřování tradičních výroby vznikaly i výroby zcela nové, moderní. Byly zakládány podniky, především ve formě akciových společností¹⁶⁷, které byly financovány především z investičních a provozních úvěrů, což zase vedlo k růstu počtu bank. Došlo k předlužení československé ekonomiky a také k majetkovému propojení bank a jejich koncernových podniků. V roce 1922 se začalo ukazovat, že hospodářská očekávání byla investory a podnikateli nadhodnocena. Došlo ke snížení investiční aktivity.

¹⁶³ Tak byla v souladu se středoevropskou tradicí nazývána banka s emisním monopolem.

¹⁶⁴ K její kontrole sice byla zřízena komise skládající se ze zástupců nástupnických států, ale ta se minula účinkem.

¹⁶⁵ Tento krok byl motivován snahou o restrikci oběživa a také předpokladem o jeho využití k úhradě tzv. dávky z majetku. Mělo se jednat o jednorázovou daň zaměřenou na majetky získané během války, které byly považovány za amorální.

¹⁶⁶ http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/historie_min.html ze dne 18.7.2009

¹⁶⁷ Zatímco v roce 1918 jich bylo 605, v roce 1922 jich bylo již přes tisíc.

Krátkodobé zisky podniků a investorů závisely pouze na jedinečných poválečných poměrech, ale nebyly dlouhodobě udržitelné, a podniky se začaly dostávat do finančních problémů. Vzrostl počet bankrotů a ekonomika se začala potýkat s platební neschopností. Na přelomu let 1922-1923 se do problémů nejprve dostaly buď nově založené nebo rychle expandující banky. V říjnu 1922 zkrachovala Moravsko-slezská banka v Brně, což způsobilo paniku na moravském bankovním trhu. Vznikl run vkladatelů na banky. V únoru následujícího roku vyhlásila platební neschopnost Banka Bohemia a v březnu téhož roku zkrachovala Pozemková banka. Na bankovním trhu vypukla panika vedoucí k runu zejména na Agrární banku, Českou banku, Řeznicko-uzenářskou banku, Banku stavebních živností, Banku pro průmysl pivovarnický a Moravskou agrární a průmyslovou banku.

V říjnu 1924 vznikl Zvláštní fond pro zmírnění ztrát povstalých z poválečných poměrů, který měl zabránit rozšíření paniky na celý bankovní trh. Byl vytvořen sanační plán, který zachránil 27 menších a středních bank. Sanační program však zcela nevyřešil problémy československého bankovníctví. V dalších letech organizovalo ministerstvo financí záchranné programy zejména ve formě nařizovaných fúzí¹⁶⁸. V roce 1925 byla vládou oficiálně opuštěna deflační politika, což podpořilo nástup nebývalého rozmachu spojeného se stabilizací veřejných financí.

Před „černým čtvrtkem 1929“ proběhla ještě krize v letech 1920–21 v Británii a USA. Důvodů může být hned několik. Nejjednodušším vysvětlením je to, že došlo k poklesu vládních výdajů, růstu daňového zatížení, souběžně s tím probíhala restriktivní monetární politika (ve snaze omezit inflační tlaky). Triggerem¹⁶⁹ byl konec poválečného boomu.

¹⁶⁸ Jednalo se například o spojení České banky a Kupecké banky nebo Pražské úvěrní a Severočeské banky. Více Musílek, P.: Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech. Výzkumná studie grantové agentury ČR GA 402/02/1308, Praha, 2004, s. 49

¹⁶⁹ Trigger z angličtiny znamená v překladu spoušť, spustit, uvést do pohybu a je chápán jako neočekávaná, náhodná událost, která spouští krizi.

4.2.2 Velká hospodářská krize 1929

V historii Spojených států do roku 2007 bychom nenašli tak zásadní ekonomický propad, jaký nastal během Velké deprese na konci roku 1929. Jedná se o událost, která otřásla nejen světovým hospodářstvím, ale vedla k výrazným a dramatickým změnám v hospodářské politice a ekonomickém myšlení. Deprese, která propukla, trvala až do začátku druhé světové války, „díky“ které Spojené státy nastartovaly opět svou konjunkturu. Jaké byly příčiny Velké deprese, na tom se ekonomové dodnes nedokázali úplně shodnout. Někteří ekonomové je hledali v samotném systému svobodného podnikání a ve spotřebě. Ani tehdy uznávaný Sayův zákon nevysvětlil dostatečně příčiny krize¹⁷⁰.

Hospodářskou situaci předcházející Velké hospodářské krizi ovlivnily vědecké objevy předcházejících desetiletí s těžištěm v době expanze světové ekonomiky poslední třetiny 19. století (masivní využití elektrické energie, pokles dopravních nákladů, nové způsoby komunikace) a které stojí u kořenů změny spotřebitelského chování Američanů. Ta spočívala především v rozmachu tzv. masového konzumu a v rostoucí preferenci zboží dlouhodobé spotřeby. Od války to však nebyl pouze dům či byt, přidaly se automobily a nejrůznější elektronika. Dvacátá léta minulého století bývají často označována jako léta prosperity, optimismu a hospodářského rozvoje. Výstižně je charakterizují Peterson a Gray ve své práci *Economic development of the United States*: „Dvacátá léta byla charakteristická nákupy nových statků dlouhodobé spotřeby, jako byly ledničky, rádia a auta sériové výroby, které se stávaly mnohem dostupnějšími díky zvýšenému poskytování spotřebních úvěrů. Nové spotřební zboží a expandující prodej investičních statků předčily omezení vládních výdajů a exportů, které byly sraženy recesí roku 1921¹⁷¹.“ Statky jako fotoaparáty, elektrospotřebiče nebo automobily už nebyly výsadou jenom bohatých. Bylo to období rostoucího životního standardu. Tahounem hospodářského vzestupu bylo po celé období stavebnictví, které

¹⁷⁰ Jean Baptista Say (5.1.1767-16.11.1832) ve svých 36 letech vydal své stěžejní dílo „Pojednání o politické ekonomii“, kde v 15. kapitole rozebírá vztah mezi celkovou poptávkou a nabídkou. Vytvořil teorii, že každý výrobce, který zahajuje novou výrobu, vytváří i novou poptávku a nabídku statků, vytváří příjmy, od nichž se vytváří poptávka po ostatních statcích. Nabídka tedy otevírá poptávku po statcích. I když někdy nabídka přesáhne v detailu poptávku, celková nabídka a celková poptávka jsou na sobě vzájemně závislé a tento jejich dočasný nesoulad vyřeší trh.

¹⁷¹ Peterson, J. M. - Gray, R.: *Economic development of the United States*, Richard D. Irwing Inc., 1969, str. 391.

těžilo jednak z rostoucích příjmů obyvatelstva, ale také ze státních zakázek směřujících do budování infrastruktury¹⁷².

Další výraznou charakteristikou poválečné dekády byla akcelerující koncentrace majetku a vlastnických práv, rostoucí výdaje na zvyšující se stupeň automatizace výroby a výroba stále nových, dokonalejších výrobků. Právě rychlý růst produkce zboží dlouhodobé spotřeby znamenal obrovskou akumulaci zásob takovýcho statků dlouhodobé spotřeby jak v rukou výrobců, tak i v rukou spotřebitelů. Později to samozřejmě vyvolalo prudké snížení nákupů.

Svou měrou přispívala i vládní politika spočívající v partnerství vlády a velkého soukromého podnikání, ať již šlo o průmyslové podniky či bankovní instituce. Tržní tlaky byly v této době do jisté míry pouze doplňkem vlivu, jenž na podnikatelské prostředí měly přímé či nepřímé zásahy státních orgánů. Americké společnosti byly navíc na domácím trhu chráněny vysokou celní bariérou, což s relativně otevřeným trhem pro americké zboží v zahraničí vytvářelo ideální podmínky pro fúzování již tak rekordně silných firem¹⁷³.

Dnes, s odstupem času, se zdá, že Velká deprese byla nejspíše důsledkem vážné poruchy ve finančním a měnovém systému. Nevídaně rostl také počet spekulčních obchodů s cennými papíry, protože výnosy z nich zařadily desítky milionů Američanů do střední třídy. Burzovní indexy do roku 1928 zhruba kopírovaly vývoj reálných hospodářských ukazatelů, ale v posledním roce konjunktury ztratil trh s cennými papíry zcela vazbu na ekonomickou realitu. První náznaky možného budoucího krachu se projevily již v srpnu 1929, kdy se ceny akcií na Wall Street zhroutily. Tehdy se ale ještě rychle zotavily. Neklamné příznaky se začínaly projevovat již na přelomu jara a léta, kdy ekonomika stagnovala, klesala průmyslová výroba, tím také příjmy obyvatelstva a cenová hladina. Jenže nafukující se spekulční bublina tyto negativní projevy překrývala, protože díky stoupajícím ziskům z burzovních obchodů osobní příjmy stále rostly. V září již velká část zahraničních investorů a drobných spekulantů stahovala své investice. V polovině října ceny klesly natolik, že mnoho akcionářů bylo nuceno své akcie prodat. 23. října se situace vystupňovala natolik, že více než 6 miliónů akcií

¹⁷² Tasovský, L.: „Velká deprese“ v novodobých hospodářských dějinách. Sborník textů, CEP, Praha 2004, s 79.

¹⁷³ tamtéž

změnilo své majitele. Následujícího dne, v tzv. „černý čtvrtek“, burza otevírala s lavinou příkazů k prodeji.

Výrazný nárůst objemů zobchodovaných akcií dokumentuje tabulka 7.

tabulka 7: Objemy zobchodovaných akcií v letech 1890 – 1930 (v kusech)

	maximální denní objem obchodů	celkový objem obchodů	průměrný denní objem obchodů
1890	666 513	59 950 212	191 534,22
1900	1 319 822	106 836 971	340 245,13
1910	1 550 355	167 703 896	535 795,19
1915	1 672 710	177 325 878	568 352,17
1920	2 004 636	238 348 053	759 070,23
1924	2 547 000	292 942 287	932 937,22
1925	3 384 200	475 347 704	1 523 550,33
1926	3 856 300	474 111 139	1 514 732,07
1927	3 189 170	600 145 767	1 917 398,62
1928	6 954 020	1 015 323 377	3 202 912,86
1929	16 410 030	1 124 800 683	3 865 294,44
1930	8 279 260	810 832 626	2 720 914,85

Pramen: Gailbrath, J.K.: The Great Crash of 1929, 1997. In: Musílek, Petr; Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech, Praha, 2004, str. 51.

Velká deprese ale nezpůsobila jen škody materiální v podobě poklesu výroby a zaměstnanosti, přivodila také dramatické změny v myšlení. Důvěra lidí v kapitalistický systém byla otřesena, byl vnímán jako příčina jejich obtíží, a marxistická ideologie získávala nové příznivce, protože Sovětský svaz s centrálně plánovaným hospodářstvím depresi a nezaměstnaností netrpěl. Hitlerovi dopomohla hospodářská krize k jeho politickým úspěchům tím, že němečtí (a také italští) fašisté odstranili nezaměstnanost tak, že ekonomika byla podřízena státní kontrole a bylo zahájeno rozsáhlé zbrojení.

Došlo také ke změně myšlení ekonomů v demokratických zemích – v roce 1936 vyšla kniha Johna Maynarda Keynesa Obecná teorie zaměstnanosti, úroku a peněz, která se

setkala v akademických kruzích s velkým ohlasem. Je zde nastíněna myšlenka, že hospodářské deprese mohou být odstraněny inflační měnovou politikou, zejména zvyšováním veřejných výdajů. Začal převažovat názor, že tradiční doktrína Laissez faire, která spoléhá na tržní mechanismy, sama o sobě nedokáže zabránit hospodářským krizím a že stát musí mít mnohem silnější ekonomickou roli. Keynes ovšem odmítal zásahy státu do cenového systému, doporučoval pouze zásahy vlády a centrální měnové autority do řízení agregátní poptávky¹⁷⁴.

Prasknutí bubliny, která byla živena neutuchající vírou investorů po celá dvacátá léta, odstartovalo největší ekonomickou krizi ve 20.století. Po zářijových spekulacích a několika dnech pomalého klesání trhu došlo na „černý čtvrtek“ 24. října 1929 k masivnímu výprodeji akcií na NYSE. Důvodem byl konec prodlouženého poválečného boomu, kdy se spekulovalo s pozemky (do roku 1925) a akciemi (1928–29)¹⁷⁵. Již na počátku roku 1929 se objevily názory, které varovaly před vyčerpáním koupěschopné poptávky, ale nedočkaly se odezvy ani od FEDu, ani od politiků. Nikdo se nezabýval historií mnohokrát prověřenou myšlenkou, že konjunkturu střídá stagnace a následně krize. „Obchodní činnost dosáhla svého vrcholu v srpnu 1929, dva měsíce před tím, než se zhroutil akciový trh.“¹⁷⁶ V té době již vykazovala obchodní činnost propad. Narůstající hospodářské potíže způsobily, že se mezi obchodníky a občany začala šířit nejistota. Spekulativní bublina praskla. Výrazný pokles cen přivedl zemědělství, které bylo předtím na vzestupu, do kritické situace. Nastal pokles výroby a zaměstnanosti. Ochota obchodníků i spotřebitelů utrácet byla značně utlumena a naopak posílila jejich touhu zvýšit své pohyblivé rezervy pro případ nouze. Lidé se ve strachu z bankovního krachu snažili měnit své vklady v bankách v hotovost, tím však rapidně snižovali bankovní rezervy. Banky ve snaze obnovit své rezervy odmítaly poskytovat nově půjčky stejně jako obnovovat staré. Výsledkem bylo rapidní snížení bankovních vkladů a poskytovaných půjček. Mezi lety 1930 a 1932 více než 3000 bank s hodnotou vkladů více než 3 miliardy dolarů bylo nuceno ukončit svou činnost. V roce 1933 to bylo dalších 4000 bank. V období let 1929-1933, HDP klesl až o 46% ze 104,4 miliard dolarů na 56

¹⁷⁴ Holman, R.: Výročí propuknutí Velké hospodářské deprese, Sborník č.35, „Velká Deprese“, Praha, 2005, str.12.

¹⁷⁵ V roce 1928 to byly již 4 roky od neustálého vzestupu akciového trhu, který vyvolal ve většině lidí pocit, že tento vývoj bude pokračovat i nadále a tak se poptávka po akciích zvyšovala.

¹⁷⁶ Friedman, M., Friedman, R.: Svoboda volby. Liberální institut, Praha 1992, kap. 3. Dostupný na [www: http://www.libinst.cz/stranka.php?id=162](http://www.libinst.cz/stranka.php?id=162)

miliard dolarů. Došlo k poklesu stálých cen o 27%. Průmyslová výroba se snížila na polovinu a do roku 1933 byla hodnota hrubých investic pod hodnotou kapitálové depreciae. Prodejní ceny klesly o jednu třetinu, spotřební o jednu čtvrtinu¹⁷⁷.

Tato krize zasáhla také Evropu a svět¹⁷⁸ po zastavení přílivu finančních půjček. Příčin, jež napomohly k propuknutí krize, se dá nalézt hned několik¹⁷⁹:

- nadměrný a nereálný investiční boom po roce 1926,
- nadměrná spekulace ze strany investičních trustů a nejen jich, kteří svou potřebu volných zdrojů k investování do rizikových akcií na finančním trhu kryly např. emisí vlastních obligací nebo prioritních akcií a využívaly tak pákového efektu, který může způsobit dalekosáhlé ztráty,
- klamavá a přehnaně optimistická vystoupení politických a ekonomických představitelů zaměřená na zvýšení osobní prestiže a prospěchu, bez ohledu na veřejnost,
- obrovský nárůst obchodů na margin trading a naprostá nedostatečnost marže skládané u obchodníků s cennými papíry,
- nedostatečná regulace obchodů na finančním trhu a z ní vyplývající nadměrný rozvoj nelegálních obchodů, jako např. insider trading¹⁸⁰ nebo transakce vedoucí k manipulaci s kurzy,
- run na banky ze strany vkladatelů, vyvolaná jejich nedůvěrou v bankovní systém,
- laxní, pomalé, nedostatečné a neúčinné reakce FEDu na vzniklou situaci,
- úzké propojení a vzájemná provázanost průmyslových firem s investičními trusty umožňující rychlé šíření krize a nadměrnou spekulaci na finančním trhu,
- velká závislost ekonomiky USA na spotřebě luxusního, zbytného zboží.

Tato krize se „přelila“ do Evropy po zastavení přílivu USD ve formě půjček, takže krize postupně zasáhla jednotlivé země celé Evropy. Kindleberger poukazuje na skutečnost,

¹⁷⁷ Walton, G. M., Rockoff, H.: History of the American Economy. Thomson South-Western Press 2000, kap. 20.

¹⁷⁸ Rakousko – květen 1931, Německo – červen 1931, VB – září 1931 a dále např. Japonsko – prosinec 1931.

¹⁷⁹ Musílek, P.: Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech. Výzkumná studie grantové agentury ČR GA 402/02/1308, Praha, 2004, str. 52-53.

¹⁸⁰ Insider trading jsou ilegální praktiky spojené s nákupem či prodejem finančních instrumentů na základě veřejně nedostupných informací, které vedou k osobnímu prospěchu.

že pokud by existoval a plnil svou funkci věřitel poslední instance, pak by Velká deprese trvala podstatně kratší dobu a nebyla tak ničivá.

V 50. a 60. letech dvacátého století proběhly krize po celém světě. Důvodem byly spekulace s měnami, protože došlo k jejich konvertibilitě bez makroekonomické koordinace. Krize, které se objevily v nejsilnějších ekonomikách (Kanada 1962, Francie 1958 a 1968, Itálie 1963, Velká Británie 1964) a jednalo se většinou o krize běžného účtu. Například v případě Británie rekordní deficit běžného účtu vedl k periodě vracejících se spekulací vůči libře a to až do roku 1967, kdy došlo k devalvaci libry. Podobně devalvovala Francie frank a Německo revalvovalo marku.

4.2.3 Chilská bankovní krize

Chilská bankovní krize (1982-83), které v posledních 150 letech zaznamenalo celou řadu podobných období výrazných recesí a které vždy vedly k upuštění od expanzivní hospodářské politiky. Stručné charakteristiky let předchozích se dají zapsat následovně (Musílek, 2004):

- 1970-73: hospodářství je převážně kontrolováno vládou, většina bank a podniků je ve státním vlastnictví, klíčové ceny jsou stanovovány vládou, ekonomika trpí velkými rozpočtovými deficity a vysokou inflací,
- 1974-76: dochází k ekonomické liberalizaci a privatizaci bank a podniků, ceny a úrokové sazby jsou uvolněny, klesla cla a jiné poplatky, došlo k poklesu státního rozpočtu
- 1977-80: ekonomický boom, prudký nárůst finančního sektoru a úvěrů, velký příliv kapitálu, růst cen, stoupá tempo růstu HDP, růst deficitu běžného účtu
- 1981-83: finanční krize, pokles HDP ve dvou po sobě následujících letech o 15%, 19 institucí, které představovaly 60% aktiv finančního sektoru, bylo převzato vládou nebo zavřeno nebo sloučeno.
- 1984-89: zotavení ekonomiky, dochází k privatizaci bank, které přežily díky vládní pomoci, jsou přijaty nové bankovní a daňové zákony a orgány dohledu získávají větší pravomoc. Hospodářství zaznamenává trvalejší oživení.

Recese, kterou zaznamenalo Chile v letech 1982-83, byla čtvrtou největší v historii země¹⁸¹. Na konci roku 1983 míra nezaměstnanosti přesáhla 30% a podíl obyvatel

¹⁸¹ První byla Velká deprese ve třicátých letech, pak ropná krize v polovině 70. let a pak krize na začátku I. Světové války.

žijících v bídě vzrostl na 55% (z původních 30% v roce 1981). Recese byla ovlivněna především (Musílek, 2994):

- vývojem hospodářství v předešlých měsících (nárůst soukromé spotřební poptávky a investičních výdajů od poloviny roku 1979 do poloviny 1981),
- špatným stavem bankovních úvěrových portfolií, který byl výsledkem podstupování nadměrného rizika,
- výrazná změna v relativních cenách, která byla vyvolána boomem v letech 1980-81 (zvýšení reálných mezd, redukce nákladů na pracovní síly v podobě snížení daní z mezd). V okamžiku, kdy boom skončil, bylo ale těžké tyto změny odbourat, protože nominální mzdy byly rigidní směrem dolů, a tak jako možné řešení se nabízela devalvace chilského pesu,
- nepříliš pružným přístupem chilských úřadů a i přesto, že byly zřízeny nové vládní instituce, které měly dohlížet na bankovní sektor, jejich pravomoci byly omezené.

Přestože chilská bankovní krize byla výsledkem makroekonomické situace, chilská vláda si uvědomila důležitost reform bankovních zákonů s cílem zlepšit regulaci v sektoru a definování způsobu, jak postupovat vůči problémovým bankám. Tento proces trval až do roku 1989 a po celou dobu byly peněžní domy pod kontrolou. Spolu s ožíváním ekonomiky začala vláda postupně privatizovat peněžní ústavy, které během krize převzala.

V letech 1982-1987 se spekovalo na trhu s dolarem (špička v roce 1985), s akciemi a luxusními nemovitostmi (1987) . V pondělí **19.října 1987** přišel pád akciových trhů („černé pondělí“). I další den, tzv. „hrozný úterý“, výrazně převyšoval počet prodejních příkazů nad nákupními¹⁸². Došlo ke krachu několika velkých finančních institucí. FED ve snaze zabránit zhroucení celého systému začal sám nakupovat obligace, aby tlačil úrokové sazby dolů a kursy nahoru; začal vyvíjet tlak na banky, aby pro uvedené důvody půjčovaly peníze¹⁸³. Trh se uklidnil také díky slibům FEDu týkajících se dalších půjček hotovosti a slibům velkých firem, podpořeným investičními bankami, ohledně plánovaného odkupu svých akcií.

¹⁸² Dokonce bylo obchodování s řadou známých akcií díky nepoměru nákupních a prodejních příkazů přerušováno – například s akciemi IBM na 2 hodiny.

¹⁸³ Takto se povedlo bankám půjčit 5,5 mld USD.

Pravděpodobných příčin¹⁸⁴, které se snaží vysvětlit krach spekulativní bubliny, je uváděno několik, ale ani jedna sama o sobě není schopna zcela objasnit krach v celé jeho šíři. S největší pravděpodobností přispěly k prasknutí bubliny všechny najednou.

4.2.4 Norská bankovní krize

Norská bankovní krize (1988-1991) začala 18.března 1988, když jedna menší obchodní banka¹⁸⁵ varovala před ztrátou, která ji připravila téměř o celé vlastní jmění. Před rokem 1984 norské úřady omezovaly jak množství finančních prostředků, které mohly banky půjčovat, tak i výši úrokových sazeb, a právě v roce 1984 byly tyto limity odstraněny. Norské banky byly vystaveny konkurenci jak od zahraničních, tak domácích nově vznikajících finančních ústavů. Aby zabránily poklesu tržního podílu, začaly agresivně půjčovat, což jim umožnilo ještě další uvolnění restrikcí¹⁸⁶. V roce 1987 se začaly ztráty bank nebezpečně zvětšovat a celou situaci ještě zhoršil vývoj na komoditních trzích, když během roku 1986 spadla cena severomořské sirné ropy Brent (z původních 27 USD/barel na 14,50 USD/barel). Nastal výrazný pokles celé ekonomiky, zpomalení tempa růstu půjček a existující úvěry se dostaly do ohrožení. Krachy zasáhly především společnosti v realitním, hotelovém, rybářském, stavebním sektoru, maloobchod a dopravu. Zatímco v roce 1986 činil podíl ztrát na objemu celkových aktiv bank pouze 0,47%, v roce 1988 to již bylo 1,57% a v roce 1989 už 1,60% (Musílek, 2004).

V prvních fázích bankovní krize neměla norská vláda žádný záchranný program, protože zpočátku neexistoval ani žádný institut pojištění vkladů, bankovní sektor si organizoval sám vlastní systémy pojištění depozit (Commercial Bank Guarantee Fund a Saving Bank Guarantee Fund), které jako první poskytly ohroženým bankám finanční pomoc a zajistily spojení ohrožených bank se zdravějšími. Zásah byl úspěšný, na jaře roku 1990 se zdála krize zažehnaná, ale hospodářská recese ve Švédsku a Finsku, propady na světových finančních trzích a krize v Perském zálivu vyvolaly nejistotu

¹⁸⁴ Možných příčin se nabízí hned několik - slabý růst úrokové míry a očekávané inflační tlaky, zvýšená potřeba hotovosti u některých fondů je přinutila k prodeji části portfolia, pojištění portfolia jako jeden z druhů programového obchodování, které bylo vyvinuto v roce 1980, diskuse na úrovni Kongresu o restrikcích týkajících se firemních převzetí (fúzí a akvizic), cenové propojení trhů pro akcie, opce a financial futures, které způsobuje, že jakékoliv výkyvy v cenách na jednom trhu se velmi rychle rozšíří i na trhy zbývající.

¹⁸⁵ Sunnmørsbanken

¹⁸⁶ Odpovědnost za bankovní sektor měla Banking, Insurance and Securities Commission (BISC).

a značně prodražily půjčky ze zahraničí. To způsobilo kolaps tří velkých norských institucí¹⁸⁷ a norský parlament, aby zabránil zhroucení bankovního sektoru, byl v květnu 1991 donucen vložit pět miliard norských korun do nově vzniklého Government Bank Insurance Fund, což se později ukázalo jako nedostatečné a byla potřeba nových finančních prostředků. V roce 1992 postihla bankovní krize také ostatní skandinávské země. V Norsku zůstalo v provozu pouze osm bank a 85% bankovního sektoru se nacházelo pod kontrolou státu a ještě v září 2004 vlastnila vláda významné podíly ve dvou největších domácích obchodních bankách¹⁸⁸.

Světová ekonomická situace 90. let se vyznačuje několika specifickými jevy. Během 90. let se výrazně integrovaly a liberalizovaly obchodní vztahy a pohyb kapitálů v mezinárodních poměrech. Zároveň došlo ke snížení transakčních nákladů a technologický pokrok ovlivnil rychlost přesunu krátkodobého kapitálu, koncentraci krátkodobého kapitálu v určitých oblastech a přispěl k rozvoji trhů derivátů a k stvoření nových finančních institucí. Větší globalizace a de-facto snížení překážek minimalizovaly reálnou kontrolu pohybu kapitálových toků. Svou roli v procesu liberalizace mezinárodních kapitálových toků sehrál také MMF.

4.2.5 Japonská krize

Japonská ekonomika¹⁸⁹, která se začala rychle rozvíjet až po reformách meiji¹⁹⁰ ve druhé polovině 19. století, a mimořádní síla hospodářství se začala projevovat již s postupující modernizací na konci 19. století. První dekáda 20. století představovala pro Japonsko „zlatý věk“. Během I. světové války zásobovalo Japonsko Evropu a jiné země,

¹⁸⁷ Fokus, Christiania Bank a Den norske Bank.

¹⁸⁸ Musílek, P.: Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech. Výzkumná studie grantové agentury ČR GA 402/02/1308, Praha, 2004, str. 57-59.

¹⁸⁹ Hlavním informačním zdrojem jsou: Žídek, L.: Dějiny světového hospodářství (2007) a Reischauer, E. O., Craig A.M.: Dějiny Japonska (2000).

¹⁹⁰ Politické a ekonomické reformy začal císař Macuhito, známější více pod svým posmrtným jménem Meiji (osvícená vláda) a díky nim se nerozvinutá zemědělská země vydala na dráhu moderního ekonomického růstu. Byly provedeny reformy finančního systému – daňová reforma, pozemková, měnová a bankovní reforma, a byly upraveny rozpočtové výdaje. Starý feudální správní systém se zrušil a byl nahrazen byrokratickou správou po vzoru Francie. Armáda byla reformována dle Pruska, námořnictvo zase po vzoru Británie. Vláda Meiji se také soustředila na výstavbu komunikačních sítí a infrastruktury. Byla podporována modernizace podniků, zavádění strojů a jiných nových technologií do výroby, došlo k převodu podniků do soukromého vlastnictví. Izolované Japonsko se postupně začalo otevírat světu. Typickým rysem změn byla snaha Japonců se poučit a přijmout to nejlepší od různých národů.

což se pozitivně projevilo v silném rozmachu ekonomiky a vedlo k silnému stimulu průmyslové výroby.

Dvacátá léta znamenala (i přes posílení ekonomiky během války) určitý útlum, bankroty a obtíže v podnikové sféře. Pomocí restriktivních opatření byla překonána poválečná inflace a také ničivé zemětřesení v oblastech Kanto a Tokio (září 1923). V roce 1923 se ekonomika stabilizovala, ale v roce 1927 ji zasáhla finanční a bankovní krize. Dopady Velké hospodářské krize zde díky nepříliš silné provázanosti se světovým hospodářstvím ale nebyly natolik ničivé jako např. v USA, Německu atp. Problém ale představovala devalvace libry, na níž byl japonský jen navázán¹⁹¹ a v důsledku měnových turbulencí Japonsko přešlo v roce 1931 od zlatého standardu ke stříbrnému a po silném znehodnocení jenu (1931-33) zavedlo pohyblivý kurs.

Ve třicátých letech vláda prosazovala expanzivní měnovou a fiskální politiku, rostoucí vládní výdaje směřovaly především do vojenské oblasti a tam také byla přesunuta většina výrobních kapacit¹⁹². Japonsko se stávalo militantnější – také proto, že jeho velmocenské ambice nebyly územními zisky po I. Světové válce uspokojeny. Došlo k navázání styků s fašistickými velmocemi. Ale prohraná válka, vážná potravinová krize vyvolaná poklesem produkce potravin o 30% v roce 1945 a očekávání, že Japonsko bude hradit vysoké válečné reparace, neznamenaloby dobré vyhlídky pro japonskou ekonomiku. Skutečná výše válečných reparací však byla odhadnuta na 160 mld. JPY¹⁹³. Po válce, poté, co země prošla zásadními ekonomickými, sociálními a politickými reformami, přišlo období silného hospodářského růstu, které trvalo až do roku 1960¹⁹⁴. Japonsko bylo až do roku 1951 okupováno americkými vojsky a ti za

¹⁹¹ Po devalvaci libry začali obchodníci jeny prodávat a během tří měsíců došlo k odlivu zlata v hodnotě 675 milionů jenů. Tento vývoj vedl Bank of Japan nejdříve k zákazu vývozu zlata a 17. prosince 1931 (tj. o tři dny později) také k ustoupení od zlatého standardu. Jen následně devalvoval a do roku 1933 ztratil 65% své zlaté hodnoty a 40% hodnoty proti USD. Na druhou stranu výrazně vzrostl japonský export (Žídek, 2007).

¹⁹² Ministrem financí se stal v roce 1932 Takahaši. Ten zavedl flexibilní směnný kurz, snížil diskontní sazbu z 6,57% (březen 1932) na 2,29% (duben 1936). Hlavním nástrojem hospodářské politiky však byly každoročně rostoucí vládní výdaje. Japonský diktátorský režim se kromě militarizace projevoval také na trhu práce – mzdy byly fixní, odborové organizace byly zakázány a pracovní síla byla pevně připoutána k zaměstnavatelům. Neexistovalo žádné sociální zabezpečení a pracovní den trval běžně 11-12 hodin. Za zmínku také stojí to, že v roce 1936, kdy se pokusil Takahashi v obavě před inflací snížit armádní výdaje, byl zavražděn. Celá ekonomika od roku 1937 byla přeměněna na válečné hospodářství.

¹⁹³ Přitom původně navrhovaná výše válečných reparací Japonska dle návrhu USA z roku 1946 byla 2,5 bil. JPY, ale s ohledem na měnící se přístup USA k Japonsku coby strategickému partnerovi v Asii v době studené války byla nakonec jejich skutečná výše nižší.

¹⁹⁴ Tento ekonomický růst, stejně jako v Německu, byl označován jako „hospodářský zázrak“. Faktorů, které podpořily ekonomický vzestup, bylo hned několik – ojedinělá hospodářská politika, růst exportu, vysoká míra úspor a již zmiňovaná specifika na trhu práce. V letech 1946-48 se např. vláda, kromě obnovení produkční kapacity, soustředila také na omezení vysoké inflace, která v té

nejlepší prevenci obnovení tradičního japonského militarismu považovali demokratizaci společnosti. Japonská ústava (1946) limitovala japonské vojenské výdaje. 1956 získalo Japonsko členství v OSN.

Tzv. catching-up process (proces dohánění v oblasti technologií)¹⁹⁵ vedl k posílení konkurenceschopnosti japonských exportů a někteří ekonomové jej považují za klíčový. Japonsko se stalo hlavním dodavatelem zboží a služeb pro americké vojenské zakázky (Korejská válka 1950-1953 a Vietnamská válka 1964-1973). Přírůstově působily také faktory jako kvalita a dostatek pracovní síly, doprovázené pracovitostí¹⁹⁶, velkou šetrností a vysokou mírou úspor obyvatel, perfekcionismem, orientací na dlouhodobé cíle, kolektivismem a specifickými zaměstnaneckými systémy (princip seniority, jedno celoživotní zaměstnání)¹⁹⁷. Míra nezaměstnanosti v Japonsku až do 90. let se pohybovala do 2% a nikdy nepřesáhla 2,5%, tzn. pohybovala se kolem přirozené hranice¹⁹⁸. Japonská ekonomika se stala druhou nejsilnější na světě již v roce 1969.

V sedmdesátých letech ovlivnil Japonsko především tzv. první ropný šok (1973), kdy ceny ropy v reakci na arabsko-izraelský konflikt vzrostly během krátkého období ze 3 USD/barel na 12 USD/barel. V roce 1977 byla vyhlášena recese. Dopady ropné a surovinové krize byly značné, zejména díky absenci vlastních nalezišť. Druhý ropný šok na přelomu 80. a 90.let vedl k dalšímu ztrojnásobení cen ropy, opět došlo k recesi, ale japonská ekonomika již byla na cenový šok lépe připravena a tak došlo k menšímu snížení dynamiky HDP. Po prvním ropném šoku bylo jasné, že výkyvy v dodávce surovin mohou mít fatální dopady na ekonomiku země, stejně jako rostoucí degradace

době dosahovala stovek procent.Šlo o kontroverzní opatření, kdy vláda zmrazila a převedla aktiva do bankovních vkladů bez možnosti výběru.Vysoká poválečná inflace byla důsledkem monetizace vládních válečných dluhopisů. Také na japonský export, který je hlavním faktorem hospodářského úspěchu, se dá nahlížet tak, že je pro Japonsko vlastně nutností, protože má nedostatek vlastních surovin – do země je např. importováno 100% mědi, 99% ropy, 92% železa. Takže vysoký export se pak dá interpretovat jako nutnost ve vztahu k dovozu.

¹⁹⁵ Přitom až do konce šedesátých let byly japonské výrobky považovány za druhořadé. Jednou z cest, jak Japonci získávali technologie, byl tzv. „zpětný inženýring“, kdy se zakoupilo zahraniční zboží, demontovalo se a poté jej domácí firmy napodobily. Souběžně se ale také nakupovaly licence.

¹⁹⁶ Pětidenní pracovní týden byl zaveden až v roce 1989, dovolená dosahuje maximálně 15 dnů.

¹⁹⁷ Velké podniky vykazovaly řadu odlišných charakteristik ve srovnání s evropskými nebo americkými podniky. Jednalo se zejména o specifický vztah k akcionářům, věřitelům a japonský styl managementu – neustálé zlepšování, princip štíhlé výroby bez skladování). Dalším charakteristickým rysem chování japonské podnikové sféry je zaměření na získání maximálního podílu na trhu a nezáměr o zisk. Tato strategie se projevuje např. nízkými zaváděcími cenami a v 90.letech se ukázala jako jeden z příčin problémů. Mimo to jsou Japonci považováni za zakladatele řady manažerských postupů (Toyota a Just in time systém minimalizující zásoby) Podrobněji specifika japonského podnikatelského sektoru popisuje např. Matsumoto, K: Participativní management – Japonsko a svět (1997), popřípadě Woronoff, J.: Mýtus japonského managementu (1992).

¹⁹⁸ Cihelková, E. a kol.: Ekonomické a politické změny v Japonsku v 90. letech. Aktuální otázky světové ekonomiky 8/1999. s. 6.

životního prostředí. Průmyslové podniky se postupně začaly přeorientovávat na vědecky (kvalifikovaně) náročné, nízko-energetické obory (mikroelektronika, strojírenství, výroba robotů), ale také např. na výrobu automobilů. Právě zavádění energeticky úsporných zařízení a nových technologií vedly ke snížení negativního dopadu druhého ropného šoku. Japonská vláda postupně liberalizovala japonské hospodářství – např. byl pootevřen finanční trh. Od roku 1973 byl zaveden plovoucí režim pro jen, který byl fixován 22 let na dolar (360 jenů za USD) a došlo k jeho rychlému zhodnocení (v roce 1975 se za USD platilo 299 jenů, v roce 1980 za 211, v roce 1987 za 151). Toto pozitivní zhodnocení mělo negativní vliv na vývoz, ale opačně zase snížilo cenu dováženého zboží, a japonské exporty rostly i přes tuto změnu.

Nerovnováha obchodní bilance, která v 80. letech převýšila 2005 mld. jenů (1981), vzrostla postupně na 13 739 mld. jenů v roce 1986¹⁹⁹ a vyvolávala silný tlak ze zahraničí na otevření japonských trhů. Výsledkem byla liberalizace zahraničního obchodu a větší orientace na domácí poptávku. Významný dopad na japonskou ekonomiku měla také dohoda z roku 1985, tzv. Plaza Accord²⁰⁰, takže se vláda snažila pomoci exportérům monetární expanzí. Celková ekonomická situace vypadala příznivě – nezaměstnanost i inflace byly nízké, podnikové zisky dosahovaly historicky nejvyšších úrovní.

Důsledkem nízkých úrokových sazeb však byl přebytek likvidity v hospodářství a ten vyústil v růst spekulativních obchodů na burze²⁰¹. Po zrušení povinnosti investorů získat souhlas státních orgánů v případě, že mají zájem nakoupit zahraniční cenné papíry, vzrostl čistý vývoz portfolio investic (jednalo se zejména o investice do dluhopisů a akcií evropských zemí a USA) z původních 9,4 mld. USD v roce 1980 na 102 mld. USD

¹⁹⁹ Výrazné přebytky obchodní bilance byly výsledkem silné podpory vývozu, který rostl rychleji než dovoz. Důvodem byl však omezován řadou protekcionistických opatření.

²⁰⁰ V 80. letech se kurzy vyvíjely poměrně volně, přesto určité nerovnováhy ve světovém hospodářství vedly vůdčí země k opatření, zvanému Dohoda v hotelu Plaza, které vedly ke společné intervenci k oslabení dolaru a posílení japonského jenu. Dohoda byla podepsána mezi ministry USA, Japonska, Francie, Velké Británie a Německa. Američané se zavázali omezit rozpočtový deficit, který vznikl částečně díky obchodu s Japonskem a jako příčina byla vnímána protekcionistická opatření Japonska a slabý japonský jen. Německo a Japonsko, které měly velké obchodní přebytky, přislíbily, že se pokusí zvýšit domácí poptávku a omezí ochranu domácího trhu. Všechny země se současně dohodly na prodeji USD, což v konečném důsledku mělo vést k jeho oslabení a současnému posílení ostatních měn. Úsilí bylo úspěšné a během pár měsíců se místo 240 jenů za USD platilo pouhých 130 jenů.

²⁰¹ Ceny aktiv zaznamenaly výrazný nárůst právě v době, kdy se Japonsko pokoušelo nahradit dosud úspěšnou exportně determinovanou strategií strategií růstu taženého domácí poptávku a je nutno dodat, že zpočátku vypadalo, že toto úsilí bude úspěšné. Nízká úroková míra a silný kurz jenu podporovaly poptávku, stejně jako liberální měnová a úvěrová politika. Levné a přístupné půjčky sloužily k nákupu spotřebního zboží, nemovitostí, půdy a také spekulativnímu nákupu cenných papírů.

v roce 1986. Do roku 1989 pak ale došlo k jejich poklesu zhruba na třetinu²⁰². Přesto, že došlo ke snížení investic do zahraničních cenných papírů, zvýšila se poptávka po aktivech domácích, vznikla také bublina na trhu s nemovitostmi. Ceny půdy v roce 1991 dosahovaly zhruba šestinásobku své hodnoty z roku 1970²⁰³.

Dle N. Ordnunga a A. Holuba se Japonsko stalo postupně největším vývozcem kapitálu a také největším světovým věřitelem. Japonské akcie tvořily na konci roku 1989 polovinu hodnoty všech světových akcií.

Cenově eskalujících trhů aktiv začaly čím dál tím více využívat pro financování investic firmy, které spíše než bankovní úvěry využívaly emise akcií. Mnohé z nich nadhodnotily své budoucí výnosy a především malé podniky, které podnikaly v obchodu s nemovitostmi, začaly mít problémy se splácením úvěrů. Ale výrazný růst cen nemovitostí a aktiv nadále pokračoval. V té době se centrální banka rozhodla po 27 měsících zvýšit úrokové sazby a tím omezit přístup k levným úvěrům. Toto opatření, které mělo zastavit spekulativní aktivity a inflaci aktiv, nakonec přivedlo sklouznutí ekonomiky do recese – v prosinci 1989 praskla spekulativní bublina a krachla japonská burza.

Mezi faktory vedoucí ke vzniku bubliny patří především agresivní chování komerčních bank, postupující deregulace a liberalizace finančního sektoru, které vedly k růstu financování velkých podniků pomocí emisí dluhopisů a akcií. Díky tomu došlo k poklesu financování pomocí hlavních bank v rámci keiretsu. Jednalo se o velké městské banky, které byly významným zdrojem financování podniků ve skupině – banky byly akcionáři těchto podniků, což jim umožňovalo kontrolovat činnost managementu těchto společností, přičemž mohly držet dle zákona maximálně 5% všech akcií. V letech 1970- 1974 představoval podíl bankovních úvěrů na celkovém externím financování zhruba 50%, v letech 1985-1989 tento podíl činil pouhých 33,1%²⁰⁴. V osmdesátých letech začaly (oproti šedesátým a sedmdesátým letům) vykazovat japonské banky klesající rentabilitu – ukazatel rentability celkových aktiv (ROA) klesl v osmdesátých

²⁰² Holub, A., Ordnung N.: Vzestup Japonska ve světové ekonomice. Ekonomický ústav Československé akademie věd, Praha 1992, s. 54-55.

²⁰³ Toman, L.: Japonská ekonomika v 90. letech a pokračující transformace jejího ekonomického systému. Výzkumná studie VŠE, Praha, 2001, s. 5.

²⁰⁴ Například v SRN tento podíl v letech 1985-1989 činil 16,5%, v USA 14,8%. Viz. Kotaro, T.: Japanese Market Economy System: It's strengths and weaknesses. 1996, s. 32.

letech z 0,4-0,5 na 0,3, ukazatel rentability vlastního kapitálu (ROE) klesl na 10%²⁰⁵. To vedlo k tomu, že banky začaly půjčovat také menším, méně známým podnikům, často angažujícím se ve spekulacích s nemovitostmi.

Prudký pokles cen aktiv otřásl stabilitou zejména bank, stavebních firem a subjektů podnikajících s nemovitostmi. Je důležité si uvědomit, že banky v době před zvýšením úrokové sazby masivně půjčovaly a přijímaly jako zástavu akcie i nemovitosti. Prasknutí bubliny na trzích aktiv a prudký pokles jejich cen způsobily celkovou kumulativní kapitálovou ztrátu, která se blížila jedné biliardě jenů.

Hlavními postiženými se staly stavební firmy a firmy obchodující s nemovitostmi, finanční sektor nesl méně než jednu pětinu těchto ztrát. K přímým ztrátám, jako jejich následek, se připojily horentní obnosy špatných úvěrů, které poskytly banky zchudlým podnikům, jako svým dřívějším klientům zapůjčily. V polovině devadesátých let se výše takto poskytnutých úvěrů pohybovala kolem 150 bilionů jenů²⁰⁶. Přesto Bank of Japan i nadále udržovala vysoké úrokové sazby a omezila množství peněz, které banky mohly půjčit oproti zástavě nemovitostí, a toto mělo negativní vliv na výkonnost japonské ekonomiky.

Dalším faktorem, který významně v budoucnu ovlivní charakter poptávkové i nabídkové strany, byl demografický vývoj v Japonsku. Celkové stárnutí populace, nízká porodnost i úmrtnost, vedlo japonské ministerstvo práce v roce 1987 k vytvoření multisektorového ekonometrického modelu, který sledoval dopad dlouhodobých demografických změn na ekonomiku země. Dle tohoto modelu měla japonská ekonomika růst průměrným ročním tempem více než 3% v letech 1990-2005 a hlavní roli při tom měla hrát silná domácí spotřeba a investice do úspory práce v důsledku technického pokroku. Model dále zdůraznil fakt, že zvyšující se disponibilní příjem domácností a stárnoucí populace změní poptávku v řadě sektorů, např. zdravotnictví, cestovní ruch, služby pro seniory atp..

²⁰⁵ Okina, K., Shiratsuka, S.: Asset Price Bubbles, Price Stability and Monetary Policy: Japan's Experience. In *Monetary and Economic Studies*, říjen 2002, s. 56.

²⁰⁶ Toman, L.: Japonská ekonomika v 90. letech a pokračující transformace jejího ekonomického systému. Výzkumná studie VŠE, Praha, 2001, s. 6.

Na počátku 90. let tedy Japonsko upadlo do krize. Během devadesátých let průměrné roční tempo reálného HDP Japonska dosáhlo dle UNCTAD pouze 1%, což je oproti celosvětovému průměru 2,8% výrazně méně. Vývoj HDP v letech 1990-2000 ukazuje následující tabulka:

tabulka 8: Růst reálného HDP v letech 1990 – 2000 (v %)

Rok	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
růst reálného GDP	5,1	3,8	1,0	0,3	0,6	1,5	5,1	1,6	-2,5	0,2	1,9

Pramen: Toman, L: *Japonská ekonomika v 90.letech a pokračující transformace jejího ekonomického systému*. Výzkumná studie VŠE, Praha, 2001, s. 5.

Hospodářská stagnace provázela Japonsko po celou dekádu. Názory, které hledají příčiny hospodářských problémů, jsou různé - nedostatečná agregátní poptávka nebo strukturální problémy ekonomiky. Diskutabilní je ale také role Bank of Japan, zejména při vzniku a prasknutí cenové bubliny, především nedostatečný dohled nad bankovním trhem a pomalá a neadekvátní reakce na vývoj cen aktiv i pozdní zvýšení úrokových sazeb.

V případě neadekvátní agregátní poptávky panuje názor, že stagnace byla umocněna restriktivní politikou centrální banky vedoucí až k deflaci. Ale spotřebitelé, v obavě dalšího vývoje ekonomiky a v očekávání dalšího propadu cen, neutrácejí. Monetární restrikce navíc nepřispívá k obnově bankovního sektoru, který bývá většinou postižen prudkým poklesem cen nemovitostí a akcií.

Prasknutí „bubliny“ na trzích aktiv a výrazná deflace na trzích aktiv způsobily, že celkové ztráty dosáhly 1400 bilionu jenu²⁰⁷ (Žídek, 2007, s. 248). Jiné zdroje uvádějí ztráty ve výši 1 biliardy jenu. Finanční sektor přitom přímo nesl pouze zhruba pětinu ztrát (Toman, 2001, s. 6).

²⁰⁷ To odpovídá trojnásobku HDP a zhruba trojnásobku celkových bankovních aktiv (Žídek, 2007).

tabulka 9: Kapitálové ztráty po splasknutí bubliny v letech 1990 – 1996 (bil JPY)

Investor	Finanční ztráty	podíl (%)
Nefinanční instituce	-334,7	32,1%
Finanční instituce	-181,0	17,4%
Vládní sektor	-98,5	9,5%
Domácnosti	-427,9	41,1%
Celkové ztráty	-1 042,1	100,0%

Pramen: OECD Economic Survey – Japan 1997-1998, s. 46.

Z tabulky je patrné, že největší zátěž nesly domácnosti, které začaly méně spotřebovávat a více spořit. Ale také aktivity podniků byly ovlivněny výraznými kapitálovými ztrátami. Ty se musely vyrovnávat se zátěžemi z minulosti v podobě nadbytečných pracovních sil a kapacit (díky klesající spotřebě) a dluhy. Například v roce 1992 zkrachovalo 14 tisíc podniků, což je dvojnásobek oproti době bubliny²⁰⁸. Špatná výkonnost podniků pak zase zpětně ovlivňovala slabou výkonnost bankovního sektoru, protože k přímým ztrátám se připojily ztráty ze špatných úvěrů, které dle *The Economist* (22.7.2006) tvořily minimálně 60 bilionů jenů.

Souběžně s dlouhodobou recesí došlo také k deflaci²⁰⁹. Dlouhodobější deflace bývá odrazem výrazného poklesu agregátní poptávky, i když existují i příklady, kdy je možno vysledovat nabídkové determinanty²¹⁰. Na rozdíl od deflace, ke které došlo v Japonsku po I. Světové válce, kde je jako příčina spatřován technologický pokrok vedoucí k poklesu nákladů a růstu produktivity, byla deflace v devadesátých letech vyvolána slabou poptávkou a přebytečnými kapacitami. Deflaci posilovala také apreciac²¹¹ jenu snižující ceny dováženého zboží. Bank of Japan reagovala na deflaci snížením

²⁰⁸ Siebert, H.: Some Lessons from the Japanese Bubble. Kiel WP No. 919, April 1999, s. 16-17.

²⁰⁹ Deflaci lze definovat jako snižování cenové hladiny neboli zvyšování kupní síly jednotky (Hindls, R., Holman, R., Hronová, S.: *Ekonomický slovník*, 2001, s. 71).

²¹⁰ Frait, J.: Měnová politika v období velmi nízké inflace. 46. seminář České společnosti ekonomické, Praha, 2003, s. 1.

²¹¹ Hlavním faktorem posílení jenu byl především tlak na oslabení USD vzhledem k prohlubujícím se obchodním deficitům USA a vrcholící mexické krizi. Apreciace se odrazila především v nárůstu dovozů, nevedla však k výraznému poklesu vývozu. V důsledku silného jenu ale začaly zpracovatelské podniky přesouvat své provozy z Japonska do oblastí jihovýchodní Asie. V rostoucích dovozech se začaly projevovat právě dovozy z těchto zemí (tzv. zpětné dovozy).

úrokových sazeb. V roce 1991 snížila úrokovou sazbu na 4,5%, v roce 1993 to již bylo 1,5%²¹². Těmito monetárními nástroji se jí však ekonomiku oživit nepodařilo.

„Proto během let 1991-1993 došlo ke schválení tří stimulačních balíčků - jmenujme alespoň Emergency stop-gap program ze září 1991. K přijetí komplexnějšího programu došlo v březnu 1994 – tzv. Overall economic measures program, v jehož rámci se ekonomika stimulovala pomocí fiskálního povzbuzení veřejných prací a veřejných investic, podporou výstavby domů a dále daňovými úlevami, k nimž patřilo zrušení vysokých daní korporací a snížení daně z příjmu. Také do něj v rámci opatření pro problémové oblasti patřila pomoc soukromým institucím získat prioritně půdu, podpora drobného podnikání, opatření na podporu bankovního a pojišťovacího trhu apod. Další skupinu tvořily projekty na podporu ekonomického rozvoje a zlepšení životního prostředí. V rámci vládní politiky do ekonomiky proudily značné sumy peněz prostřednictvím fiskálních stimulačních "balíčků", přičemž jen během čtyř let - v období 1992 až 1995 - došlo k přijetí sedmi takových balíčků. Fiskální stimulace ekonomiky pokračovala i ve druhé polovině 90. let; během období 1992 až 1998 tak bylo přijato devět expanzivních opatření fiskální politiky s celkovým navýšením toků do ekonomiky včetně snížení daní ekonomickým subjektům v objemu přesahujícím 80 miliard jenů.”²¹³

I když Bank of Japan reagovala na klesající ceny standardně, tj. snížením diskontní sazby téměř na minimum a monetární expanzí, očekávaného zvýšení peněz v ekonomice ani úvěrové expanze tím nedosáhla. Důvody neúčinnosti zásahů japonské centrální banky uvádí literatura několik. Dle Horské lze problém trvalé deflace a ekonomické recese eliminovat následujícími třemi kroky²¹⁴:

- zlepšení a prohloubení spolupráce mezi fiskální a měnovou politikou – v čele by měla stát měnová politika,
- oslabení jenu, nárůst exportu a dovoz inflace ze zahraničí,
- aplikace nekonvenčních měnově politických opatření a zavedení režimu cílování inflace.

²¹² Toman, L.: Japonská ekonomika v 90. letech a pokračující transformace jejího ekonomického systému. Výzkumná studie VŠE, Praha, 2001, s. 7.

²¹³ tamtéž, s. 8.

²¹⁴ Horská, H.: Jak vyřešit problém deflace? – Problém Japonska. Institut pro ekonomickou a ekologickou politiku a katedra hospodářské politiky VŠE, Praha, 2002, s. 12.

Japonsko se v druhé polovině 90.let dostalo do tzv. pasti likvidity²¹⁵, při které jsou úrokové sazby blízké nebo rovny nule (neočekává se nebo není možné jejich další snížení) a účastníci trhu logicky očekávají jejich budoucí růst. Pohyb sazeb směrem dolů nestimuluje domácí spotřebu, měnová politika selhává, protože jakýkoliv přírůstek peněžní nabídky zůstane v likvidní podobě – ekonomické subjekty totiž preferují držbu hotovosti, očekávají, že s růstem úrokové sazby poklesne hodnota ostatních finančních aktiv.

Například Frait (2003) v případě deflace s nulovými sazbami vidí možné řešení v následujících nestandardních opatřeních, která se dají souhrnně nazvat „politika kvantitativního uvolňování“ (Quantitative Easing, QE)²¹⁶, pod kterou si lze představit následující opatření²¹⁷:

- rozsáhlá podpora likvidní pozice bank vedoucí k udržování vysokých dobrovolných rezerv,
- nákup zahraničních aktiv (vytváří dodatečnou likviditu a má potenciál oslabit domácí měnu),
- opatření vedoucí nejen k poklesu krátkodobých sazeb peněžního trhu k nule, ale i sazeb střednědobých a dlouhodobých (dlouhodobý závazek udržovat krátké sazby na nule, vyhlášení explicitního stropu na střednědobé a dlouhodobé sazby vládních cenných papírů),
- agresivní podpora expanzivní fiskální politiky (zejm. nákupy vládních závazků na primárním trhu),
- nákup privátních aktiv ve snaze zvýšit jejich výnos (legislativně obvykle neschůdný), možno použít nepřímou cestu přes měkké úvěry bankovnímu sektoru s akceptací soukromého kolaterálu (korporátní obligace, směnky, úvěry a hypotéky),
- monetární transfery – politika vrtulníkového efektu (helicopter drop of money)²¹⁸.

²¹⁵ Blíže např. viz. Horská (2002), Frait (2003), Hindls, Holman, Hronová (2003).

²¹⁶ Odpůrci řešení japonských problémů opatřeními QE tvrdí, že v Japonsku jsou peníze prakticky zdarma, volně dostupné téměř pro kohokoliv, kdo by je chtěl produktivně využít, a přesto se nedostavuje růst poptávky. Dále poukazují na řadu negativních dopadů politiky QE – udržování nulových úrokových sazeb umožnilo vládě odložit reformy finančního a korporátního sektoru, zbytečně prodlužuje existenci bank a firem majících problémy apod. Zastánci naopak zdůrazňují, že tato politika musí být účinná, ovšem Japonsko se díky obrovskému vládnímu dluhu a finančnímu stresu bank a firem ocitlo ve zcela specifické situaci. Tento názor bývá opět zpochybňován tím, že pokud se stát nedostane do podobné situace, stěží bude zažívat dlouhodobou deflaci.

²¹⁷ Frait, J.: Měnová politika v období velmi nízké inflace. 46. seminář České společnosti ekonomické, Praha, 2003, s. 2.

²¹⁸ Monetární transfery (vrtulníkový efekt) by měly být jediným účinným prostředkem v případě, že veškeré ostatní pokusy selhaly. Ještě v roce 2003 psal ve své práci Jan Frait (2003), že představa, že CB natiskne peníze a „shodí je z vrtulníku“ je ilustrací

Jako nejlepší způsob „léčení“ deflace je však dle většiny ekonomů její prevence. Tu dle Fraita (2003) měla centrální banka aplikovat následujícími způsoby:

- stanovením dolního limitu, pod který by inflace neměla nikdy klesnout - což je u zemí cílujících inflaci zcela běžné, neboť závazek centrálních bank udržovat cenovou stabilitu zajisté znamená závazek vyhýbat se inflaci i deflaci. Většina centrálních bank, včetně ČNB, které cílí inflaci, předpokládají, že inflace se bude pohybovat kolem hodnoty několika málo procentních bodů,
- permanentní udržování stability finančního sektoru, která je důležitá pro snížení rizika bublin na trzích aktiv a následného kolapsu těchto cen, což je obvyklý začátek deflačních potíží,
- poměrně rychlá a agresivní reakce centrální banky pomocí úrokových sazeb v situaci velmi nízké a klesající inflace (pokud k tomu má centrální banka ještě dostatečný prostor) a dodávání dostatku likvidity do systému.

Japonsko je zemí, které s deflační pastí dlouhodobě bojovalo. V jeho případě významnou roli v poklesu dynamiky domácí poptávky po roce 1997²¹⁹ pravděpodobně sehrála nejistota ohledně budoucího vývoje ekonomiky - Japonci o všech aktivitách rozhodují v relativně dlouhém časovém horizontu a vyznačují se averzí k riziku.

Na zavedenou restriktivní fiskální politiku reagovala ekonomika negativně, což se projevilo hlavně ve stagnaci spotřeby; významně poklesly výdaje na spotřební zboží dlouhodobého charakteru a hospodářství sklouzlo v roce 1997 do ekonomické recese. Vypukla naplno také krize finančního systému a japonská vláda byla nucena v prosinci 1997 prohlásit, že „*veškeré investice do bankovních depozit, ale i ostatní finanční*

z učebnic stěží představitelnou v praxi. Dnešní realita v USA nás však přesvědčuje o opaku. Dle Fraita mohou mít podobný efekt i podobná opatření – např. „zmírnění“ podmínek, za kterých ČB půjčuje bankám, např. rozšířením skupiny aktiv, které nakupuje, rozšíření báze subjektů, se kterými obchoduje. Typickým příkladem dle Fraita může být centrální bankou dotovaná a financovaná monetární expanze, např. snížení daní, akomodované nákupy vládních cenných papírů doprovázené růstem vládních výdajů a jiné formy vládní podpory soukromých výdajů. Ale zmíněné nástroje mají také řadu odpůrců, kteří argumentují, že budou mít pouze krátkodobý efekt, zatímco dlouhodobý efekt je nejistý. Jako další tvrzení se objevují např. to, že se jedná o léčení symptomů, nikoliv příčin, že se jedná o nadměrný zásah státu do ekonomiky, který brání trhům v prosazení nutných přizpůsobení tržních nerovnováh, narušují chápání mandátu centrální banky v tržní ekonomice anebo to, že znamenají čisté financování vládních výdajů emisí peněz.

²¹⁹ Po nadějném roce 1996, kdy se růst GDP dostal na úroveň 3,9%, což signalizovalo úspěch monetární a fiskální vládní stimulace, se k moci dostala konzervativní strana čele s premiérem Hashimotem. V dubnu 1997 byly zvýšeny nejdůležitější daně - jednalo se především o spotřební daň, která vzrostla ze 3% na 5%, dále pak byly zrušeny předchozí daňové úlevy a byly zvýšeny zdravotní a sociální odvody. Sníženy byly také veřejné investice. Celkově byl efekt těchto opatření odhadnut na 7,8 bilionu jenů (Toman 2001). K zpřísnění fiskální politiky došlo paradoxně v době, kdy ekonomika vstupovala do recese, což vedlo ke vzniku kritických názorů nevhodného načasování reform.

*prostředky vcházející do bankovních pasiv se budou i nadále těšit ochraně před krachem bank*²²⁰.“

Recese byla o to větší, protože probíhala souběžně s Asijskou krizí a protože asijské nově industrializované země (jihovýchodoasijský region) měly 40% podíl na vývozu Japonska, byly tyto důsledky pro Japonsko zvláště citelné. V protikladném směru ale ve stejnou dobu působilo oslabení kurzu jenu vůči dolaru, čímž se zvýšila konkurenceschopnost japonských korporací na světových trzích. To vedlo k oslabení negativních dopadů Asijské krize.

Recese nicméně pokračovala také v roce 1998. Vláda reagovala rozhodnutím o odstoupení od původního záměru dosáhnout vyrovnaného rozpočtu a balíček²²¹ z roku 1998 byl vůbec největší v poválečné historii Japonska. Premiér Obuchi se označil za „největšího dlužníka světa“, čisté veřejné zadlužení se během pěti let zdvojnásobilo, a to z 29,3 bil JPY (1996) na 60,4 bil. JPY (2000)²²².

Na recesi reagovala také Bank of Japan, a to dalším snižováním úrokových sazeb, a v dubnu oznámila, že bude „*flexibilně zajišťovat příliv finančních prostředků do ekonomiky a udržovat krátkodobé mezibankovní úrokové sazby na co nejnižší úrovni, dokud nebude nebezpečí deflace zažehnáno*“²²³. Tím byla oficiálně přijata politika nulových úrokových sazeb.

I přesto, že se japonská vláda snažila stimulovat ekonomiku pomocí stimulačních balíčků, nepovedlo se jí ekonomiku dostatečně nastartovat, což bývá vysvětlováno různými způsoby.

²²⁰ Toman, L.: Japonská ekonomika v 90. letech a pokračující transformace jejího ekonomického systému. Výzkumná studie VŠE, Praha, 2001, s. 34.

²²¹ Krizová opatření se zaměřila především na stabilizaci finančního systému, která měla pomoci stimulovat agregátní poptávku. Dalším cílem bylo zlepšení zprostředkovatelské funkce bank – např. nové úvěry a státní garance pro malé a střední podniky. Vláda se současně v tomto období snažila vybudovat „novou společnost pro 21. století“ – technologicky a informačně vyspělou, žijící v neznečištěném životním prostředí. Ekonomika se postupně měla přeměrovat z růstu taženého veřejnou poptávkou k růstu podporovanému veřejným sektorem (Cihelková, 1999).

²²² tamtéž

²²³ Mori, N., Shiratsuka, S., Taguchi, H.: Policy Response to the Post-Bubble Adjustments in Japan: A Tentative Review. In Monetary and Economics Studies, BOJ, 2001, s. 71.

Jedno z vysvětlení selhání fiskální politiky poskytuje Ricardova-Barroova teorie²²⁴, podle které zvýšení vládních výdajů motivuje lidi ke snížení spotřeby.

Další vysvětlení nabízí rakouská škola, podle níž stimulační balíčky udržují existující strukturu produkce, která je nevyhovující, a pouze odsouvají nutnost reforem. Hlavní problém vidí zástupci této školy (např. C. Mengel) v neokeynesiánském přístupu při potlačování recese bez schopnosti nalézt soulad mezi preferencemi spotřebitelů a strukturou produkce²²⁵.

Ke konci roku 1998 došlo k oživení ekonomiky, které trvalo až do konce roku 2000 a bylo vystřídáno třetí velkou recesí, která trvala až do roku 2002. Částečné stabilizace finančního systému bylo dosaženo díky dalším finančním dotacím – 7,5 bil JPY pro 15 největších bank v březnu 1999²²⁶.

V roce 2001 se ujal vlády premiér Koizumi (2001- 2006) a s jeho jménem bývá spojován nový přístup k reformám²²⁷. Středem reforem²²⁸ byly strukturální reformy (Japonsko mělo projít po vzoru USA revolucí v informačních technologiích) a problém špatných půjček²²⁹ měl být vyřešen výhledově do dvou až tří let.

²²⁴ Autorem této teorie byl v 19. století D. Ricardo, který ji však v zápětí odmítl jako nerealistickou. Tuto teorii rozpracoval ve 20. století neoklasický ekonom Robert Barro, který pracoval s myšlenkou, že pokud vláda sníží daně a vzniklý deficit bude financovat půjčkou, pak si ekonomické subjekty uvědomí, že v budoucnosti tento dluh bude muset být splacen (včetně úroků) a toho vláda docílí pouze opětovným zvýšením daní. Z důvodu zachování určité úrovně v budoucnu se spotřeba nezmění (nebo dokonce sníží) a vzrostou pouze úspory. Ceny proto budou i nadále klesat a expanze se míjí účinkem. (více viz Holman, 2005, s. 466 nebo Voráčková)

²²⁵ Holman, R. a kol.: Dějiny ekonomického myšlení. C.H.Beck, Praha, 2005, s. 238-288.

²²⁶ Obavy začala vzbuzovat také rostoucí nezaměstnanost, protože při recesi na počátku 90.let se příliš nezvýšila – v letech 1991-1993 se pohybovala mezi 2,1-2,5%. Hranici 4% přesáhla v roce 1998 a v roce 1999 byla 4,7%. Negativní vliv měla také nejen zhoršující se demografická struktura obyvatelstva – starší osoby byly často odrazeny od hledání práce a byl také nedostatek míst pro absolventy. Nepříznivým trendem konce 90.let bylo také snižování mzdových nákladů a počtu pracovních hodin.

²²⁷ Jeho volebním heslem bylo: „Žádný růst bez reforem.“ Premiérem byl zvolen také v roce 2003 i přes rostoucí nezaměstnanost a vyslání japonských vojáků do Iránu. V tuto dobu se totiž začala projednávat privatizace Japonské pošty, která se kromě listovních služeb také stará o vklady, nabízí pojištění a především přefinancovává státní dluh nákupem vládních obligací. Jedná se o instituci, která spravuje 30% veškerých depozit a 30% životních pojistek. Navržené řešení je, že Japonská pošta bude během následujících dvanácti let rozdělena na tři samostatné subjekty zabývající se odděleně bankovními, pojišťovacími a doručovacími službami. Podobným procesem prochází také Japonské národní dráhy.

²²⁸ Mezi hlavní body patřily strukturální reformy, privatizace, deregulace IT sektoru, podpora podnikání a eliminace špatných půjček, reforma akciového trhu, reforma sociálního a zdravotního systému, zlepšení kvality života a rozvoj zlepšení kvality vzdělávání, finanční příspěvky na podporu rozvoje informačních technologií a fiskální reformy – snížení veřejných investic a jejich revize.

²²⁹ Byl zřízen tzv. speciální dohled, který se zaměřoval na důkladné prověření dlužníků a kontroloval banky, jak pokračují v eliminaci špatných úvěrů. Dále byla posílena funkce společnosti RCC (Resolution and Collection Corporation), která má především napomáhat odstraňovat špatné úvěry z bankovních bilancí jejich nákupem za tržní ceny.

Reformy probíhaly i v následujících letech, jen v roce 2005 byly zprivatizovány čtyři velké korporace věnující se výstavbě a správě silnic a dálnic.

Také Bank of Japan měnila svou strategii. V roce 2000 se rozhodla nepatrně zvýšit krátkodobou mezibankovní sazbu a tím pádem opustit politiku nulových úrokových sazeb. Ale se zhoršujícími ekonomickými výhledy byla nucena vrátit se k téměř nulovým sazbám. V roce 2001 s cílem zvýšení měnové báze zavedla politiku Quantitative Easing²³⁰. V roce 2002 prováděla rozsáhlé intervence (nákupem USD) proti zhodnocujícímu se jenu.

Oživení ekonomiky bylo podpořeno také exporty, především rostoucí poptávkou z Číny. Po USA se Čína stala v roce 2003 pro Japonsko druhým největším exportním trhem. Stav japonské ekonomiky se od roku 2001 až do roku 2007 zlepšil, zvýšila se důvěra domácností a firem v další růst, rostla domácí poptávka, investice i zisky podniků.

Někteří autoři tvrdí, že problémy Japonska v devadesátých letech nelze spatřovat pouze hospodářským cyklem. Například Hayashi a Prescott²³¹ vidí problém v poklesu dynamiky souhrnné produktivity faktorů. Další vládní subvence upadajícím odvětvím a neefektivním producentům by mohly produktivitu dále snížit.

Jiní ekonomové (Krugman) zastávají názor, že stagnace byla vyvolána dlouhodobým poklesem agregátní poptávky²³². Stagnace spotřeby domácností byla nezvykle dlouhá a totéž bylo možno zaznamenat také u soukromých kapitálových investic (1992-1993, 1997-1998).

Další ekonomové (Mengel) namítají, že pokud by hlavním důvodem recese byla nedostatečná poptávka, vyřešily by ji zvýšené veřejné výdaje.

4.2.6 Mexická krize

Ačkoliv mexická ekonomika v roce 1994 již byla ekonomikou fundamentálně zdravou²³³, procházející v devadesátých letech dynamickým růstem, hlavně financovaným prostřednictvím zahraničního kapitálu. Úspěch měl však i stinné stránky. Růst byl financovaný především prostřednictvím přílivu zahraničního kapitálu, avšak ekonomika

²³⁰ Bank of Japan zvýšila nákup vládních dluhopisů a začala také nakupovat soukromé cenné papíry. Více o QE viz. Výše.

²³¹ Hayashi, F., Prescott, E.C.: The 1990's in Japan: A Lost Decade. Review of Economic Dynamics, č.5, 2002, s. 28-29.

²³² S výjimkou 70. let, kdy recese byla způsobena nabídkovým šokem při současném poklesu poptávky.

²³³ Mexiko prošlo v 80. letech reformami – došlo k privatizaci a deregulaci státních podniků, liberalizaci zahraničního obchodu a omezení fiskálního deficitu.

jako celek nerostla a narazila tím na určitý limit, kdy nebyla schopná čelit importní konkurenci²³⁴. Tím došlo k nárůstu deficitu běžného účtu, protože export rostl mnohem pomaleji než import. Vliv měla nepochybně také rostoucí agregátní poptávka, mimo jiné také po dříve nedostupném zboží. Důsledkem byl pokles domácích úspor z 19% (1990) na 15% (1994)²³⁵.

Banco de Mexico používala systém pevného měnového kursu vůči USD. Mexické peso se v letech 1990-1994 zhodnotilo o 20%, deficit běžného účtu dosahoval v roce 1994 8% HDP, což spolu s politickou nejistotou začalo podkopávat důvěru zahraničních investorů, kteří začali vyprodávat mexická aktiva. V prosinci 1994 musela mexická banka devalvovat peso o 12,7% a přejít k volně pohyblivému kursu²³⁶, načež peso ztratilo dalších 15% a do března 1995 ztratilo ještě dalších 25% vůči dolaru²³⁷. Relativně silná ekonomika se rychle propadla do hluboké krize. Masivní odliv zahraničního kapitálu způsobil nejen zhroucení mexické měny, ale také zvýšení úrokové hladiny²³⁸ a následnou úvěrovou kontrakci. Mexiko procházelo největší recesí v historii země a jen díky záchrannému programu IMF a USA (52 mld. USD) bylo zabráněno insolventnosti země a bankovnímu kolapsu.

4.2.7 Lotyšská bankovní krize

Základem lotyšské bankovní krize byla velmi liberální politika týkající se získání bankovní licence. Řada subjektů založením banky řešilo svou potřebu získání finančních prostředků pro podnikání, které tak získalo levněji než kdyby získalo půjčku. Tudíž vznikl velký počet bank, jen v roce 1993 to bylo 60 nových bankovních licencí²³⁹. Na konci března 1995 zkrachovala Bank Baltia, největší banka v zemi, a tím vypukla lotyšská krize. Insolventnost začaly vyhlášovat i další ústavy a brzy celkové ztráty

²³⁴ Frait, J., Komárek, L.: Kapitálové toky a měnové kurzy v globalizované ekonomice. Studie národohospodářského ústavu Josefa Hlávky, Studie 1/1999, s. 34.

²³⁵ tamtéž

²³⁶ Doposud byl používán systém pevného měnového kursu vůči americkému dolaru.

²³⁷ Musílek, P.: Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech. Výzkumná studie grantové agentury ČR GA 402/02/1308, Praha, 2004, str. 59.

²³⁸ Úrokové sazby z krátkodobých státních mexických dluhopisů vzrostly od listopadu 1994 do března 1995 ze 14% na 70%.

²³⁹ Nové peněžní ústavy měly velmi agresivní marketingovou politiku na získávání nových klientů. Lákaly především na vysokou úroveň úrokových sazeb z depozit. Mezi nově vzniklými bankami se nejvýrazněji začala prosazovat Bank Baltija. Přilákala vysoké procento vkladů od veřejnosti díky extrémně vysokým úrokovým sazbám z depozit. Například v roce 1993 se její úroková sazba na rok pohybovala okolo 90%, zatímco ostatní nově vzniklé banky nabízely mezi 18 a 52% a starší banky, které fungovaly ještě z éry Sovětského svazu, nabízely mezi 14-20%.

dosáhly 320 milionů USD, což odpovídalo 40% aktiv v bankovním systému a 7% očekávaného HDP pro rok 1995. Centrální banka byla nucena převzít kontrolu nad všemi problémovými bankami.

Příčiny zniku bankovní krize lze spatřovat v:

- transformačním procesu – špatný bankovní dohled, nezkušenost manažerů bank a nedostatečná obezřetnost bank při poskytování úvěrů vedly ke zvyšování rizika bankrotu,
- korupci - založení banky bylo pouze prostředkem k získání finančních prostředků pro vysoce rizikové projekty, krátkodobý zisk byl stavěn před dlouhodobé zájmy banky,
- stabilizaci ekonomiky – vláda chtěla v roce 1992 zakročit proti vysoké inflaci (okolo 500%), restriktivní monetární politika snížila inflaci, úrokové sazby však zůstaly vysoké a podniky spoléhající na vysokou inflaci, která znehodnocovala jejich závazky, přestaly být schopny své závazky splácet,
- ztrátě důvěry v bankovní sektor – vláda v době, kdy se začaly objevovat první náznaky možné bankovní krize, nevydala žádnou informaci, zda bankám pomůže či nikoliv, vkladatelé tak provedli run na banky,
- podstupování nepřiměřeného úrokového rizika – Bank Baltia a jiné měly velmi riskantní strategii – vklady přijímaly v domácí měně a úročily je vysokými úrokovými sazbami, naopak úvěry poskytovaly v USD, protože spekovaly na oslabení kursu. Lat naopak poměrně výrazně posílil a banky zaznamenaly velké ztráty.

4.2.8 Asijská krize

Asijské země, které byly na počátku 60. let velmi zaostalé a jejichž reformy byly více gradualistické než reformy v Latinské Americe, procházely od počátku 80. let úspěšným obdobím²⁴⁰. Hospodářský růst byl provázen relativně stabilním makroekonomickým prostředím - klesající mírou inflace, rostoucí vzdělaností, opatrnou hospodářskou politikou s vyrovnanými a úspornými veřejnými financemi, růstem peněžní zásoby, který

²⁴⁰ Zajímavostí je, že každá země měla relativně odlišnou strategii, jak došla k růstu. Zatímco Singapur a Taiwan „vsadily“ na nadnárodní koncerny a jejich pobočky v zemi, Jižní Korea a Hong Kong spoléhaly na domácí podnikatele. Například v Koreji vláda sama aktivně alokovala kapitál mezi jednotlivá odvětví průmyslu. Nic podobného však nečinily vlády Taiwanu nebo Hong Kongu.

zajišťoval rozumnou míru cenové stability, a vyšší otevřeností ekonomik²⁴¹. Velký vliv na růst měl, v asijských zemích tradičně vysoký, mezní sklon k úsporám, který umožnil rychlý růst investic. A kvůli výše popsaným skutečnostem bývá vznik finanční krize považován za více než překvapivý.

Krize v Asii proběhla v roce 1997 a najednou byly patrné některé podobnosti s krizí v Latinské Americe:

- slabá bankovní regulace²⁴², která nebyla adekvátní probíhající bankovní liberalizaci a umožnila finančním institucím podnikat v nových oblastech, které těmito novými aktivitami získávaly dodatečné zisky, protože marže z tradičních operací se výrazně snížily,
- právní rámec a neexistence úpdkového práva v případě bankrotu, které se rozšířily v době krize,
- nízký růst produktivity – ekonomický růst lze vysvětlit rychlým růstem vstupů (práce a kapitálu).

Během devadesátých let se objevily první indikátory nadcházející krize. Míra výnosu nového kapitálu začala klesat, což byl důsledek velkého růstu úvěrů a „přeinvestovanosti“ některých sektorů, jako například elektronika, automobilový průmysl, nemovitosti – začaly vznikat deficity běžného účtu. Druhým faktorem byla fixace kursů k dolaru. Znehodnocování USD (1995) přilákalo dodatečné investice, ale v době apreciacie to znamenalo rychlou ztrátu konkurenceschopnosti. Na rozsah krize měla vliv také zvýšená volatilita kapitálových toků, která narostla po mexické krizi.

Po skokovém znehodnocení domácí měny zkrachoval v lednu 1997 korejský Hanbo Steel, protože již nebyl schopen splácet 6 mld. dolarový dluh. V květnu zkrachovala nejvýznamnější thajská finanční instituce, Finance One, a nebyla jediná. Navíc v zemi proběhl útok na měnu, kterému se vláda s pomocí Singapuru ubránila. Panika a hromadný útek investorů způsobily v asijských ekonomikách rozsáhlý odliv

²⁴¹ I když v některých zemích dosahoval deficit běžného účtu poměrně vysokých hodnot, nebylo to považováno za velký problém právě díky vysoké míře úspor a značným investicím do exportních firem.

²⁴² Například v Indonésii nebyly půjčky členům presidentské rodiny vůbec omezovány, v Thajsku bylo zase velké množství finančních institucí řízených příbuznými politiků a finanční prostředky získávali také na velmi spekulativní projekty. Excesivní půjčky pak vytvořily neudržitelný boom, který pouze dočasně zakryl špatnou výkonnost velkého množství projektů a vedl pak k prasknutí bubliny a pádu cen.

zahraničního kapitálu²⁴³. Záhy po měnové krizi přichází krize bankovní (listopad 1997), která měnové problémy ještě zesiluje, a společně pak vyústí v krizi dlužnickou (leden 1998)²⁴⁴. V květnu 1998 investoři z Ruska stahují své investice a následuje ruská krize, červnová recese v Japonsku, pád burz východní Evropy a další vlna útěků zahraničních investorů.

Důsledkem asijské krize byly především obrovské ztráty investorů způsobené pádem asijských měn a ztráta důvěry. Hlavní chybou byla pravděpodobně neúspěšná stabilizace devizových trhů, tím pádem nedošlo k omezení volatility měnových kursů a uklidnění investorů. Dalším závažným důsledkem asijské krize byl dopad do sociální sféry. Tyto problémy dle MMF²⁴⁵ přerostly dokonce v sociální krizi. Například v Indonésii došlo ke ztrátě cca 20% pracovních míst, v Koreji se zvýšila nezaměstnanost čtyřnásobně a v Thajsku se počet propuštěných dělníků ztrojnásobil a více než třetina obyvatel se ocitla v bídě.

4.2.9 Ruská krize

Ruská vláda v polovině 20. století využívala hojně k financování deficitu státního rozpočtu²⁴⁶ emise státních dluhopisů na zahraničních finančních trzích. Z krátkodobých cenných papírů to byly především státní pokladniční poukázky, dlouhodobé pak státní obligace. Výnosnost státních cenných papírů přitom bývala poměrně vysoká – někdy sazby rostly až na neuvěřitelné hodnoty 200-300%, čímž rostly náklady na správu dluhu²⁴⁷. Zatímco v roce 1997 bylo vydáno na správu státního dluhu 11,6% z celkových

²⁴³ Ten způsobil narušení finanční struktury velkého množství korporací, protože došlo k poklesu zahraničních úvěrů asijským firmám, došlo k propadu produkce (především v Koreji, Indonésii, Thajsku), poklesly také mezinárodní bankovní půjčky asijským bankám. Problémy všech zemí byly násobeny dlouhodobě probíhající japonskou krizí.

²⁴⁴ V době, kdy kurs wonu (Korea) deprecioval na hodnotu 2000wonů/USD (konec roku 1997), se Korea dohodla s věřiteli o prodloužení doby splatnosti. Indonésie dočasně zmrazila zahraniční corporate dluh. Indonésie restrukturalizuje 70 miliardový dluh v USD, Korea 22 mld. USD dluh.

²⁴⁵ Kunešová, H., Cihelková, E.: Světová ekonomika: nové jevy a perspektivy. C.H.Beck, Třebíč, 2006, s. 54-55.

²⁴⁶ Problém nebyla výše ruského dluhu, ale jeho struktura. Skládal se převážně z velmi krátkodobých půjček, které byly ale velmi drahé. Dalším problémem byla struktura dle držitelů cenných papírů. Po liberalizaci (1997) mohli cenné papíry koupit také rezidenti, zatímco před ní to byly pouze ruské banky s centrální bankou Ruska. Podíl nerezidentů na trhu vzrostl až na 30%, zatímco podíl fyzických osob nedosahoval 1%. Tudíž riziko defaultu cenných papírů nebylo dobře diverzifikováno, protože skoro celé připadalo na bankovní sektor (centrální banka Ruska a banky držely přes 60%) – viz. tabulka č. 10. Značná část nových emisí šla přitom na splácení předchozích dluhů (Deměnkov, 2008).

²⁴⁷ Pro představu dodávám ještě údaj o výši inflace - v roce 1997 činila inflace v Rusku 11%, v roce 1998 se pohybovala okolo 85%, v roce 1999 poklesla na 37%.

výdajů státního rozpočtu, v roce 1998 to již bylo 37%²⁴⁸. Současně s klesajícími příjmy státního rozpočtu (především z daní) docházelo k růstu deficitu státního rozpočtu, který byl opět financován emisí krátkodobých cenných papírů a přilákal tak zahraniční spekulativní kapitál. Strukturu držitelů státních obligací znázorňuje tabulka 10.

tabulka 10: Struktura držitelů státních dluhových cenných papírů k 17.8.1998

Držitel CP	podíl na celkovém objemu státních CP v (%)
Centrální banka Ruska	32,1%
Tuzemské banky	31,3%
Nerezidenti	29,6%
Institucionální investoři	5,0%
Fyzické osoby	0,9%
Ostatní	1,1%
celkem	100,0%

Pramen: N. Verzon: "Государственные ценные бумаги" (Вопросы экономики, 1999, №7) in Demenkov, M. – Krize v ruské ekonomice 1998, s. 10

V období, kdy vypukla asijská krize (1997), se zvýšila nejistota zahraničních investorů investujících do ruských cenných papírů. Odhaduje se, že v období mezi říjnem 1997 a únorem 1998 z Ruska odplynul zahraniční kapitál v celkové výši 7 mld. USD (Musílek, 2004). Nedůvěra zahraničních investorů však nadále pokračovala a prodej finančních instrumentů vyvolal jejich pokles.

Ruský rubl se dostal pod tlak devizových spekulantů – poprvé to bylo v říjnu 1997, podruhé na začátku ledna 1998. Ruské centrální bance se podařilo udržet pevný měnový kurz vůči USD, ale to ji stálo více než 8,8 mld. USD devizových rezerv, následkem čehož celkové devizové rezervy klesly na 10 mld. USD (Musílek, 2004). Uměle udržovaný kurs rublu měl za následek nevyrovnaný poměr cen na importované a exportované zboží - vývozní ceny byly nadhodnoceny, což tlumilo export, a naopak importované zboží bylo podhodnoceno, což způsobilo, že téměř 60% zboží na trhu bylo dováženo.

²⁴⁸ Demenkov, A.: Krize v ruské ekonomice 1998. Bakalářská práce, VŠE, 2008, s. 11.

15. srpna 1998 přestaly fungovat kapitálové trhy, ale také mezibankovní úvěrový trh.

17. srpna 1998 ruská vláda přijala následující opatření:

- devalvovala ruský rubl - centrální banka Ruska byla pod tlakem nucena vzdát se udržování stabilního měnového kursu, začátkem září byl zaveden plovoucí měnový kurz – došlo k rychlé a výrazné devalvaci rublu.
- vyhlásila tříměsíční moratorium na splácení státních cenných papírů
- omezila pohyb kapitálu – nerezidentům byl vydán zákaz investovat do rublových aktiv kratších než 1 rok, což mělo omezit příliv spekulativního kapitálu do ekonomiky.

Důsledkem přijatých opatření byl pokles důvěry zahraničních investorů k ruské ekonomice, devalvace měnového kurzu, run na banky (druhá polovina srpna), nárůst inflace a cen spotřebního zboží a kritika vlády kvůli zavedenému moratoriu²⁴⁹.

Centrální banka Ruska pro uklidnění situace na bankovním trhu nařídila převedení vkladů fyzických osob z řady komerčních bank do Sberbank²⁵⁰ a na takto převedené vklady vyhlásila garanci, což vedlo ke zlepšení situace. Dále například centrální banka snížila úroveň povinných minimálních rezerv (PMR) na 5% a pro vklady v cizí měně byl stanoven zvláštní kurs pro výpočet PMR. Dle odhadů centrální banky Ruska se celkové ztráty bankovní soustavy odhadovaly na 200 mld. rublů²⁵¹.

Hlavní příčinou kolapsu ruské ekonomiky byla chybná hospodářská politika, neudržitelný deficit státního rozpočtu a nárůst veřejného dluhu, nedostačující odborná úroveň managementu bank aj. Zmiňme ale také pozitivní dopady krize, mezi které můžeme zařadit výrazný pokles spekulativních zdrojů zisků bank a jejich přeorientace na reálný sektor ekonomiky (např. úvěry korporátní klientele), restrukturalizace bankovního sektoru, devalvace měnového kurzu vedoucí k růstu cen importovaného zboží a zvýšení konkurenceschopnosti domácích výrobců.

²⁴⁹ Hodnota vnějšího dluhu ruských bank, které spadaly pod působnost moratoria, činila zhruba 4 mld. USD. Nerezidenti považovali prohlášení vlády ze 17.8.1998 za nezákonné a požadovali výplatu.

²⁵⁰ Sberbank byla největší bankou v zemi, a měla, na rozdíl od většiny ostatních bank, likvidní akcie a dostatečnou úroveň kapitalizace. Stát byl majoritním vlastníkem jejího bankovního kapitálu. K 17.8.1998 činilo portfolio státních pokladničních poukázek v celkovém objemu 83 mld. rublů, zatímco ostatní banky jen 34 mld. rublů.

²⁵¹ Demenkov, A.: Krize v ruské ekonomice 1998. Bakalářská práce, VŠE, 2008, s. 39.

4.2.10 Ekonomická transformace a krize v ČR v 90. letech 20.století

V devadesátých letech proběhla v tehdejší Československu ekonomická transformace²⁵². Nedostatky předchozího systému byly známy většině obyvatel i reformátorům samotným, ale co bylo cílem transformace, tj. jaký měl být cílový stav, na tuto otázku již jednoznačná odpověď neexistovala. Panovala obecná shoda, že by se Československo mělo přiblížit vyspělým tržním ekonomikám²⁵³.

Československo bylo na rozdíl od jiných zemí východního bloku relativně stabilní v makroekonomické oblasti – nebyla zde vysoká inflace ani velká nerovnováha mezi agregátní poptávkou a nabídkou (přebytek peněz a nedostatek zboží), veřejné finance byly zhruba vyrovnané a z toho plynula také nízká úroveň veřejného dluhu (17% HDP)²⁵⁴.

4.2.10.1 Privatizace bankovního systému

Banky jsou páteří tržního hospodářství a jejich správná funkčnost byla tedy klíčovou. V bývalém Československu existoval „monobankovní systém“ a Státní banka československá, která byla založena v roce 1950²⁵⁵, plnila rovněž činnosti, které obvykle přísluší komerčním bankám.

V Československu existovaly kromě Státní banky fungovaly ještě tyto banky²⁵⁶:

- Československá obchodní banka, která sloužila jako zprostředkovatel styků s RVHP a poskytovala komerční služby podnikům zahraničního obchodu.
- Živnostenská banka, která vznikla v roce 1948, se zabývala finančními transakcemi neziskových institucí a soukromých osob majících styk se zahraničím a měla pobočku v Londýně.

²⁵² Je potřeba rozlišovat transformaci a reformu. Transformace se používá pro charakterizování změny celého systému fungování ekonomiky (ba dokonce společnosti), tj. změny systému z centrálně plánovaného na tržní v našem případě. Reformou pak můžeme označit dílčí změnu prvků systému, např. daňovou reformu, při které systém nebo celek zůstává zachován. Klaus píše o hospodářských opatřeních jako o ekonomické reformě: „Naše ekonomická reforma z roku 1991, která znamenala systémovou liberalizaci, deregulaci cen a zahraničního obchodu a vnitřní směnitelnost, byla jako revoluční složka transformace – víceméně ukončena. Transformace v širším slova smyslu – zejména její evoluční složka – však stále trvá.“ (V. Klaus).

²⁵³ A právě zde je obtížnost identifikace cílového stavu, protože ve světě je široká škála charakterů tržních ekonomik.

²⁵⁴ Židek, L.: Transformace české ekonomiky 1989-2004. C.H.Beck, Praha, 2006, s. 3.

Mezi negativa československého hospodářství patřila především jeho uzavřenost a orientace na trhy RVHP, což vedlo k neefektivitě a rovněž k jeho postupnému zaostávání. Nejvýznamnějšími negativy bylo především centrálně plánované hospodářství, neexistence konkurence, monopolizace ekonomiky, která spolu s postavením tržních subjektů vedla k nedostatku iniciativy, znárodnění, slabá úroveň technologií aj.. Více Židek, 2006.

²⁵⁵ Kunert, J., Novotný J.: Centrální bankovníctví v Českých zemích. Česká Národní Banka, Praha, 2008, s.12.

²⁵⁶ Jonáš, J.: Bankovní krize a ekonomická transformace. Management Press, Praha, 1998, s. 42-43.

- o Investiční banka, která měla poskytovat investiční úvěry podnikovému sektoru.

Mimo zmíněné banky²⁵⁷ fungovaly také republikové spořitelny (Česká státní spořitelna a Slovenská státní spořitelna) vybírající vklady od obyvatelstva, přičemž všechny vklady byly zaručeny státem a finanční zdroje spořitelen sloužily k poskytování úvěrů obyvatelstvu – především pro bytovou výstavbu²⁵⁸.

Vzhledem k omezené možnosti alternativní alokace úspor (finanční instrumenty jako akcie či dluhopisy nebylo možno získat) úloha úrokových sazeb coby nástroje podporujícího spoření byla poměrně omezená až do roku 1990. Také banky měly omezenou úlohu, objem poskytnutých úvěrů, jejich podmínky a alokace byly podřízeny centrálnímu plánování.

Na počátku transformace dosahovaly korunové vklady obyvatelstva a podniků v bankách zhruba polovinu HDP, v roce 1997 to pak bylo více než 70% HDP. Včetně devizových vkladů by celková výše devizových vkladů v bankách přesáhla 1.000 miliard v roce 1996, což je zhruba 83% HDP²⁵⁹. Z výše uvedeného je patrné, že v bankovním systému byl spíše problém s efektivní alokací zdrojů než s jejich získáváním.

Ekonomickou transformaci provázela zvýšená nejistota ekonomického prostředí, která se odrazila také v kvalitě alokovaných úvěrů. Vysoký objem depozit vytvářel tlak na banky efektivně úročit vklady²⁶⁰ a tím byly banky nuceny pouštět se do financování i rizikovějších projektů, popřípadě poskytovat půjčky méně důvěryhodným střadatelům - vysoký podíl špatných úvěrů v portfoliu bank v polovině roku 1997 byl na úrovni zhruba jedné třetiny všech poskytnutých úvěrů²⁶¹. Částečně to bylo způsobeno tím, že úvěry začaly poptávat podniky, které neměly žádnou úvěrovou historii, ale i ty, které již fungovaly delší dobu, pak díky rychle se měnícímu prostředí ztrácely záruku důvěryhodnosti.

²⁵⁷ Z hlediska národního složení a čerpaných zdrojů kapitálu v letech 1918-1938 rozeznáváme šest typů československých komerčních bank: 1.) české banky – Živnostenská banka, Česká průmyslová banka, Pražská úvěrní banka, Agrární banka československá 2.) banky s česko-německou správou – Česká eskomptní banka a úvěrní ústav, Banka pro obchod a průmysl, 3.) německé banky – Bohmische Union Bank, Deutsche Agar und Industriebank , 4.) slovenské banky, 5.) maďarsko-německé banky, 6.) rusínské banky. (Kunert, Novotný, 2008).

²⁵⁸ Jonáš, J.: Bankovní krize a ekonomická transformace. Management Press, Praha, 1998, s. 42-43.

²⁵⁹ Jonáš, J.: Bankovní krize a ekonomická transformace. Management Press, Praha, 1998, s. 42-43.

²⁶⁰ Úrokové míry byly určovány administrativně, odděleně pro jednotlivce a podniky. V 80. letech byly podnikové vklady na viděnou úročeny 0,08% a od roku 1986 pak 0,3%; u domácností úroková míra ze stejných vkladů byla okolo 2%. Termínované vklady podniků byly prakticky po celá 80. léta úročeny sazbou 2,5% a u domácností se sazba pohybovala mezi 3-5% (pro šestiměsíční až pětileté vklady). (Jonáš, 1998)

²⁶¹ tamtéž

Do konce 90. let minulého století provozovalo aktivní bankovní činnost 45 bank a to včetně zahraničních²⁶². To lze hodnotit pozitivně, protože se český bankovní sektor v 1.polovině 90.let vyznačoval nadprůměrnou koncentrací, k 31.12.1993 činil podíl pěti největších bank²⁶³ u vkladů 92% a u úvěrů 72% a přitom v těchto pěti uvedených bankách pracovalo 90% všech pracovníků zaměstnaných v bankovníctví²⁶⁴.

Rozložení vkladů a úvěrů dokládají tabulka 11 a tabulka 12:

tabulka 11: Podíl komerčních bank na celkových vkladech a úvěrech na konci roku 1990

komerční banky	podíl na úvěrech v (%)	podíl na vkladech v (%)
KB	47,8%	17,5%
Všeobecná úvěrová	20,1%	7,9%
Investiční banka	14,6%	8,3%
Státní spořitelny	10,3%	62,3%
Ostatní	7,2%	4,0%
celkem	100,0%	100,0%

Pramen: Jonáš, J.: Ekonomická transformace v České republice. 1997., s. 10

tabulka 12: Objemy vkladů v komerčních bankách na konci roku 1995

komerční banky	vklady		úvěry	
	mld. Kč	(%)	mld. Kč	(%)
KB	222,4	25,7%	227,2	26,0%
ČS	294,7	34,8%	118,7	13,6%
ČSOB	83,4	9,6%	80,9	9,3%
IPB	139,4	16,1%	128,9	14,7%
Agrobanka	49,7	5,8%	38,7	4,4%
Ostatní	75,0	8,8%	279,7	32,0%
celkem	865,7	100%	874,1	100,0%

Pramen: Myant, M.: The Rise and Fal of Czech Capitalism: Economic Development in Czech Republic since 1998, 2003. s. 151

²⁶² Na počátku transformace totiž pro založení banky stačilo jen 50 milionů korun, takže se jednalo o poměrně snadnou záležitost, i když dle Myanta (2003) byla akceptována jen každá desátá žádost. Postupně však došlo ke zpřísnění podmínek- od r. 1991 bylo potřeba 300 milionů a po roce 1993 až do současnosti je to 500 milionů korun.

²⁶³ Komerční banka, Česká spořitelna, Československá obchodní banka, Agrobanka a Investiční banka

²⁶⁴ Poloček, S.: České bankovníctví na přelomu tisíciletí. Ethics, Ostrava, 1999, s. 72.

Hlavním důvodem privatizace bylo, aby banky svým charakterem odpovídaly charakteru tržní ekonomiky.

Na začátku roku 1990 působily v Čechách a na Moravě čtyři plně státní banky – Česká státní spořitelna, Komerční banka, Živnostenská banka a Investiční banka. Komerční banka, Živnostenská banka a Česká státní spořitelna v roce 1992 byly přeměněny na akciové společnosti²⁶⁵ a část jejich akcií byla zařazena do kuponové privatizace²⁶⁶.

Na jaře 1998 získala Nomura Group Investiční a poštovní banku za 3 mld. Kč, což okamžitě vyvolalo politickou nevoli, ale banka měla v té době 20% klasifikovaných úvěrů. Cílem Nomury bylo získat portfolio podniků, které banka a její fondy vlastnily, a nezastírala úmysl IPB později prodat. V létě 1999 pak byla prodána ČSOB²⁶⁷ nizozemské KBC za 40 mld. Kč²⁶⁸. V únoru 2000 koupila rakouská Erste Bank Českou spořitelnu za 19,3 mld. Kč (52% akcií), přičemž stát již dříve vydal 46 mld. Kč na její ozdravení. Komerční banka byla prodána, i přes velký skandál kolem B.C.L. Trading²⁶⁹, v polovině roku 2001 francouzské Sociétés Générale za 40 mld. Kč²⁷⁰.

²⁶⁵ Židek, L.: Transformace české ekonomiky 1989-2004. C.H.Beck, Praha, 2006, s. 201.

²⁶⁶ Kuponová privatizace začala 1.října 1991. Kuponové knížky se prodávaly za 1000 Kč na všech poštách všem občanům Československa, kteří byli starší 18 let. Touto metodou bylo privatizováno 1492 státních podniků v celkové nominální hodnotě 300 mld. Kčs. Zdá se, že kuponová privatizace byla majoritní formou privatizace, ale skutečnost je jiná. Velmi sporným momentem byla pomalá privatizace bank. Václav Klaus ve svém článku Poznámky k „analýzám“ transformace tvrdí, že nebylo možné začínat privatizací bank, protože nejprve bylo potřeba využít bank k financování transformačních potřeb podniků, protože zahraniční investoři by v rámci svého obezřetného chování brzdili transformaci českých podniků. Například Myant (2003) jako alternativu pomalejšího postupu privatizace uvádí prodej podniků zahraničním společnostem. Holman (2000) zdůvodňuje pomalou privatizaci tím, že to vyžadoval systém privatizace. Hromadná privatizace nutila k odložení privatizace bank, protože by došlo k ukončení financování a podniky by začaly mít okamžitě problémy. Židek (2006) se naopak domnívá, že vlády s privatizací bank otálely příliš dlouho. Banky udržovaly při životě podniky, které měly zbankrotovat, a poskytovaly úvěry na ztrátové projekty, které se záhy staly klasifikovanými úvěry. Státní vlastnictví také nahrávalo morálnímu hazardu, kdy panovala domněnka, že v případě problémů stát dluhy nakonec pokryje.

²⁶⁷ Jakmile se IPB dostala do vážných problémů, došlo k odlivu vkladů zhruba ve výši 34 mld. Kč a stala se prakticky nesolventní. 16.6.2000 byla na banku uvalena nucená správa a 19.6.2000 byla prodána ČSOB. ČSOB převzala IPB se státními garancemi, které měly pokrýt očekávané ztráty.

²⁶⁸ To byl největší čistý výtěžek z prodeje banky v průběhu transformace.

²⁶⁹ Byl to případ, kdy v jediném případě ztratila banka 8 mld. Kč. Banka půjčila v době mezi červnem 1998 a červencem 1999 firmě B.C.L. Trading postupně 100, 150 a 200 milionů USD a dokumentární akreditivy byly vázány na dodávky značného množství zemědělských produktů. Vyšetřování prokázalo, že tyto dodávky se vůbec neuskutečnily.

²⁷⁰ Židek, L.: Transformace české ekonomiky 1989-2004. C.H.Beck, Praha, 2006, s. 196-212.

4.2.10.2 Měnová krize v ČR a krize bankovního sektoru

V první polovině devadesátých let vykazovala ekonomika vysoké tempo růstu HDP, nízkou nezaměstnanost, nízký deficit běžného účtu platební bilance, ale také vysokou inflaci²⁷¹, která způsobila, že úrokové sazby byly vysoké. Období let 1994 až 1996 je tak považováno za vůbec nejúspěšnější v celé transformaci²⁷².

V roce 1997 se projeví nerovnováhy ekonomiky, kterých z předchozího období bylo hned několik. Za hlavní byla považována platební bilance (především schodky na účtu obchodní bilance a bilance běžného účtu). Za období měnové krize můžeme považovat květen až listopad 1997.

Tomuto období ale ještě předcházela bankovní krize, která se dá časově vymezit zhruba v období od srpna 1996 až prosince roku 1998²⁷³. První signály můžeme pozorovat od roku 1993, kdy se jako první dostala do problémů Kreditní a průmyslová banka²⁷⁴. Problémy dalších bank následovaly- Kreditní banka, Česká banka, Banka Bohemia, AB Banka²⁷⁵. Reakcí ČNB bylo vyhlášení Konsolidačního programu II²⁷⁶., zpřísnění bankovního dohledu a ukončení vydávání nových licencí. V srpnu 1996 byla centrální bankou uvalena nucená správa na šestý největší bankovní ústav v zemi, na Agrobanku, a celkové ztráty spojené s touto bankou dle ČNB dosáhly 35 miliard Kč. Objem klasifikovaných úvěrů rostl, mezi lety 1993 a 1994 dosáhl 38% (z 21%)²⁷⁷ a dle níže uvedené tabulky je patrné, že množství a objem klasifikovaných úvěrů byl v devadesátých letech vysoký.

²⁷¹ Měnová politika v počátečních letech transformace měla hlavně stabilizační úlohu. Centrální banka se především snažila o stabilní kurz a neinflační hospodářské prostředí, s čímž jí ale chyběly zkušenosti z předchozích let. V prvních letech se podařilo udržet inflaci relativně pod kontrolou – koruna v období do konce roku 1990 třikrát devalvovala a následně centrální banka zvolila fixní měnový kurz – měna byla vázána na koš pěti měn s pásmem oscilace $\pm 0,5\%$ (do května roku 1993). Poté byl koš redukován pouze na dvě měny – 65% DEM a 35% USD a od února 1996 bylo fluktuální pásmo rozšířeno na $\pm 7,5\%$. Fixní měnový kurz byl zrušen v květnu 1997 a došlo k zavedení režimu volně plovoucího kurzu (např. Židek, 2006, Helísek 2004, Frait a Komárek, 1999).

²⁷² Židek, L.: Transformace české ekonomiky 1989-2004. C.H.Beck, Praha, 2006, s. 70-81.

²⁷³ Přesné vymezení krize je však relativně problematické a vyvstává otázka, zda jej neposunout ještě dále. Nicméně na konci roku 1998 byla důvěra v bankovní sektor v podstatě obnovena a vyvolala požadavek na privatizaci dalších velkých bank. V roce 1999 došlo k poklesu klasifikovaných úvěrů.

²⁷⁴ Klasifikované úvěry zde dosáhly 90% což bylo důsledkem poskytování nezákonných nadlimitních úvěrů společností, které vlastnil generální ředitel banky.

²⁷⁵ Židek, L.: Transformace české ekonomiky 1989-2004. C.H.Beck, Praha, 2006, s. 196-212.

²⁷⁶ Z velkých peněžních ústavů byla převedena nebonitní aktiva, která se převedla na Konsolidační banku. Postupně se měnily i další aspekty – od července 1994 vznikla bankám povinnost pojišťovat neanonymní korunové vklady fyzických osob do 125.000 Kč. Vkladatelé tak měli v případě krachu nárok na 80% vložených prostředků. Později se tato částka zvyšovala, od prosince 2008 je 50.000 eur a stále se zvažuje její zvýšení.

²⁷⁷ Židek, L.: Transformace české ekonomiky 1989-2004. C.H.Beck, Praha, 2006, s. 207.

tabulka 13: Klasifikované úvěry v českém bankovním sektoru*(kvalita úvěrového portfolia k 31.12. daného roku za banky s licencií, v %)*

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
klasifikované úvěry na úvěrech celkem	33,32	29,07	26,70	26,45	32,15	29,83	21,53	16,78
ohrožené úvěry na úvěrech celkem	26,60	22,43	20,51	20,43	21,97	19,90	13,73	8,80

Pramen: Židek, L.: *Transformace české ekonomiky 1989-2004*. 2006., s. 207**tabulka 14: Vývoj počtu bank v ČR v letech 1995 - 2000**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Banky celkem	55	53	50	45	42	40

v tom:

velké banky	5	5	5	5	5	4
střední banky	10	9	13	12	12	11
malé banky	24	19	13	12	9	8
pobočky zahr. bank	10	9	9	10	10	10
stavební spořitelny	6	6	6	6	6	6
banky v nucené správě	0	5	4	0	0	1

Pro informaci:

banky bez licence	4	6	10	18	21	23
-------------------	---	---	----	----	----	----

Pramen: zpráva ČNB o bankovním dohledu 2000.

Do srpna 1996 se problémy týkaly spíše menších bank, ale poté, co byla uvalena nucená správa na Agrobanku a problémy eskalovaly i u jiných velkých bank, hrozila systemická bankovní krize a český bankovní trh zasáhl credit crunch²⁷⁸. Vývoj počtu bank²⁷⁹ zachycuje tabulka 14

²⁷⁸ Názory na vznik credit crunch se v podstatě různí. Například Klaus (2000) píše, že ke vzniku credit crunch došlo v důsledku toho, že vysoké úrokové sazby zůstávaly i v době recese a jejich pomalé snižování vedlo k růstu reálných úrokových sazeb. K tomu ČNB zpřísnila požadavky na obezřetné podnikání, což vedlo ke zpřísnění podmínek pro fungování bank. Na druhou stranu ČNB (např. Dědek) nebo popř. Jílek zastávají odlišný postoj – credit crunch byl důsledkem předchozí úvěrové expanze.

²⁷⁹ Dle metodiky ČNB je složení jednotlivých skupin následující: velké banky (bilanční suma nad 200 mld. Kč, např. Komerční banka, Česká spořitelna, ČSOB), střední banky (bilanční suma 50 až 200 mld. Kč, např. GE Money Bank, Hypoteční banka, Raiffeisenbank), malé banky (bilanční suma pod 50 mld. Kč, např. Volksbank, LBBW Bank, Evropsko-ruská banka), pobočky

Výše zmiňovaný nárůst počtu klasifikovaných úvěrů byl výsledkem souhry několika faktorů. Jedním z těch, které byly přítomny v podstatě od počátku, byla předluženost státních podniků a jejich neschopnost dluhy splácet. Dále s tím související nezkušenost s předkládáním a schvalováním úvěrů, podniky byly často bez historie, vedl je management, který s fungováním tržní ekonomiky neměl zkušenosti aj. Problémy vznikaly také díky nevhodné provázanosti vlastnických vztahů – zejména u menších bank se stávalo, že úvěry často byly poskytnuty akcionářům banky a do fungování velkých bank stát (vlastník) vůbec nezasahoval, což podporovalo morální hazard. Malé banky měly většinou nedostatek vlastního kapitálu a také proto prováděly riskantní operace. Dále je potřeba také zmínit slabé právní normy, např. zákon č. 328/1991 Sb. o konkurzu a vyrovnání spíše zvýhodňoval pozici dlužníka a věřitelé tak měli problémy domoci se svých práv²⁸⁰.

4.2.10.3 Náklady a řešení bankovní krize

Velké polostátní banky byly sanovány díky státní pomoci („*too big to be failed*“). V roce 1991 byl přijat Konsolidační program I., jenž měl vyčistit portfolia současných bank od problematických pohledávek z předchozího období za tuzemskými subjekty, které převzala Konsolidační banka. Náklady se odhadují na 100 mld. Kč (1/6 všech půjček)²⁸¹.

Konsolidační program II. byl vyhlášen na základě vzniklých problémů menších bank (viz. výše) a hrubá výše vynaložených prostředků se odhaduje zhruba na 33 mld. Kč, ztráty ze sanace sektoru družstevních záložen dosáhly 9 mld. Kč a ozdravný proces byl spojen s privatizací bank.

zahraničních bank (např. Oberbank, Deutsche Bank, ING Bank), stavební spořitelny (např. Modrá pyramida stavební spořitelna, Stavební spořitelna České spořitelny, Českomoravská stavební spořitelna). V roce 2007 byla struktura dle Singera následující: banky celkem (37), z toho: velké banky (4), střední banky (5), malé banky (8), pobočky zahraničních bank (14) a stavební spořitelny (6).

²⁸⁰ Problémy se na konci století nevyhnuly ani družstevním záložnám, jejichž činnost povolil zákon v roce 1996 a které měly dle ČNB v roce 1999 již 110 tisíc členů se vklady převyšujícími 10,3 mld. Kč. Důvodem jejich vysoké oblíbenosti byla především vyšší úroková sazba z vkladů. Již v říjnu 1999 se ale do nucené správy dostaly tři největší kampeličky, které pokrývaly 60% z vkladů všech záložen. Také následující rok mnoho dalších upadlo do miliardových ztrát a do nucené správy.

²⁸¹ Židek, L.: Transformace české ekonomiky 1989-2004. C.H.Beck, Praha, 2006, s. 212

Krise bankovní předcházela krizi měnové. MMF varoval před příliš vysokým deficitem běžného účtu, v důsledku čehož by se koruna mohla stát obětí spekulativních útoků. První stabilizační balíček byl přijat v dubnu 1997. ČNB reagovala, snížila svou restriktivní politiku²⁸². Obavy investorů však byly patrné již od září 1996, kdy docházelo k postupnému znehodnocování koruny.

Kromě nepříznivého vývoje běžného účtu zde byly další faktory, které mohly podpořit vznik měnové krize – např. problémy v bankovní soustavě nebo silný příliv kapitálu ze zahraničí, zpomalení růstu HDP, zpomalení exportu aj.

Dle ČNB byly bezprostředními spouštěcími mechanismy vedoucími k prodeji korunových aktiv a nákupu deviz (čili měnové krizi) tyto tři okolnosti²⁸³:

- výrazně nepříznivé zprávy o vývoji české ekonomiky v prvním čtvrtletí roku 1997, velké zpomalení růstu HDP, vysoký rozpočtový deficit, zhoršení obchodní bilance
- zhoršující se vztahy na vnitropolitické scéně a rostoucí napětí
- země, které měly podobně nevyrovnané vnější vztahy, měnovými krizemi prošly nebo procházely (nejsilněji na thajský bath), investoři se odsud stahovali, ČNB zde zmiňuje problém nákazy.

ČNB ve snaze zabránit velkému znehodnocení měny intervenovala na devizovém trhu a zabránila přístupu k úvěrům, které by nákupem deviz ještě oslabily měnu. 26. května byl zaveden režim řízený plovoucí kurz. Vláda přijala druhý stabilizační balíček, který zahrnoval další snížení rozpočtových výdajů, podporu restriktivní politiky ČNB, posilování stability měny, mzdové restrikce²⁸⁴.

Protože důsledky měnového otřesu byly skryty zanedlouho ve stínu škod, které napáchala povodeň, je obtížné je separovat. Přesto dle zprávy ČNB (2003) nebyly nakonec dramatické a depreciace byla daleko nižší než například u států jihovýchodní Asie. Znehodnocení kurzu nakonec přispělo k udržení inflace okolo 9% , běžný účet se začal zlepšovat a stabilizován byl i bankovní sektor²⁸⁵.

²⁸² Snížila povinné minimální rezervy z 11,5% na 9,5% s platností od 8.5.1997.

²⁸³ Česká národní banka: Česká národní banka 1993-2003. ČNB, Praha, 2003, str. 19.

²⁸⁴ tamtéž

²⁸⁵ Bylo odebráno 9 licencí (Helísek, 2004).

4.2.11 Finanční krize v ČR ve 20. a 90. letech – podobnosti a odlišnosti

Z výše uvedených informací bylo možné identifikovat následující podobnosti a odlišnosti finančních krizí ve dvacátých a devadesátých letech v ČR.

Podobnosti:

- probíhala expanze ekonomiky, která byla financována z velké části bankovními úvěry,
- významné majetkové propojení bank a koncernů²⁸⁶ - bylo daleko větší ve dvacátých letech, nicméně také v devadesátých letech díky kupónové privatizaci vlastnily banky některé investiční privatizační fondy (IPF)
- nárůst inflace,
- nadhodnocená zisková očekávání,
- fůze jako východisko z krize – ve dvacátých letech byly nařizovány ministerstvem, v devadesátých letech byly vyvolány tržními podněty,
- ochabnutí investičního boomu (začíná být patrné, že investiční očekávání jsou nadhodnocena).

Odlišnosti:

- rozdílné výchozí ekonomické podmínky – zatímco ve dvacátých letech byla vyčerpaná ekonomika důsledkem skončené I. světové války, v devadesátých letech se jednalo o přechod na tržní ekonomiku,
- centrální banka ve dvacátých letech neexistovala,
- v devadesátých letech bylo specifikem při poskytování úvěrů to, že neexistovala úvěrová historie, bankovní pracovníci, stejně jako management byli nezkušení v poskytování úvěrů,
- kupónová privatizace.

Kořeny současné krize v ČR budou analyzovány dále v textu.

²⁸⁶ Jednalo se o tzv. křížové vlastnictví.

4.3 Globalizace verze 3.0 (od r. 2000)

Dle Thomase Friedmana (2005) je svět propojen v extrémním měřítku. Zde je hybnou silou schopnost jednotlivců globálně spolupracovat a soutěžit a toto Friedman nazývá „platformou plochého světa“²⁸⁷. Podle mnohých empirických studií IMF a OECD hospodářské cykly doznávají řady zásadních změn. V zásadě se dají shrnout²⁸⁸:

- 1) **Synchronizace recesí ve světové ekonomice roste** – dochází zejména ke zpomalení hospodářské aktivity ve světě. Mezi vyspělými zeměmi jsou hospodářské cykly čím dál tím více podobné co se týče načasování, délky trvání a hloubky kolísání. Nejvýznamnější kanál synchronizace cyklu a rostoucí závislosti je mezinárodní finanční systém a mezinárodní obchod. Recese se jako nákaza šíří z nejvyspělejších ekonomik (především USA) do dalších zemí.²⁸⁹
- 2) **Ceny aktiv (cenných papírů a nemovitostí) mají rostoucí vliv na hospodářský cyklus** - ceny aktiv jsou spojeny s ekonomickou aktivitou země a proto jejich vývoj²⁹⁰ je jedním z ukazatelů, které odráží očekávání budoucího vývoje ekonomiky. Stejně jako u HDP lze i u aktiv sledovat cyklický vývoj a svého vrcholu dosahují průměrně 5 čtvrtletí před vrcholem HDP. Jak již bylo zmíněno dříve, velké pády cen aktiv mohou odstartovat recesi v ekonomice. (např. v Japonsku v devadesátých letech). Dle IMF²⁹¹ dochází k propadům cen na trzích aktiv ve vyspělých zemích každých zhruba třináct let, trvají zhruba 2 roky a způsobují ztráty v ekonomice zhruba ve výši 4% HDP. Zato propady cen nemovitostí jsou každých 20 let, ale trvají nejméně dvakrát déle a jsou spojeny

²⁸⁷ Jedinci mohou vytvářet obsah v digitalizované podobě a pomocí počítače spolupracovat s lidmi kdekoli na světě. Friedman za nejdůležitější rys globalizace 3.0 považuje přírůstek možností, do globální hry se mohou zapojit i jednotlivci a posílení malých i velkých firem. Významnější roli hrají také nezápadní a nebiílá uskupení jednotlivců odkudkoliv na světě.

²⁸⁸ Např. IMF: World Economic Outlook: The Business Cycle. International Linkages. 1998, s. 55-73. nebo Sedláček, P.: Analýza investičního cyklu, 2006. nebo World Economic Outlook: Recessions and Recoveries. IMF, duben 2002.

²⁸⁹ Dá se tedy říci, že stále platí úsloví: „Když Amerika kýchne, celý svět dostane rýmu“. Nejpřesněji je synchronizace přenosu recese patrná nyní, při globální ekonomické krizi, která má kořeny v USA. Rostoucí propojení cyklů v Evropě je důsledkem budování hospodářské a měnové unie (jednotná měnová politika a koordinace fiskálních politik), zahraničního obchodu a investic.

²⁹⁰ Přitom ceny aktiv ve vyspělých ekonomikách po výrazném propadu na počátku devadesátých let již nerostou. Výjimkou byly ve druhé polovině 90. let např. v USA ceny cenných papírů informačních a telekomunikačních odvětví nebo vývoj cen nemovitostí v USA do roku 2007.

²⁹¹ World Economic Outlook: *When Bubbles Burst*. May, 2000, s. 61.

se ztrátami agregátního výstupu až 2x většími. Makroekonomické dopady dle IMF mohou být různé mezi jednotlivými zeměmi – tam, kde dominuje bankovní sektor (umožňuje diverzifikaci rizika), je vyšší náchylnost ke kolapsu trhu s nemovitostmi, naopak je tomu při rozpadu trhu s cennými papíry.

- 3) **Rostoucí volatilita investic** – změna složek agregátní spotřeby (tj. soukromá spotřeba, fixní investice, vládní spotřeba, čistý export a zásoby) je sledována při analýze příčin a vývoje hospodářských cyklů, přičemž největší důraz se klade na vývoj spotřeby a investic. Investice jsou nejvýznamnější determinantou nabídky i poptávky, jsou tedy také klíčovou složkou hrubého domácího produktu a významně přispívají k formování hospodářského cyklu²⁹². Průměrný investiční cyklus je ale delší než hospodářský. „V českém kontextu se dá tvrdit, že HDP předbíhá vývoj investic a lze podle něj částečně usuzovat na budoucí vývoj investiční aktivity.“²⁹³ Sedláček (2006) dále uvádí, že jsou silné synchronizace investičních cyklů mezi vyspělými zeměmi – např. korelační koeficient mezi eurozónou a USA za období po roce 1995 dosahoval hodnoty 0,77.
- 4) **Amplituda a volatilita hospodářských cyklů se snižuje** – což je výsledkem větší stability domácí poptávky - postupem času dochází ke ztlumování hospodářských cyklů – recese po II. světové válce měly, dle velikosti poklesu reálného HDP, méně závažný dopad a byly méně časté. Zároveň došlo také k prodloužení fáze expanze. Další příčinou mohou být strukturální změny (došlo k přesunu firem z průmyslu, který je více volatilní, do sektoru služeb), stabilizační makroekonomická politika je aktivnější a finanční sektor je stabilnější²⁹⁴. Při formování hospodářského cyklu se **mění role ostatních složek HDP** – tj. jedná se o zásoby, zahraniční obchod, vládní a soukromou spotřebu. Recese, které byly krátké a mírné (tj. v 70.-90. letech), byly většinou taženy změnami zásob. Podíl zásob na celkovém produktu se ale díky rostoucímu významu informačních technologií, služeb, ale také díky zlepšenému managementu zásob (např. just-in-time) postupně snižuje. K významnému poklesu spotřeby dochází především

²⁹² Prokázalo se, že zpomalení temp investic po válce způsobilo prohloubení propadu HDP v době recese. A po překonání recese zůstaly investice relativně nízké.

²⁹³ Sedláček, P.: Analýza investičního cyklu. .2006, s. 494.

²⁹⁴ Czesaný, S.: Hospodářský cyklus v EU. 2004, kapitoly 1-8.

u středně dlouhých a hlubších recesí. Při oživení je pak soukromá spotřeba nejdůležitější složkou HDP. Naopak – mezi jednotlivými vyspělými zeměmi se různí dopady zahraničního obchodu a vládní spotřeby²⁹⁵.

4.3.1 Americká hypoteční / finanční / ekonomická krize

4.3.1.1 Situace před krizí a počátek krize.

Počátek krize lze datovat do roku 2001²⁹⁶, kdy vyvrcholilo období rozvoje informačních technologií splasknutím internetové bubliny²⁹⁷ (internet bubble nebo také dot-com bubble), která vznikala v letech 1995-2001. Do té doby hospodářství v USA rostlo tempem přes 4% ročně. graf 1 ilustruje vývoj roční míry růstu reálného čtvrtletního HDP, v roce 2001 je patrná mírná recese, která souvisí s již zmiňovaným splasknutím dot-com bubble (březen až listopad).

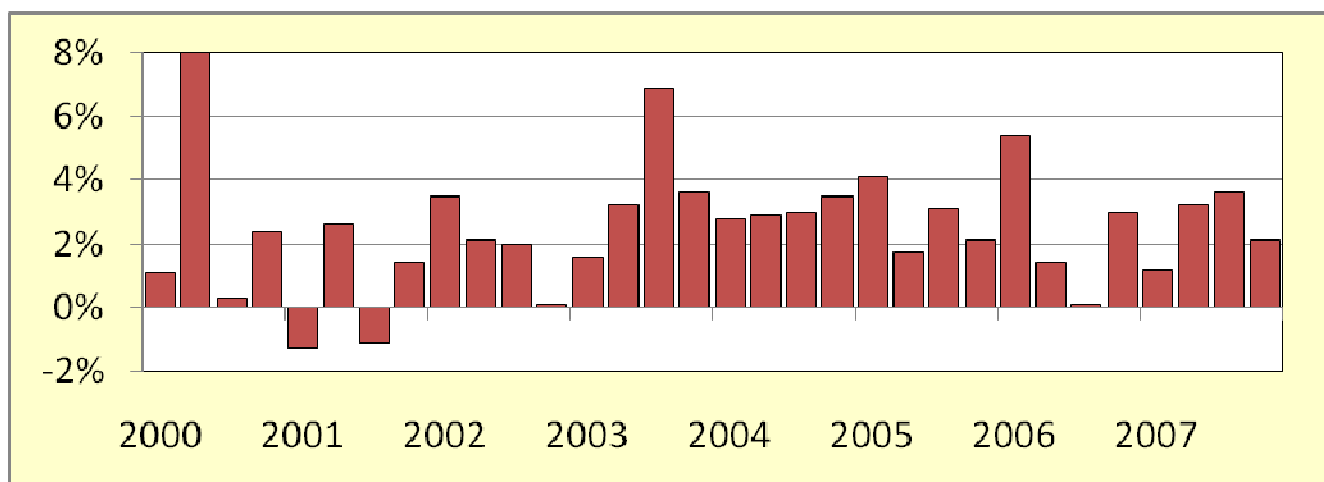
graf 2 znázorňuje výši nezaměstnanosti, která až do druhé poloviny roku 2003 nestoupala výrazně nad 6%. FED zareagoval na recesi roku 2001 a na nejistotu po teroristických útocích (11.9.2001) snížením úrokových sazeb. Základní úroková sazba, kterou FED používá k provádění měnové politiky (Fed funds rate), během jednoho roku klesla postupně z 6,5% na 1,75%. Tím došlo k dočasnému zažehnání hrozící recese.

²⁹⁵ Podrobněji o významu jednotlivých komponent agregátní poptávky na vývoj hospodářského cyklu pojednává World Economic Outlook: Recessions and Recoveries. April, 2002.

²⁹⁶ Kořeny lze hledat však již mnohem dříve. V roce 1977 byl schválen americkým kongresem **Community Reinvestment act (CRA)**, který federálně pojištěným bankám uložil půjčovat peníze nezávisle na kvalitě dlužníků. V roce 1997 byl schválen další návrh zákona CRA, který opět federálně pojištěným bankám přikazoval financování subprime hypoték. Vláda dohlížela, aby půjčky byly poskytovány i těm, kteří by za normálních okolností půjčku nezískali.

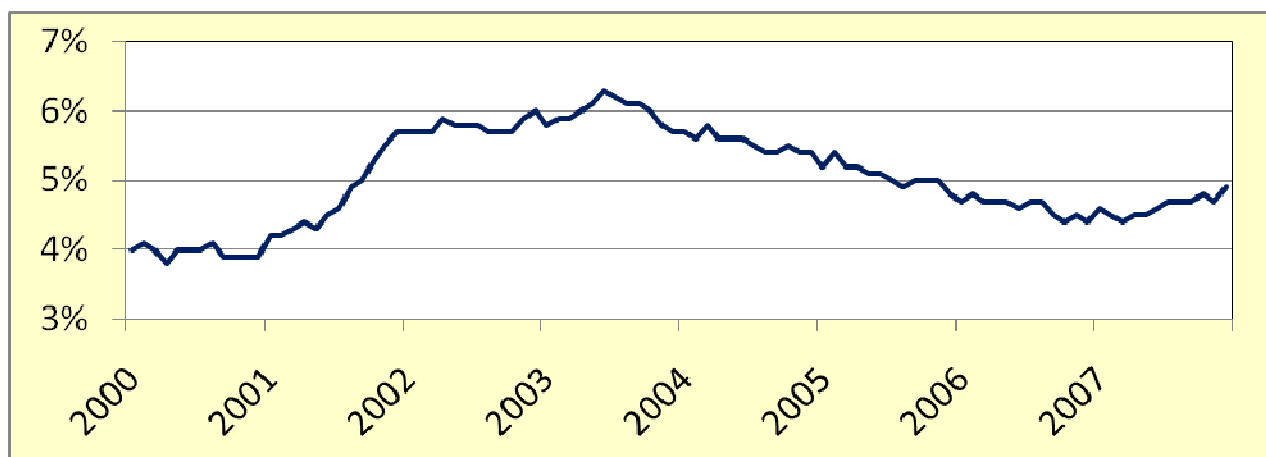
²⁹⁷ Jednalo se o boom internetových firem, které svůj rozvoj z velké části financovaly prostřednictvím emise cenných papírů, především akcií. Protože jejich cena od počátku rostla, byla mezi investory (a spekulanty) po nich velká poptávka, což mělo opět vliv na růst ceny. Hodnota akcií záhy přestala odpovídat reálné ceně. Index NASDAQ, (National Association of Securities Dealers Automated Quotations), který vyjadřuje hodnotu technických akcií, dosáhl svého vrcholu v březnu 2000 (jednalo se o hodnotu 5132 bodů, přičemž v roce 1995 měl necelých 1000). Splasknutí bubliny vyvolala panika mezi investory a řada firem a domácností utrpěla značnou ztrátu. Důsledkem bylo propouštění, restrukturalizace a snížení spotřeby. Nejen hospodářský růst, ale také kurz dolaru oslaboval, protože došlo k přesunu investic do jiných částí světa.

graf 1: Roční míra růstu reálného čtvrtletního HDP v USA (v %)



Pramen: Bureau of Economic Analysis.

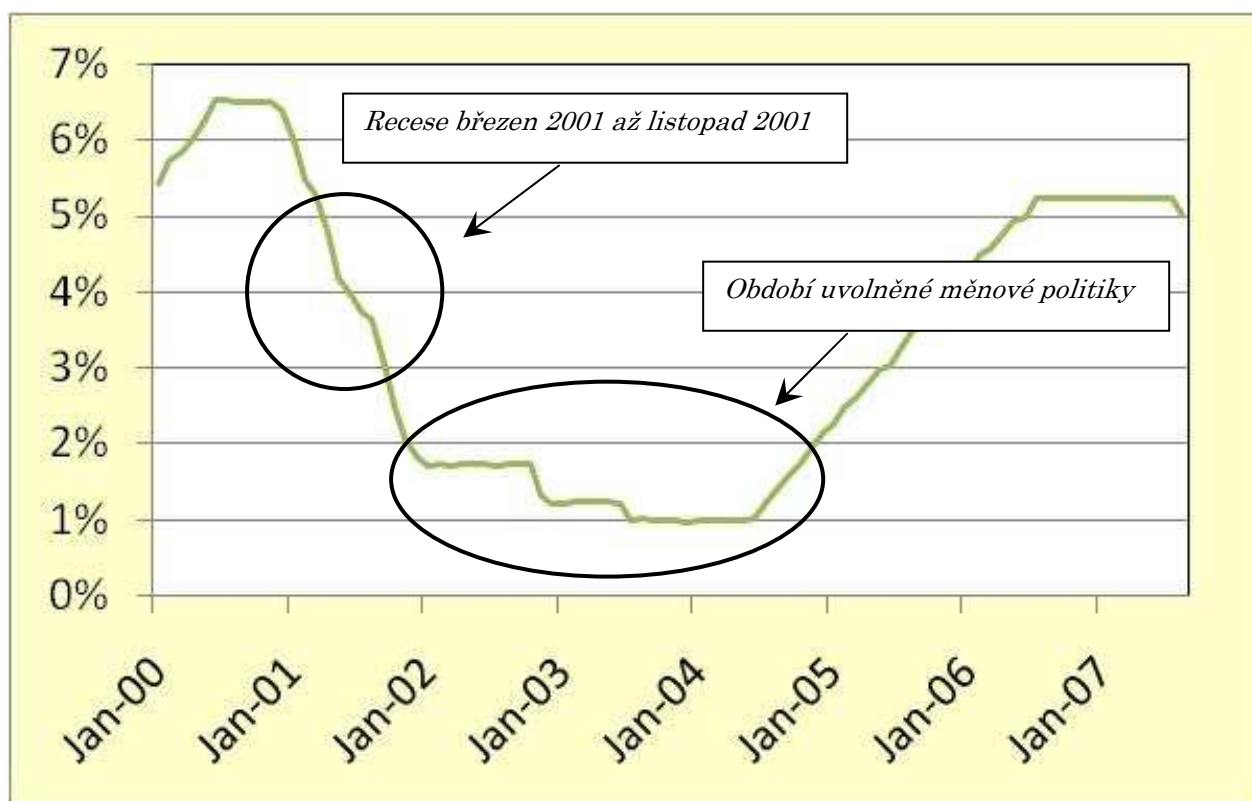
graf 2: Míra nezaměstnanosti v USA (v %)



Pramen: Bureau of Economic Analysis.

Vzhledem k tomu, že se hospodářství v roce 2002 rychle nezotavilo, inflace zůstávala nízká a nezaměstnanost vysoká, FED snížil Fed funds rate na historicky bezprecedentní 1% a Fed funds rate byla držena na nízkých hodnotách až do poloviny roku 2004, kdy už americké hospodářství rostlo rychlým tempem. Vývoj Fed funds rate zachycuje graf 3.

graf 3: FED funds rate (v %)



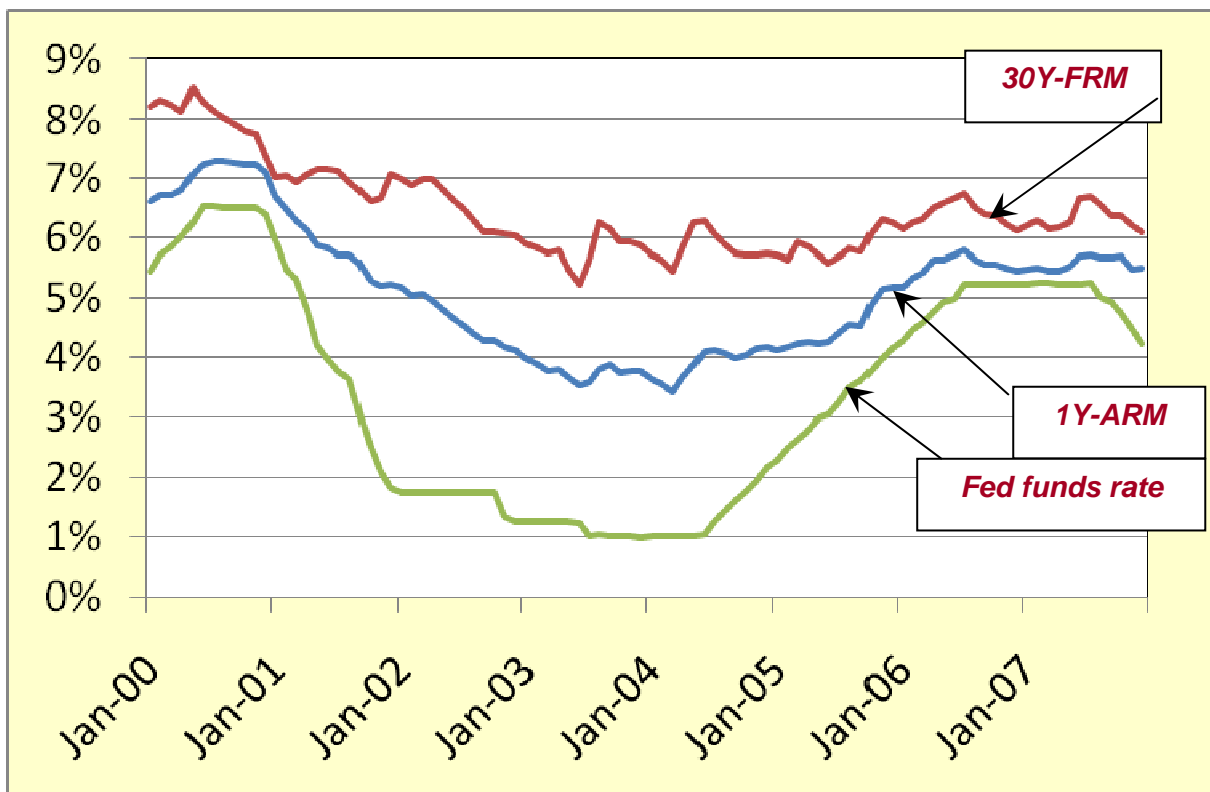
Pramen: Federal Reserve. www.federalreserve.gov

Historicky nízké úrokové sazby vedly ke snížení úrokových sazeb hypotečních úvěrů (HÚ), úroková míra hypotéky s třicetiletou fixací klesla v letech 2000-2003 z 8% na 5,9%. U hypotéky s pohyblivou úrokovou mírou došlo k poklesu zhruba z 6,5% na 5,1%.

Nízké sazby měly také spotřebitelské úvěry, díky levnému dolaru rostl import, stejně jako poptávka domácností. Tento fakt výrazně zhoršil bilanci zahraničního obchodu, který se propadl z -315 mld. USD v roce 2001 na rekordních -714 mld. USD v roce 2005²⁹⁸.

²⁹⁸ Zdroj dat: www.census.gov/foreign-trade/statistics/historical/gands.txt

graf 4: FED funds rate, 30Y-FRM rate a 1Y-ARM rate.



Pramen: Federal Reserve. www.federalreserve.gov – Freddie Mac, Primary Mortgage Market Survey.

Ceny nemovitostí v USA rostly od roku 1997. Jedním z faktorů, který způsobil růst poptávky, byla snadná dostupnost úvěrů, protože krátkodobé i dlouhodobé sazby byly na historicky nízké úrovni²⁹⁹. A právě v takový okamžik mohou být ceny nemovitostí náchylné k tvorbě bublin díky úvěrové expanzi – tento růst se může promítnout do rychlého růstu spotřeby a následně lze očekávat silnější transmissi měnové politiky

²⁹⁹ Podle typu úrokové sazby se hypotéky dají rozdělit do dvou základních kategorií (Jílek, 2009) – **Fixed Rate Mortgage (FRM)** – úroková sazba je stanovena v době sjednání hypotéky a v průběhu životnosti hypotéky se již nemění. Vývoj úrokové sazby pro FRM je významně korelovaný s dlouhodobými úrokovými sazbami v ekonomice (např. výnosem z 30-ti letého vládního dluhopisu). Dlužník běžně splácí anuitu (pevnou částku), která se skládá ze splátky jistiny a naběhlých úroků. Vzhledem k tomu, že dochází postupně k průběžnému poklesu jistiny, dochází také k postupnému snižování úroků a tím se zvýší splátka jistiny. Výši splátky určuje výše úvěru, úroková sazba a splatnost úvěru. V USA je tento druh úvěrů velmi rozšířený, v ČR již méně. **Adjustable Rate Mortgage (ARM, variable rate Mortgage, floating rate mortgage)** – výše úrokové sazby se mění v průběhu životnosti hypotéky v závislosti na určitém indexu (LIBOR nebo výnos z krátkodobého vládního dluhopisu) – subjekt tedy podstupuje riziko, že jeho úrokové platby v budoucnu mohou vzrůst. V České republice je tento druh úvěrů nejrozšířenější, stejně tak jako v Kanadě, Velké Británii, Austrálii, aj. Hypotéky v USA jsou rozřazeny do kategorií – pro jejich hodnocení se používá FICO scoring. Tři kritéria, které hodnotí žadatele, jsou: úvěrová historie klienta, schopnost splácet a úvěrové zajištění klienta. Následně pak lze hypotéky rozčlenit do následujících kategorií: **Prime Mortgages** – pro klienty s vysokým kreditem, **Jumbo, Alt-A a Subprime Mortgages** – hypotéky pro klienty s nízkým kreditem a nejvíce rizikové.

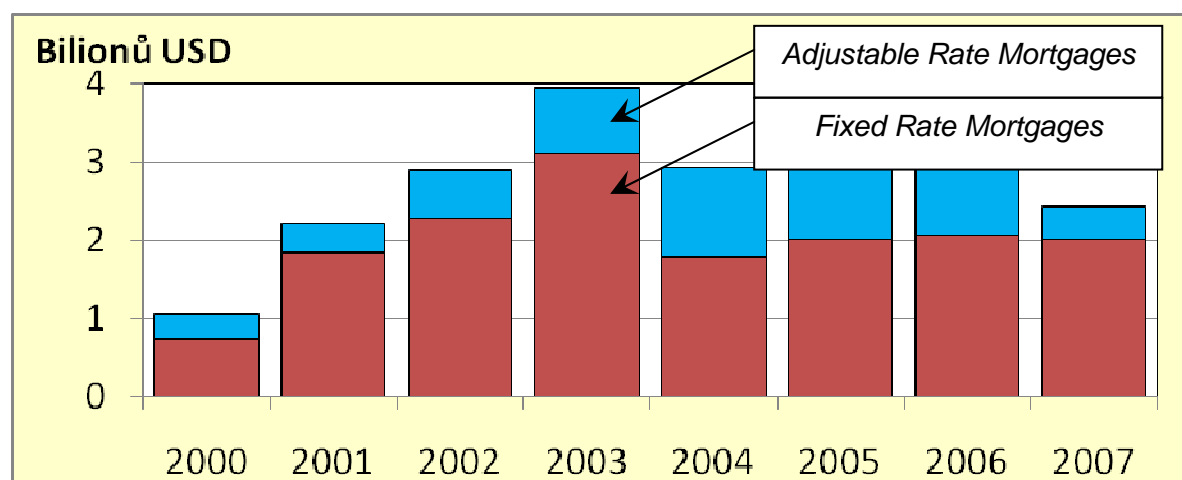
prostřednictvím úvěrového kanálu. Vývoj sazeb FRM a ARM znázorňuje graf 4 a je zde zřejmý pokles sazeb v období 2002-2006.

Tyto ekonomicky výhodné podmínky lze připsat následujícím faktorům:

- uvolněná měnová politika FEDu, příliv kapitálu do USA z exportně orientovaných zemí (např. Čína, Japonsko, Německo, země vyvážející ropu) – americká aktiva byla poptávána právě zeměmi, které vykazovaly s USA kladnou obchodní bilanci, protože tyto země mají k dispozici velké množství volných peněžních prostředků a americká aktiva jsou pro ně vhodnou investicí, protože jejich vlastní kapitálový trh je buď příliš malý a/nebo nedostatečně rozvinutý, aby dokázal takovou sumu peněz absorbovat³⁰⁰.
- rozvoj trhu s kreditními deriváty – umožnil bankám část rizika prodat investorům a tím pádem také poskytnout více úvěrů (především hypotečních úvěrů) domácnostem (i nízkopříjmovým).

Měnová politika FEDu přispěla k tomu, že krátkodobé úrokové sazby v USA byly výrazně nižší než dlouhodobé a v takových podmínkách se nákup nemovitosti stal dostupný i pro domácnosti, které si dříve hypotéku nemohly dovolit. Podíl ARM hypoték rostl – jak je patrné z následujících dvou grafů.

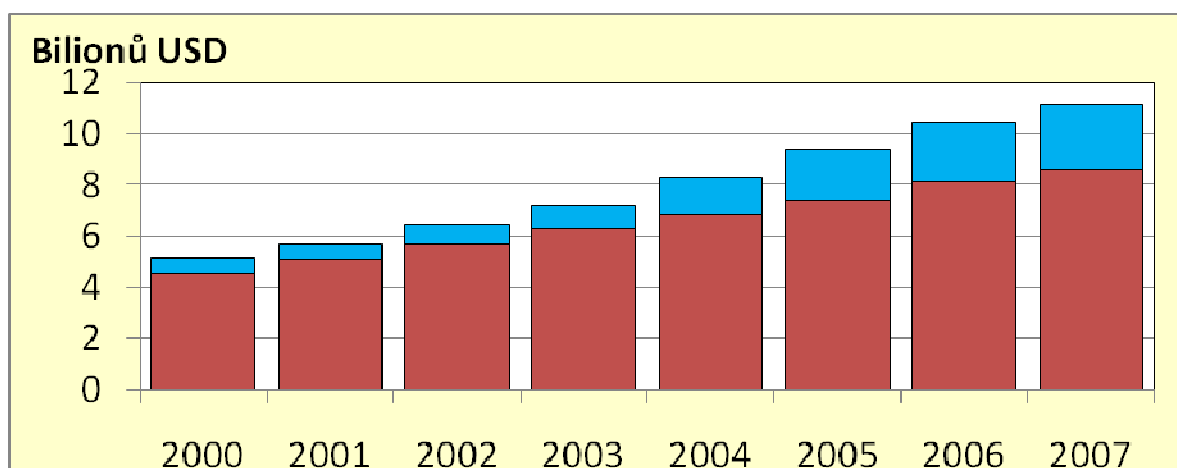
graf 5: Objem nových hypoték pro rodinné domy sjednaný v daném roce.



Pramen: Barth, James R.: „The Rise and Fall of the U.S. Mortgage and Credit Markets“, Wiley, 2009.

³⁰⁰ Tato situace, kdy soukromý sektor a centrální banky exportně orientovaných zemí hledají příležitost pro investování svých volných peněžních prostředků, bývá nazývána **global saving glut** (globální přebytek úspor).

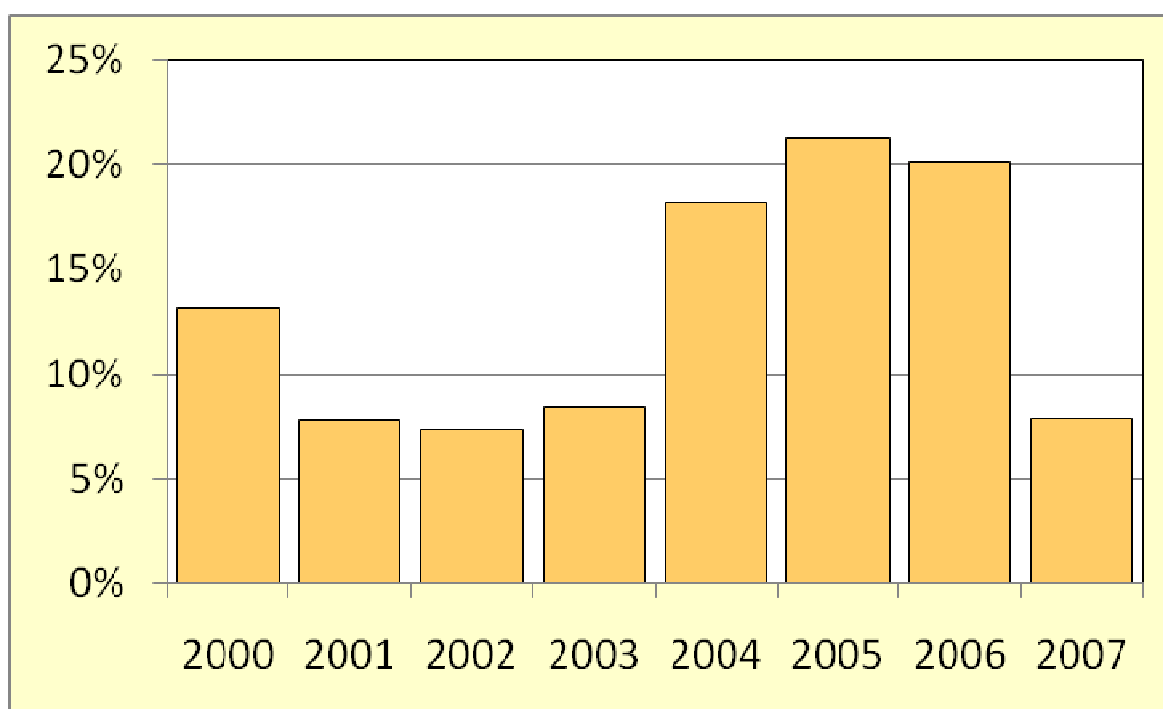
graf 6: Objem existujících hypoték pro rodinné domy v daném roce.



Pramen: Barth, James R.: „The Rise and Fall of the U.S. Mortgage and Credit Markets“, Wiley , 2009.

Rostoucí objem subprime hypoték jako procento z celkového počtu uzavřených hypotečních úvěrů v daném roce zobrazuje graf 7. Za předpokladu neustále rostoucích cen nemovitostí je pravděpodobnost defaultu malá. Všichni věřili, že investice do hypotéky (nebo na hypotéku navázaných cenných papírů) je téměř bezriziková.

graf 7: Objem subprime hypoték (% z celkového počtu HÚ sjednaných v daném roce)



Pramen: Barth, James R.: „The Rise and Fall of the U.S. Mortgage and Credit Markets“, Wiley , 2009.

Na trh nemovitostí se přesunula navíc značná část investorů/spekulantů³⁰¹, kteří utrpěli ztrátu při dot.com bublině a nyní chtěli vydělat na rostoucích cenách nemovitostí. Na americkém trhu se začala tvořit další bublina za podpory vlády, která chtěla umožnit co největšímu množství lidí splnění snu o vlastním bydlení (program na podporu diskriminovaných menšin).

Masivní vládní podpora vlastního bydlení byla realizována prostřednictvím organizací Fannie Mae, Ginnie May a Freddie Mac, které byly sponzorovány samotnou vládou (**Government Sponsored Enterprises, GSE**). Právě tyto organizace spravovaly a odkupovaly velké objemy hypotečních úvěrů a vydávaly cenné papíry, které byly kryté hypotékami – MBS a ABS.

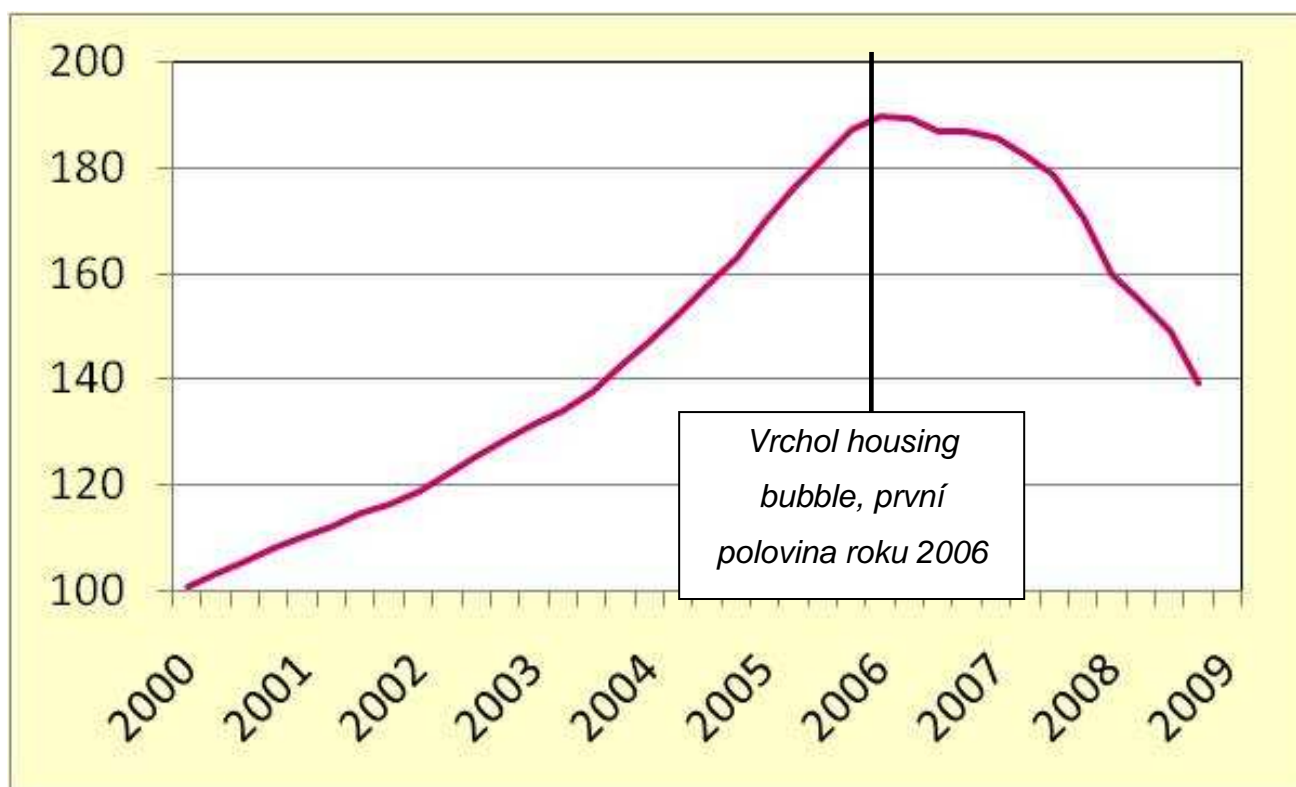
Kombinace konkurenčního boje a politického tlaku vedl k rozšíření nabídky půjček³⁰² také tzv. subprime segmentu³⁰³. Vývoj souhrnného indexu S&P/Case- Schiller Home Price Index (pro USA), který měří cenový vývoj rezidenčních nemovitostí v různých regionech Spojených států, znázorňuje graf 8. Tento index stoupal nepřetržitě od roku 1997 až do poloviny roku 2006.

³⁰¹ Spekulativní nákup a rychlý prodej nemovitosti za účelem zisku se označuje flipping.

³⁰² Dalšími možnostmi financování koupi nemovitosti kromě nejrozšířenějších FRM a ARM hypoték jsou například (Jílek, 2009): **Hypoteční úvěr s balónovou plabou (balloon payment mortgage)** – během splatnosti se jistina plně neamortizuje a při splatnosti dojde k jednorázové, balónové platbě. Tyto úvěry jsou běžné v případě obchodních hypotečních úvěrů. **Hypoteční úvěr pouze s úrokovými platbami (Interest Only Mortgage)** – dlužník splácí po určitou dobu pouze úroky (např. 5 nebo 10 let), jistina však zůstává nezměněna. Tento druh financování umožňuje získat vyšší úvěr. Problematické pro dlužníky pak je následné navýšení plateb o splátku jistiny, kterou finančně nemusí zvládnout, takže banky běžně umožní klientům další období, kdy hradí pouze úroky. Prakticky se neočekává splátka jistiny a splatnost úvěrů je v podstatě v nekonečnu. **Hypoteční úvěr se zápornou amortizací (negative amortization mortgage, NegAm, graduated payment mortgage, GPM)** – dlužník splácí pouze část naběhlých úroků a zbývající část naběhlých úroků (oddálené úroky, deferred interest) se přičítá k jistině – v realitě to znamená, že dochází ke zvyšování nesplacené částky (záporná amortizace) a po určité době (dle Jílka 5 let) dlužník přestává být schopen splácet, protože ke splátce úroku se přidá částka nesplacené jistiny navýšené o dosud nesplacené naběhlé úroky. Takový druh úvěrů je spojen s vysokým rizikem a proto byl běžně převáděn do agentur (SPV). **Reverzní hypoteční úvěr (reverse mortgage, lifetime mortgage)** – hypoteční úvěr pro seniory, který je čerpán jednorázově. Vlastník nemovitosti neplatí úroky, ty se načítají a dochází k nárůstu dluhu. Zde se žadatelé o úvěr vůbec neskouří, peníze mohou být použity jakýmkoliv způsobem. Úvěr končí smrtí vlastníka nemovitosti a dluh je splacen z prodeje nemovitosti. Výnos převyšující dluh získají dědici, ztrátu utrpí banka, v případě pojištění úvěru to pak je pojišťovna.

³⁰³ V roce 2004 míra osob vlastnících nemovitost dosáhla svého maxima (69,2%). V roce 1993 byla přítom jen 64%. Zdroj <http://www.census.gov/hhes/www/housing/hvs/qtr107/q107press.pdf>

graf 8: Case – Schillerův index cen rezidenčních nemovitostí v USA



Pramen: Standard & Poor's, www2.standardandpoors.com, S&P/Case-Shiller Home Price Indices.

Přehřátí ekonomiky bývá z empirického hlediska hlavní příčinou krize. K němu dochází převážně prostřednictvím bublin na různých trzích a toto bylo také příčinou vzniku krize v USA, kde za celou krizí stojí na křehkých základech postavený boom nebo-li bublina na nemovitostním trhu³⁰⁴.

4.3.1.2 Sekuritizace.

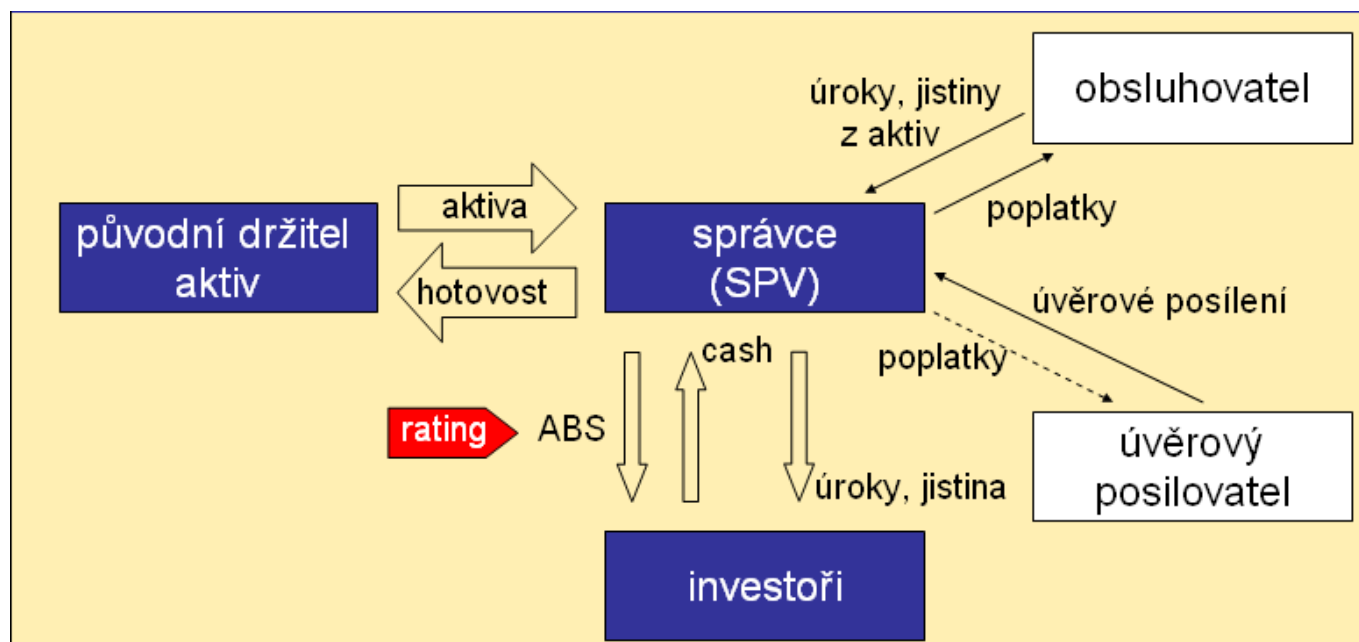
Dalším z faktorů, který umožnil růst objemu hypoték, byl rozvoj trhů s kreditními deriváty, především ABS (*Asset Backed Securities*), MBS (*Mortgage Backed Securities*), CDO (*Collateralized Debt Obligations*). Obchodní model transferu kreditního rizika dále do finančního systému bývá označován jako **ODM – originate-to-distribute model**³⁰⁵. ODM model je součástí tzv. **sekuritizace**³⁰⁶.

³⁰⁴ Hodnota nemovitostí se během let 1997 až 2005 zdvojnásobila. Zatímco v roce 1997 byla 10 trilionů USD, v roce 2007 to bylo již 20 trilionů. (Wray, s.27).

³⁰⁵ Tradičně banky poskytovaly úvěry a držely je ve svých rozvahách až do jejich splatnosti – tzv. **originate-to-hold model**.

Díky inovacím a složitosti nových finančních nástrojů došlo ke vzniku paralelního bankovního systému umožňujícímu poskytnutí dalších úvěrů při nezměněném stavu bankovních pasiv. Dynamiku tento systém, který tvořily SPV, investiční banky, hedgeové a investiční fondy, získal díky sekuritizaci, která původně měla snížit systémové riziko³⁰⁷.

Obrázek 1: Zjednodušené schéma transakcí v sekuritizaci



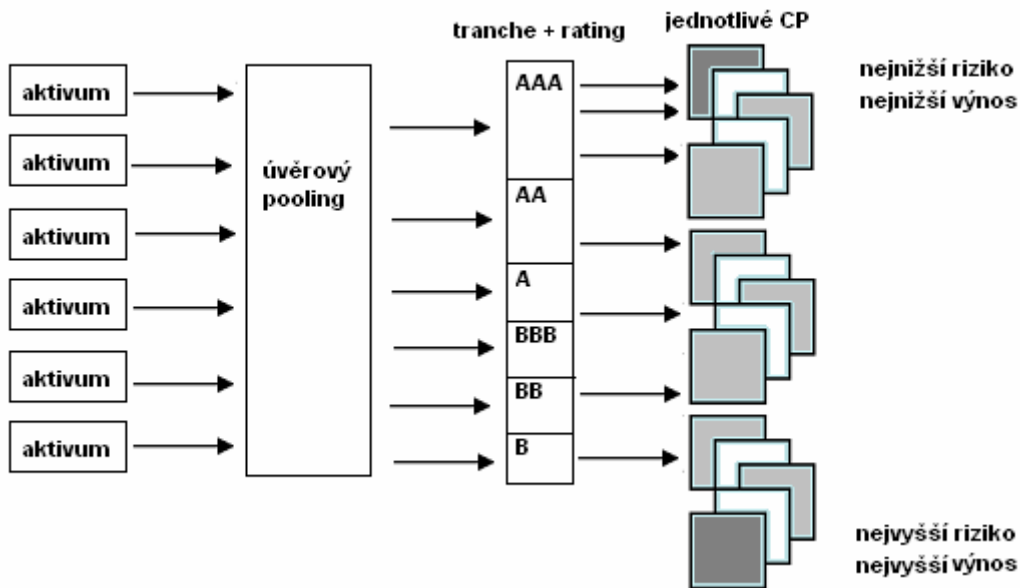
Pramen: vlastní nákres

Obsluhovatelem je obvykle původní držitel podkladových aktiv. Úvěrový posilovatel poskytuje záruku nebo financuje kolaterál a tím snižuje riziko investorů.

³⁰⁶ **Sekuritizace** (Jílek, 2005) obecně představuje transformaci jakéhokoliv finančního aktiva (pohledávky za klientem) na cenné papíry zajištěné aktivy (asset backed security, ABS). Původně se sekuritizovaly převážně aktiva s hodnocením BB, CCC, CC a C, tzn. riziková aktiva s vysokým spekulacním stupněm. Cenné papíry mívají různé priority tranšování (splácení). V praxi se jedná o prodej aktiv jejich držitelem (banka), speciálně vytvořenému subjektu (**Special Purpose Vehicle**, SPV nebo **Special Purpose Entity**, SPE). Konkrétní formou SPV jsou **conduits a SIV** (Structured Investment Vehikle). SPV sdruží úvěry se stejnou charakteristikou (způsob úročení, výše, splatnost apod.) do balíků (úvěrový pooling), následně jsou přerozděleny do tranší s různým ratingem. Aby byl přiřazen vysoký rating, je důležité posílení důležitosti (credit enhancement) Tranše má tedy za úkol vymezit výnos a specifickou strukturu rizikového profilu. Jakmile dojde v podkladovém aktivu k úpadku, je přesně definováno, v jakém pořadí dojde k absorbování ztrát. Dle toho jsou tranše rozděleny na **junior tranche** – jsou nejdříve zasaženy případným defaultem, nejrizikovější, ale také nabízejí nejnižší výnos, **mezanin tranche** a **senior tranche** – představuje pro investora nejnižší riziko, je nadřazena ostatním tranším a zpravidla byla označena A. Pomocí sekuritizace jsou z méně likvidních podkladových aktiv vytvořeny lépe obchodovatelné cenné papíry.

³⁰⁷ Česká národní banka: Monitoring centrálních bank-prosinec. ČNB, 2008, s. 8-9.

Obrázek 2: Princip sekuritizace aktiv



Pramen: Pšurná, P.: Americká hypoteční krize. Bakalářská práce, VŠE, 2009, s. 17.

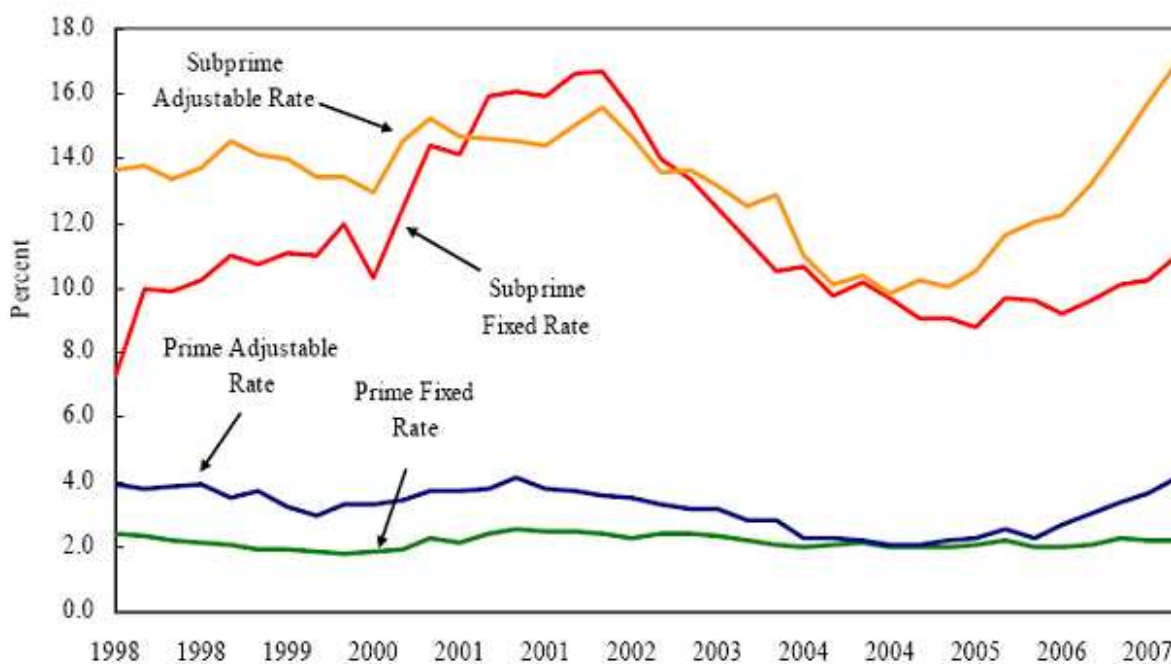
Kolaps na trhu nemovitostí nastal, když FED začal v druhé polovině roku 2004 v rámci restriktivní monetární politiky postupně zvyšovat základní úrokovou sazbu z původního 1% během dvou let na 5,25%. To mělo negativní dopad na výši úrokových sazeb hypotečních úvěrů, převážně méně bonitní dlužníci přestali splácet své závazky.

Například došlo ke zdvojnásobení úrokové míry ARM hypotéky typu 3/27³⁰⁸, pokud je půjčka z roku 2003, v průběhu tří let se splátky dokonce ztrojnásobily³⁰⁹. Nabídka nemovitostí začala rychle růst, zatímco poptávka významně oslabila, což se následně promítlo i do jejich cen, které od druhé poloviny roku 2006 jenom klesají. Refinancování hypotečních úvěrů díky vyšším sazbám a poklesu cen nemovitostí v letech 2006 a 2007 bylo stále finančně náročnější a často docházelo k zabavování nemovitostí. Jenže cena rezidenčních nemovitostí často nedokázala pokrýt objem poskytnutého úvěru v celé jeho výši a proto se dostali do problémů také poskytovatelé hypoték.

³⁰⁸ Jednalo se o nové „hybridní“, vysoce rizikové hypotéky, které nabízejí první dva (2/28) nebo tři roky nízkou úrokovou sazbu s následnými daleko vyššími sazbami v letech následujících.

³⁰⁹ Wray, R.: Lessons from the Subprime Meltdown. Levy Economics Institute, WP No. 522, s. 26-33.

graf 9: Prime versus Subprime – míra nesplácení v USA 1998 - 2007



Sources: Mortgage Bankers Association.

Pramen: Wray, P.: Lessons from the Subprime Meltdown. Levy Economics Institute, WP No. 522, s. 32.

Do problémů se díky sekuritizaci dostaly kromě bank i jiné finanční instituce po celém světě. Investoři držící strukturované cenné papíry - především v podobě úvěrem zajištěných dluhopisů (CDO) - utrpěli obrovské ztráty v důsledku toho, že hodnoty podkladového majetku v podobě rizikových hypotečních úvěrů razantně klesaly. Rating těchto produktů byl degradován z původní úrovně AAA až na neinvestiční stupeň.

Značně se snížil objem poskytovaných úvěrů a současně vzrostla úroková sazba a tím se zvýšila jejich cena. Dalším negativním dopadem byla ztížená schopnost podnikatelských subjektů získat finance prostřednictvím emise komerčních dluhových cenných papírů. Rozšíření úvěrového rizika na celý finanční systém a nejasně kvantifikovatelný dopad na bankovní instituce způsobily zamrznutí trhu s úvěry – credit crunch. Problémy s likviditou velkých bank a ostatních finančních, ale i jiných podnikatelských subjektů, přiměly světové centrální banky k podpoření finančního systému kapitálovými injekcemi. Centrální banky tak poskytly významným bankám přístup k potřebným peněžním prostředkům ve snaze oživit skomírající kreditní trh a trh s komerčními papíry.

4.3.1.3 Podíl a role jednotlivých institucí na vzniku krize

Vyvstává otázka, jak se uvolněná měnová politika **FEDu** podílela na vzniku krize. Alan Greenspan snížením úrokové sazby v roce 2001 vytvořil vhodné podmínky pro rozmach trhu s nemovitostmi. John B. Taylor, profesor ekonomie na Stanfordské univerzitě argumentuje, že mnozí ekonomové zastávají názor, že tyto nízké sazby (nebo poskytování velkého množství likvidity) přispělo k vytvoření mimořádné vlny poptávky po nemovitostech. Taylor se domnívá, že FED měl začít zvyšovat úrokovou sazbu již v roce 2001, kdy dosáhla nejnižší hodnoty 1,75%³¹⁰. Vedle Taylora i jiní ekonomové argumentují, že FED mohl zabránit vzniku bubliny. Například George Soros, podobně jako Martin Eakes³¹¹, ve své poslední knize³¹² uvádí, že levné peníze umožnily vznik bubliny na trhu s nemovitostmi a že FED mohl vzniku bubliny zabránit. Také člen bankovní rady ČNB Robert Holman ve svém článku uvádí, že „ze zpětného pohledu se zdá, že změny úrokových sazeb, které dělal FED, nejprve dolů a pak nahoru, byly příliš velké a že větší stabilita sazeb by bývala přispěla ke stabilitě finančních trhů.“³¹³

Také Martin Lobotka, analytik České spořitelny, ve svém příspěvku Liquidity crunch aneb ilustrovaná historie jedné krize označuje jako druhý nejdůležitější faktor, který přispěl k současnému stavu byly nízké úrokové sazby³¹⁴ v USA.

Nicméně v kontextu vzniklé bubliny na trzích aktiv nelze poukazovat pouze na FED. Vedle FEDu to byly právě **banky a hypoteční brokeři**, kteří umožnili velkému množství nebonitních klientů získat hypotéku. Důvodů, proč banky neprověřovaly bonitu klientů nebo ji opomíjely, je několik.

(I) Uvolnění regulačních a dohledových standardů – v roce 2002 se FED rozhodl nevyužívat dohledových orgánů na nově vzniklé firmy, které poskytovaly hypotéky. Finanční deriváty byly vyjmuty z požadavků na minimální rezervy a v roce 2004 byla poskytnuta výjimka z pravidel investičním firmám s kapitálem převyšujícím 5 mld. USD³¹⁵ – došlo k legálnímu uvolnění poměru dluhu k čistému kapitálu z původních 12:1 na 30:1, což umožnilo investičním bankám využívat pákového efektu (leverage ratio)

³¹⁰ Taylor, J., B.: Housing and Monetary Policy. Stanford University and the Hoover Institution, 2007, s. 2-3:

³¹¹ Martin Eakes je bývalý šéf Centre for Responsible Lending (Centrum pro zodpovědné půjčování).

³¹² Soros, G.: New paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means. Public Affairs, 2008, s.11.

³¹³ Holman, R.: Fed americkou ekonomiku nespasí. EURO 17, 21.4.2009, s. 102-103.

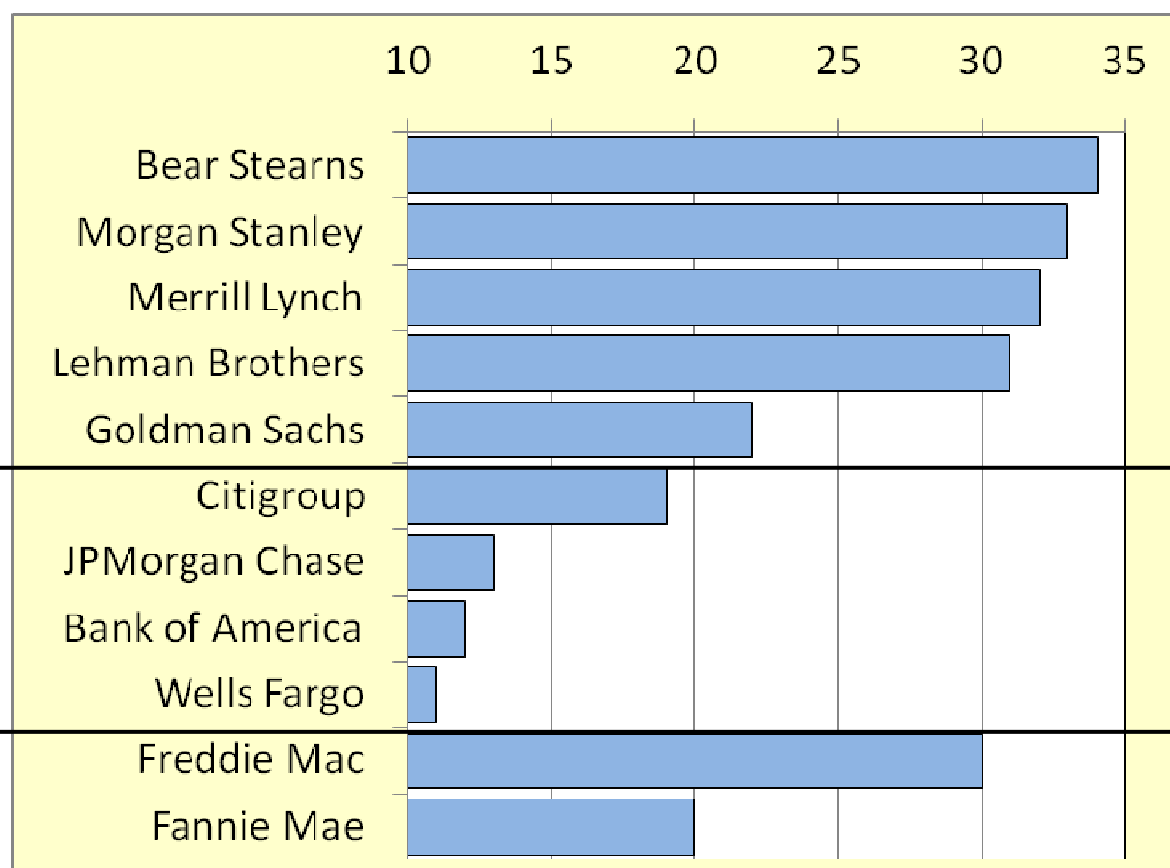
³¹⁴ Lobotka, M.: Liquidity crunch aneb ilustrovaná historie jedné krize. Ekonomické a strategické analýzy, 2007, s. 2 - 3

³¹⁵ Jednalo se například o společnosti jako Lehman Brother, Bear Stearns, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley aj.

více než dvojnásobně³¹⁶. Leverage ratio³¹⁷ využijeme pro jednoduché porovnání kreditního rizika finančních organizací, přičemž vyšší hodnota tohoto ukazatele signalizuje vyšší kreditní riziko, tj. že banka nemá dostatečný kapitál, který by jí umožnil překonat dopady klesající hodnoty aktiv.

Obrázek 3 znázorňuje leverage ratio nejvýznamnějších bank v roce 2007. První část, kde všech pět bank má vysoké leverage ratio, jsou investiční banky. Další část tvoří bankovní holdingy a poslední dvě banky jsou GSE. Z obrázku je patrné vysoké využití pákového efektu především u investičních bank a GSE. Vyšší leverage ratio u investičních bank je právě díky odlišným regulačním pravidlům.

Obrázek 3: Leverage ratio nejvýznamnějších bank v roce 2007



Pramen: Barth, James R.: „The Rise and Fall of the U.S. Mortgage and Credit Markets“, Wiley , 2009

³¹⁶ Česká národní banka: Monitoring centrálních bank-prosinec. ČNB, 2008, s. 10-12.

³¹⁷ Leverage ratio se počítá jako poměr celkové hodnoty aktiv ku celkové hodnotě kapitálu (tj. rozdílu celková aktiva minus celková pasiva).

(II) Uvolňování úvěrových standardů a podmínek pro poskytování úvěrů – pod vlivem přílišného optimismu se předpokládala rostoucí cena nemovitostí, takže v případě, že by klient přestal splácet hypotéku, předpokládalo se, že pohledávka bude pokryta prodejem nemovitosti v plné výši. Sekuritizací navíc banky transferovaly kreditní riziko dále do finančního systému.

Důvodů, proč banky využívaly sekuritizaci, je více:

- transfer úrokového rizika na věřitele (investory) vyplývající ze změn tržních úrokových sazeb,
- transfer úrokového rizika na investory, tj. rizika ztráty v případě, že dlužník přestane splácet své závazky,
- transfer rizika předčasného splacení na investory.

Mezinárodní Měnový Fond zadal vypracovat studii³¹⁸, která měla objasnit, zda došlo ke snížení standardů pro půjčování. Studie si kladla za cíl objasnit následující otázky³¹⁹:

- Jak souvisí současný nárůst delikvence s boomem?
- Jak se změnil standardy pro půjčování během expanze?
- Jakou roli měla monetární politika?
- Jak ovlivnily změny ve struktuře lokálních trhů a finanční inovace chování těch, kteří poskytují půjčky?

Závěrem studie³²⁰, při které byla použita data zhruba 50 milionů žadatelů o hypotéku, je, že při expanzi došlo ke snížení standardů při poskytování půjček subprime segmentu. Největší problémy mají segmenty, které prošly největší expanzí.

³¹⁸ Dell’Ariccia, G., Igan, D., Laeven, L.: Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market. IMF WP, WP No. 08/106, April 2008.

³¹⁹ tamtéž, s. 3.

³²⁰ This paper provides robust evidence that the recent rapid credit expansion in the subprime mortgage market was associated with easing credit standards and that the current troubles in this market are more severe in the areas where the expansion was faster. We link the change in lending standards to four main factors. First, we find evidence that standards declined more where the credit boom was larger. This lends support to the assertions that rapid credit growth episodes tend to breed lax lending behavior. Second, lower standards were associated with a fast rate of house price appreciation, consistent with the notion that lenders were to some extent gambling on a continuing housing boom, relying on the fact that borrowers in default could always liquidate the collateral and repay the loan. Third, change in market structure mattered: lending standards declined more in regions where (large and aggressive) previously absent institutions entered the market. Finally, we find that disintermediation played a role, with standards declining more in regions where larger portions of the lenders’ loan portfolios were sold to third players

Byly identifikovány čtyři hlavní faktory, které ovlivnily změny standardů u hypoték³²¹:

- Největší změkčení standardů nastalo v okamžiku největšího úvěrového boomu, což podporuje tvrzení, že rychlý úvěrový růst vedl k uvolnění podmínek pro půjčování.
- Existuje vzájemná spojitost rychlého zhodnocování nemovitostí a nižších standardů pro půjčování. Věřitelé doufali v neustálý růst cen nemovitostí - spoléhali na to, že dlužníci mohou závazek vyrovnat prodejem nemovitosti a i s hypotékou a díky rostoucím cenám tak nevzniknou ztráty.
- Nejrazantnější pokles standardů u půjček byl v regionech, kde možnost získat hypotéku předtím nikdo nenabízel.
- Mnohem častěji došlo k poklesu standardů u půjček zprostředkovaných třetí osobou, než v případech, kdy u uzavření smlouvy nefiguroval zprostředkovatel.

Také Soros uvádí³²², že došlo ke snížení úvěrových standardů - zcela běžnými se staly tzv. „lhářské půjčky“, které byly poskytovány na základě omezené dokumentace, popřípadě zcela bez ní. V některých případech bylo identifikováno poskytnutí také tzv. „ninja“³²³ půjčky – žádné zaměstnání, žádný příjem, žádný majetek.

(III.) Snaha o naplnění stále ambicióznějších obchodních cílů – sekuritizace vnesla nový trend a sice možnost poskytnutí většího objemu hypotečních úvěrů za současného vyvedení úvěrového rizika a bez nutnosti vstupovat svým kapitálem do transakce. Banka přitom inkasovala zisk z poskytnutí úvěru a také z prodeje svých investičních nástrojů. Manažeři banky i hypoteční makléři byli přitom odměňováni za objem poskytnutých hypoték, jejich cílem byla tudíž maximalizace prodejů.

Fakt, že „levné peníze“ daly vzniknout bublině na trhu s nemovitostmi ještě podporované „vynalézavými“ poskytovateli hypotečních úvěrů, vedlo v letech 2006 a 2007 k nárůstu neobvykle vysokého podílu subprime hypoték, které nakonec spustily hypoteční krizi. Federální rezervní banka ze St. Louis vypracovala studii, v níž se snažili

³²¹ Dell'Ariccia, G., Igan, D., Laeven, L.: Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market. IMF WP, WP No. 08/106, April 2008, s. 18

³²² Soros, G.: New paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means. Public Affairs, 2008, s.13.

³²³ No Income, No Job, no Assets

odhalit příčiny krize a vycházeli přitom z dat až poloviny všech poskytnutých subprime úvěrů³²⁴. Závěr je ten, že kvalita trhu se významně zhoršila během období dramatického růstu trhu subprime hypoték³²⁵. Nicméně zpočátku právě růst cen nemovitostí zakryl zhoršení kvality subprime trhu hypotečních úvěrů a také velké riziko spojené s nárůstem tohoto trhu. Problém se stal snadno identifikovatelný v okamžiku, kdy cena nemovitostí přestala růst, ale to již bylo příliš pozdě.

Neméně důležitou roli sehrály také externí subjekty – především **ratingové agentury**, protože celý systém je založen především na důvěře v protistranu. Ratingové agentury poskytují veřejně dostupné informace o pravděpodobnosti dlužníkovy selhání. Ratingové hodnocení strukturovaného produktu je odlišné od hodnocení firemního dluhopisu - princip je založen na shromažďování aktiv a jejich rozdělení do tranší, potenciální ztráta je pak podstatně vyšší. Modely, které ratingové agentury použily, nekalkulovaly s poklesem cen nemovitostí, tím pádem nezahrnuly potenciální míru úpadku subprime hypoték v případě poklesu cen nemovitostí a operovaly tak s nízkou mírou úpadku. Vznikala tak nadhodnocená a zkreslená hodnocení nabízených finančních instrumentů. Nezřídka kdy byly ABS, MBS ohodnoceny AAA ratingem, tedy ratingem, který mají vládní obligace.

Alan Greenspan v příspěvku pro vládní výbor v roce 2008 tvrdil:

„Selhali jsme v ocenění rizikových aktiv, která přivodila krizi. V minulých dekádách se vyvinul systém řízení rizik, který kombinuje nejlepší možné porozumění problému finančními experty a matematiky, a to s podporou velkého pokroku v počítačových a komunikačních technologiích. Nobelova cena byla udělena za objev modelu oceňování, na kterém je založen pokrok trhu s deriváty (pozn. William Sharpe v roce 1990 za CAPM a zejména Myron Scholes a Robert Merton v roce 1997 za model oceňování opcí). Toto paradigma moderního řízení rizik mělo rozhodující vliv v minulých dekádách. Bohužel celá tato intelektuální konstrukce v loňském létě zkolabovala, protože data vkládaná do modelu řízení rizik vycházela z uplynulých dvou dekád, z období euforie. Kdyby místo toho byly modely postaveny na datech z období krize,

³²⁴ Mezi posuzované kritéria patřilo například dostupnost dokumentace, míra zadlužení, druhy nabídnutých produktů, úroková míra, výše půjčky, aj.

³²⁵ Demyanyk, J., Hemert Van O.: Understanding the Subprime Mortgage Crisis. WP No. 2007-05, Federal Reserve Bank of St. Louis, srpen 2008, s. 24-25.

*kapitálové požadavky by byly podstatně vyšší a, podle mého úsudku, finanční svět by dnes byl v daleko lepší kondici*³²⁶

A v neposlední řadě je potřeba do řetězce zahrnout také **investory**, kteří nakupovali jednotlivé finanční instrumenty. Jednalo se o penzijní fondy, hedgeové fondy a banky z celého světa. Většina investorů skupovala cenné papíry pouze na základě „slepé důvěry“ v udělený rating bez hlubší analýzy či zamyšlení, zda odpovídá realitě.

Problém s hypotečními a ostatními ztrátovými úvěry, který najednou vznikl v USA, nebyl izolován, protože se díky sekuritizaci rychle přenesl do oblasti finančních trhů a tím pádem do celého světa.

4.3.1.4 Dopady krize

Události ve Spojených státech vyústily v problémy s likviditou, credit crunch, ztrátu důvěry ve finanční trhy, všudypřítomnou nejistotu a nedostatek věrohodných informací. 31. července dva hedge fondy patřící Bear Stearns vyhlásily bankrot. Tento okamžik je obecně považován za začátek krize.

To ovšem neznamená, že předtím nebyly žádné problémy³²⁷. Již v únoru 2007 přiznala HSBC ztráty ve výši 10,8 mld. USD v důsledku poskytování špatných hypoték. Mnoho dalších společností, včetně stavebních, se dostalo do potíží, ale ještě v červnu v souvislosti s problémy zmiňovaných dvou zajišťovacích investičních fondů Bear Stearns Ben Bernanke s dalšími členy představenstva uklidňovali veřejnost, že „*problém rizikových hypoték je spíše ojedinělý*“³²⁸.

³²⁶ Zdroj: <http://www.oversight.house.gov/documents/20081023100438.pdf>

³²⁷ Například již v roce 1994 padl trh s nejhůře hodnocenými tranšemi, když zajišťovací investiční fond v hodnotě 2 mld. USD nedokázal vyhovět požadavkům marže. Společnost Kidder Peabody zanikla a celkové ztráty dosáhly 55 mld. USD. Ovšem regulatorní opatření nebylo přijato žádné.

³²⁸ Soros, G.: New paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means. Public Affairs, 2008, s.17.

tabulka 15: Přehled dopadů finanční krize na velké finanční skupiny v USA (2007, 2008)

Financial Institution	Type of Institution	Date of Failure	Notes
New Century Financial Corporation	REIT*	2.3.2007	bankrot
Bear Stearns High-Grade Structured Credit Fund, Bear Stearns High-Grade Structured Credit Enhanced Leveraged Fund	Hedge Funds	31.7.2007	bankrot
American Home Mortgage Investment Corporation	REIT*	6.7.2007	bankrot
ACC Capital Holdings	Mortgage and Loan Provider	31.7.2007	část získala Citigroup, zbytek uzavřen
Countrywide Financial Corporation	Mortgage Provider	11.1.2008	převzetí Bank of America
Bear Stearns	Investment Bank	14.3.2008	převzetí JP Morgan Chase
IndyMac Bank	Savings and Loan	11.7.2008	převzetí FDIC*
Fannie Mae and Freddie Mac	GSE*	7.9.2008	převzetí vládou USA
Merrill Lynch	Investment Bank	14.9.2008	převzetí Bank of America
Lehman Brothers	Investment Bank	15.9.2008	bankrot
American International Group (AIG)	Insurance	16.9. 2008	převzetí vládou USA
Washington Mutual	Savings and Loan	25.9.2008	akvírováno JP Morgan Chase

Pramen: vlastní tabulka

Pozn.: REIT = Real Estate Investment Trust, FDIC = Federal Deposit Insurance Corporation, GSE = Government Sponsored Enterprise

Během srpna 2007 pokračoval pokles ceny kreditních derivátů, obchodování s některými typy derivátů se zastavilo úplně. Banky po celém světě si přestaly věřit,

protože nebylo jasné, které instituce mají investováno do „toxických aktiv“ a v jakém rozsahu jim hrozí ztráty³²⁹.

Došlo k přehodnocení rizik - vzrostla riziková prémie a sazby na mezibankovním trhu. Credit crunch na mezibankovním trhu je však „tepnou“ půjček soukromému sektoru, obzvláště v době, kdy své investiční záměry nemohou financovat emisí cenných papírů. Krize důvěry se rozšířila na krizi likvidity. Na vzniklou situaci FED (podobně jako centrální banky eurozóny) zareagoval dodáním likvidity – podrobněji viz dále.

Panika z amerických finančních trhů se postupně přelévá na ostatní světové trhy. Investoři, kteří se snaží zlikvidit držené cenné papíry prodávají ve velkém svá aktiva a to má díky globalizaci dopad také na krizi dosud nepostihnuté trhy. Současně tedy dochází k poklesu ceny cenných papírů i na geograficky velmi vzdálených trzích³³⁰. Domácnosti v reakci na vzniklou situaci snižují svoji spotřebu a ekonomika USA opět čelí hrozbě recese. tabulka 16 zobrazuje odhadované ztráty vybraných finančních institucí.

tabulka 16: Ztráty a writedowns vybraných finančních institucí od druhého čtvrtletí 2007 až do třetího čtvrtletí 2008.

Finanční instituce	Mld. USD	Finanční instituce	Mld. USD
Wachovia, USA	96,5	HSBC, Velká Británie	27,4
Citigroup, USA	68,1	Bank of America, USA	27,4
Merrill Lynch, USA	58,1	JPMorgan Chase, USA	20,5
Washington Mutual, USA	45,6	Wells Fargo, USA	17,7
UBS, Švýcarsko	44,2	Goldman Sachs	4,9

Pramen: Barth, James R.: „The Rise and Fall of the U.S. Mortgage and Credit Markets“, Wiley , 2009

³²⁹ Krizi důvěry dokazuje také krach Washington Mutual , největší americké spořitelny, jejíž bankrot byl spíše proto, že jí chyběl dostatek likvidity než že by byla příliš exponovaná v strukturovaných produktech.

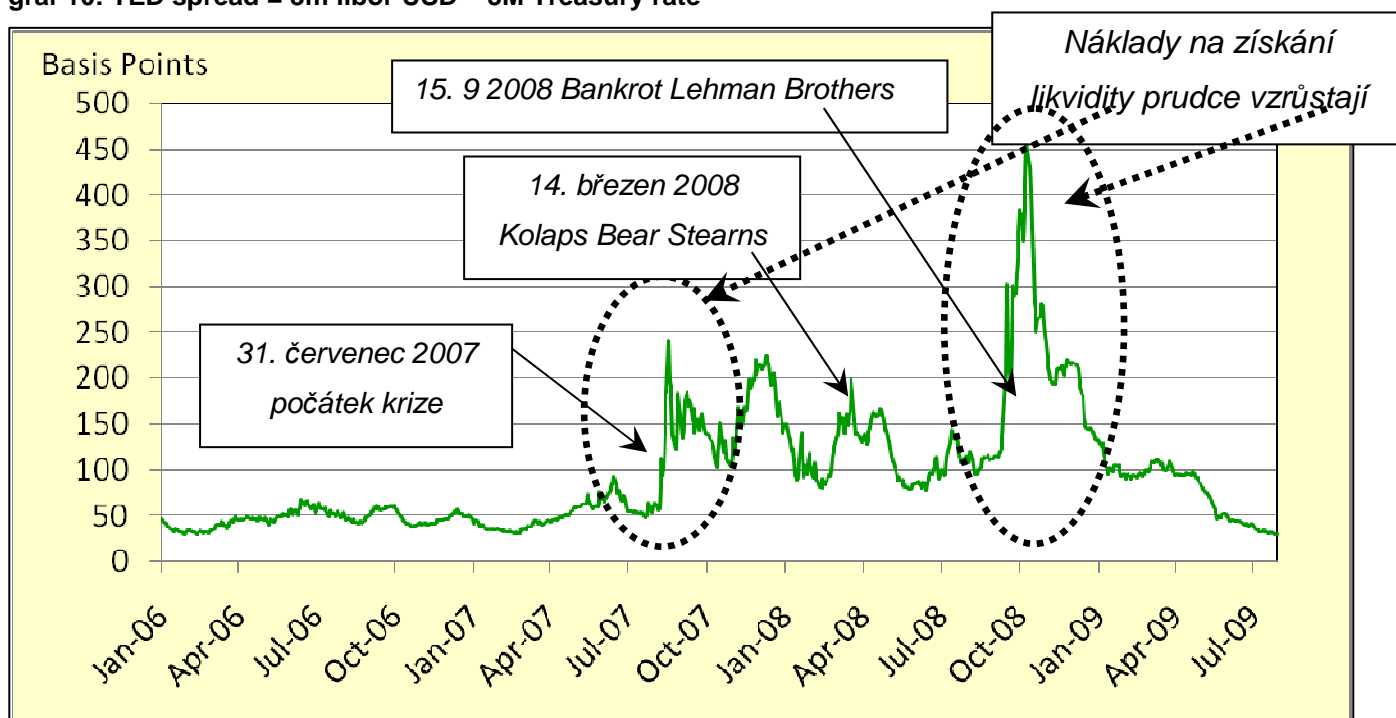
³³⁰ Investoři ve snaze pokrýt své ztráty se začali přesouvat na trh s komoditami a největší nárůst byl zaznamenán na trhu s kukuřicí, rýží, stříbrem, hliníkem, mědí, zlatem či ropou ... Například u rýže světoví exportéři rýže nechtěli uvolňovat své zásoby okolnímu světu, protože zásoby rýže byly nejnižší od roku 1980.

4.3.1.5 Problém likvidity v průběhu krize.

Pád Lehman Brothers ještě zvýšil nedůvěru investorů a občanů ve zdraví finančního sektoru. Situace eskalovala s přibývajícými zprávami o problémech dalších velkých institucí v celém světě, nastala vlna pádů, zestátňování a nuceného přebírání nejen investičních firem, ale také pojišťoven (Dexia, Fortis, AIG, Wachovia, islandské banky, Merrill Lynch). Výsledkem napjaté situace byl rapidní nárůst nákladů na krátkodobé financování, což lze brát jako indikátor krize likvidity.

Níže jsou přiloženy tři grafy, ze kterých je patrný ztížený přístup k financování. graf 10 znázorňuje vývoj TED spread. TED spread je roven rozdílu 3M LIBOR USD od 3M Treasury rate, tj. rozdíl mezi tříměsíční úrokovou mírou LIBOR a tříměsíčním výnosem z vládního dluhopisu.

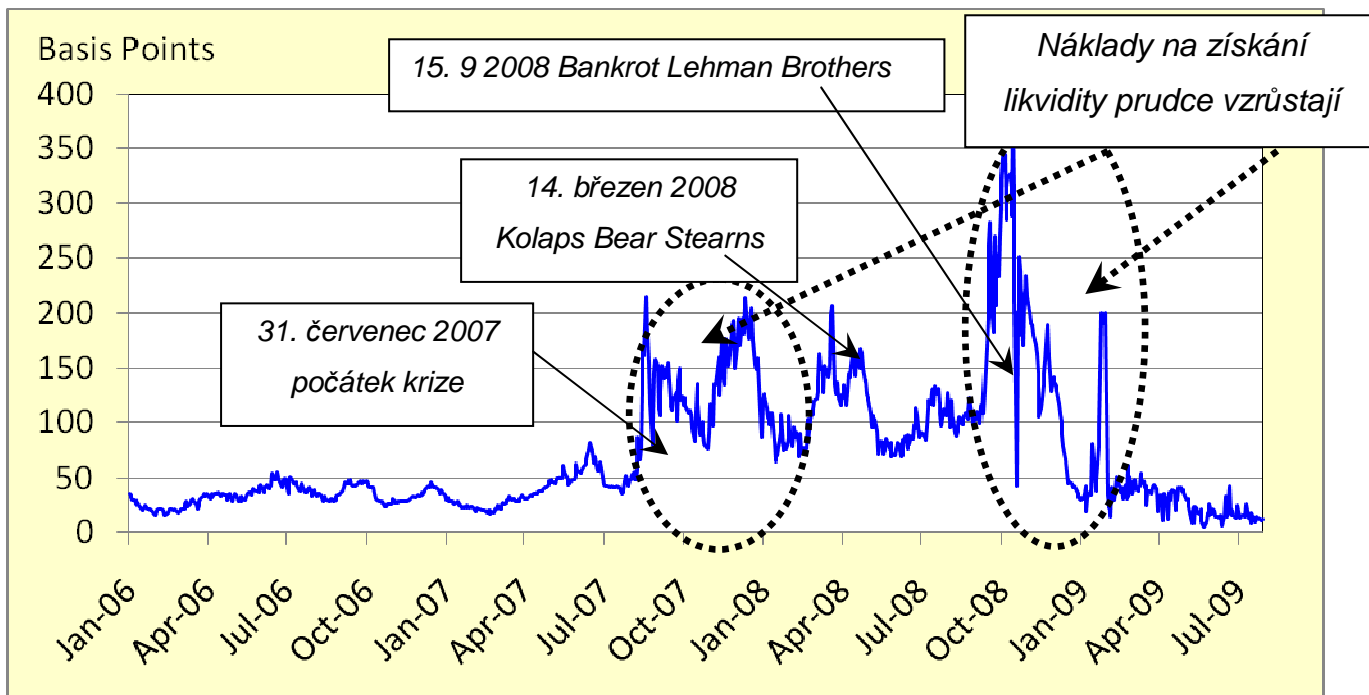
graf 10: TED spread = 3m libor USD – 3M Treasury rate



Pramen: Bloomberg, Federal Reserve (www.federalreserve.gov)

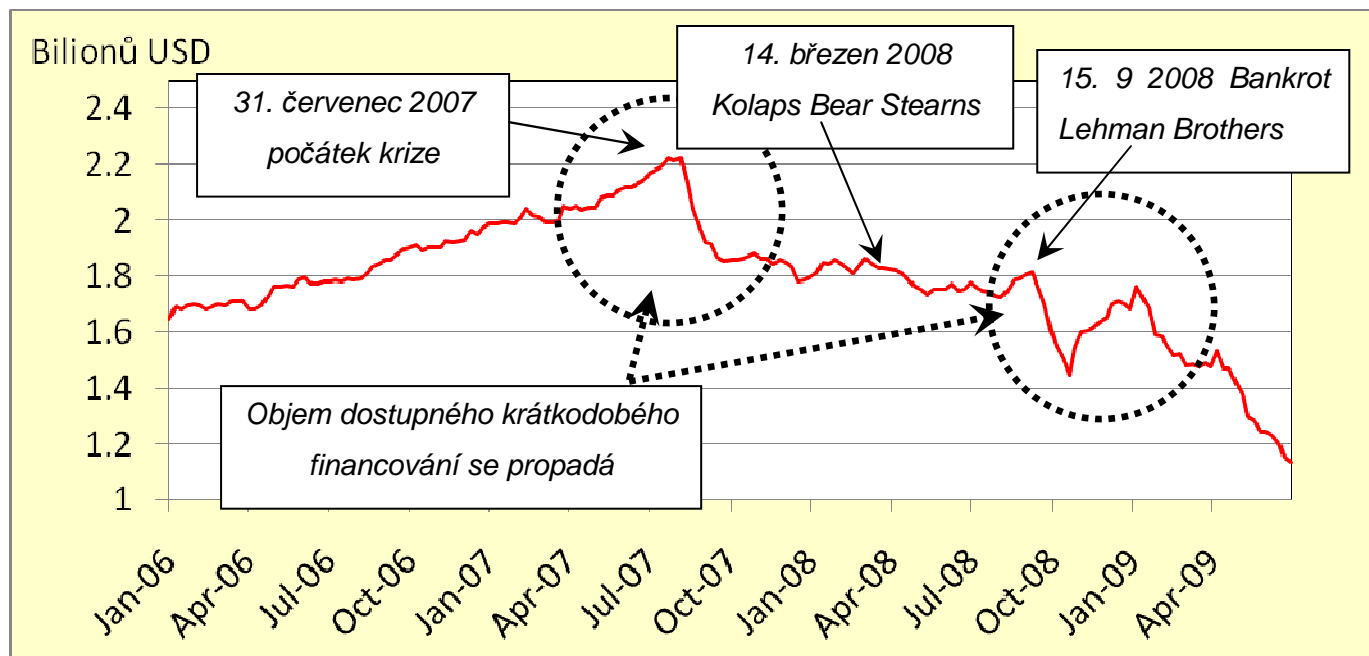
Níže graf 11, který také ilustruje velkou nejistotu na finančních trzích spojenou s nárůstem krátkodobého financování, je graf Commercial paper = úroková sazba u 90-ti denního cenného papíru ohodnoceného AA ratingem – 3M Treasury rate. Poslední graf znázorňuje pokles objemu existujících Commercial papers.

graf 11: Commercial paper spread



Pramen: Federal Reserve (www.federalreserve.gov)

graf 12: Objem existujících commetcial papers (commercial paper outstanding)



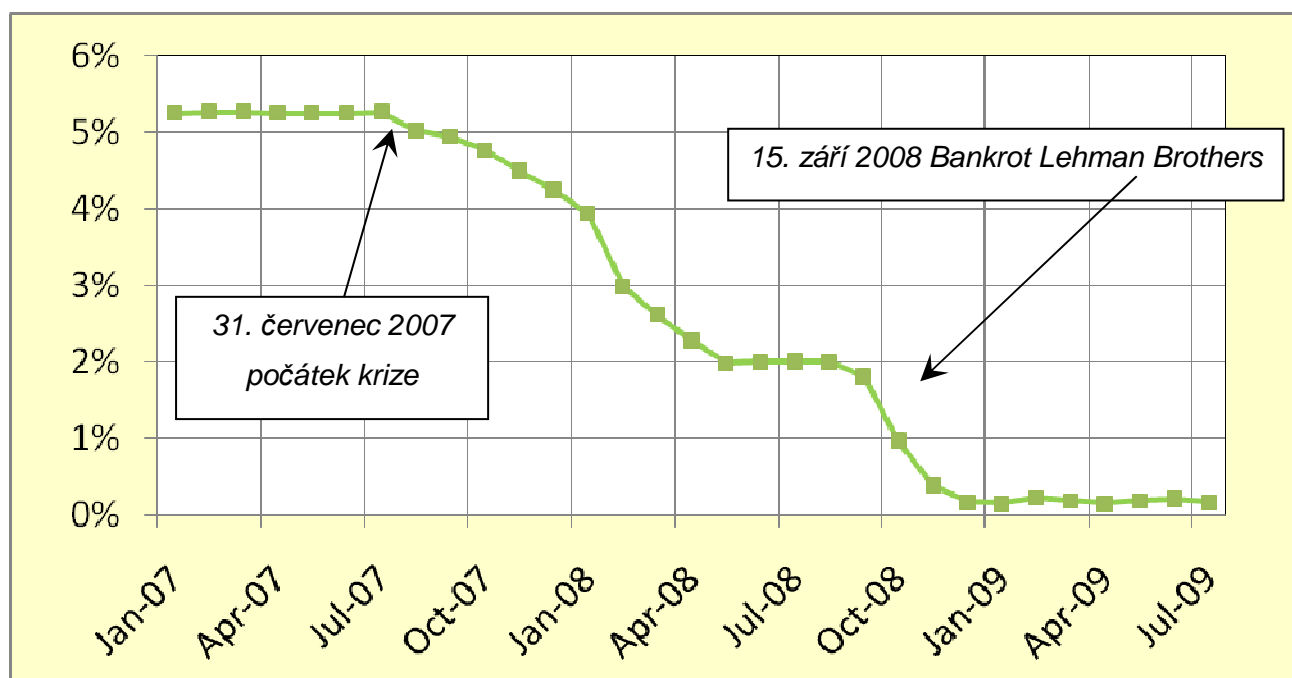
Pramen: Federal Reserve (www.federalreserve.gov)

FED a ostatní regulátoři reagovali na krizi likvidity dvojitými opatřeními:

- standardními nástroji – a sice snížením Fed funds rate (z 5,25% v srpnu 2007 na 0,25% v prosinci 2008). Vývoj Fed funds rate zachycuje graf č. 12.
- nestandardními nástroji – speciální programy (facilities) - prodloužila se doba splatnosti finančních nástrojů, byl rozšířen rámec aktiv, které mohly sloužit jako zástava, rozšířilo se také množství institucí, kterým byl FED ochoten půjčit, a byl navýšen objem jednotlivých operací³³¹.

Vývoj FED funds rate, spolu se zvýrazněním klíčových okamžiků krize zachycuje graf 13.

graf 13: Vývoj FED Funds rate

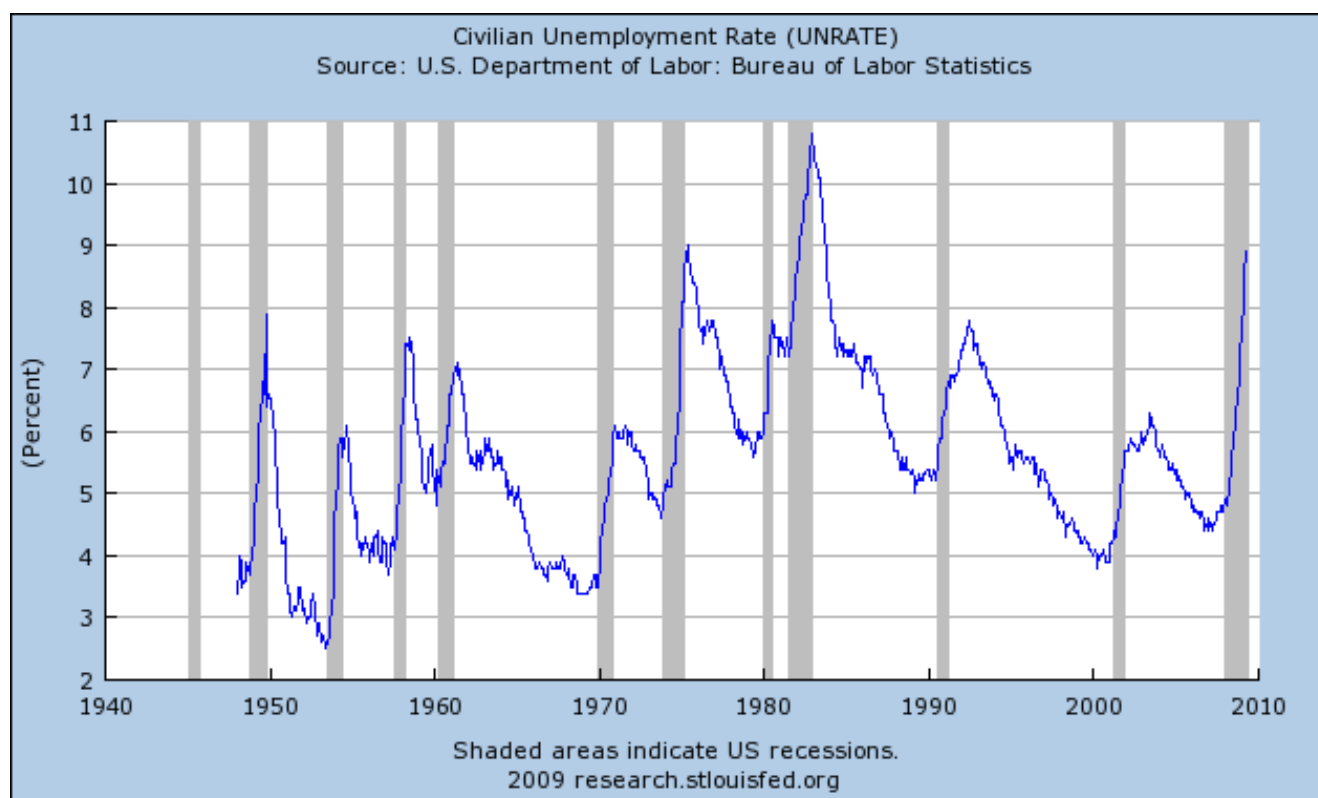


Pramen: Federal Reserve (www.federalreserve.gov)

Vývoj nezaměstnanosti v USA od roku 1948 do roku 2009 zobrazuje graf 14. Šedými poli jsou vyznačena období, kdy byla americká ekonomika v recesi.

³³¹ Česká národní banka: Monitoring centrálních bank-prosinec. ČNB, 2008, s. 12.

graf 14: Vývoj nezaměstnanosti v USA 1948-2009



Pramen: Federal Reserve (www.federalreserve.gov)

Některá speciální opatření FEDu za účelem poskytnutí likvidity finančnímu systému³³²:

- **Term Discount Window Program (TDWP)** – 17. října 2007 – komerční banky si mohou u FEDu půjčit hotovost až na 90 dní proti různým druhům kolaterálu od vládních dluhopisů po CDO.
- **Term Auction Facility (TAF)** – 12. prosince 2007 – investiční banky si mohou u FEDu půjčit hotovost prostřednictvím aukce až na 28 dní proti různým druhům kolaterálu od vládních dluhopisů po CDO.
- **Term Securities Lending Facility (TSLF)** – 11. března 2008 – investiční banky mohou u FEDu vyměnit (*swap*) různé druhy cenných papírů, včetně MBS, za vládní dluhopisy až na 28 dní.
- **Záchrana Bear Stearns** – 14. až 16. března 2008
- **Primary Dealer Credit Facility (PDCF)** – 16. března 2008 – investiční banky si mohou u FEDu půjčit hotovost *overnight* proti různým druhům kolaterálu od vládních dluhopisů po MBS.
- **Záchrana AIG** – 16. září 2008.

³³² Barth, James R.: „The Rise and Fall of the U.S. Mortgage and Credit Markets“, Wiley , 2009, s. 37.

- **Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF)** – 19. září 2009 – půjčky bankám určené ke koupi *asset-backed commercial paper* od fondů peněžního trhu.
- **Temporary Reciprocal Currency Agreements (Swap Lines)** – 29. září 2008 – poskytnutí dolarů zahraničním centrálním bankám prostřednictvím swapů³³³.
- **Commercial Paper Funding Facility (CPFF)** – 7. října 2008 – FEDu kupuje prostřednictvím speciálního SPV tříměsíční *commercial paper* od způsobilých emitentů.
- **Money Market Investor Funding Facility (MMIF)** – 21. října 2008 – záruka, že fondy peněžního trhu budou mít likviditu, pokud jejich klienti začnou vybírat své vklady.
- **Term Asset Backed Securities Loan Facility (TALF)** – 25. listopadu 2008 – několikaleté půjčky všem způsobilým žadatelům. Jako kolaterál slouží určité typy ABS. Cílem bylo odblokovat trh s ABS, který se téměř zastavil v říjnu 2008.

Obecnějším cílem těchto opatření bylo zabránit kolapsu finančního systému a nastartovat půjčování domácnostem a firmám. 14. října 2008 byl schválen zákon zavádějící *Trouble Asset Relieve Program* (TARP), který umožňuje ministerstvu financí použít až 700 miliard USD státních prostředků na rekapitalizaci bank, tj. na vykoupení problémových aktiv bank. To bude mít a již má dopad na celkovou strukturu aktiv FEDu. Vývoj celkových aktiv FEDu zobrazuje graf 15 a je zde vidět výrazný nárůst kategorie označované jako ostatní aktiva, která zahrnuje právě toxický odpad.

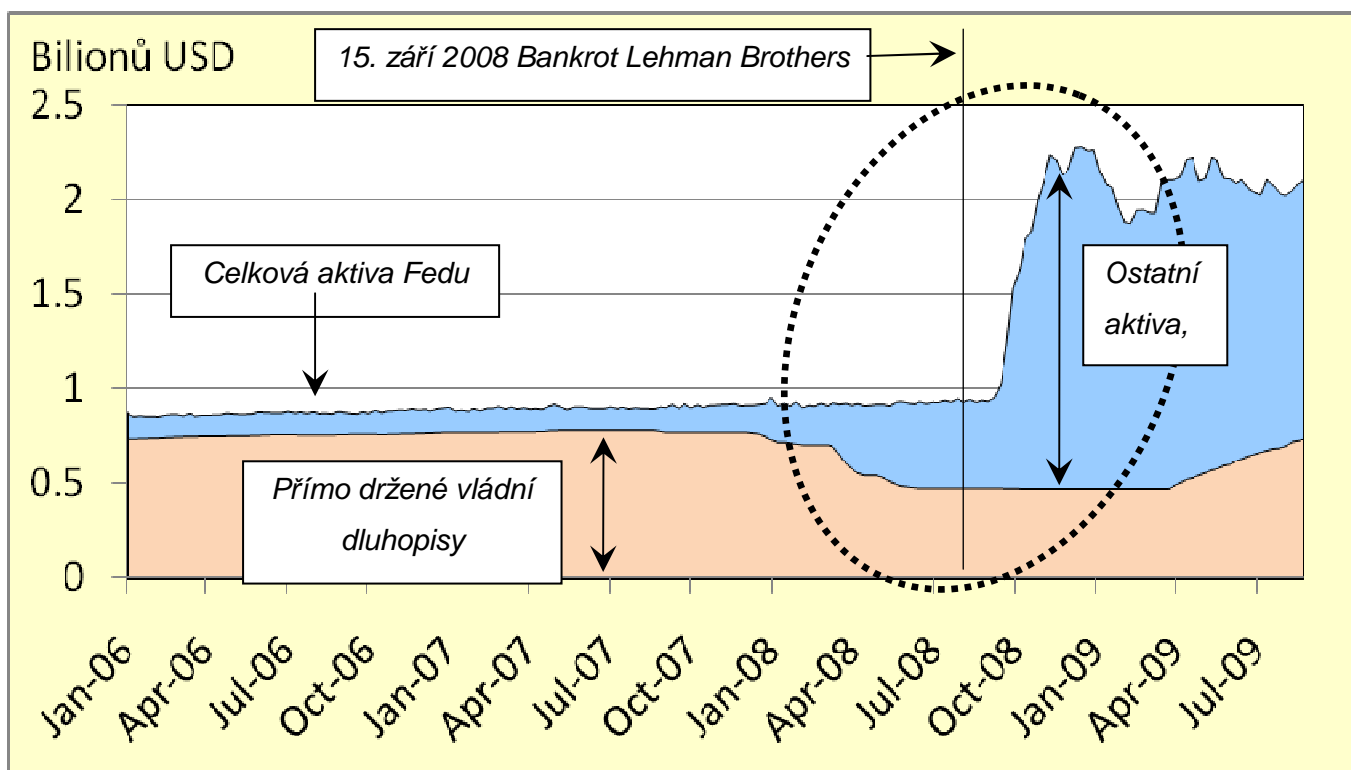
Vlády jednotlivých zemí cílily své kroky spíše na zachování finančního zdraví klíčových finančních institucí a snažily se posílit jejich solventnost především následujícími kroky³³⁴:

- odkupy toxických aktiv vládou zřízenými fondy,
- přímý kapitálový vstup do soukromých finančních institucí,
- navýšení garancí na depozita na 50 tis. EUR, někde je garance neomezená,
- zavedení garancí na mezibankovní úvěry.

³³³ Austrálie, Brazílie, Kanada, Dánsko, eurozóna, Korea, Japonsko, Nový Zéland, Mexiko, Norsko, Singapur, Švédsko, Švýcarsko, Velká Británie (Monitoring CB, 2008).

³³⁴ Česká národní banka: Monitoring centrálních bank-prosinec. ČNB, 2008, s. 13-14.

graf 15: Celková aktiva FEDu



Pramen: Federal Reserve (www.federalreserve.gov)

Ačkoliv centrální banky dodávaly likviditu do finančního systému v nebývale velkém objemu, přesto se jim nepodařilo snížit mezibankovní spready ani sazby. Přehled přibližných objemů finanční podpory k 26.11.2008 je uveden v následující tabulce:

tabulka 17: Vybrané kroky centrálních autorit – záchranné balíčky (mld.)

	garance na mezibankovní závazky	kapitálový vstup do institucí	odkupy problémových aktiv	ostatní programy a opatření
USA (USD)	1 400	250	450 800	185
UK (GBP)	250	50		200 149
Eurozóna (EUR)	1 140	242,3	52,5	

Pramen: Česká národní banka: Monitoring centrálních bank-prosinec. ČNB, 2008, s. 13-14.

5 DOPADY FINANČNÍ KRIZE NA ČESKOU REPUBLIKU

Finanční krize, která postihla nejprve USA, se při svém rozšíření nevyhnula ani České republice. V roce 2008 však česká ekonomika krizí přímo zasažena nebyla. Jejím nejvážnějším důsledkem pro ČR byl dosud propad zahraniční poptávky. Především velmi silná recese v Německu měla negativní dopad na tuzemskou ekonomiku. Hospodářský růst české ekonomiky začal ve druhé polovině roku 2008 výrazně zpomalovat – z 6% růstu HDP v listopadu 2007 na -4% pokles v roce 2009.

Česká ekonomika ve třetím čtvrtletí 2009 vystoupila z recese a od té doby dochází k oživení ekonomické aktivity. Budoucí vývoj je však zatížen mnoha riziky a tudíž oživení zůstává i nadále velmi křehké. Důvody tohoto tvrzení budou objasněny dále v textu.

Hlavní rizikový scénář pro ČR je ten, kdy by i v následujících dvou letech došlo k dalšímu prohloubení recese v Evropě, což by se projevilo výrazným poklesem českého exportu a průmyslové výroby. Navíc by klesly ceny průmyslových výrobců v důsledku existence nadbytečných kapacit. To by následně mohlo u části výrobců vyvolat insolventnost, což by jim zvýšilo rizikovou marži, zpřísnilo podmínky pro získání úvěru a v konečném důsledku mohlo vyvolat vlnu podnikových bankrotů a propouštění³³⁵.

Další klíčové riziko pro ČR je vysoká míra nejistoty, která je způsobena nestabilním mezinárodním prostředím. Nacházíme se v období, kdy se vývoj cen aktiv nebo příjmů hospodářského růstu stal obtížně predikovatelný, takže nelze vyloučit prohlubování míry nejistoty. Pro ekonomiky po celém světě, tudíž i v ČR, bude klíčové zajištění přístupu k likviditě, což je výzvou pro centrální banky.

Vláda přišla s protikrizovým plánem se snahou zmírnit dopady ekonomické stagnace, který bude přiblížen dále v textu.

³³⁵ Nezaměstnanost vzrostla z 5,8% v listopadu 2007 na 9,2% v prosinci 2009)

5.1 Dopady krize na vývoj hlavních makroekonomických veličin

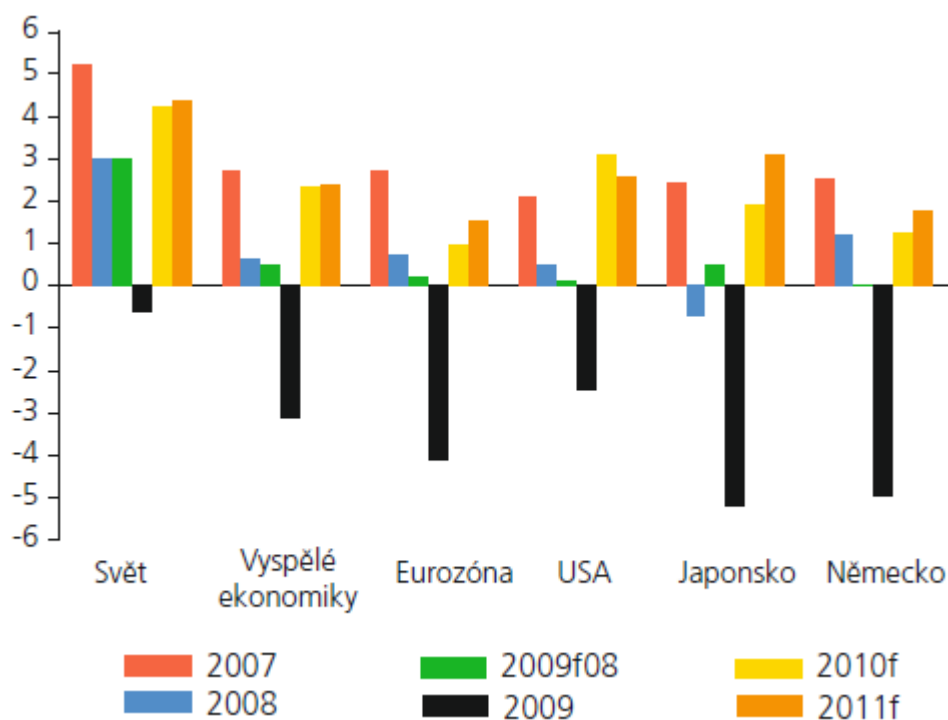
S poměrně dobrými výchozími podmínkami vstoupila Česká ekonomika vstoupila do globalní finanční krize. Nevykazovala výraznější makroekonomické nerovnovahy a její finanční systém byl robustní z hlediska solventnosti i likvidity a nepotřeboval tudíž finanční podporu vlády či ČNB. Z hlediska externího prostředí byla nepříznivým faktorem recese nejen v Německu a dalších vyspělých zemích EU.

5.1.1 HDP

V průběhu roku 2009 došlo k citelnému ochlazení ekonomiky a projevilo se to také ve vývoji jejích fundamentálních veličin. Takové ochlazení se neočekávalo. Ještě ve finanční zprávě z roku 2006³³⁶ modely očekávaly v roce 2008 růst HDP jak v USA, tak v Eurozóně. Také prognózy z října 2008 pro rok 2009 byly výrazně optimističtější než nakonec byla skutečnost (viz. graf 16).

graf 16: Hospodářský růst ve světě a ve vyspělých ekonomikách

(meziroční růst, skutečnost versus očekávání - Consensus Forecast, CF)



Pramen: Česká národní banka: Zpráva o finanční stabilitě. ČNB, 2009, s. 20.

³³⁶ Česká národní banka: Zpráva o finanční stabilitě 2006. ČNB, 2007, s. 13-14

V nové prognóze MMF³³⁷ z dubna 2009 očekává propad světové ekonomické aktivity o 1,3%, což lze označit za globální recesi. Prognóza předpokládá, že se v roce 2009 ocitnou v recesi vyspělé ekonomiky, naproti tomu rozvíjející se ekonomiky si jako celek udrží pozitivní dynamiku. Současný výhled vývoje pro ekonomiku České republiky je již mírně pozitivní.

tabulka 18: HDP - roční růst ve stálých cenách, v %, sezónně očištěná data

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2010	2011
					Odhad	Aktuální predikce		Minulá predikce	
Hrubý domácí produkt	růst v % s.c.	6,1	2,5	-4,1	2,5	2,2	2,7	2,2	2,0
Spotřeba domácností	růst v % s.c.	5,0	3,6	-0,2	1,0	1,0	2,9	1,5	1,5
Spotřeba vlády	růst v % s.c.	0,5	1,1	2,6	0,2	-3,5	-2,7	0,2	-4,5
Tvorba hrubého fixního kapitálu	růst v % s.c.	10,8	-1,5	-7,9	0,0	0,8	3,6	-3,0	1,3
Příspěvek ZO k růstu HDP	p.b., s.c.	1,1	1,3	-0,6	0,4	1,7	1,0	0,7	1,5
Deflátor HDP	růst v %	3,4	1,8	2,5	-0,6	0,8	1,9	-0,5	1,3
Průměrná míra inflace	%	2,8	6,3	1,0	1,5	2,3	2,4	1,5	2,2
Zaměstnanost (VŠPS)	růst v %	1,9	1,6	-1,4	-1,0	0,3	0,6	-1,2	0,8
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	průměr v %	5,3	4,4	6,7	7,3	7,2	6,8	7,4	7,2
Objem mezd a platů (dom. koncept)	růst v % b.c.	9,4	8,7	0,0	0,5	3,1	4,7	0,5	3,4
Podíl BÚ na HDP	%	-3,2	-0,6	-1,0	-2,8	-2,5	-2,9	-1,4	-1,1
<u>Předpoklady:</u>									
Směnný kurz CZK/EUR		27,8	24,9	26,4	25,3	24,3	23,6	25,3	24,2
Dlouhodobé úrokové sazby	% p.a.	4,3	4,6	4,7	3,7	3,8	3,8	3,8	3,9
Ropa Brent	USD/barel	73	98	62	80	88	94	78	84
HDP eurozóny (EA12)	růst v % s.c.	2,8	0,4	-4,1	1,7	1,7	2,0	1,6	1,5

Pramen: data MFČR, predikce z ledna 2011.

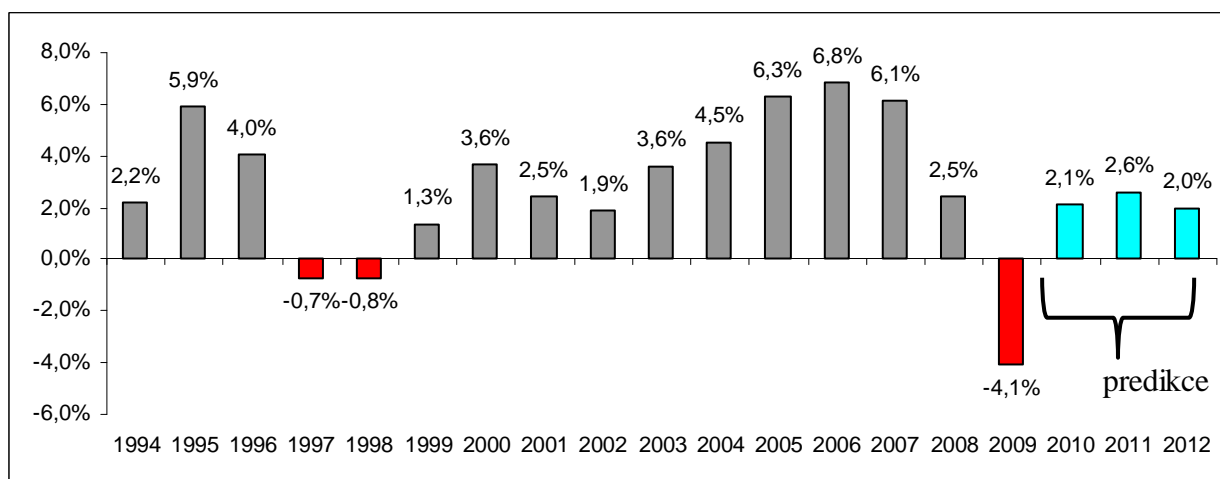
Pokud se dnes podíváme zpětně na prognózy růstu HDP pro rok 2009 (předpokládaná hodnota HDP na rok 2009 byla dle Ministerstva financí 3 % - 3,7 %³³⁸), pak nám tato věta přijde v dnešní době značně nadnesená. Především proto, že česká ekonomika zaznamenala loni (2009) propad meziročního reálného HDP ve výši 4,1%.

Významnost rozsahu současné recese dokládá také vývoj průmyslové výroby a exportu v průmyslově orientovaných ekonomikách. V ČR, kde se na HDP velkou částí podílí zpracovatelský průmysl, dokonce byl v roce 2006 největší ze všech zemí v EU. Protože řadě odvětví ve zpracovatelském průmyslu u nás dominují velké firmy s majoritním zahraničním podílem, a velká část jejich produkce směřuje do zahraničí, ještě více zvyšuje závislost ekonomiky na exportu. Vývoj HDP České republiky zachycuje graf 17.

³³⁷ Česká národní banka: Zpráva o finanční stabilitě 2008-2009. CNB 2009, s. 18.

³³⁸ Heřmanský, P.: Ekonomika zpomalí víc, než se čekalo. Hospodářské noviny ze dne 6.11.2008.

graf 17: Meziroční vývoj reálného HDP ČR (v%).



Pramen: World bank data, graf a predikce vlastní

http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20091111_20_let_reforem.pdf

Z grafu je patrné přehřívání české ekonomiky již v roce 1995, kdy také v následujících letech došlo k výraznému propadu HDP. Především v následujících dvou letech působil na HDP negativně čistý vývoz. Počínaje rokem 2003 začal růst HDP každoročně zrychlovat. Díky této růstové akceleraci v letech 2003-2006 se ČR přidala ke skupině rychle rostoucích zemí³³⁹. V letech 2006³⁴⁰ a 2007 příznivé podmínky podporující ekonomický růst nadále trvaly, i když v roce 2007 již došlo meziročně k poklesu HDP. K hlavním stimulům patřil především produkční potenciál vzniklý z přímých zahraničních investic mající majoritní podíl na velmi dobrých tempích růstu průmyslové výroby a vývozu. K růstu HDP, kromě exportu, v posledních letech také přispěly následující faktory:

- vstup do EU,
- nízké úrokové sazby zápůjčního kapitálu,
- snížení daní fyzickým i právnickým osobám,
- rostoucí zaměstnanost a
- produktivita výrobních faktorů.

Na druhé straně ovšem rostly ceny energetických produktů, které snižovaly možnost zvýšit výdaje u jiných komponent spotřeby.

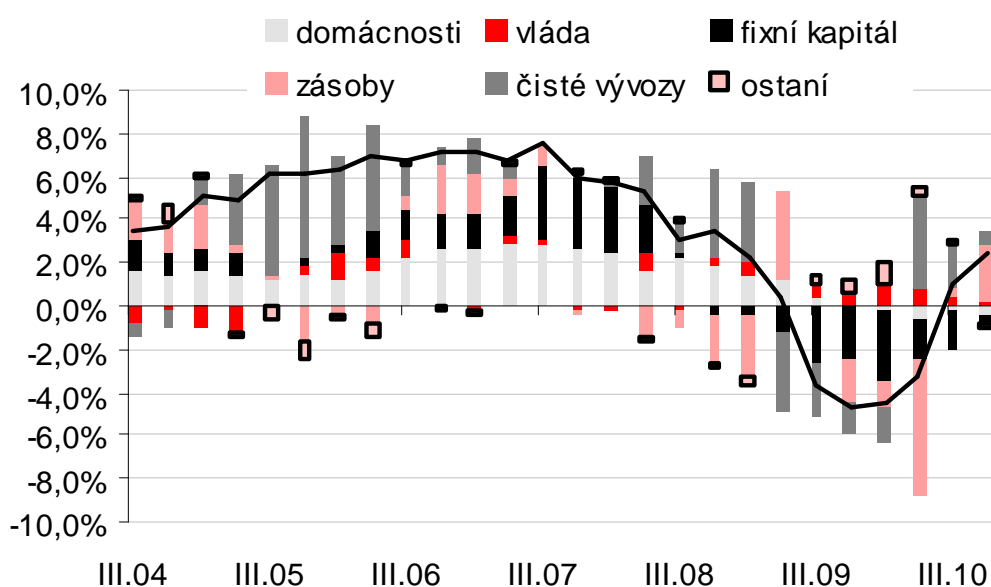
³³⁹ Například Slovensko mělo v roce 2006 růst HDP 8,2% Maďarsko 4% a Polsko 5,1%.

³⁴⁰ Stejně jako v roce 1995 je vidět přehřívání i v roce 2006.

5.1.1.1 Rozklad HDP metodou výdajovou

V posledním čtvrtletí 2008 vstoupila ekonomika do recese a v roce 2009 se její celkový výkon meziročně snížil o dramatických 4,1 % jak je patrné z předchozího grafu. Na výrazném meziročním poklesu HDP se v roce 2009 podepsala již zmiňovaná ekonomická recese v Eurozóně³⁴¹. Tato skutečnost pak v případě poptávkové strany HDP vyvolala nepříznivé dopady v podobě poklesu tuzemských i zahraničních zakázek, resp. nedostatečného odbytu výrobků na vnitřním i vnějším trhu. Negativně se na růstu HDP podílel také pokles investic. Nyní si rozeberme jednotlivé komponenty poptávkové strany HDP.

graf 18: Složky poptávky HDP, YoY



Pramen: data ČNB, datové řady ARAD, graf vlastní

5.1.1.1.1 Výdaje na konečnou spotřebu

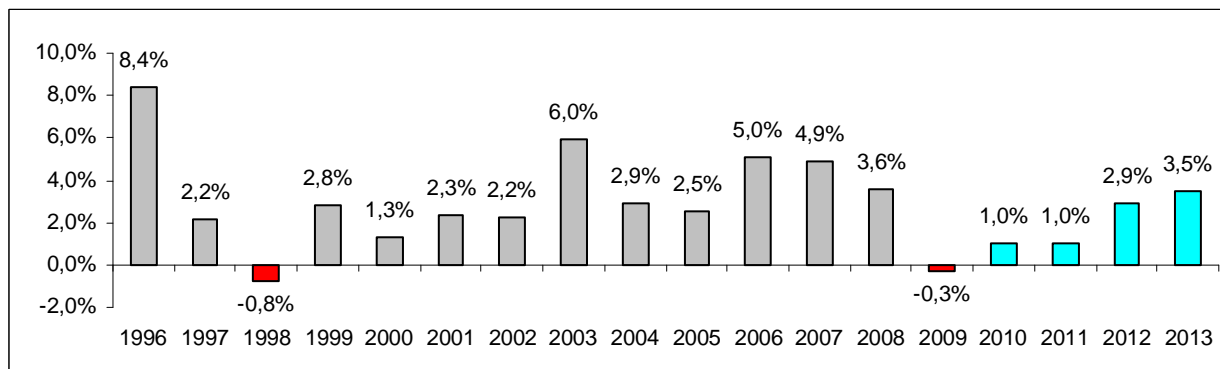
Vývoj výdajů na konečnou spotřebu domácností³⁴² je znázorněn v grafu č. 19. Z něj můžeme vidět klesající tendenci již od roku 1996. Nicméně po roce 2006 začaly výdaje domácností na konečnou spotřebu postupně meziročně klesat. Podle Českého statistického úřadu za tímto poklesem stál především nízký růst reálných mezd a v poslední době také pokles zaměstnanosti. Dle níže přiloženého grafu, jehož

³⁴¹ Ekonomika eurozóny zpomalila z 2,7 % v roce 2007 na 0,9 % v roce 2008. To je méně než průměr let 2001 až 2007 (1,5%).

³⁴² Do nich jsou započteny také výdaje neziskových institucí.

součástí je také predikce dle MFČR, je patrné, že se očekává postupný růst této složky HDP³⁴³.

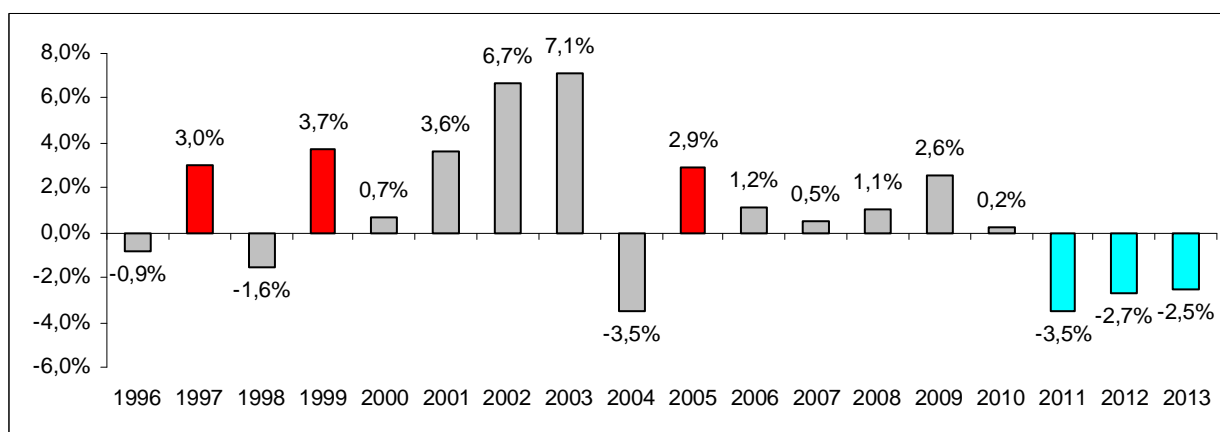
graf 19: Roční reálné změny výdajů domácností na konečnou spotřebu v %, 1996-2013



Pramen: data ČNB, datové řady ARAD, predikce MFČR z 01/2011.

Následující graf zachycuje změny ve vývoji vládních výdajů na konečnou spotřebu. Po roce 2006 je patrný nejprve jejich mírný pokles. Vláda, stejně jako domácnosti, šetřila na svých výdajích. V roce 2009 došlo k výraznému růstu spotřeby vlády – vláda se zvýšenými výdaji zmírnit hospodářský pokles. Dle predikce MFČR se očekává, že vláda bude v souladu s přijatými stabilizačními opatřeními a konsolidační strategií i v následujících letech výdaje spíše snižovat.

graf 20: Roční reálné změny výdajů vlády na konečnou spotřebu v %, 1996-2013



Pramen: data ČNB, datové řady ARAD, predikce MFČR z 01/2011.

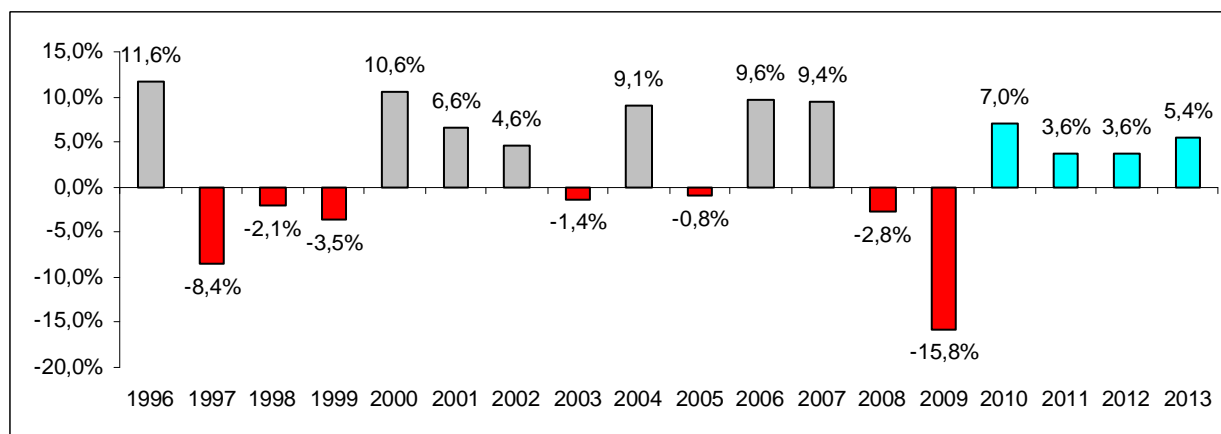
³⁴³ I když ještě v dubnu 2010 MFČR očekávalo meziroční růst výdajů domácností 1,5%. Proti zrychlení růstu spotřeby domácností působila i nadále zhoršující se příjmová situace domácností.

5.1.1.1.2 Tvorba hrubého kapitálu

Tvorba hrubého kapitálu³⁴⁴ a její vývoj od roku 1996 je zachycen na níže přiloženém grafu. z něj vidíme, že tvorba hrubého kapitálu se poprvé snížila v letech 1997 a 1998, tedy v době bankovní krize. Další pokles následoval v letech 2003 a 2005. K nejvýznamnějšímu meziročnímu propadu došlo v roce 2009. Ten byl způsoben především nepříznivým vnějším i vnitřním prostředím, které utlumilo investiční aktivity firem. Pokles zahraniční i domácí poptávky pak zase vyvolal negativní výhledy podnikatelů ohledně budoucího vývoje. Dalším negativním faktorem byl nedostatek finančních prostředků vyvolaný zvýšenou opatrností bank při poskytování nových úvěrů firmám.

Navíc se snížily také investice domácností do bydlení, což bylo opět způsobeno ztíženým přístupem k získání úvěru. Část domácností také spekulovala na pokles cen nemovitostí. Již od třetího čtvrtletí 2009 však došlo k oživení zahraniční poptávky. Na tomto oživení se částečně podílelo i tzv. šrotovné na automobily zavedené v určitých zemích Evropy³⁴⁵.

graf 21: Roční reálné změny tvorby hrubého kapitálu v %, 1996-2013



Pramen: data ČNB, datové řady ARAD, predikce MFČR z 01/2011.

³⁴⁴ Tvorba hrubého kapitálu se skládá z investic firem do fixního kapitálu a zásob a z investic domácností do bytové výstavby.

³⁴⁵ Šrotované bylo zavedeno např. na Slovensku, v Rakousku, Německu, USA, ve Velké Británii, Francii, Itálii, Lucembursku, Nizozemí, Španělsku, Kanadě a ve většině zemí je platné ve vymezené časové období (zpravidla v roce 2009, popřípadě ještě část v roce 2010, například ale Kanada má šrotovné až do 03/2011)

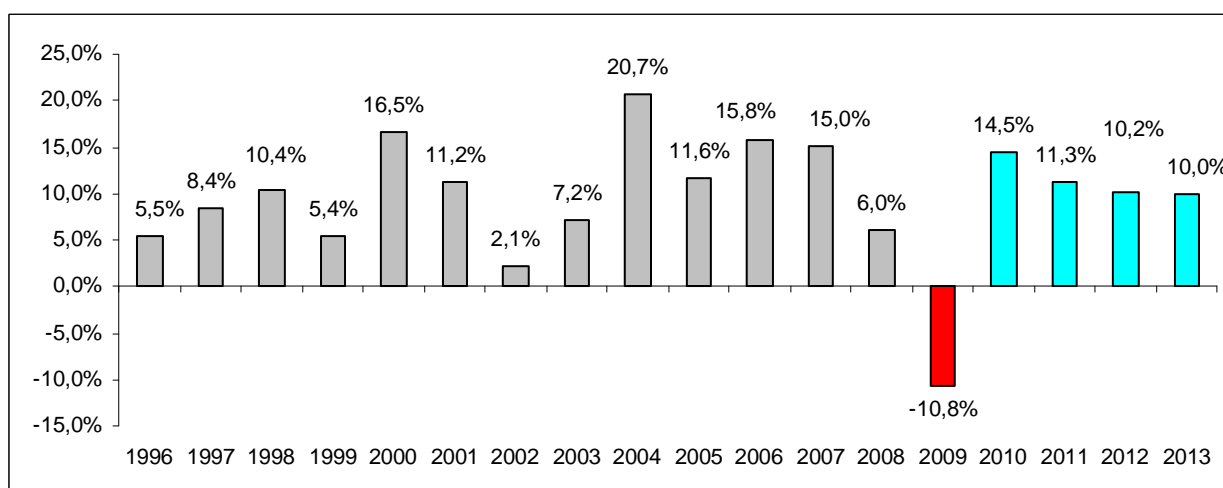
V roce 2009 se věcná struktura tvorby hrubého fixního kapitálu³⁴⁶ změnila ve prospěch investic do ostatních budov a staveb. Naproti tomu poklesly investice do dopravních prostředků, strojů a nákupu automobilů. V roce 2010 se pozitivně ve vývoji tohoto ukazatele odrazil především boom výstavby solárních elektráren, který v roce 2011 odezní.

5.1.1.1.3 Vývoz a dovoz zboží a služeb

5.1.1.1.3.1 Vývoz zboží a služeb

Tato složka zvyšuje hodnotu HDP a její vývoj zachycuje graf 22. Po roce 2006 nastal soustavný propad vývozu a dosáhl svého maxima v roce 2009. Tento propad je přisuzován, vzhledem k otevřenosti naší ekonomiky, zejména recesi v ekonomikách našich nejvýznamnějších obchodních partnerů. Z hlediska teritoriální struktury se nejvíce zpomalil vývoz na Slovensko, do Německa, Polska, Rakouska, Anglie, Itálie, a Francie. Zvýšit vývoz se podařilo do některých asijských (např. Turecka) a afrických zemí. Celkově ovšem český export klesl. Došlo také ke změně struktury vyvážených komodit. Díky zavedení již zmiňovaného šrotovného nejvíce vzrostl vývoz dopravních prostředků, který pozvedl export a podpořil tuzemskou automobilovou výrobu.

graf 22 Roční reální změny vývozu zboží a služeb v %, 1996-2013



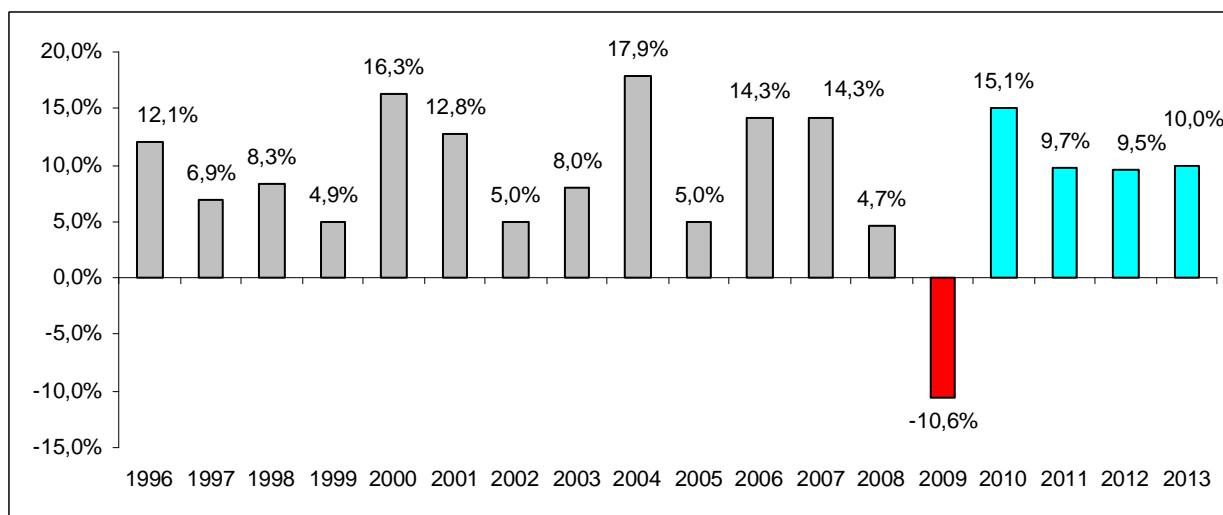
Pramen: data ČNB, datové řady ARAD, predikce MFČR z 01/2011.

³⁴⁶ V běžných cenách.

5.1.1.1.3.2 Dovoz zboží a služeb

Tempo růstu dovozů také kleslo nejvýrazněji v roce 2009. Za tímto poklesem stálo omezení poptávky českých firem a domácností po zahraničním zboží. Důvodem byl nejen probíhající útlum domácí ekonomiky, ale také depreciační české koruny, která započala ve druhé polovině roku 2008 a prodražovala dovozy. Tempo růstu dovozů znázorňuje graf 23. V roce 2010 pozitivně ovlivňovalo vnější rovnováhu především oživení v partnerských zemích. Pro rok 2011 se očekává výpadek dovozů pro fotovoltaiku, proto je jeho meziroční růst na nižší úrovni než ve 2010.

graf 23 Roční reální změny dovozu zboží a služeb v %, 1996-2013



Pramen: data ČNB, datové řady ARAD, predikce MFČR z 01/2011.

Pro rok 2010 MFČR³⁴⁷ předpokládá mírný nárůst reálného HDP o 2,5 %. Ekonomický růst by měl být tažen především zahraničním obchodem, protože se očekává oživení ekonomik našich hlavních obchodních partnerů. Pro rok 2011 by se podle současných předpokladů MFČR mohl růst domácí ekonomiky zrychlit na 2,2 %.

Provedla jsem jednoduchou predikci budoucího vývoje u mnou vybraných makroekonomických ukazatelů. Časové řady ekonomických ukazatelů se obvykle určitým způsobem člení a v důsledku toho je pak nutné volit i diferencovaně prostředky analýzy sloužící k porozumění mechanismu, kterým je vývoj sledovaného jevu utvářen. Pro analýzu časových řad jsem použila jednu z metod Box Jenkinsonovy metodologie – autoregresní proces, aneb AR modely. Jejich předpokladem je ovšem to, že musíme

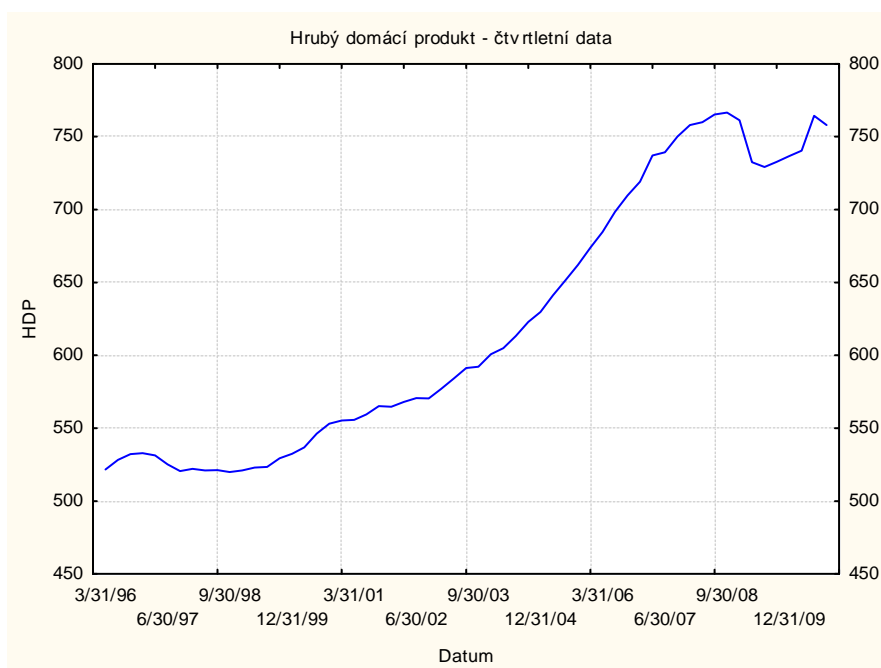
³⁴⁷ www.mfcr.cz, predikce z ledna 2011

disponovat delší časovou řadou. Použijeme-li pro analýzu HDP, nezaměstnanosti a inflace roční data, bude časová řada příliš krátká. Proto jsem pro analýzu zvolila čtvrtletní údaje³⁴⁸.

5.1.1.2 Predikce HDP

Pro predikci HDP byla použita časová řada čtvrtletních HDP od roku 1996 (viz. graf 24); k dispozici je tedy 57 pozorování.

graf 24: Hrubý domácí produkt, čtvrtletní data, sezónně očištěno, v mil Kč



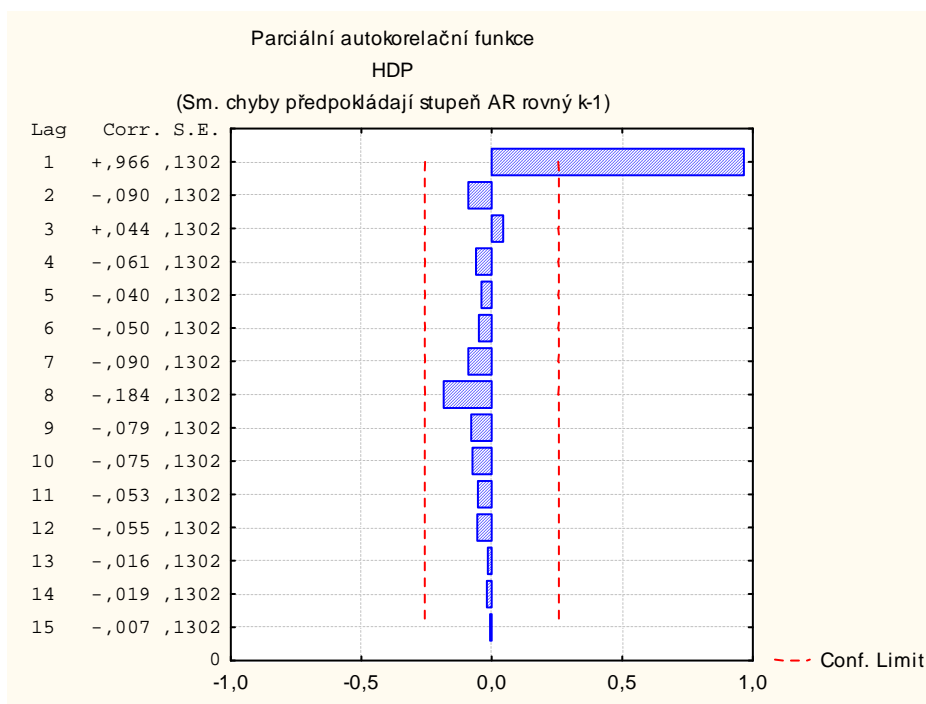
Pramen: data ČNB, datové řady ARAD, graf vlastní

Analýza parciální autoregresní funkce ukázala (viz. graf 25), že nejvhodnější model je ARIMA (1,1,0). Z logické úvahy však plyne, že by v predikci HDP měla být zahrnuta i sezónnost, proto použijeme model SARIMA typu (1,1,0) (1,0,0), ve kterém je současná hodnota závislá na hodnotě předchozí a na hodnotě před rokem (protože tedy používáme čtvrtletní data, je současná hodnota závislá na hodnotě z před čtyř období).

³⁴⁸ Zdrojem dat byly časové řady ARAD a data z ČSÚ.

Protože časová řada není stacionární (tj. vykazuje jednoznačně rostoucí trend), museli jsme řadu transformovat. Pro transformaci řady jsme použili první diference.

graf 25: Parciální autokorelační funkce



Pramen: data ČNB, datové řady ARAD, graf vlastní

Výsledný model má následující tvar:

$$Y_t = 4,0255 + Y_{t-1} + 0,37493(Y_{t-1} - Y_{t-2}) + 0,14295(Y_{t-4} - Y_{t-5})$$

Předpovězené čtvrtletní hodnoty společně s 90% intervalem spolehlivosti³⁴⁹ jsou uvedeny v grafu a tabulce na další straně.

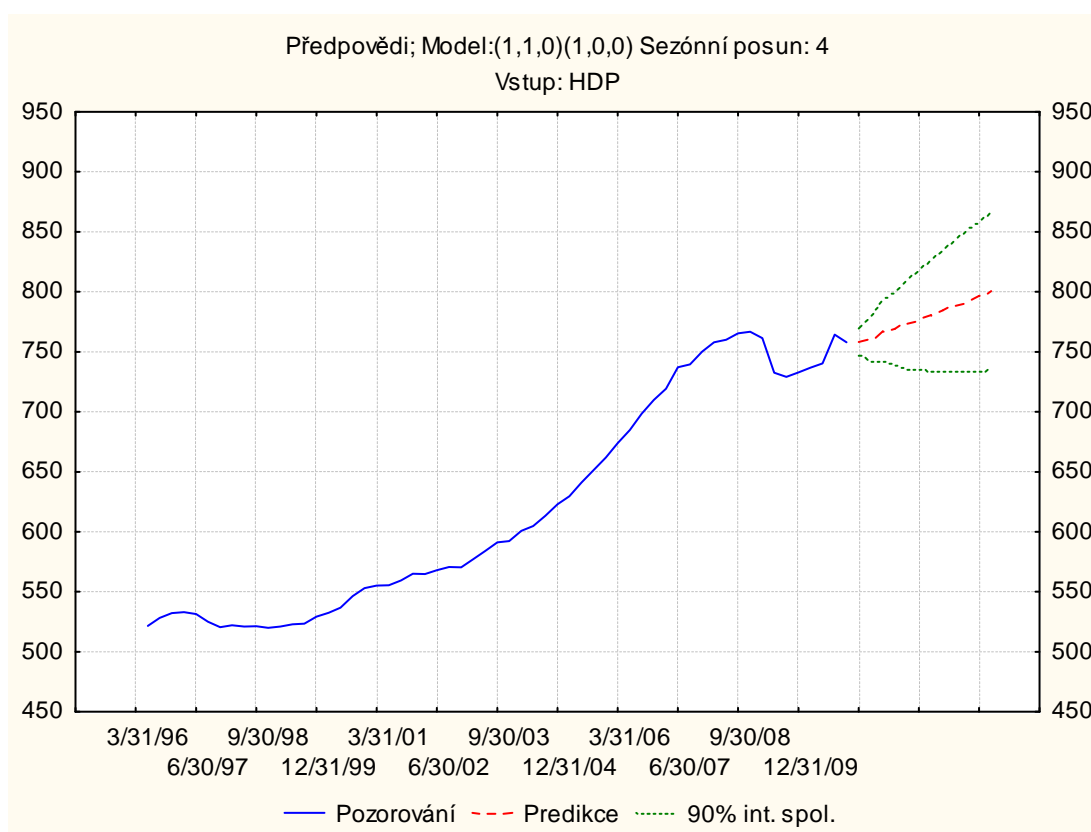
³⁴⁹ Intervalový odhad, tj. odhad příslušné charakteristiky základního souboru pomocí intervalu. Tento odhad je reprezentován intervalem (G_d, G_h) , který s danou vysokou pravděpodobností bude obsahovat skutečnou hodnotu odhadované charakteristiky základního souboru. Tato pravděpodobnost se nazývá spolehlivostí odhadu a značí se $1-\alpha$. Interval, jehož dolní a horní meze jsou G_d , resp. G_h ($G_d < G_h$), pak nazýváme $100(1-\alpha)\%$ intervalem spolehlivosti pro charakteristiku G a platí pro něj $P(G_d < G < G_h) = 1 - \alpha$. Tento interval bývá také označován jako interval spolehlivosti, či konfidenční interval. (Arlt, Arltová, 2003)

tabulka 19: Predikované hodnoty čtvrtletního HDP a meze 90% intervalu spolehlivosti, v mil Kč

Datum	Predikované HDP	Spodní interval spol.	Horní interval spol.
31.12.2010	758,06	746,77	769,36
31.3.2011	760,56	741,36	779,77
30.6.2011	766,89	741,17	792,62
30.9.2011	769,22	737,98	800,45
31.12.2011	772,61	735,76	809,46
31.3.2012	776,38	734,34	818,43
30.6.2012	780,73	733,95	827,50
30.9.2012	784,51	733,40	835,61
31.12.2012	788,44	733,24	843,64
31.3.2013	792,43	733,38	851,48
30.6.2013	796,50	733,83	859,17
30.9.2013	800,49	734,39	866,59

Pramen: data ČNB, datové řady ARAD, graf vlastní

graf 26: Vývoj čtvrtletního HDP a predikované hodnoty včetně 90% intervalu spolehlivosti, v mil Kč



Pramen: data ČNB, datové řady ARAD, graf vlastní

Dle výše uvedeného modelu vychází střednědobá predikce meziročního vývoje reálného HPD na nejbližší tři roky následovně:

2010: **2,1%**, 2011: **2,6%**, 2012: **2%**.

5.1.1.3 Predikce složek HDP

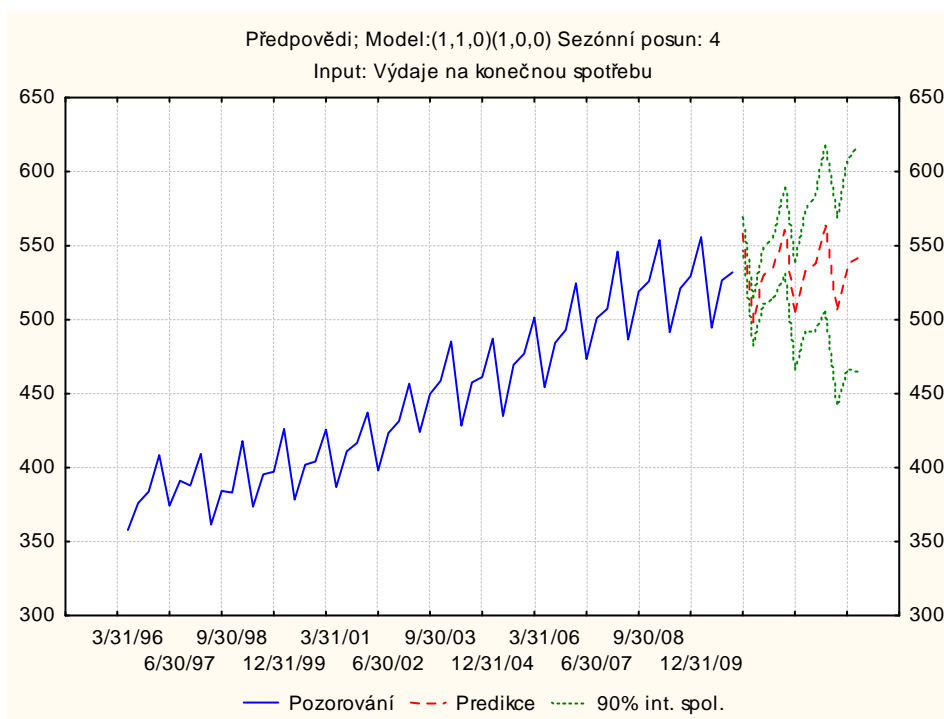
Pro predikci složek HDP (rozklad výdajovou metodou) jsem použila z důvodu zachování konzistence predikce stejný model a sice SARIMA typu (1,1,0) (1,0,0). Použity byly opět čtvrtletní údaje, protože modelování pomocí AR modelů vyžaduje delší časovou řadu.

5.1.1.3.1 Výdaje na konečnou spotřebu

Výsledky zmiňovaného modelu jsou následující. Model se dá popsat rovnicí:

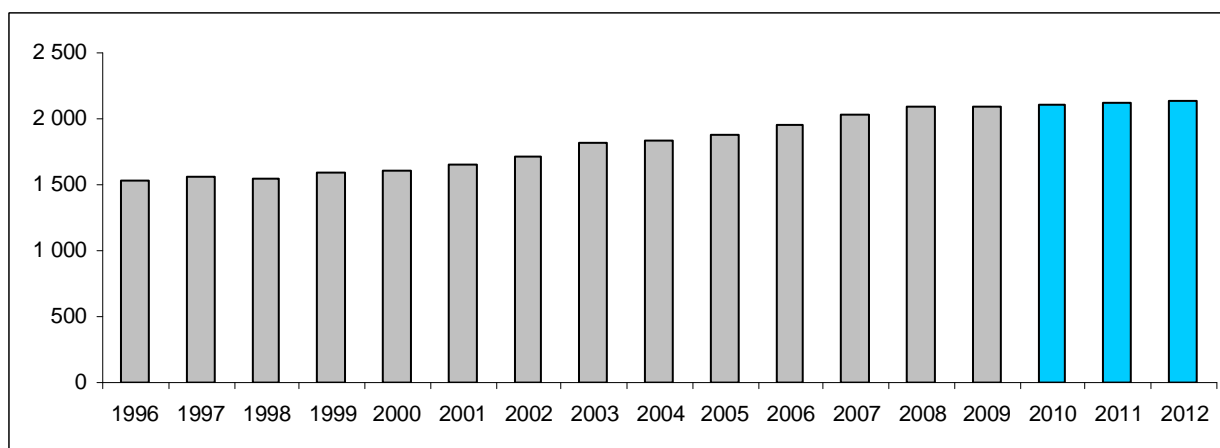
$$Y_t = 2,4803 + Y_{t-1} - 0,1098(Y_{t-1} - Y_{t-2}) + 0,97871(Y_{t-4} - Y_{t-5})$$

graf 27 Vývoj čtvrtletních výdajů na konečnou spotřebu, predikované hodnoty včetně 90% intervalu spolehlivosti, v mil Kč graf 1



Pramen: data ČNB, datové řady ARAD, graf vlastní

graf 28 Vývoj ročních výdajů na konečnou spotřebu, vč. predikce, v mil Kč



Pramen: data ČSÚ, graf a předpověď vlastní

tabulka 20 Predikované hodnoty výdajů na konečnou spotřebu, mez 90% inter. spolehl., v mil Kč

Datum	Predikovaná hodnota	Spodní interval spol.	Horní interval spol.
31.12.2010	558	547	569
31.3.2011	498	483	514
30.6.2011	530	511	548
30.9.2011	535	514	556
31.12.2011	561	530	591
31.3.2012	502	466	538
30.6.2012	533	491	574
30.9.2012	538	492	584
31.12.2012	563	507	619
31.3.2013	506	443	569
30.6.2013	536	466	606
30.9.2013	541	465	618

Pramen: data ČSÚ, graf a předpověď vlastní

Z vypočtených hodnot se usoudit, že vývoj konečných výdajů na spotřebu v nejbližších třech letech bude spíše rovnoměrný a nedojde k výraznějšímu růstu. Důvodem jsou plánované fiskální restrikce a současně s nimi spojené možné negativní výhledy domácností ohledně budoucího ekonomického vývoje spojené stále s vysokou nezaměstnaností.

Dle použitého modelu vychází střednědobá predikce meziročního vývoje výdajů na konečnou spotřebu na nejbližší tři roky následovně:

2010: **0,64%**, 2011: **0,58%**, 2012: **0,60%**.

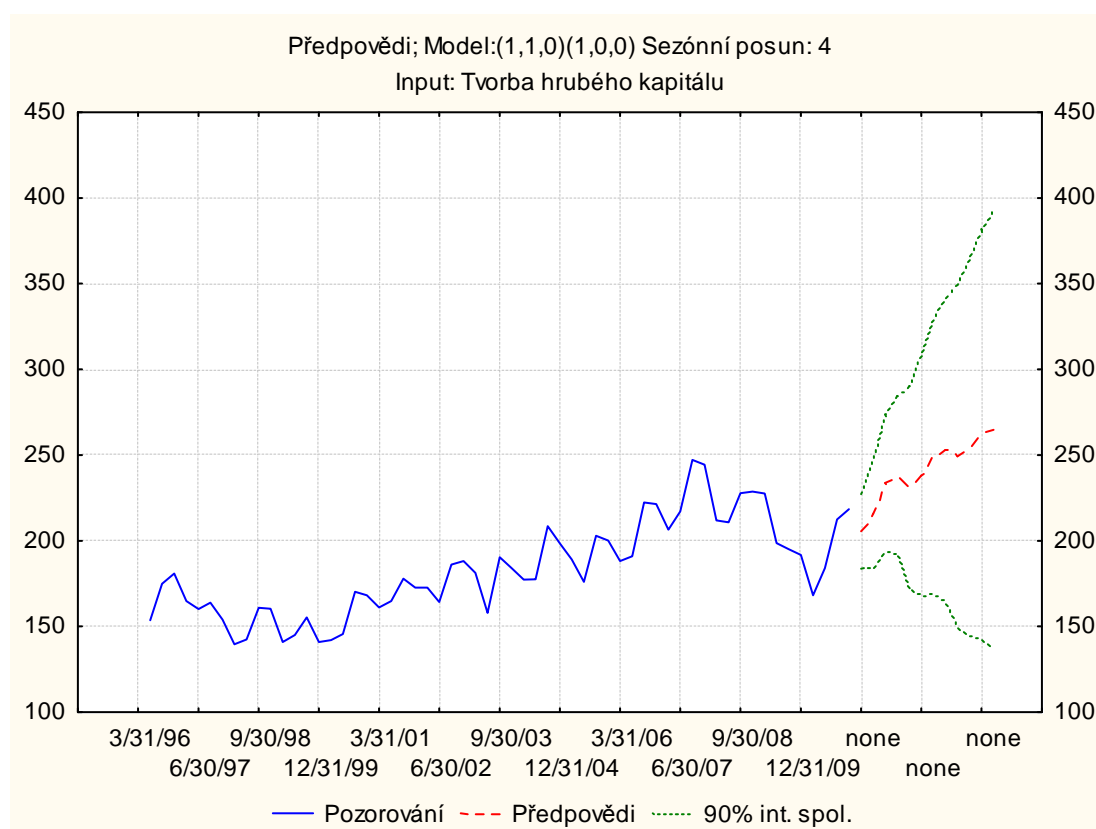
5.1.1.3.2 Tvorba hrubého kapitálu

Pokles HDP v roce 2009 byl tažen, jak jsem již zmínila dříve v textu, především propadem dvou položek. Jednou z nich byla právě tvorba hrubého kapitálu - v roce 2009 propadla meziročně o 18,1 %, což byl nejhorší výsledek od roku 1996. Výstupy použitého modelu a predikce budoucích hodnot jsou uvedeny v níže přiložených grafech a tabulce.

Výsledný model se dá popsat rovnicí:

$$Y_t = 1,8312 + Y_{t-1} + 0,08313(Y_{t-1} - Y_{t-2}) + 0,60395(Y_{t-4} - Y_{t-5})$$

graf 29 Vývoj tvorby hrubého kapitálu (čtvrtletní data), predikované hodnoty a 90% interval spolehlivosti. v mil Kč



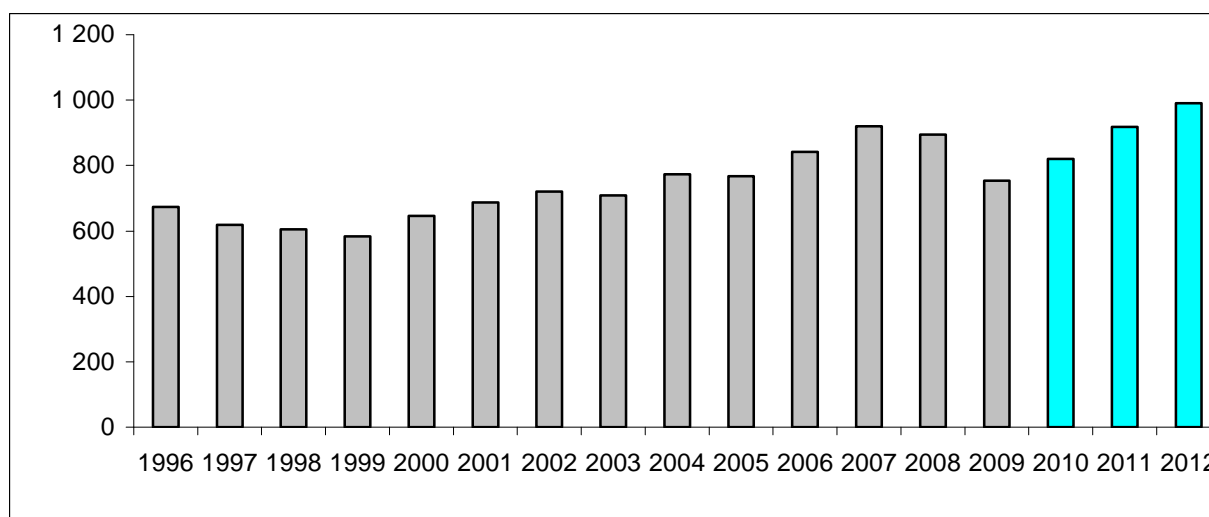
Pramen: data ČSÚ, graf a předpověď vlastní

tabulka 21 Predikované hodnoty tvorby hrubého kapitálu, meze 90% inter. spolehlivosti, v mil Kč

Datum	Predikovaná hodnota	Spodní interval spol.	Horní interval spol.
31.12.2010	205	184	227
31.3.2011	216	184	248
30.6.2011	234	194	274
30.9.2011	238	192	285
31.12.2011	231	172	290
31.3.2012	238	168	308
30.6.2012	250	169	330
30.9.2012	253	164	342
31.12.2012	249	149	349
31.3.2013	254	144	365
30.6.2013	262	142	382
30.9.2013	265	136	393

Pramen: data ČSÚ, graf a předpověď vlastní

graf 30 Vývoj ročních hodnot tvorby hrubého kapitálu, vč. predikce, v mil Kč



Pramen: data ČSÚ, graf a předpověď vlastní

Pozitivní příspěvek tvorby hrubého kapitálu k HDP očekávám v souladu modelem i v následujících letech, protože prozatím se vnější poptávka vyvíjí pozitivně pro české exportní podniky. Na druhou stranu konec solárního boomer ubere investiční dynamice. Nejdůležitější pro otevřenou českou ekonomiku bude vývoj v eurozóně.

Dle použitého modelu vychází střednědobá predikce meziročního vývoje tvorby hrubého kapitálu na nejbližší tři roky následovně:

2010: 8,9%, 2011: 12%, 2012: 7,7%.

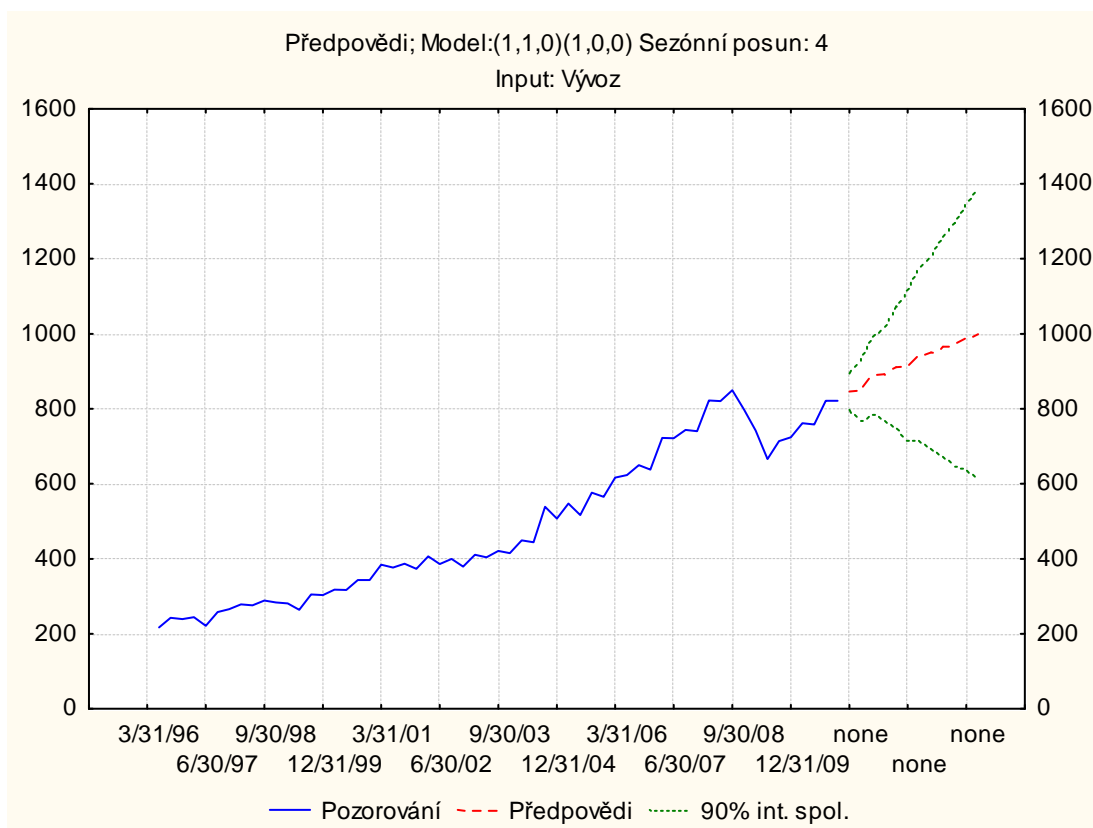
5.1.1.3.3 Vývoz

Po odeznění ekonomické recese začal objem našeho zahraničního obchodu díky silné zahraniční poptávce opět růst. Také odhadované budoucí hodnoty použitého modelu jsou v souladu s predikcí MFČR a vykazují rostoucí trend.

Výsledný model se dá popsat rovnicí:

$$Y_t = 8,0567 + Y_{t-1} + 0,31068(Y_{t-1} - Y_{t-2}) + 0,66293(Y_{t-4} - Y_{t-5})$$

graf 31 Vývoj vývozu (čtvrtletní data), predikované hodnoty a 90% interval spolehlivosti. v mil Kč

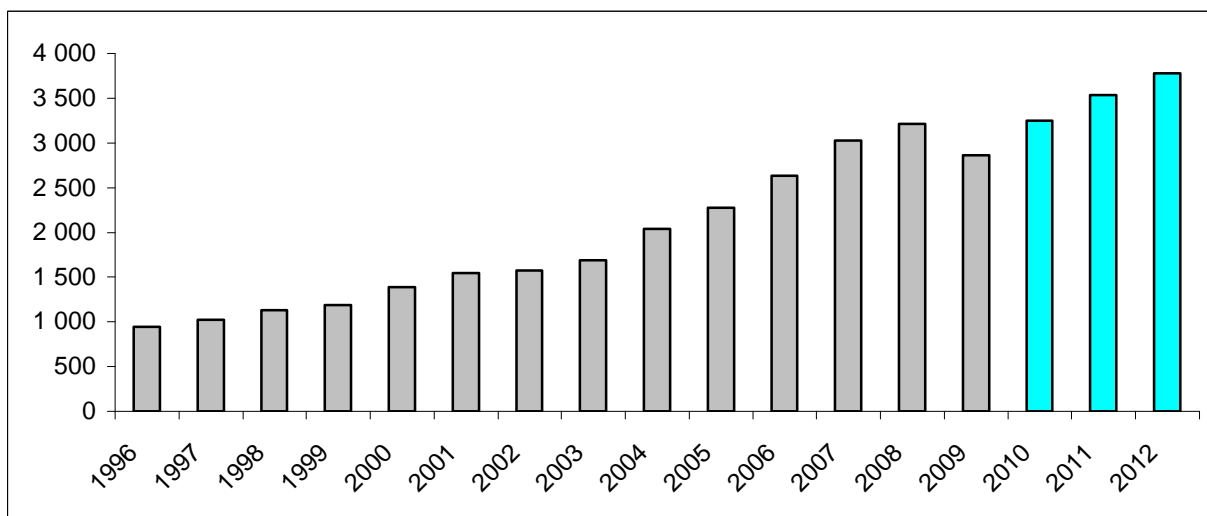


Pramen: data ČSÚ, graf a předpověď vlastní

tabulka 22 Predikované čtvrtletní hodnoty vývozu, meze 90% inter. spolehlivosti, v mil Kč

Datum	Predikovaná hodnota	Spodní interval spol.	Horní interval spol.
31.12.2010	846	797	894
31.3.2011	846	766	925
30.6.2011	889	784	994
30.9.2011	892	766	1 018
31.12.2011	911	749	1 073
31.3.2012	914	716	1 111
30.6.2012	946	717	1 174
30.9.2012	950	693	1 207
31.12.2012	965	674	1 257
31.3.2013	970	645	1 295
30.6.2013	994	637	1 351
30.9.2013	999	613	1 385

graf 32 Vývoj ročních hodnot vývozu, vč. predikce, v mil Kč



Pramen: data ČSÚ, graf a předpověď vlastní

Dle použitého AR modelu vychází střednědobá predikce meziročního vývoje vývozu na další tři roky následovně:

2010: **13,3%**, 2011: **9%**, 2012: **6,7%**.

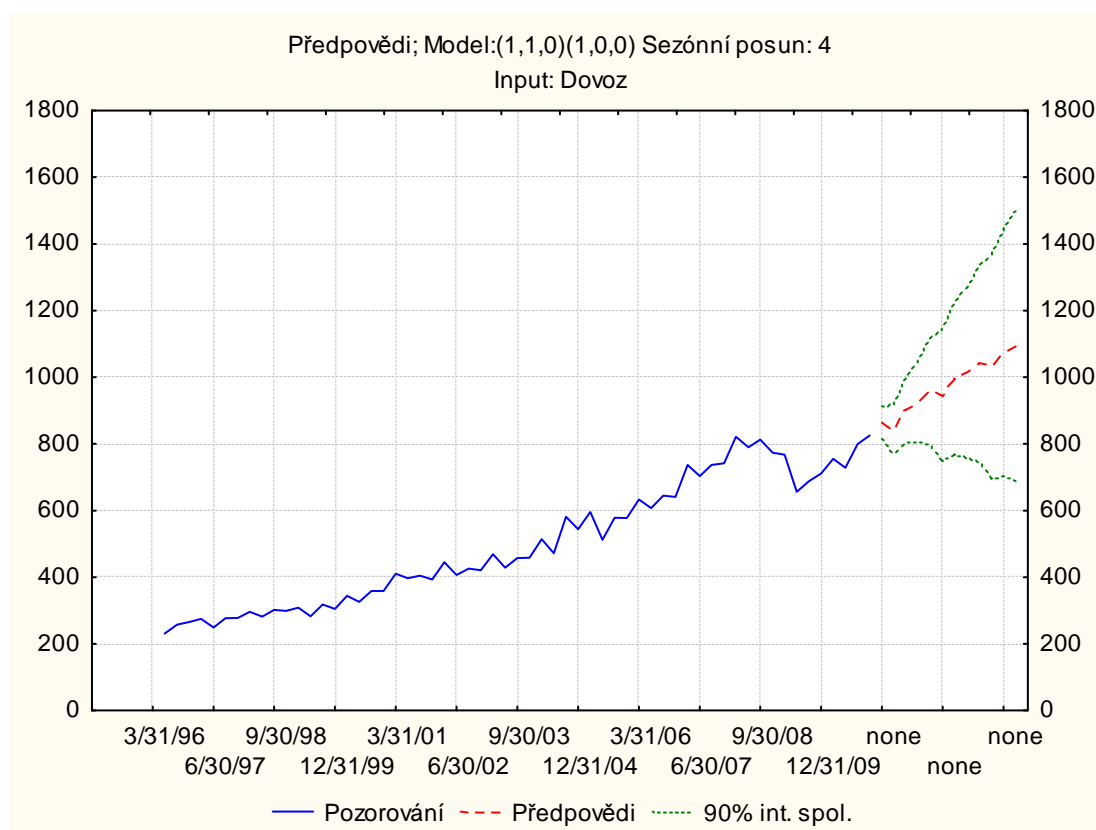
5.1.1.3.4 Dovoz

Pro rok 2011 a obchodní bilanci by měly mít pozitivní dopad nižší dovozy solárních panelů díky již zmiňovanému končícímu solárnímu boomu. Další zhoršení zaznamená pravděpodobně také komoditní bilance díky rostoucím cenám. Očekávaná tempa růstu dovozu by tak nemusela převyšovat tempa růstu vývozu.

Výsledný model se dá popsat rovnicí:

$$Y_t = 7,8659 + Y_{t-1} + 0,23982(Y_{t-1} - Y_{t-2}) + 0,82236(Y_{t-4} - Y_{t-5})$$

graf 33 Vývoj dovozu (čtvrtletní data), predikované hodnoty a 90% interval spolehlivosti. v mil Kč

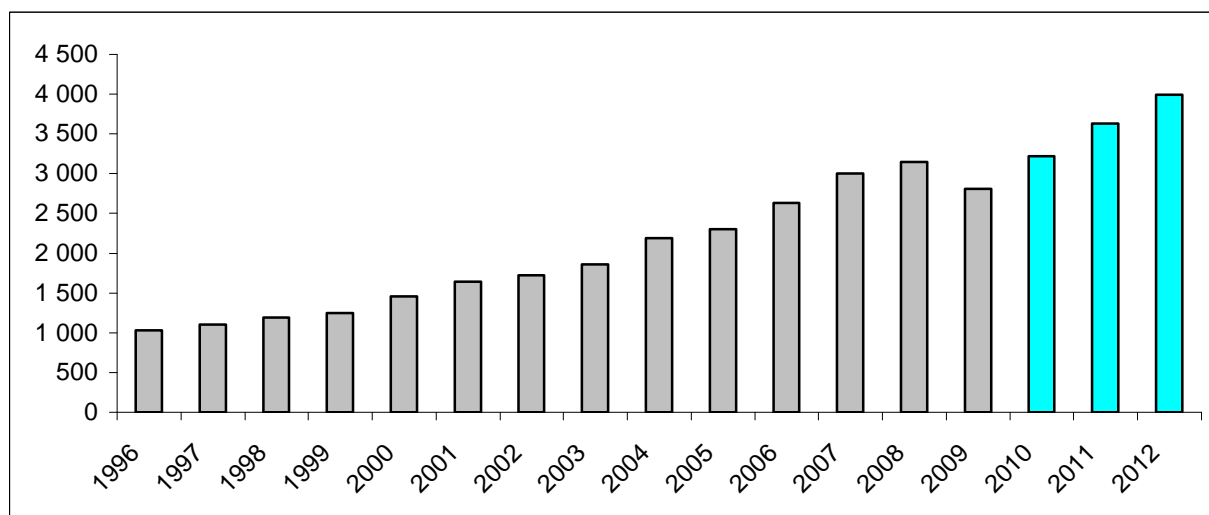


Pramen: data ČSÚ, graf a předpověď vlastní

tabulka 23 Predikované čtvrtletní hodnoty dovozu, meze 90% inter. spolehlivosti, v mil Kč

Datum	Predikovaná hodnota	Spodní interval spol.	Horní interval spol.
31.12.2010	864	815	912
31.3.2011	843	765	921
30.6.2011	903	803	1 004
30.9.2011	926	807	1 045
31.12.2011	959	801	1 117
31.3.2012	943	748	1 138
30.6.2012	994	767	1 221
30.9.2012	1 014	759	1 269
31.12.2012	1 043	747	1 339
31.3.2013	1 032	696	1 367
30.6.2013	1 075	703	1 446
30.9.2013	1 092	687	1 497

graf 34 Vývoj ročních hodnot dovozu, vč. predikce, v mil Kč



Pramen: data ČSÚ, graf a předpověď vlastní

Dle použitého AR modelu vychází střednědobá predikce meziročního vývoje dovozu na následující tři roky následovně:

2010: 14,5%, 2011: 12,9%, 2012: 10%.

Vzhledem k výše prezentovaným výsledkům by se dalo usuzovat, že vývoj ekonomiky ČR bude mít tvar V. Spodní interval 90% intervalu spolehlivosti však připouští, že by dokonce mohlo dojít k dalšímu propadu HDP. Navíc zvolený model je zjednodušující

v tom smyslu, že predikci HDP provádí pouze na základě předchozích hodnot HDP a nebere v úvahu jiné ukazatele, které HDP ovlivňují (vývoj HDP EU a zejména Německa, vývoj nezaměstnanosti, zadluženost státu atd.). Ve druhém čtvrtletí 2010 se ale našemu hlavnímu obchodnímu partneru dařilo, takže očekávám růst HDP i ve druhém čtvrtletí. Čistý export by tedy mohl pozitivně přispívat k růstu HDP. Stejně tak fixní investice, zásoby, ovšem jejich růst je limitován trvalejším oživením poptávky.

Naopak plánované fiskální restriktce³⁵⁰ by měly významně ovlivnit spotřebu domácností. Vzhledem k tomu, že končí solární boom³⁵¹ a lze předpokládat, že fiskální restriktce přetrvají, domnívám se, že modelem predikovaný růst HDP pro rok 2011 (2,6%), je nereálný. Očekávám, že jeho hodnota meziročního růstu může být okolo 2%.

Predikce HDP zejména v tomto turbulentním období je velmi složitá a vývoj ve tvaru W stále dosti reálný. Cílem práce ovšem nebylo vytvořit „dokonalý“ ekonomický model predikce makro-ukazatelů.

5.1.2 Nezaměstnanost

Důsledky nižší ekonomické aktivity se opožděně projeví také na trhu práce. Po výrazném nárůstu průměrné míry nezaměstnanosti ze 4,4 % (rok 2008) na 6,7 % (rok 2009) by dle dubnových odhadů MFČR mělo být v roce 2010 dosaženo vrcholu na úrovni cca 7,9%³⁵². V roce 2011 by však už dle MFČR měla vykazat mírný růst o 0,1 % (na 7,8%).

Pozitivní revize zaměstnanosti a míry nezaměstnanosti se připisují pravděpodobnému zlepšení strukturálních charakteristik trhu práce. I když pro nejbližší dva roky jsou vyhlídky mírně optimistické a předpokládá se oživení hospodářského růstu, mohou být zaměstnavatelé zdrženlivější k najímání nových pracovních sil.

³⁵⁰ Doposud není jasná struktura, načasování ani velikost konsolidace, ale dle prvních zpráv by se mělo jednat o zvýšení nižší sazby na 12% (z původních 10%), omezení veřejných výdajů na spotřebu, investice, sociální dávky a mzdy. Vzroste také spotřební daň z cigaret.

³⁵¹ Podpora solární energetiky vychází ze zákona č 180/2005 o podpoře výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů energie. Na rozdíl od ostatních zemí její solární energetika v ČR podporována konečnými spotřebiteli el. energie a ne přímo ze státního rozpočtu. V letech 2009 a 2010 došlo k výraznému poklesu cen solárních panelů, a protože celý systém byl značně nepružný, vedlo to k extrémnímu nárůstu ziskovosti investic do solární energetiky.

³⁵² tamtéž

tabulka 24: Míra registrované nezaměstnanosti k 31.12., celkem v %

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Česká republika	9,5	8,9	7,7	6,0	6,0	9,2

Pramen: data ČSÚ

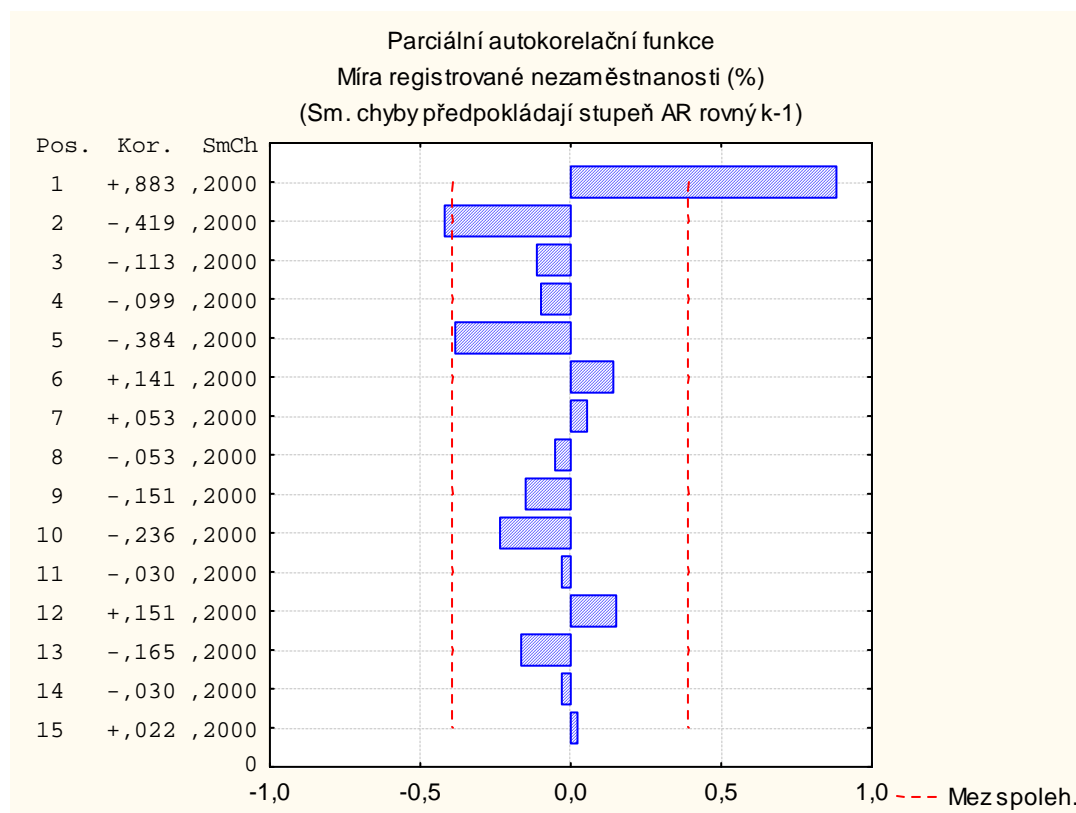
5.1.2.1 Predikce nezaměstnanosti

Pro predikci nezaměstnanosti byla použita časová řada čtvrtletních dat, které jsou k dispozici od roku 2004; k dispozici je tedy 25 pozorování.

Analýza parciální autoregresní funkce ukázala (viz. graf 35), že nejvhodnější model je ARIMA (2,1,0).

Protože se však v nezaměstnanosti projevují sezónní vlivy, byla nakonec pro predikci budoucí hodnoty použita poslední hodnota a hodnota z před 12 měsíců. Protože časová řada opět není stacionární (vykazuje nejprve klesající a pak rostoucí trend), bylo opět potřeba řadu transformovat. Pro transformaci řady jsme použili první diference.

graf 35: Parciální autokorelační funkce



Pramen: data ČSÚ, graf a předpověď vlastní

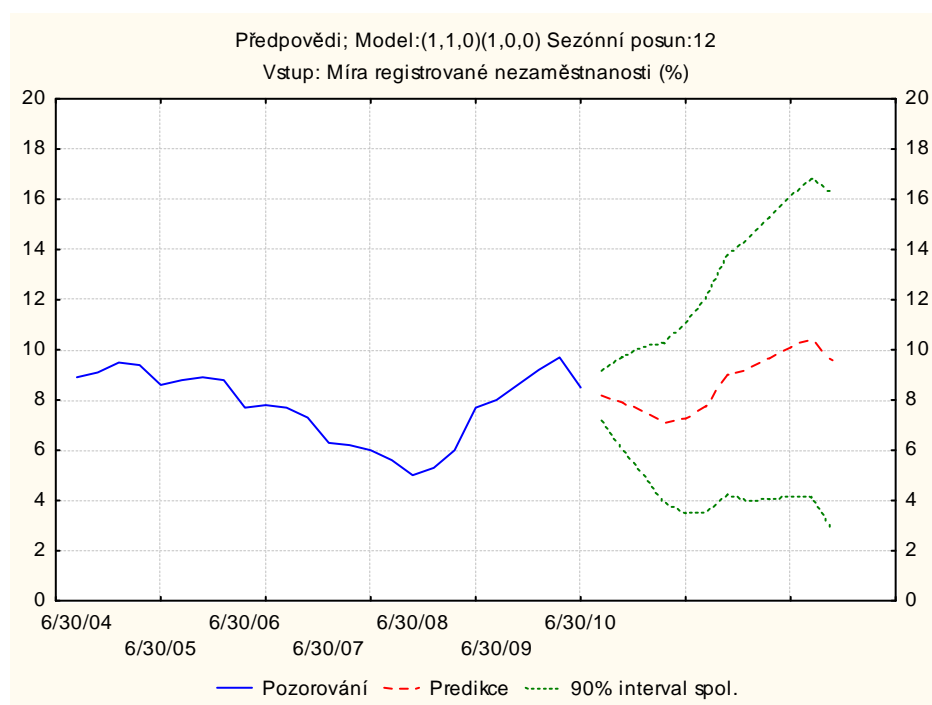
Výsledný model má následující tvar:

$$Y_t = Y_{t-1} + 0,52765(Y_{t-1} - Y_{t-2}) + 0,73200(Y_{t-12} - Y_{t-13})$$

tabulka 25: Predikované hodnoty nezaměstnanosti a meze 90% intervalu spolehlivosti

Datum	Predikce nezaměstnanosti	Spodní interval spol.	Horní interval spol.
30.9.2010	8,18	7,19	9,17
31.12.2010	7,90	6,09	9,71
31.3.2011	7,54	5,00	10,09
30.6.2011	7,07	3,87	10,26
30.9.2011	7,27	3,49	11,04
31.12.2011	7,77	3,47	12,07
31.3.2012	9,01	4,23	13,78
30.6.2012	9,22	4,02	14,43
30.9.2012	9,66	4,05	15,28
31.12.2012	10,10	4,11	16,09
31.3.2013	10,47	4,12	16,81
30.6.2013	9,59	2,90	16,27

graf 36: Čtvrtletní vývoj nezaměstnanosti, predikované hodnoty včetně 90% intervalu spolehlivosti



Pramen: data ČSÚ, graf a předpověď vlastní

Bodová předpověď modelu ukazuje pohyb **nezaměstnanosti mezi 8% – 10%**. Nejistotu v predikci však ukazuje 90% interval spolehlivosti, v rámci něhož se může nezaměstnanost pohybovat mezi 4% – 16%. Použitý model je stejně jako v případě HDP zjednodušující v tom smyslu, že predikci nezaměstnanosti provádí pouze na základě předchozích hodnot nezaměstnanosti a nebere v úvahu jiné ukazatele, které nezaměstnanost ovlivňují

5.1.3 Inflace

Inflační cíl³⁵³ je od ledna 2010 stanoven na úroveň 2%. Výše inflace je ovlivňovaná různými faktory. Mezi nejvýznamnější patří růst agregátní poptávky, vládní rozpočtové deficity, sociální politika vlády, růst nominálních mezd, růst cen energie a surovin atd. Mezi důsledky inflace patří přerozdělovací efekt, nepříznivý vliv na sociálně slabší skupiny obyvatelstva, nepříznivý vliv na mzdy a platy, změna struktury spotřeby, oslabení podnětů k ekonomickému růstu a výkyvy kursů. Průměrná míra inflace měřená indexem spotřebitelských cen (CPI) v roce zpomalila 2009 na 1,0 %.

tabulka 26: Míra inflace vyjádřená přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen, v %

v %	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Míra inflace	10	9,1	8,8	8,5	10,7 ³⁵⁴	2,1	3,9	4,7	1,8	0,1	2,8	1,9	2,5	2,8	6,3	1

Pramen: data ČSU

V roce 2008, oproti minulým rokům, vzrostla inflace až na úroveň 6,3 %. To bylo způsobeno především díky růstu cen zemědělských, nerostných surovin a paliv na světových trzích. Od té doby její růst postupně polevoval - především kvůli dopadům z vnějšího prostředí, které naše ekonomika absorbuje a jež nutí podniky snižovat výdaje a snižovat pracovní místa. Vývoj inflace ukazuje tabulka 26.

³⁵³ Inflační cíl je obecně definován jako meziroční přírůstek indexu spotřebitelských cen (index CPI). Omezení pohledu centrálních bank pouze na CPI má i svá rizika – CPI nezahrnuje ceny aktiv a tudíž v případě růstu či splasknutí nemovitostní bubliny ceny nemovitostí součástí CPI nejsou.

³⁵⁴ Jde o následek probíhající měnové krize.

V roce 2008 však působily na výši inflace i další faktory, například zvýšení některých nepřímých daní (zvýšení snížené sazby daně z přidané hodnoty z 5 na 9 %), růst regulovaných cen a zavedení jednotné sazby daně z příjmu fyzických osob (15 %). V roce 2009 hlavními faktory ovlivňující vývoj byly především trvale klesající ceny potravin a také stále nízké ceny v oddíle doprava (především klesající ceny automobilů a pohonných hmot). Loňský omezený růst spotřebitelských cen byl ovlivněn také zhoršující se situací na trhu práce, nízkým růstem tempa mezd a propadem zahraniční poptávky.

Průměrnou míru inflace v roce 2010 odhaduje MFČR okolo 1,5 %, pro rok následující počítá s urychlením růstu spotřebitelských cen na 2,3 %. V roce 2010 bude proinflačně působit zvýšení snížené sazby daně z přidané hodnoty z 9 na 10 % a zvýšení základní sazby z 19 na 20%, zvýšení některých spotřebních daní a částečně také růst regulovaného nájemného. Protiinflačně naopak bude působit slabá domácí poptávka ovlivněná vývojem nezaměstnanosti, nízkým nárůstem mezd.

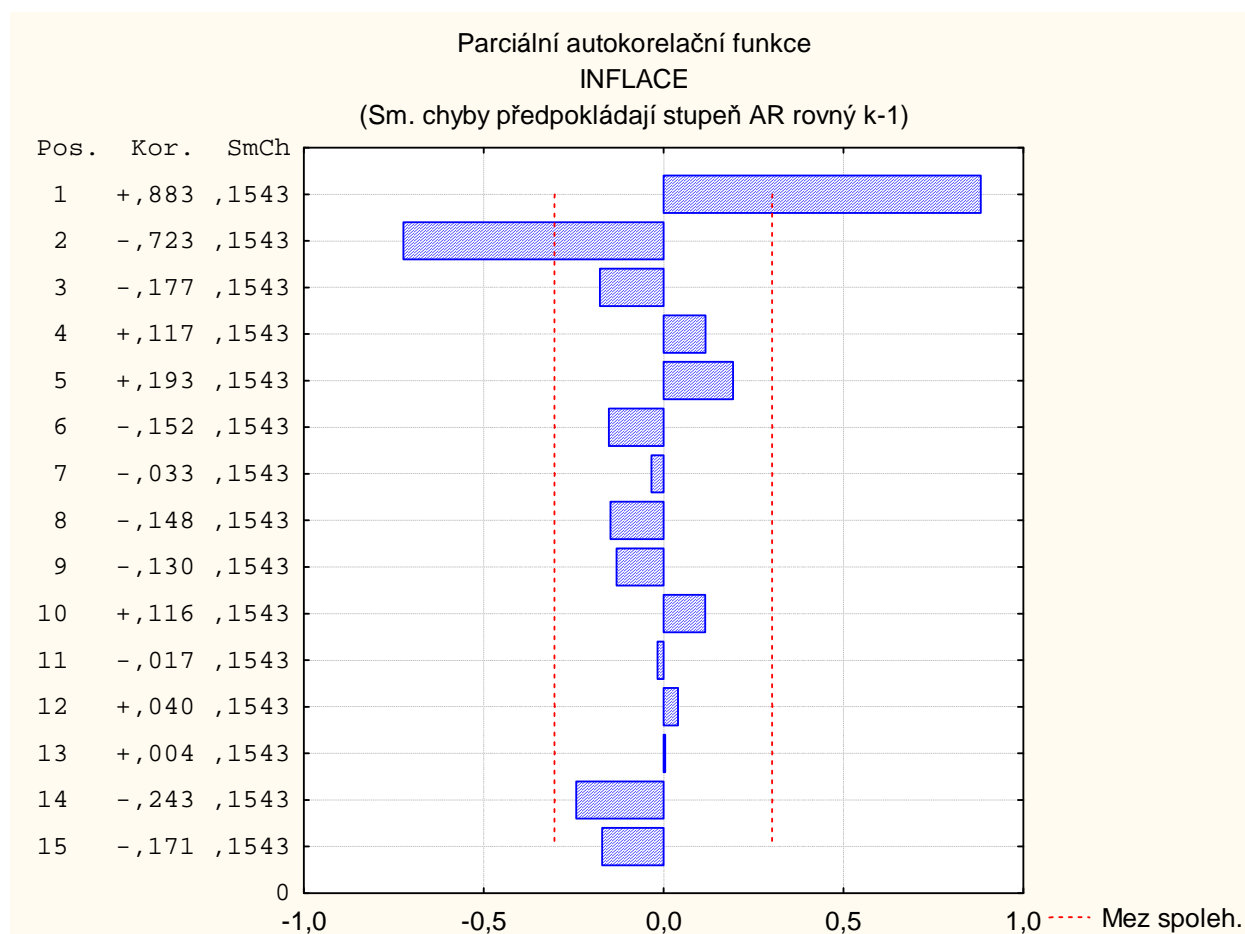
5.1.3.1 Predikce inflace

Pro predikci inflace byla také použita časová řada čtvrtletních dat, které jsou k dispozici od roku 2000; k dispozici je tedy 42 pozorování. Analýza parciální autoregresní funkce ukázala (viz graf 37), že nejvhodnější model je ARIMA (2,1,0), po podrobnější analýze však byl použit model ARIMA (1,1,0), tj. pro predikci budoucí hodnoty se použije poslední hodnota. Protože časová řada opět není stacionární (rozptýl se mění v čase), bylo opět potřeba řadu transformovat. Pro transformaci řady jsme použili první diference

Dá se říci, že modelem je predikován v podstatě o konstantní vývoj, rozptýl je ovšem tak velký, že horní hranice 90% intervalu spolehlivosti ukazuje, že inflace by mohla být dokonce 5% i víceprocentní. Na druhou stranu dolní interval spolehlivosti ukazuje dokonce deflaci.

Přechodný pokles cenové hladiny může sice pomoci obnovit ekonomickou rovnováhu, ale Japonsko by mohlo být odstrašujícím příkladem. Dlouhodobější deflace bývá obvykle odrazem výrazného poklesu agregátní poptávky a uvolnění měnové a fiskální politiky nemusí být účinné, pokud nedokáže změnit očekávání ekonomických subjektů, které mohou očekávat další pokles cenové hladiny. Doufejme, že ČR nezabředne do pasti likvidity, prozatím k podobným obavám není důvod.

graf 37: Parciální autokorelační funkce



Pramen: data ČSÚ, graf a předpověď vlastní

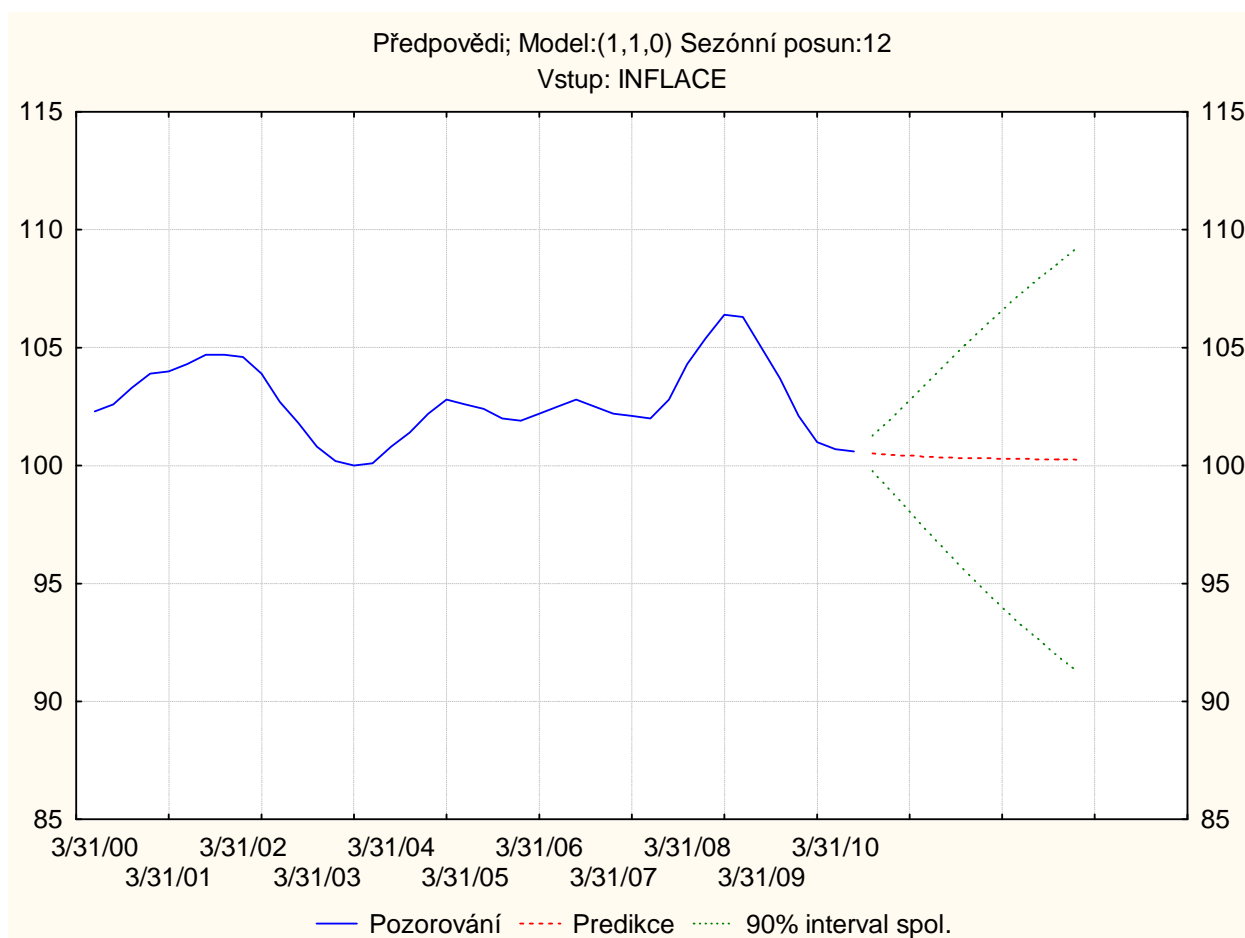
Výsledný model má následující tvar:

$$Y_t = Y_{t-1} + 0,78402(Y_{t-1} - Y_{t-2})$$

tabulka 27: Predikované hodnoty inflace a meze 90% intervalu spolehlivosti

Datum	Predikovaná inflace	Spodní interval spol.	Horní interval spol.
30.9.2010	100,52	99,78	101,27
31.12.2010	100,46	98,94	101,98
31.3.2011	100,41	98,06	102,76
30.6.2011	100,37	97,19	103,55
30.9.2011	100,34	96,34	104,34
31.12.2011	100,32	95,52	105,12
31.3.2012	100,30	94,74	105,87
30.6.2012	100,29	93,99	106,59
30.9.2012	100,28	93,27	107,28
31.12.2012	100,27	92,59	107,95
31.3.2013	100,26	91,94	108,59
30.6.2013	100,26	91,32	109,20

graf 38: Čtvrtletní vývoj inflace, predikované hodnoty včetně 90% intervalu spolehlivosti



Pramen: data ČSÚ, graf a předpověď vlastní

Na základě použitého modelu vychází míra inflace:

pro rok 2010 **0,46%**, pro rok 2011 **0,32%** a pro rok 2012 **0,27%**.

Predikce inflace je stejně jako u jiných makrofaktorů v této době mimořádně složitá a závisí na mnoha faktorech, jak se bude doopravdy vyvíjet (vývoj státních pobídek, způsob a rychlost zvyšování signálních sazeb centrálních bank, rychlost růstu HDP apod.). I když model vykazuje pro nejbližší období velmi nízkou inflaci v následujících letech, osobně se domnívám, že se **inflace bude pohybovat okolo 0,6-1,5%**. Důvodem pro tento názor je již oživující se ekonomika, nicméně slabší spotřebitelská poptávka pravděpodobně výraznější akceleraci růstu cen neumožní.

V této subkapitole jsem se věnovala popisu vývoje a analýze vybraných ekonomických ukazatelů, abych na jejich průběhu demonstrovala dopady krize na ČR. Na základě analýzy a syntézy informací od domácích i zahraničních autorit a vlastní predikce lze konstatovat, že pro nejbližší tři roky je predikováno mírné oživení domácí ekonomiky. Meziroční růst reálného HDP se pro rok 2010 očekává v rozmezí 1,4 - 2%. Model ARIMA (1,1,0) na základě použití čtvrtletních dat vykazuje růst **HDP pro rok 2010 ve výši 2,1%** a já jej považuji za dosažitelný. Důvodem pro tento názor je oživení ekonomiky Německa, předpokládaný růst eurozóny³⁵⁵, ale také negativně působící domácí fiskální konsolidace, která má vést k nápravě veřejných rozpočtů a která omezí spotřebu domácností. Restrikce budou představovat protiinflační riziko a mohou ovlivnit vyšší nezaměstnanost, cca okolo 8-9%.

V roce **2011** očekávám růst HDP ještě na nižší úrovni než letos a to s ohledem na pokračující fiskální restrikcí. Očekávané zpomalení růstu na **1,9%** (místo původních modelem vykazovaných 2,6%), které také predikují analytici Société Générale, je dle mého názoru reálné. Svůj odhad pro rok 2011 snížili také analytici České spořitelny – místo původních 2,2% odhadují růst HDP v roce 2011 pouze 1,7%. I když díky poptávce ze zahraničí ožívá domácí průmyslová výroba, očekávám nezaměstnanost stále okolo 8%. Makroekonomické výhledy pro rok 2012 jsou velmi podobné jako pro rok 2011, vzhledem k omezením u použitých modelů, které jsem již dříve zmínila a díky fiskálním restrikcím, očekávám růst HDP v roce 2012 nižší než 2% (zhruba okolo 1,6%). Nezaměstnanost by neměla přesáhnout 9% a inflace by se měla pohybovat okolo 1%. Pozitivním dopadem krize je to, že se rychlost zadlužování domácností snížila³⁵⁶. Na druhou stranu vzrostl počet klasifikovaných úvěrů.

³⁵⁵ Dle analytiků SG poroste HDP v euro v roce 2010 o 1,1%, stejný růst očekává také MFČR.

³⁵⁶ M. Singer: Zadluženost domácností a firem: pohled ČNB. ČNB, Praha, 2010, s. 4.

5.2 Dopad finanční a ekonomické krize na český bankovní sektor

5.2.1 Bankovní sektor

„...banky jsou náchylné k systémové nelikviditě a ke kolapsu, jejich selhání má vážné negativní sociální externality. Tato náchylnost je dána likviditní podstatou bankovních vkladů a nelikviditní podstatou bankovních úvěrů“³⁵⁷

V České republice působilo dle ČNB k 31.12.2009 39 bank³⁵⁸. Největšími bankami dle bilanční sumy jsou³⁵⁹:

- o Československá obchodní banka (737,003 mld Kč),
- o Česká spořitelna (654,064 mld Kč),
- o Komerční banka (493,738 mld. Kč).

Dopady ekonomické krize na český finanční sektor v roce 2008 nebyly závažné³⁶⁰, většina tuzemských bank dokonce realizovala zisk, jak je patrné z graf 39.

Čistý zisk bankovního sektoru v roce 2008 byl 45,7 mld Kč, což v porovnání s rokem 2007 je méně jen o 3%. Hlavním zdrojem zisku u většiny bank byly rostoucí výnosy z finanční činnosti (hlavně čisté úrokové výnosy a dále čisté výnosy z poplatků), na druhou stranu vzrostly ztráty ze znehodnocení aktiv v důsledku nárůstu nesplacených aktiv. V roce 2008 vzrostl zisk bankovního sektoru z finanční činnosti na 138 mld. Kč, což je oproti roku 2007 nárůst o 2,8%. Jedná se sice o nižší tempo růstu než oproti letům 2006 a 2007, kdy meziroční nárůst byl téměř 15%, ale v kontextu se zahraničním vývojem se jedná o úspěšný výsledek, protože tuzemské banky neutrpěly ztráty z přecenění rizikových aktiv. Výjimkou je ČSOB, která kvůli přecenění investičního portfolia na nulu (pád Lehman Brother a bank na Islandu) utrpěla významnou ztrátu a její zisk se propadl o 90%. Také v roce 2009 vykázal finanční sektor ČR dobré hospodářské výsledky – čistý zisk bankovního sektoru za rok 2009 byl o 30% vyšší než v předchozím roce. Zdrojem zisku byla rostoucí úroková marže z vkladů a úvěrů

³⁵⁷ Jílek, J.: Finanční rizika. Grada Publishing, Praha, 2000, s. 214.

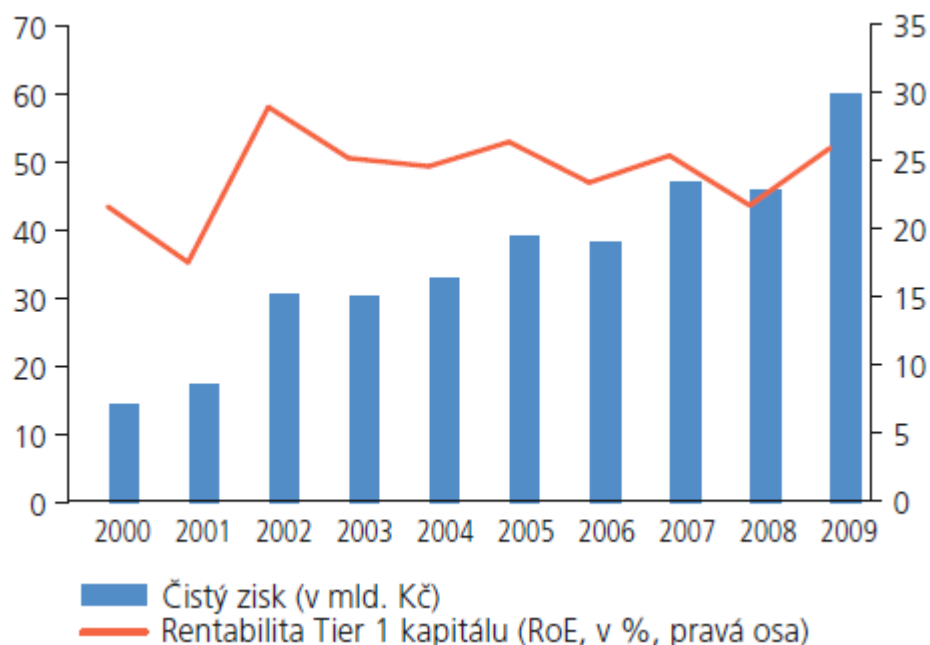
³⁵⁸ http://www.cnb.cz/cs/dohled_fin_trh/zakl_informace_o_fin_sektoru/banky/bs_ukazatele_tab01.html

³⁵⁹ Půlpánová, S: Komerční bankovníctví v České republice. Oeconomica, Praha, 2007, s. 14.

³⁶⁰ Lze říci, že k naší relativně vyšší odolnosti paradoxně přispěla i sanace bank z na přelomu tisíciletí, kdy stát na sebe převzal dluhy a vyčistil tak bilance bank.

v retailovém segmentu. Dá se však očekávat, že úroveň úrokové marže se bude snižovat³⁶¹.

graf 39: Vývoj čistého zisku v bankovním sektoru (v mld Kč)



Pramen: Česká národní banka: Zpráva o finanční stabilitě 2009-2010. ČNB, 2010, s. 63.

Pád amerického finančního giganta, investiční banky Lehman Brothers, zvýšil averzi k riziku, díky čemuž došlo k likviditním problémům v celém finančním systému, Českou republiku nevyjímaje. Krach dalších finančních institucí navíc vyvolal zvýšení rizikové prémie, pokles tržní likvidity a nárůst tržní volatility, což následně vedlo k poklesu akciových indexů. Mezibankovní peněžní trh dočasně zamrzl, protože existovalo extrémně vysoké riziko selhání protistran transakcí a protistrany si vzájemně nedůvěřovaly. Banky a ostatní finanční instituce v USA i ostatních vyspělých ekonomikách byly nuceny navyšovat regulatorní kapitál, často za pomoci vlády. Vzhledem k tomu, že se v průběhu roku 2008 začala zhoršovat i finanční situace podniků, začaly se postupně projevovat problémy firem se splácením svých závazků, pro banky tím vzrostlo kreditní riziko a vznikaly ztráty z úvěrových portfolií, na což reagovaly zpřísněním úvěrových standardů.

České banky jsou však v jiné pozici než banky americké, protože většina českých bank je vlastněna zahraničními subjekty a tudíž při svých aktivitách byla a je většinou

³⁶¹ Především díky oživení ekonomiky a/nebo poklesu kreditního rizika.

omezena na „klasický bankovní business“³⁶² (poskytování úvěrů, přijímání depozit) a tak se do bilancí bank nedostaly toxická aktiva vůbec nebo jen minimálně. Dle zprávy Pavla Řežábka z ČNB z ledna 2008 objem instrumentů typu CDO byl 10,46mld Kč a to v bilancích pouhých dvou bank. To představuje 0,28% aktiv bankovního sektoru, což je zanedbatelná část³⁶³.

České banky vstoupily díky tomu do recese s poměrně silnou pozicí, protože kromě nízké expozice v amerických toxických aktivech navíc ani netrpí nedostatkem bilanční likvidity a úvěry poskytovaly především v domácí měně. Nicméně krize dopadá na banky nepřímo, sekundárně – celosvětová nejistota se odrazila v poklesu důvěry zahraničních investorů v region rozvíjejících se ekonomik (střední a východní Evropa), což vedlo k růstu nákladů na financování vládních dluhů, poklesu akciových trhů³⁶⁴ a oslabení měn³⁶⁵. Navíc banky i nebankovní finanční instituce (pojišťovny a penzijní fondy) realizovaly ztráty z přecenění aktiv. Banky v posledních letech vykazovaly vysoký přebytek bilanční likvidity financovaný především primárními vklady klientů, na rozdíl od ostatních evropských zemí, jak je patrné z níže přiloženého grafu (v ČR je poměr depozit v letech 2007-2008 k úvěrům nejvyšší). Banky tím pádem nejsou závislé na zdrojích od mateřských společností nebo ze zahraničních finančních trhů a to zvyšuje jejich odolnost proti krizi. Negativní stránkou přebytku likvidity byla hrozba, že se tuzemské banky mohly stát zdrojem finančních prostředků pro své mateřské společnosti, což se naštěstí nestalo. Dalším z důvodů, proč se ČR vyhyly likviditní problémy vyspělých ekonomik ve čtvrtém čtvrtletí 2008, byl ten, že v ČR bylo poskytnuto málo úvěrů v cizí měně (v případě domácností je skoro nulový a u nefinančních podniků byl tento podíl na konci roku 2008 zhruba 18%³⁶⁶).

Mezi nejdůležitější ukazatele, které odráží efektivitu hospodaření bank patří RoA³⁶⁷ a RoE³⁶⁸. Rok 2009, přestože se projevila recese v ČR, dosáhl bankovní sektor dobrých

³⁶² Dceřinné společnosti většinou vykazují vysoký profit z dynamicky se rozvíjejícího retailového bankovníctví a správu portfolia cenných papírů tedy ve větší míře vykonávají mateřské společnosti.

³⁶³ Řežábek, P.: Dopady krize amerického trhu subprime hypoték na český finanční sektor. ČNB, Praha, 2008, s. 7.

³⁶⁴ Například index PX z 1765 v listopadu 2007 na 677 v březnu 2009.

³⁶⁵ Znehodnocení koruny vůči euru z 23,065 CZK/EUR v červenci 2007 na 29,47CZK/EUR v únoru 2009. V delším období by se však slabá koruna měla projevit proexportně a podpořit tak zisky firem.

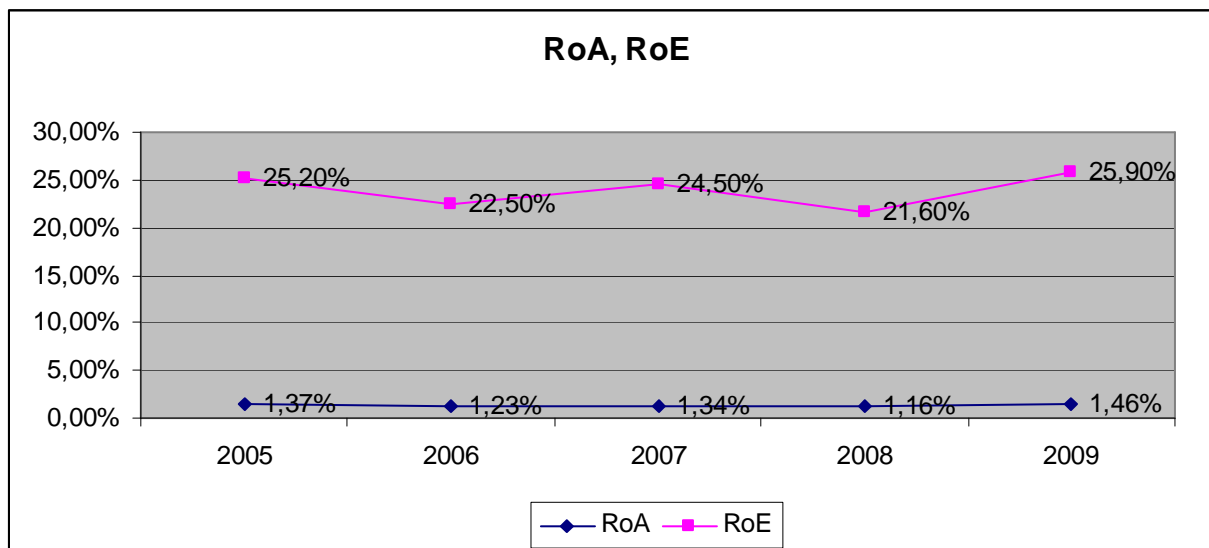
³⁶⁶ Česká národní banka: Zpráva o finanční stabilitě 2008-2009. ČNB, 2009, s. 50

³⁶⁷ RoA = výnosnost aktiv nebo Return on Assets, je podílem čistého zisku po zdanění a průměrných aktiv a udává, kolik vydělává průměrná jednotka aktiv. Za standardní hodnotu se považuje hodnota okolo 1%. ROA se neočišťuje o inflaci a dá se tedy porovnávat v různých ekonomických prostředích. Navíc není ovlivnitelný zadlužeností banky.

³⁶⁸ RoE = výnosnost kapitálu Tier 1 nebo Return on Equity, je podílem čistého zisku po zdanění a celkového vlastního kapitálu a měří výkonnost banky. Hodnota ROE by měla být větší než výnos dlouhodobých státních cenných papírů. ROE není souměřitelný

výsledků z hlediska hospodaření. Projevilo se to také v nárůstu ukazatelů RoE i RoA jak zobrazuje graf 40.

graf 40: Vývoj ukazatelů rentability – RoA a RoE



Pramen: data ČNB, graf vlastní

Meziročně se ukazatel rentability kapitálu Tier 1³⁶⁹ zvýšil u osmi bank. Zatímco pouze jedna banka vykázala hodnotu přes 60 %, tři banky měly RoE v intervalu 30 % - 40 % a u šesti bank byl ukazatel RoE v rozmezí 20 % až 30 %. Pět bank vykázalo hodnotu RoE pod 10 % a tři banky, které byly v roce 2009 ve ztrátě dosáhly minusových hodnot. Bankovní sektor vykázal meziročně také zvýšení ukazatele rentability aktiv. Jako každoročně, nejvyšší hodnotu RoA (1,92%) dosáhla skupina velkých bank, na což měly vliv jejich výsledky hospodaření. Vyšší hodnotu než požadované 1 % měly pouze střední banky (1,27 %) spolu s stavebními spořitelny (1,15 %), hodnotu RoA pod 1% měly malé banky a pobočky zahraničních bank.

Analýzou finanční situace banky je ale pokryta pouze kvantitativní stránka činnosti banky. Nejsou zde obsaženy kvalitativní aspekty, které závisí na vnitřním řídicím a kontrolním systému banky.

v různých ekonomických prostředích (pokud se má interpretovat, očisťuje se od inflace). Další nevýhodou je to, že nebere v úvahu spekulativní faktor – růst ROE může být způsoben růstem zadluženosti banky.

³⁶⁹ Tier 1 je dle Slovníku pojmů v ČNB „část kapitálu banky, představuje součet splaceného základního kapitálu zapsaného v obchodním rejstříku, splacené emisní ažio, povinné rezervní fondy, ostatní rezervní fondy ze zisku (bez účelově vytvořených) , nerozdělený zisk z předchozích období po zdanění, zisk ve schvalovacím řízení snížený o předpokládané dividendy, zisk běžného období snížený o předpokládané dividendy a snížený o odečitatelné položky.

5.2.2 Zátěžové testy ČNB a simulace budoucího vývoje

ČNB provádí zátěžové testy³⁷⁰ od roku 2003 a výsledky zveřejňuje ve svých Zprávách o finanční stabilitě³⁷¹, kde modeluje různé varianty nepříznivého makroekonomického vývoje a vytváří tak alternativní scénáře na jejichž základě byla testována odolnost finančního sektoru a předikuje „hlavní“ veličiny na osm čtvrtletí dopředu.

Hlavní rámec analýz finanční stability³⁷² je analyzovat okolnosti, za nichž může vzájemná interakce „předlužených bilancí subjektů/sectorů“, šoků na finančních trzích, makroekonomické nerovnováhy a případně jiných faktorů vyvolat krizi. U bank se testuje tržní, úvěrové riziko a riziko likvidity. Kreditní riziko³⁷³ tvoří 70-80% rizik českého bankovního sektoru a jeho správné ohodnocení pro případ nepříznivých podmínek je klíčové i pro testování bankovního sektoru. V pokročilých testech se pracuje také s **mezibankovní nákazou**, kdy případné kreditní a tržní šoky způsobí ztráty v některých bankách. Ty se mohou dostat do situace, kdy roste pravděpodobnost, že nebudou schopny splácet mezibankovní úvěry. Věřitelské banky pak na toto zvýšené riziko protistran vytváří opravné položky. To pak dále zvyšuje ztráty těchto bank. Navíc roste jejich vlastní pravděpodobnost nesplácení mezibankovních úvěrů. Dopadem rizika mezibankovní nákazy jsou finální ztráty v mld. Kč ve formě opravných položek na nesplácené (nezajištěné) mezibankovní úvěry.

³⁷⁰ V Americe probíhají tzv. „Stress testy“, jejichž cílem bylo vyhodnotit potenciální ztráty bank v USA a odhadnout velikost kapitálového polštáře, který by banky měly vytvořit a udržovat. Banky měly nejdříve projektovat své úvěrové ztráty a zisky v letech 2009 a 2010. Ty pak byly upraveny tak, aby byly vzájemně srovnatelné a odrážely situaci adekvátně. Banky pak obdržely sadu měř pro výpočet ztráty dle jednotlivých specifických kategorií úvěrů, ovšem pokud k tomu existuje důvod, mohou použít svou vlastní metodu. Vyžaduje vysokou míru sekrece. Také většina evropských centrálních bank v EU provádí pravidelně stresové testování bankovního sektoru. Vybírá se vzorek 22 bank, které tvoří více než 60% všech aktiv EU. Uplatňuje se také Bottom up přístup. Výsledky evropských testů byly kritizovány ve Financial times (červen 2009) a sice proto, že poskytlly obecné, pouze agregované výsledky, nikoliv již za jednotlivé instituce. Navíc nebylo zajištěno, aby výsledky byly konzistentní mezi zeměmi a bankami (existuje riziko, že totožné aktívum není vždy stejně hodnoceno).

³⁷¹ Obecně se dá říct, že finanční stabilita znamená absenci finančních krizí. Dle ČNB se dá finanční stabilita chápat jako situace, kdy finanční systém plní své funkce bez závažnějších poruch a nežádoucích důsledků pro současný i budoucí vývoj ekonomiky jako celku, a zároveň vykazuje vysokou míru odolnosti vůči šokům.

³⁷² U těchto zátěžových testů je aplikován „Bottom-up přístup“. ČNB bankám dodá scénáře a banky pak, každá zvlášť, pomocí vlastních modelů a analýz odhadují dopad do výkazu zisku a ztrát a do kapitálové přiměřenosti. Testují se jednotlivá aktiva s využitím jejich detailních charakteristik (nesplácené objemy, kolaterál, rating a oprávký pro jednotlivé úvěry).

³⁷³ K modelování agregátního kreditního rizika jsou využívány modely, kde je vývoj rizikových parametrů funkcí makroekonomických proměnných. Pro podniky jsou proměnnými měnový kurz, inflace, HDP a zadluženost podniků. Pro domácnosti jsou těmito proměnnými změna nezaměstnanosti, HDP, růst nominálních mezd, změna úrokových sazeb.

Nicméně banky generují výnosy i v průběhu stresového období³⁷⁴ Aktuální test má jeden základní a dvě alternativy zátěžových scénářů³⁷⁵:

5.2.2.1 Scénář „Baseline“ (Evropa v recesi)

Tento scénář předpokládá:

- návrat vývoje reálného HDP v roce 2010 k mírně pozitivním hodnotám,
- stabilitu měnového kurzu,
- postupný nárůst inflace,
- postupný mírný nárůst krátkodobých úrokových sazeb,
- finanční sektor by generoval o 10% nižší čisté výnosy než činil průměr za poslední dva roky.

5.2.2.2 Scénář „Double Dip“ (Nervozita trhu)

Tento scénář je založen na:

- recese ve tvaru W a výraznější pokles domácí i zahraniční ekonomické aktivity,
- HDP bude i v roce 2010 klesající (v důsledku posílení kurzu,
- zvýšené depreciační tlaky na českou korunu související s rostoucí rizikovou averzí vůči regionu střední a východní Evropy,
- rostoucí inflační tlaky (vlivem oslabené koruny),
- zvýšení úrokových sazeb (reakce ČNB na silnější inflační tlaky),
- finanční sektor by generoval o 20% nižší čisté výnosy než činil průměr za poslední dva roky.

Scénář předpokládá zpomalení zahraniční i domácí ekonomické aktivity. Jedním z důvodů je zamrznutí poskytování úvěrů reálné ekonomice. Zároveň se předpokládá vleklejší a delší pokles ve srovnání s baselinem. V ČR by HDP pokleslo více než HDP eurozóny. Reakcí ECB by bylo snížení sazeb, uvolnění měnové politiky ČNB by však bylo omezeno depreciační měnového kurzu.

³⁷⁴ Zejména čisté úrokové výnosy a čisté výnosy z poplatků- po odečtení administrativních nákladů tyto výnosy slouží k překonání nepříznivých dopadů. Objem čistých výnosů kolísá dle makroekonomického vývoje (v případě horšího vývoje jsou tyto výnosy nižší) a je expertně odhadnut.

³⁷⁵ Česká národní banka: Zpráva o finanční stabilitě 2008-2009. ČNB, 2009, s. 53

5.2.2.3 Scénář „Ztráta důvěry“ (Ekonomická deprese)

Tento scénář předpokládá:

- slabý ekonomický růst v kombinaci s výrazným zpomalením zahraničních ekonomik spolu s neříznivým vývojem na finančních trzích,
- nepříznivý vývoj ekonomiky vyvolá zvýšení rizikové averze vůči ČR,
- pokles HDP ČR by byl větší než eurozóny a pohyboval by se okolo -10%,
- deprecie měnového kurzu,
- nárůst inflace,
- nárůst krátkodobých úrokových sazeb (cca okolo 6%),
- možný projev skrytých problémů finančního sektoru,
- pokles cen vládních dluhopisů,
- finanční sektor by generoval výnosy na úrovni 70% průměru za poslední dva roky.

Je o extrémní scénář, kdy velký pokles růstu ekonomiky ČR a jen mírné snížení měnověpolitických sazeb by působily směrem k výraznému nárůstu nesplácených úvěrů v sektoru nefinančních podniků i domácností (viz grafy). Depreciovaný kurz by měl proexportní efekt, který by ale byl tlumen nedostatkem zakázek v zahraničí. Celkový růst úvěrů by radikálně zpomalil, zároveň by došlo k výraznému poklesu cen aktiv (akcií a nemovitostí). Poklesly by čisté výnosy finančního sektoru.

Mechanika výpočtu dopadu šoků³⁷⁶:

- *úrokové sazby* – změna čistého úrokového zisku (GAP analýza) + změna hodnoty držených dluhopisů (durace)
- *měnový kurz* – změna hodnoty devizových pasiv a aktiv + nepřímý dopad na kreditní riziko (úvěry v FX)
- *změna NPL* – nárůst opravných položek dle NPL coverage rate každé banky

Nejhorší dopad na kapitálovou přiměřenost³⁷⁷ má scénář „ztráta důvěry“ Důvodem je výrazný pokles příjmů bankovního sektoru, pokles hodnoty držených dluhopisů z titulu

³⁷⁶ Dalšími předpoklady jsou: v případě absence šoků by banky vydělaly průměrnou hodnotu zisků za posledních 5 let, zisky jsou použity k doplnění kapitálu tak, aby kapitálová přiměřenost neklesla pod výchozí hodnotu a $RWA = RWA - 80\%$ z dopadu šoků.

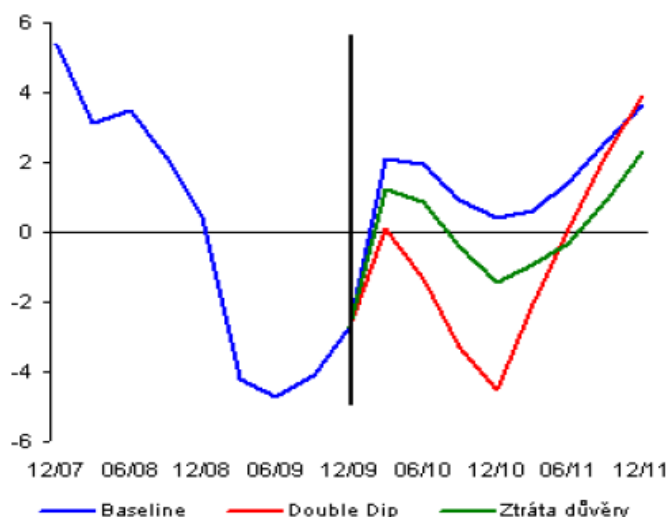
³⁷⁷ Podstata bankovního podnikání spočívá v obchodování s rizikem (banky poskytují úvěry, které s sebou nesou kreditní riziko, obchodují na kapitálových trzích a poskytují klientům zajištění v podobě různých derivátových operací což s sebou přináší tržní riziko, nesou měnové riziko, neboť aktiva a pasiva jsou v různých měnách apod.). Na straně druhé banky přijímají vklady, kterými

nepříznivého vývoje na finančních trzích, dále ztráty z deprecie (především u bank s čistou otevřenou devizovou pozicí) a pak také zhoršení kvality úvěrového portfolia, což snižuje kapitálovou přiměřenost bank. Pokud by se v případě zátěžových testů dostaly banky do potíží, pak by za účelem dorovnání kapitálové přiměřenosti na výši 8% musely banky:

- ve scénáři „Double Dip“ navýšit regulatorní kapitál o necelou 1 mld Kč (méně než 0,5% stávajícího regulatorního kapitálu),
- ve scénáři „Ztráta důvěry“ cca o 13 mld Kč (zhruba 5% stávajícího regulatorního kapitálu).

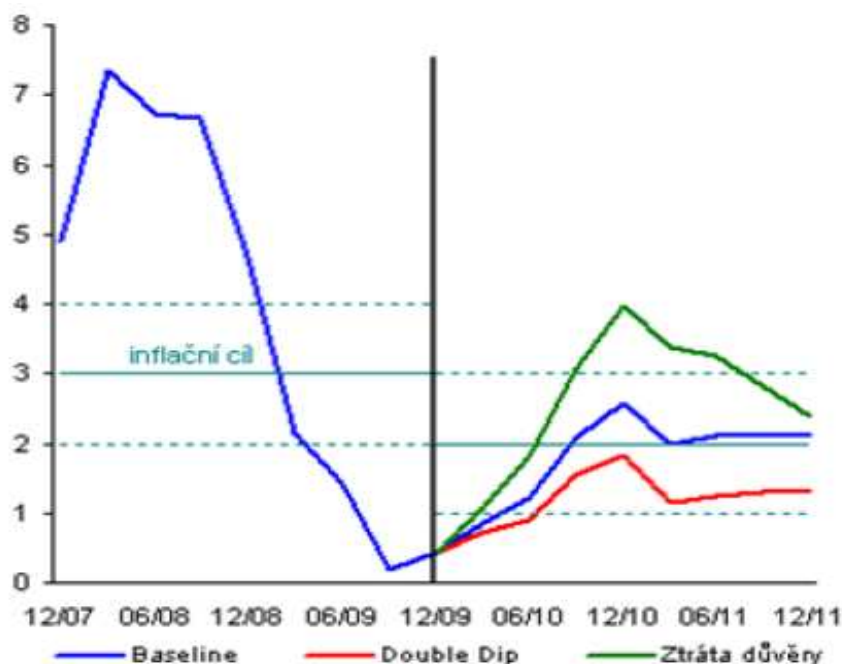
Predikované hodnoty pro HDP a inflaci pro každou z možných verzí scénářů zobrazují graf 41 a graf 42.

graf 41: Vývoj růstu reálného HDP – alternativní scénáře, (v %)



graf 42: Vývoj inflace – alternativní scénáře, (v %)

financují z velké části své aktivity (záleží to samozřejmě na typu banky, ale v ČR to zejména u velkých bank platí). Protože vkladatelé jsou často obyčejní lidé, kteří nemohou ovlivnit aktivity banky, je nutné na banky dohlížet a jejich činnost regulovat. Jednou z oblastí regulace je požadavek na to, aby banky držely dostatek kapitálu na pokrytí svých aktivit. Tento kapitál by měl být tvořen z velké části tím, co do banky vložil akcionář (vlastník). Myšlenka je taková, že v případě, že banka utrpí nějaké ztráty, jsou tyto ztráty kryty kapitálem a banka tedy nezkrachuje a neohroží tak vklady lidí. Velikost nutného kapitálu je dána objemem a rizikovostí aktivit banky. Banka podle daných pravidel vypočítá hodnotu tzv. rizikově vážených aktiv, které odpovídají povaze a riziku daného aktiva. Na pokrytí rizik pak musí držet kapitál alespoň ve výši 8% těchto rizikově vážených aktiv. Tomuto poměru se říká kapitálová přiměřenost. Banky většinou drží více kapitálu, než je těchto 8%. Drží-li banka kapitál např. ve výši 12% rizikově vážených aktiv, říká se, že banka má kapitálovou přiměřenost ve výši 12%.



Pramen pro oba grafy: ČNB: Výsledky zátěžových testů bankovního sektoru (ČR), únor 2010, s. 2. Dostupné na: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zatezove_testy/2010/zatezove_testy_vysledky_2009_4q.pdf

Podíl nesplácených úvěrů (dále NPL = Non Performing Loans) na úvěrech roste ve všech třech scénářích, sleduje se u obyvatelstva a u nefinančních podniků a jejich vývoj v roce 2010 vypadá následovně:

- Baseline: nefinanční podniky (10-12%)³⁷⁸, obyvatelstvo (5%)³⁷⁹
- Double Dip: podniky (16-18%), obyvatelstvo (7%)
- Ztráta důvěry: podniky (13-15%), obyvatelstvo (6%)

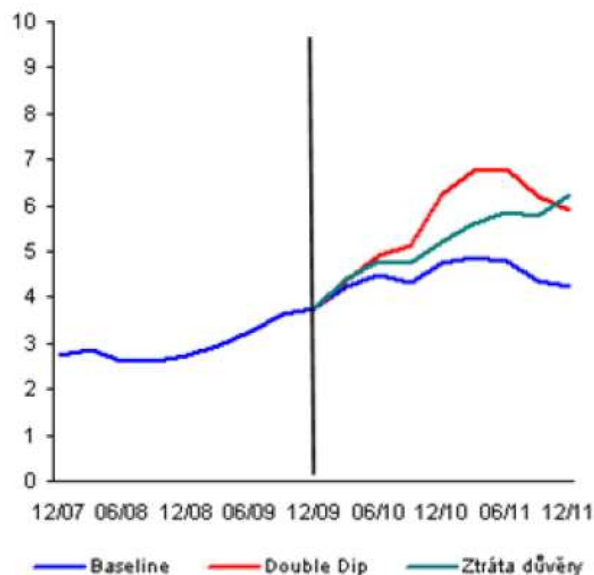
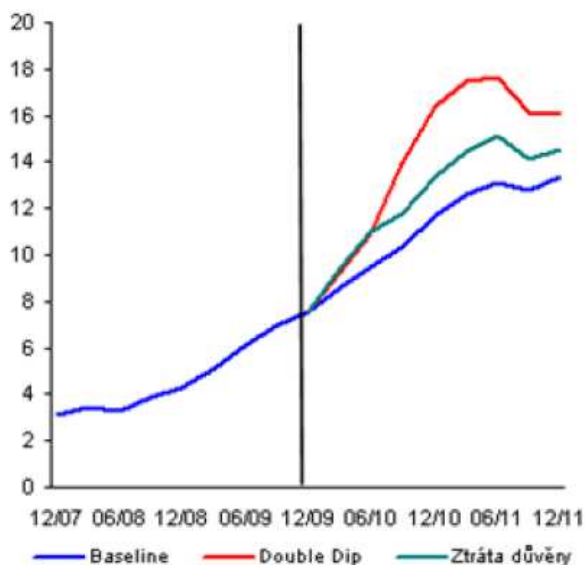
Predikovaný vývoj NPL, především v případě zátěžových scénářů, vyvolá bankám další dodatečné náklady³⁸⁰, proto scénáře počítají s nižším provozním ziskem a zhoršením RWA (díky zhoršení kvality úvěrového portfolia). Průběh podílu NPL u nefinančních podniků a obyvatelstva znázorňují níže přiložené grafy.

graf 43: Průběh podílu nesplácených úvěrů – nefinanční podniky (graf vlevo) a obyvatelstvo (graf vpravo), (v %)

³⁷⁸ v současné době je to 8%.

³⁷⁹ Nyní 4%

³⁸⁰ ztráty ze znehodnocení úvěrů



Pramen: ČNB: Výsledky zátěžových testů bankovního sektoru (ČR), únor 2010, s. 2. Dostupné na:

http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zatezove_testy/2010/zatezove_testy_vysledky_2009_4q.pdf

Banky dle testování zůstávají stabilní ve všech testovaných případech a generují dostatečný zisk³⁸¹.

Celkové dopady šoků na bankovní sektor jsou odhadovány následovně³⁸²:

- Evropa v recesi: 60 mld Kč v Baseline,
- Nervozita trhů: 100 mld Kč,
- Ekonomická deprese: 90 mld Kč

Ačkoliv testy dopadly příznivě, je potřeba poukázat také na jejich slabá místa. Mezi slabá místa zátěžových testů může patřit:

- dostupnost dat o aktivech (úvěrech),
- v případě individuálních testů mohou mít banky nastaveny příliš volné parametry,
- není možné zohledňovat změněné chování bank na již projevená/existující rizika,
- pracovat s extrémními scénáři je v případě, že se nacházíme v krizové situaci, kdy je zvýšený tlak na zveřejňování výsledků, obtížné,
- odlišná délka dopadu jednotlivých šoků – zatímco tržní riziko se projeví okamžitě změnou hodnoty cenných papírů a v průběhu času se může měnit oběma směry,

³⁸¹ Dle ČNB je však tohoto výsledku dosaženo díky konzervativnímu nastavení řady předpokladů jednotlivých scénářů – především díky nastavení výše nesplácených úvěrů a výše výnosů bank v následujících osmi čtvrtletích.

³⁸² Česká národní banka: Zpráva o finanční stabilitě 2008-2009. ČNB, 2009, s. 62

úvěrové riziko se kumuluje a projevuje se se zpožděním (jeden až tři roky) a je setrvalejší co do výkyvů,

- o použitá paušální metoda pro více organizací u makro- zátěžových testů je také zdrojem nepřesnosti.

Také pokročilé testy vykazují jisté nevýhody, mezi které například patří:

- neumí zachytit akumulaci šoků v čase,
- horizont 1 roku je krátký – kreditní riziko se zpravidla objevuje se zpožděním 1-2 let po šoku v HDP,
- nelze zabudovat prvky typu procykličnost, feedback loops, aj.

5.3 Protikrizová opatření vlády

2.12.2008 předložil Poslanecké sněmovně tehdejší premiér vlády Mirek Topolánek program pro českou ekonomiku pro případ, kdy by se opravdu „nakazila“ finanční krizí. Tento plán se jmenoval Strategie připravenosti a akcelerace růstu (SPAR) a jeho hlavními cílem bylo:

- o Obnovit důvěru ve finanční sektor.
- o Předejít a eliminovat rizika ze světové finanční krize.
- o Nalézt impulzy k růstu ekonomiky.
- o Nalézt nástroje ke stabilizaci a zpružnění ekonomického prostředí.

A podle tempa růstu ekonomiky budou navrhovaná opatření užita. V případě pesimistické varianty jde o případ méně než dvouprocentního tempa růstu, střední se pohybuje kolem tří procent a optimistická při růstu více než čtyř procenta. V současné době se jako nejvíce úrawděpodobná jeví pesimistická varianta, může přijít v úvahu revize výdajových stropů veřejných rozpočtů a plánovaných deficitů, případně snížení daně z příjmů právnických osob. Dále se zmiňuje o podpoře exportu formou finančních dotací z fondů Evropské unie (může jít až o 80 mld. Kč). Pomoci podnikatelům a zvýšit či alespoň udržet zaměstnanost by mohlo snížení odvodů na sociální pojištění placeného zaměstnanci o 1,5 %.

V návaznosti na tento plán Česká vláda pod vedením Jšana Fišera ve spolupráci s NERV³⁸³ zformulovala protikrizová opatření³⁸⁴ v reakci na hrozby, kterým naše ekonomika čelí. NERV navrhla opatření, která by měla pomoci oživit finanční trh a hospodářský růst. Nejvýznamnější z nich zde krátce zmíním.

- Změna odvodů daní - týká se zaměstnavatelů i zaměstnanců.
 - Daň z příjmů fyzických osob zůstává 15%. Návrh snížit daň na 12,5% byl zamítnut, ale sníženy byly odvody na sociálním pojištění o 1,5% z 8 na 6,5%. V případě právnických osob jde především o podporu zaměstnanosti. Prostřednictvím snížení pojistného hrazeného zaměstnavatelem, které je navrženo jako regresivní. 1,15 násobek průměrné mzdy je horní hranicí mzdy pro možnost uplatnění slevy ve výši 3,3%³⁸⁵. Při růstu vyměřovacího základu výše slevy klesá.
 - Daň z příjmů právnických osob – sazba daně klesá – v r. 2007 (24%), 2008 (21%), 2009 (20%) a v roce 2010 je sazba daně z příjmů právnických osob 19%. Vláda odhaduje, že při snížení daně v roce 2009 „zůstalo“ podnikatelům v rukou přibližně 6 mld Kč a podobný efekt se očekává i v roce 2010.
- Zpřístupnění úvěrů pro malé a střední podniky – podpora a zvýšení garancí.
- Urychlení odpisů – schváleno sněmovnou v dubnu 2010. Zrychlené odpisy³⁸⁶ by měly platit na majetek pořízený od letošního 1. ledna do 30. června příštího roku.
- Změna insolvenčního zákona, která umožní zaměstnancům firmy v bankrotu vyplatit tříměsíční mzdu.
- Podpora podnikatelů v zemědělství – došlo k posílení rozpočtu v Podpůrném a garančním rolnickém a lesnickém fondu (PGRLF) o 2,3 mld. Kč, což by mělo zvýšit dostupnost úvěrů pro malé a střední podnikatele.
- Podpora exportu - navýšení základního kapitálu České exportní banky (ČEB) až o 2 mld. Kč a podpora nových produktů ČEB.

³⁸³ Národní Ekonomická Rada Vlády byla ustanovena 8.1.2009 jako odborný poradní a konzultační orgán vlády České republiky. Předseda vlády Jan Fišer stanul v čele NERVu a dalšími členy byli jmenováni Vladimír Dlouhý, Petr Zahradník, Jiří Rusnok, Jiří Schwarz, Pavel Kohout, Michal Mejstřík, Tomáš Sedláček Jiří Weigl a Miroslav Zámečník.

³⁸⁴ Asociace malých a středních podniků a živnostníků provedla průzkum týkající se názorů podnikatelů na protikrizová opatření, který je dostupný na následující adrese: http://www.amspace.cz/uploads/soubory/Pruzkum_c_1web.pdf

³⁸⁵ Slevy se nevztahují na pracovní poměr kratší jak 1 měsíc a pokud pracovní poměr skončí výpovědí.

³⁸⁶ V 1. odpisové skupině zkrácena doba odpisování ze tří na jeden rok, ve druhé odpisové skupině zkrácena doba odpisování z pěti na dva roky (60% a 40%).

- Navýšení investic do dopravní infrastruktury.
- Podpora vědy a výzkumu – až ve výši 2,2%.
- Zrušení povinnosti platit zálohy na daň z příjmů pro subjekty zaměstnávající maximálně 5 zaměstnanců.
- Rychlejší vratky DPH – u podání, které byly v elektronické podobě.
- Urychlení čerpání prostředků ze strukturálních fondů.

Protože dlouhodobé zadlužení je větší hrozbou než zpomalení ekonomiky, opatření se kterými vláda přišla, si kladou za hlavní cíl udržení zaměstnanosti a stability veřejných financí. Nově přijímaná opatření snižují dočasně náklady práce na straně zaměstnavatelů a tím přispívají ke zmírnění očekávaného růstu nezaměstnanosti. Současně podporují plošně investice firem a tím reagují na možnost nulového růstu české ekonomiky nebo dokonce na recesi.

Všeobecně se předpokládá, že v roce 2010 dojde k oživení světové ekonomiky, k velmi mírnému oživení dojde i v eurozóně (včetně Německa) a očekává se i zrychlení růstu v rozvíjejících se zemích. Pro českou ekonomiku to může znamenat zastavení poklesu hospodářského růstu, přesto spotřeba domácností i vlády budou spíše stagnovat. K oživení přispěje kladný efekt exportu a zastavení poklesu soukromých investic.

5.4 Interpretace výsledků výzkumu

V následující části budou rozebrány a okomentovány výsledky výzkumného šetření mezi odborníky i studenty. Otázky jsou rozebrány jednotlivě. Komentáře se zaměřují na zhodnocení jednotlivých odpovědí a na srovnání názorů odborníků a studentů.

5.4.1 Analýza otázky č. 1

Důvodem zařazení této otázky do dotazníku byl fakt, že hypotéční krize v USA odstartovala hospodářskou recesi i v dalších zemích.

Největší podíl odpovědí poukazoval na to, že tímto důvodem je **princip americké ekonomiky, která je založena na dluhu a standard života na dluh**. Tato odpověď se také vyskytla v modifikované podobě i ve třech případech, ve kterých respondenti zvolili jako možnost odpovědi „jiné“ (tlak na poskytování hypotečních úvěrů rizikovějším chudším vrstvám), využívání hypoték bankami jako bankomatu, tj. do hodnoty nemovitosti stále půjčovány spotřebitelské úvěry.

Tento názor koresponduje s názorem většiny ekonomů a analytiků zastávajících názor, že kořeny lze nalézt ve výrazném snížení standardů při poskytování půjček (především u subprime segmentu) v době expanze a snižování základní sazby US federal funds rate. To vše za podpory vlády USA a její „sociální politiky“, která v konečném důsledku má přesně opačný efekt, a tento názor podporuje také studie MMF³⁸⁷.

Srovnáme-li odpovědi odborníků a studentů, je zajímavé, že pouze 2 % studentů (oproti 7 % odborníků) se domnívá, že původcem krize jsou ratingové agentury, a naopak 16 %, resp. 18 % studentů (oproti 5%, resp. 2% odborníků) se domnívá, že původcem byly finanční trhy, resp. politika USA. Je to zajímavé zejména ve srovnání s tím, že FED byl u studentů za původce krize označen pouze v 2 % případů. To může svědčit i o obecnější averzi ze strany studentů vůči politice USA

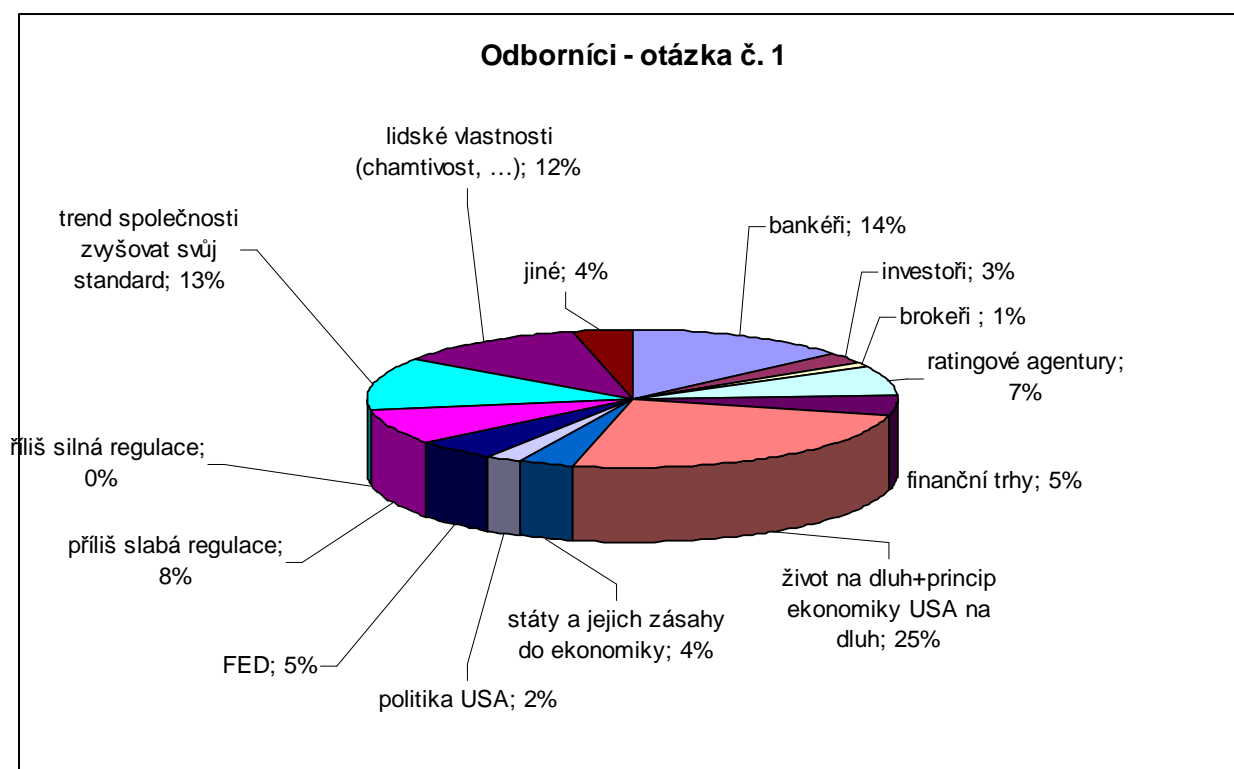
³⁸⁷ MMF - Dell’Ariccia, G., Igan, D., Laeven, L.: Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market. IMF WP, WP No. 08/106, April 2008.

Možnost jiná odpověď byla zvolena v sedmi případech, tři byly již zmíněny výše, zbývající čtyři odpovědi zahrnují:

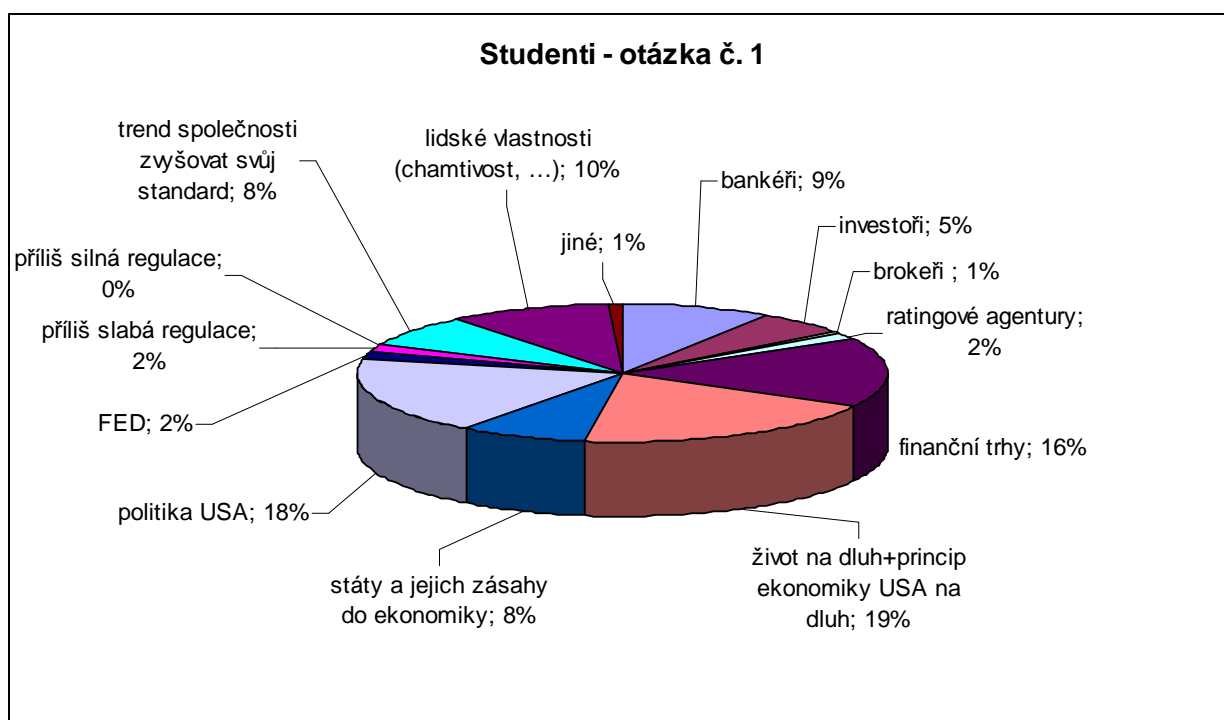
- dva případy jako důvod uvádějí nízkou finanční vzdělanost lidí – velké množství lidí si vzalo hypotéku, aniž by si dokázali spočítat, že finančně zvládnou vyšší splátky v případě zvýšení sazeb,
- dvě odpovědi téměř shodně zmiňují, že se jedná o „standardní hospodářský cyklus, který je přifouknutý ekonomy (médií), a že lidé v době konjunktury zapomínají na „hubená léta“ a ztrácejí přirozené sebezáchovné mechanismy, nesmyslně investují, spotřebovávají, chovají se, jako by období růstu mělo trvat věčně.“

Níže přiložené grafy (graf 44 a graf 45) znázorňují rozvržení všech odpovědí odborníků a studentů.

graf 44: Kdo je původcem krize v USA - odborníci



graf 45: Kdo je původcem krize v USA - studenti



5.4.2 Analýza otázky č. 2

Druhá otázka se již zaměřila na původce krize v ČR³⁸⁸ s cílem zjistit kořeny vzniku krize. I zde měli respondenti možnost zvolit až tři odpovědi. Třetina všech odpovědí **odborníků** označila jako původce „**finanční trhy a jejich vzájemnou propojenost**“. Je zajímavé, že tuto odpověď zvolilo pouze 9% studentů. Ti za původce krize nejčastěji (ve 25 % případů) označovali **vládu**. To možná svědčí o tom, že studenti jsou více ovlivněni médii a informacemi o tom, že „vláda zaspala“.

Jako další původce byl opět zvolen **princip ekonomiky založené na dluhu a neudržitelný standard života na dluh** (15 % odborníků a 19 % studentů). Tento názor může pramenit z pocitu, že jak zadlužování domácností, tak zadlužování státu (či jeho dynamika) je příliš vysoká.

³⁸⁸ Bez ohledu na to, zda respondent zastává názor, že krize v ČR je nebo není.

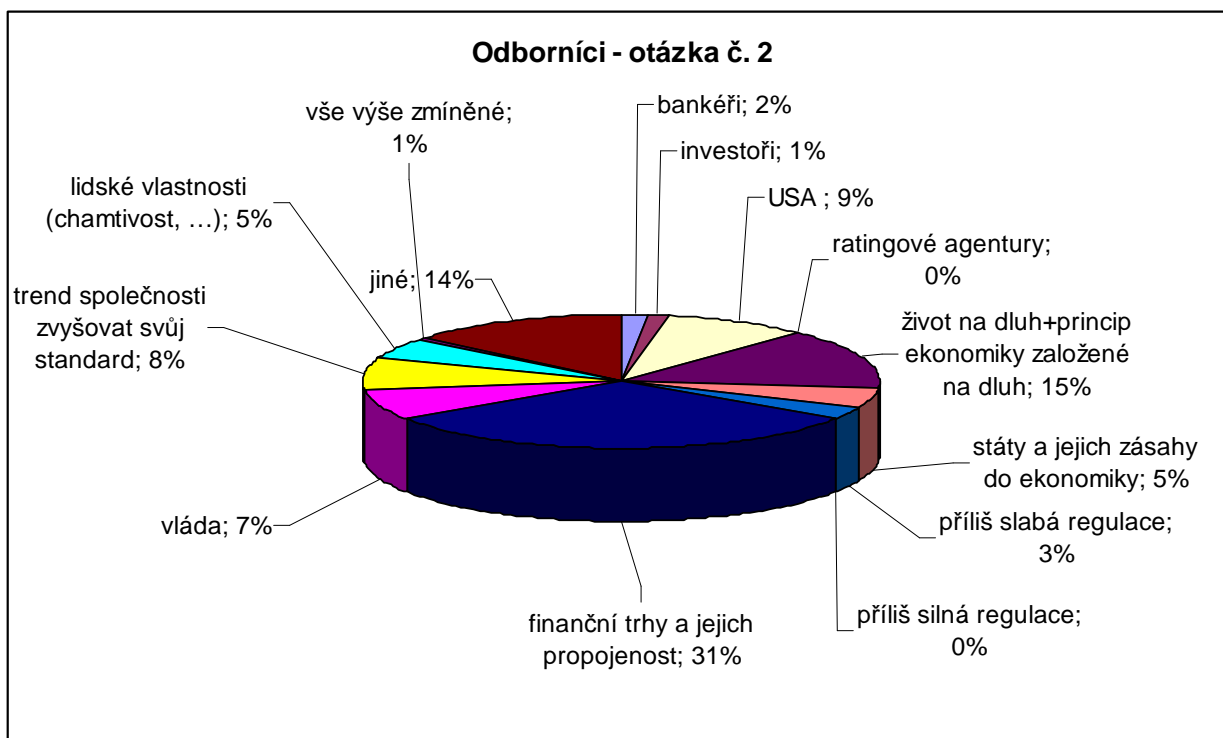
Dle ČNB zadlužení domácností v lednu 2010 vzrostlo na 986 mld Kč. Významným faktorem je také zhoršení stavu veřejných financí (nárůst státního a veřejného dluhu-viz. příloha).

Jiná odpověď se vyskytla ve 14% :

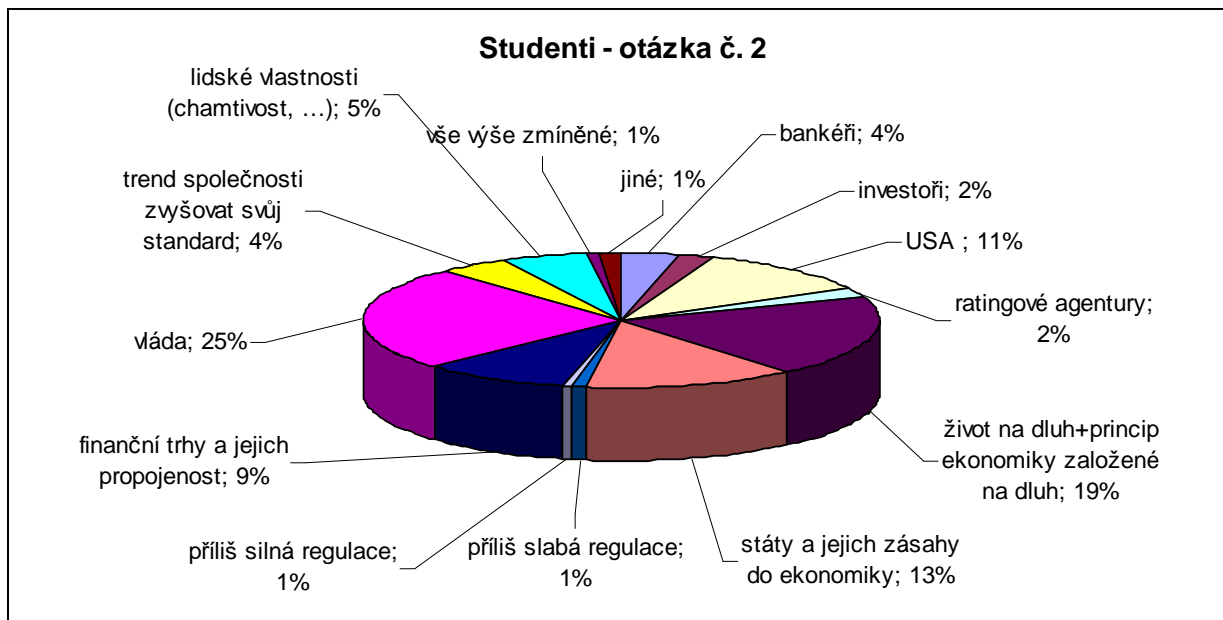
- osmnáctkrát se v různých podobách vyskytoval názor, že jsme malou otevřenou ekonomikou závislou na exportu a ekonomice Eurozóny (ve čtyřech případech bylo zmíněno dokonce Německo), případně obecnější propojenost trhů (nejen finančních).
- jeden případ zmiňuje rozdílnou strukturu potíží USA, EU a ČR a jako příklad uvádí, že ČR si již bankovní krizí prošlo, takže u nás k ní nedošlo. Problémy, které u nás vzniknou jsou, „z druhé ruky“, a proto nelze hovořit o zavinění. Problémem ČR je to, že si „plánuje hospodářství“ od voleb do voleb a v časech hojnosti tak nikdo netvoří rezervy na změny hospodářského cyklu
- dva respondenti jsou toho názoru, že v ČR žádná krize nebyla, že se jednalo o pouhou recesi v rámci hospodářského cyklu.
- jednou byli zmíněni politici.
- jednou bylo uvedeno, že příčinou je vysoký podíl průmyslového sektoru na HDP, který je navíc koncentrován v několika na hospodářském cyklu velmi závislých odvětvích.

Zde se projevila výrazná vyhraněnost názorů. Dá se konstatovat, že faktory, které jsou nejvíce vnímány jako hlavní příčiny (možné) krize v ČR, vznikly díky globalizaci – vzájemná propojenost nejen finančních trhů, otevřenost ČR a její závislost na exportu a dluhový problém.

graf 46: Kdo je původcem krize v ČR - odborníci



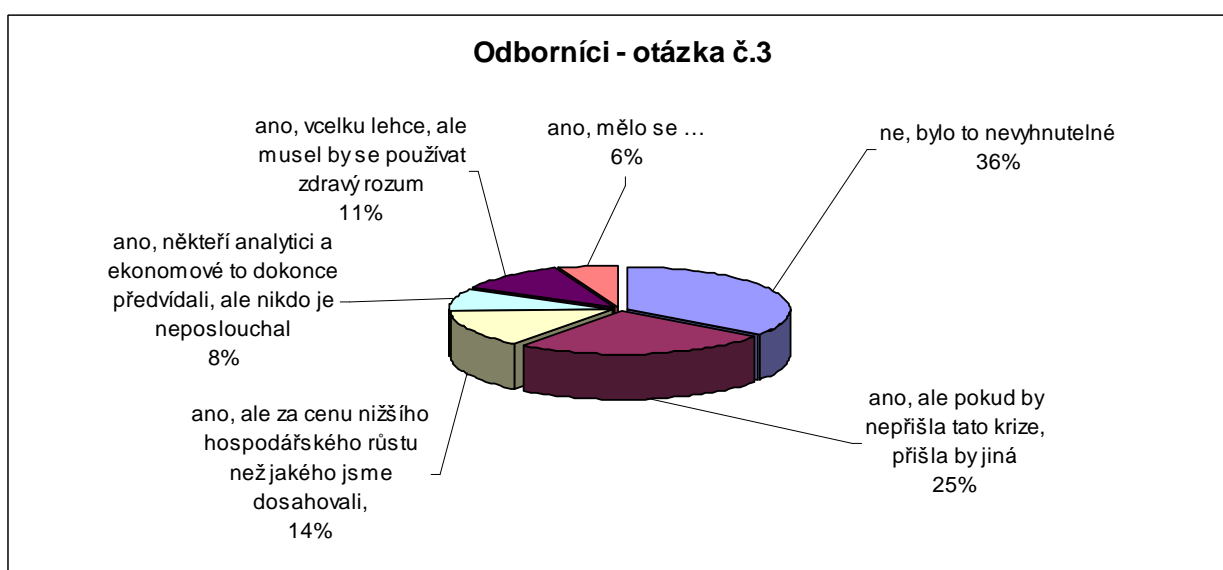
graf 47: Kdo je původcem krize v ČR - studenti



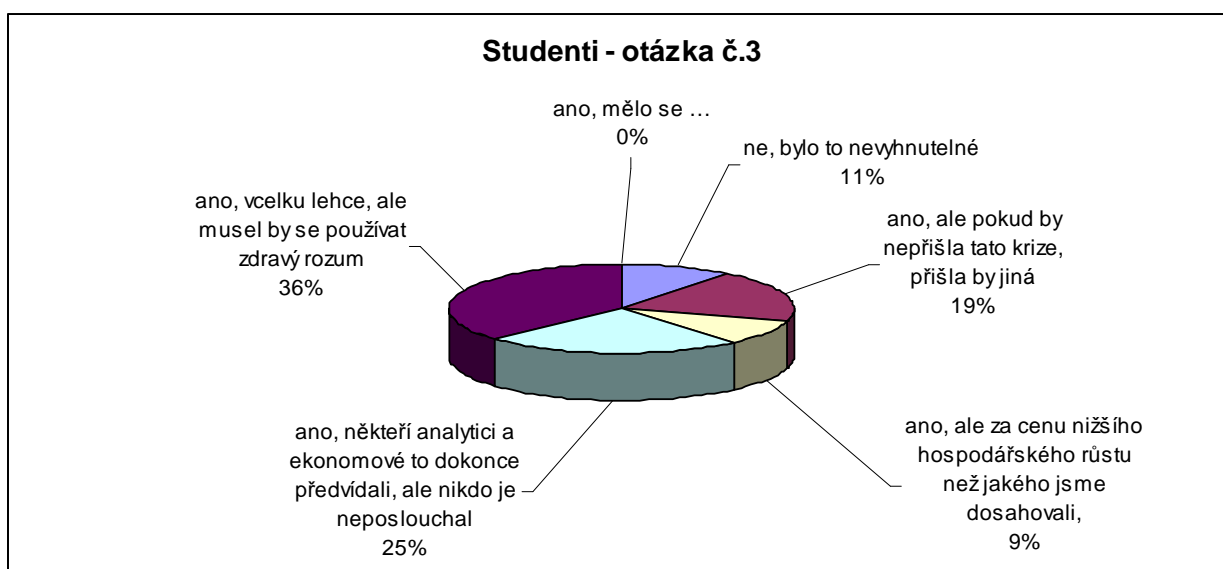
5.4.3 Analýza otázky č. 3

Třetí otázka zjišťuje názor na to, zda šlo zabránit krizi. Většina respondentů z řad odborníků (36%), si myslí, že krizi zabránit nešlo. Druhou nejčastější odpovědí u odborníků (25 %) bylo, že „pokud by nepřišla tato krize, přišla by jiná“. Naopak studenti jsou toho názoru, že krizi zabránit šlo, ale musel by se používat zdravý rozum (36%), či že krizi zabránit šlo, protože to dokonce někteří analytici předpovídali (25 %).

graf 48: Dalo se krizi zabránit - odborníci



graf 49: Dalo se krizi zabránit - studenti



Souhrnně se tedy dá říct, že odborníci byli v 60 % skeptičtí k názoru, že krizi zabránit šlo (resp. že by vznikla krize jiná), a studenti jsou naopak v 60 % názoru opačného. To svědčí o tom, že studenti jsou v otázce předcházení krizí a fungování a regulaci trhů mnohem optimističtější.

Jako alternativní odpovědi byly zvoleny:

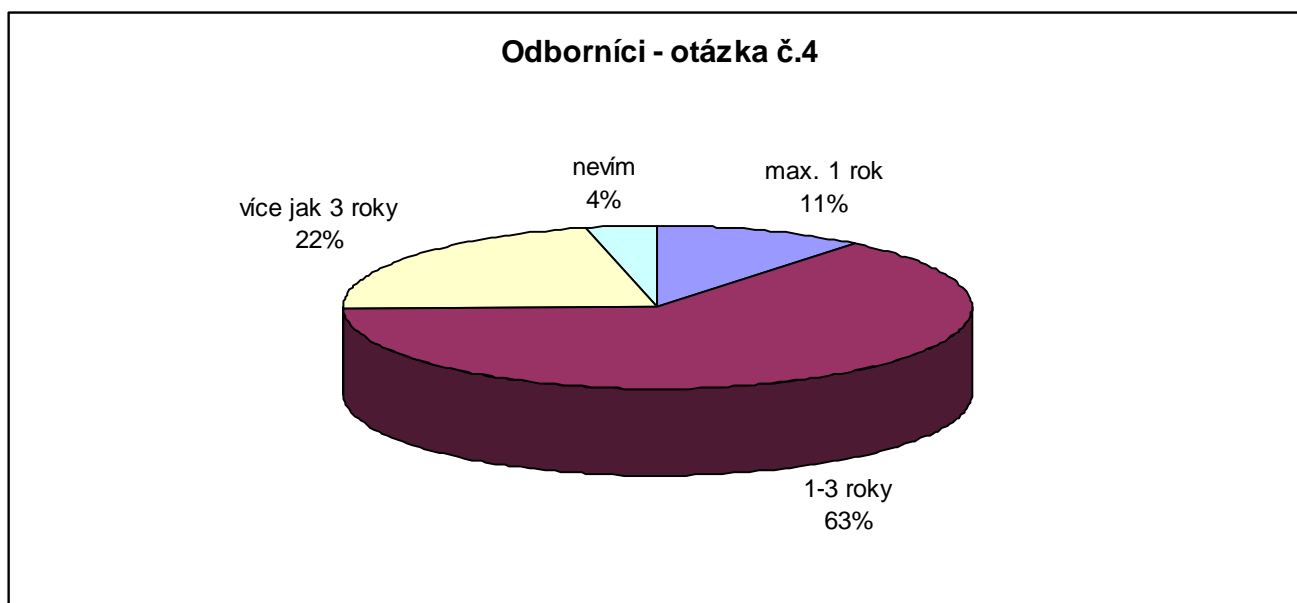
- Mělo se zabránit spekulacím na zcela volném trhu.
- Krizi se dalo zabránit za cenu nižších zisků bankovního sektoru.
- Měla se posílit regulace USA a dohlédnout na konflikt zájmů ratingových agentur.
- Ne, recese je součástí hospodářského cyklu.
- Krizi se dalo zabránit tím, že se nemělo přistupovat k umělému vyhlazování hospodářského cyklu. Pravidelné střídání expanze a recese je součástí ekonomického života. Umělé prodlužování fáze expanze vede ekonomické subjekty k tomu, že se začínají chovat rizikověji, nepřipouštějí si, že by mohla přijít recese, extrapolují. Po neúměrně dlouhé fázi expanze nutně následuje hlubší pád vyvolávající krizi.

5.4.4 Analýza otázky č. 4

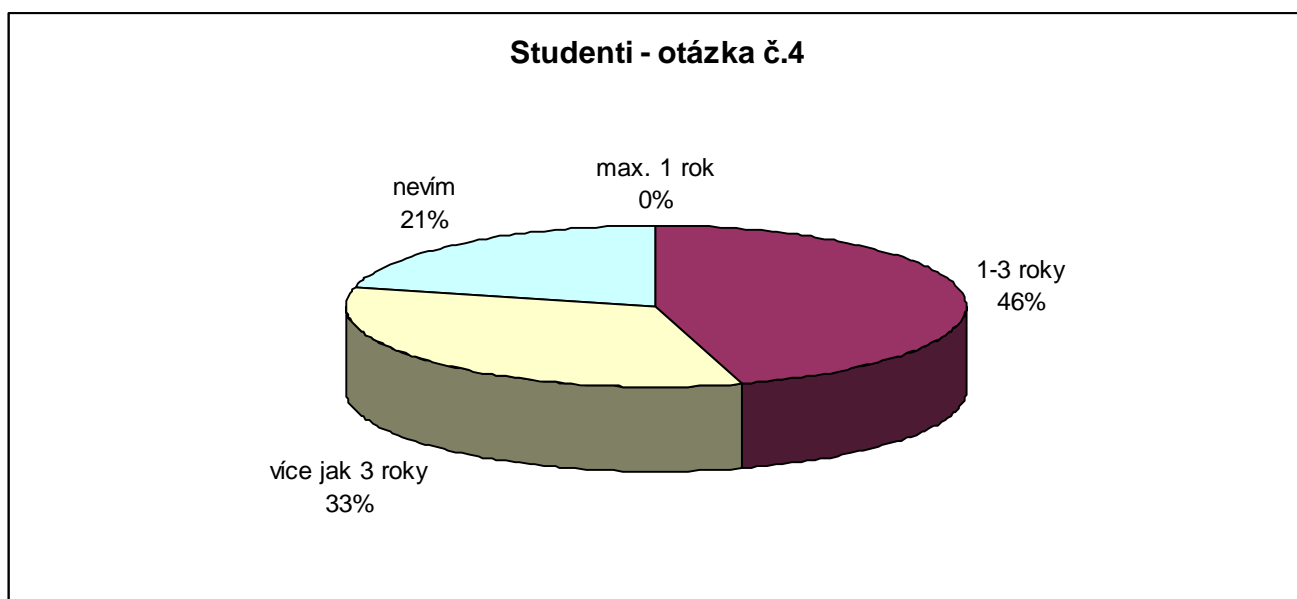
Zde se jak odborníci (64%), tak studenti (46%) shodli, že dopady budou spíše střednědobého charakteru, tj. v rozmezí 1-3 let. Odborníci (85%) i studenti v 79% se domnívají, že nepříznivé dopady na ČR budou dlouhodobějšího charakteru, tj. nepříznivý dopad nebude eliminován během jednoho roku. Tato odpověď je dána zřejmě i tím, že už nyní krize trvá více než rok.

Zároveň je patrné, že odborníci mají na celou otázku mnohem vyhraněnější názor, než studenti (pouze 4 % odborníků oproti 22 % studentů uvedla odpověď „nevím“).

graf 50: Jak dlouho bude trvat nepříznivý dopad krize na ČR - odborníci



graf 51 Jak dlouho bude trvat nepříznivý dopad krize na ČR - studenti



5.4.5 Analýza otázky č. 5

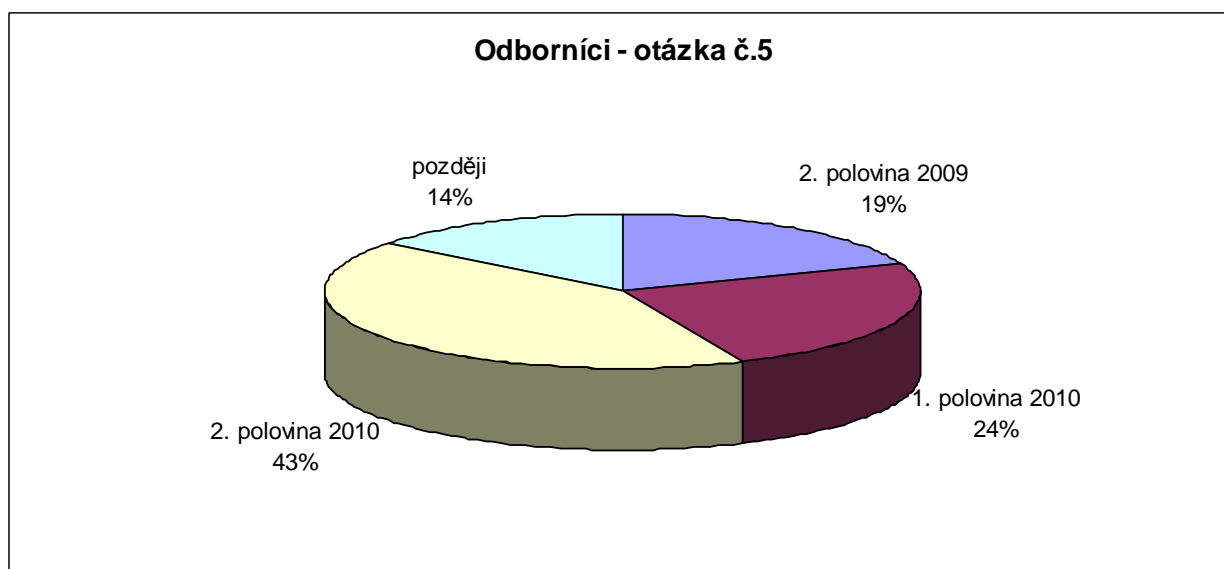
I v páté otázce byl konsenzus v názoru odborníků (42%) a studentů (44%), a sice že k tomu dojde ve druhé polovině roku 2010. Je zajímavé, že studenti jsou pesimističtější než odborníci a ve 24% případů (oproti 14%) očekávají, že ekonomika dosáhne svého dna až v roce 2011 nebo později.

Srovnáme-li tyto odpovědi s prognózami týkající se hospodářského růstu ČR pro rok 2010 a 2011, jsou tyto prognózy meziročního růstu reálného HDP příznivější a predikují růst už v roce 2010³⁸⁹:

- OECD: 2010: 2,0% , 2011: 2,8%
- MMF: 2010: 1,4%, 2011: 2,1%
- ČNB: 2010: 1,4%, 2011: 1,8%³⁹⁰
- MF ČR: 2010: 1,7%, 2011: 2,6%

Otázkou ovšem zůstává, zda oživení v ČR nebude mít tvar W. Pak by ČR mohla dosáhnout svého dna až v druhé části písmena W.

graf 52: Kdy česká ekonomika dosáhne svého dna - odborníci

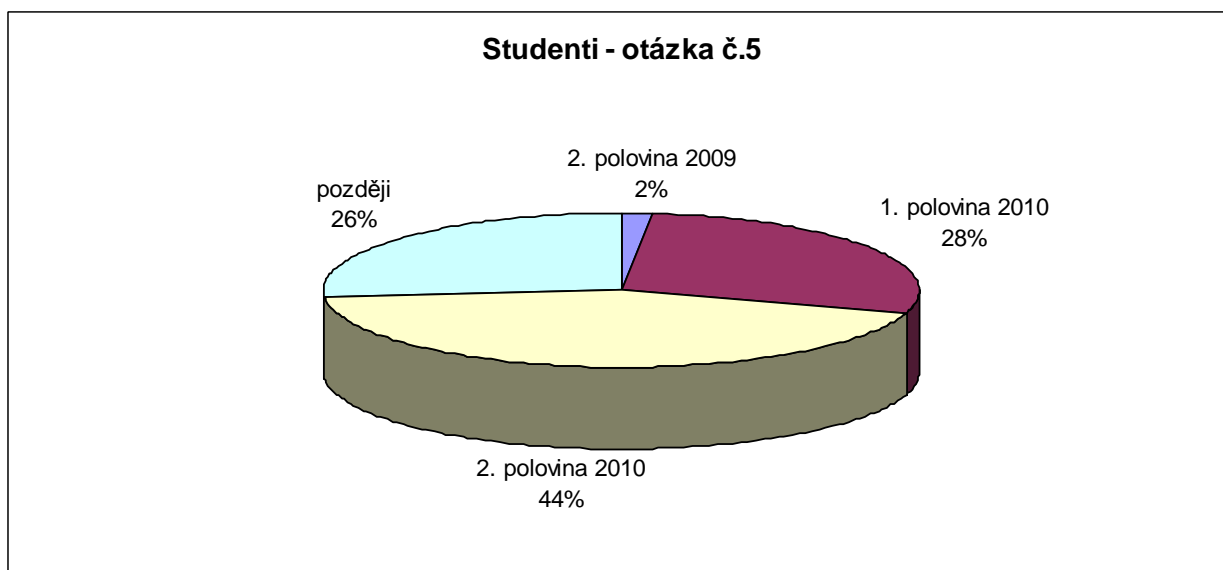


³⁸⁹ Jana Havlingerová, E15: OECD: Českou ekonomiku letos čeká dvouprocentní růst. E15 ze dne 7.4.2010, s. 10-11.

³⁹⁰ Guvernér ČNB upravil 6.5.2010 prognózu meziročního růstu reálného HDP pro rok 2011 z 2,4% na 1,8%.

Více viz. http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/index.html

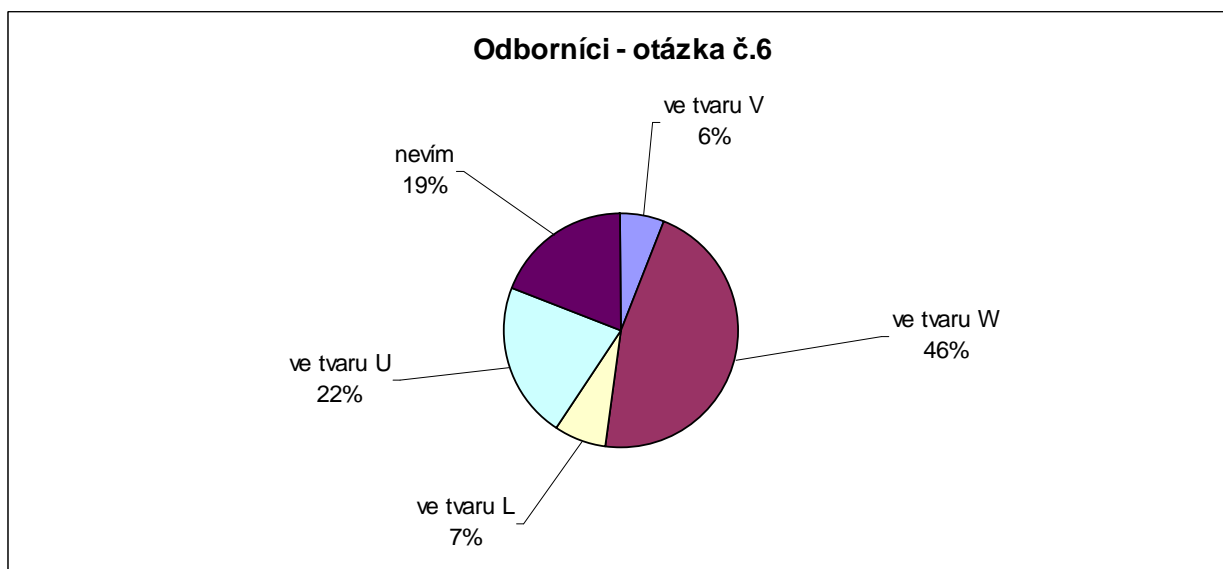
graf 53: Kdy česká ekonomika dosáhne svého dna - studenti



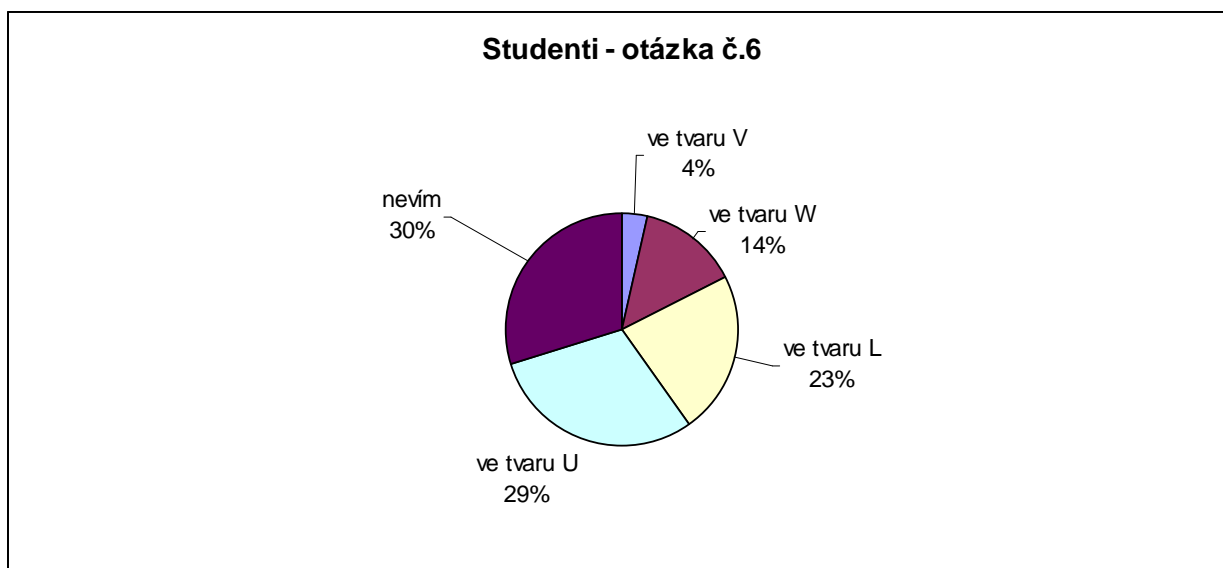
5.4.6 Analýza otázky č. 6

Šestá otázka navazuje na pátou tím, že se zajímá o názor, jaký bude mít vývoj české hospodářství. Zde se patrně projevila rozdílná hloubka informovanosti. Zatímco odborníci predikují ve 46% tvar W, studenti ve 30% buď neví, nebo odhadují tvar U či L. Optimistický vývoj ve tvaru písmene V odhaduje pouze 6% odborníků a 4% studentů. To koresponduje s odpověďmi na otázku č.4, ve které se většina domnívala, že nepříznivé dopady krize potvrzají v ČR více než rok, resp. více než 3 roky.

graf 54: Jaký bude další vývoj hospodářství ČR - odborníci



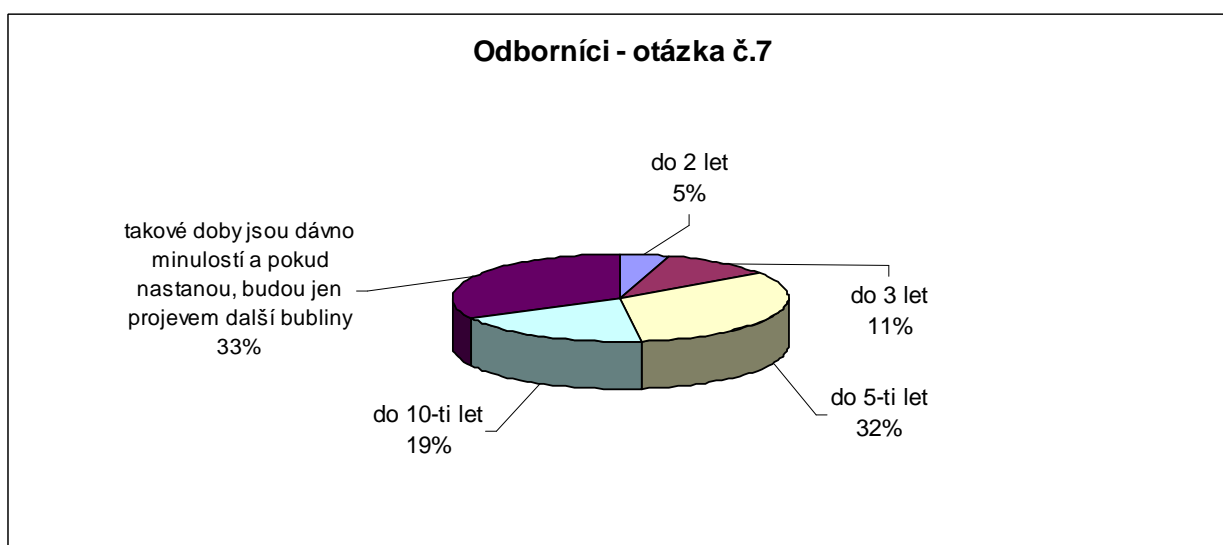
graf 55: Jaký bude další vývoj hospodářství ČR - studenti



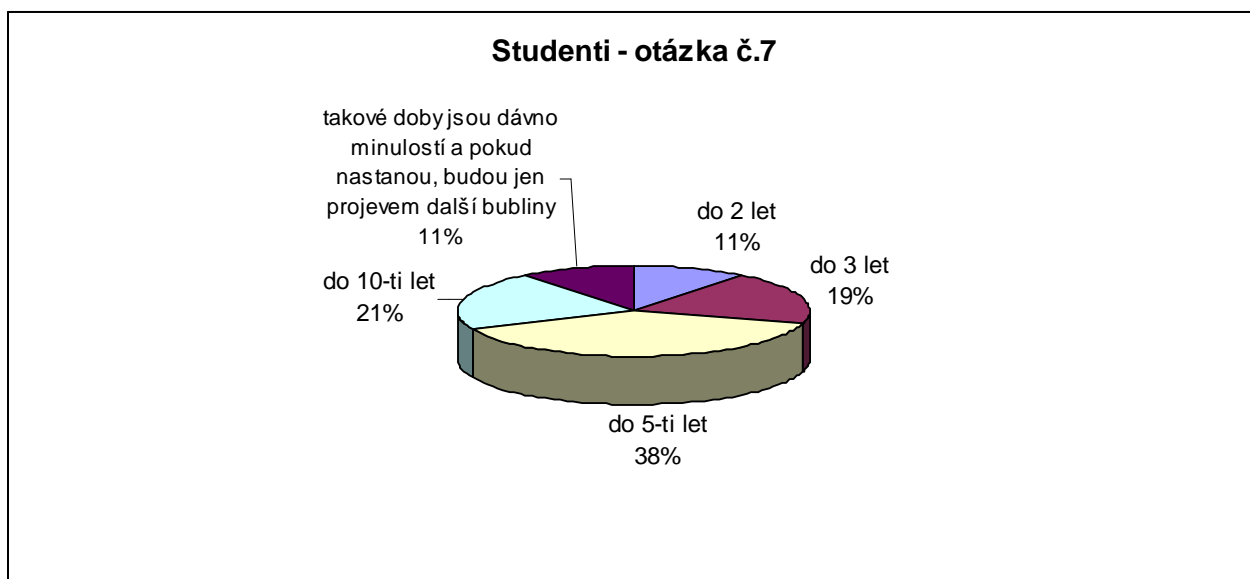
5.4.7 Analýza otázky č. 7

Sedmá otázka se dotazovala na to, kdy se české hospodářství navrátí k předkrizovému tempu růstu. Největší část odborníků (33%) je toho názoru, že takové doby již nenastanou, a pokud ano, budou projevem další bubliny. Tento pesimistický názor sdílí však pouze 11% studentů. Na druhou stranu 32% odborníků míní, že do pěti let dojde k oživení, a tento názor zastává také většina studentů (39%). Studenti v odpovědích na tuto otázku vyjadřují obecně více optimismu a v 68% případů očekávají, že se ekonomika vrátí k předkrizovému tempu růstu do pěti let.

graf 56: Kdy se ekonomika ČR vrátí k předkrizovému tempu růstu - odborníci



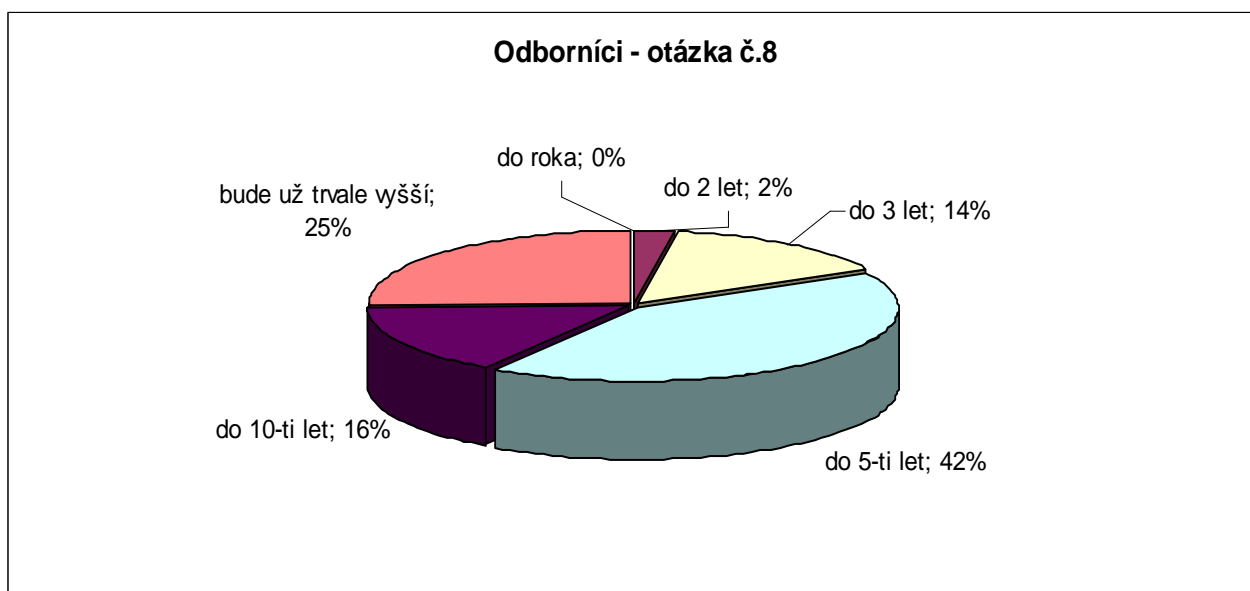
graf 57: Kdy se ekonomika ČR vrátí k předkrizovému tempu růstu - studenti



5.4.8 Analýza otázky č. 8

Vzhledem k tomu, že jeden z nejbolestivějších dopadů na ČR bylo zvýšení nezaměstnanosti, snažila se **osmá otázka** zmapovat názor na to, kdy se nezaměstnanost opět sníží na předkrizové hodnoty.

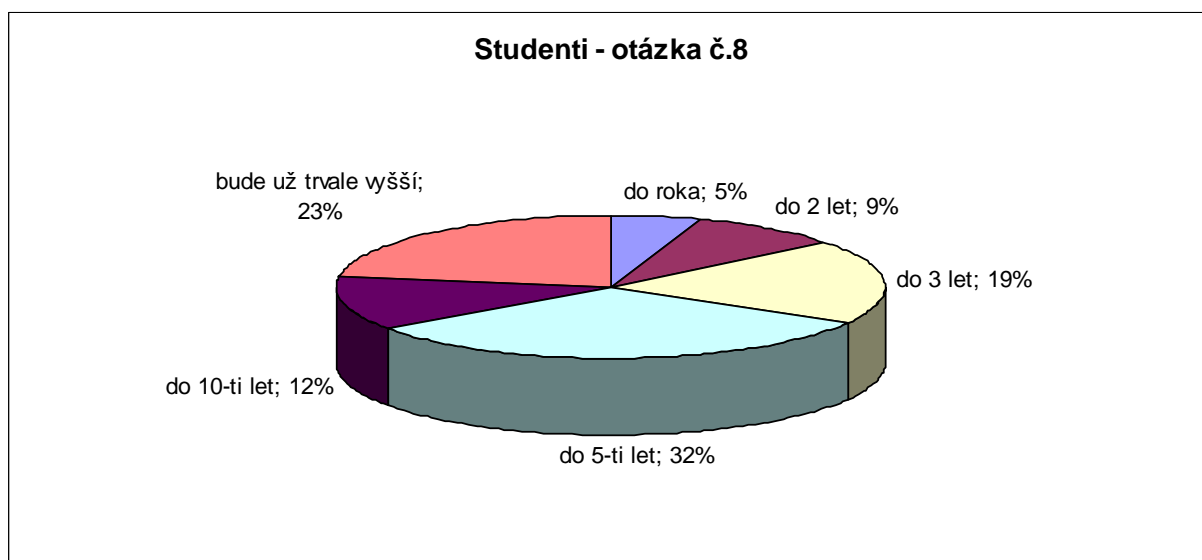
graf 58: Kdy se míra nezaměstnanosti vrátí k předkrizovým hodnotám (cca 5%) - odborníci



Odpovědi odborníků i studentů se vzácně shodují, i když i v této otázce jsou studenti optimističtější. Odborníci se ve 42% domnívají, že nezaměstnanost se na hodnoty

kolem 5% vrátí do pěti let (stejný názor má i 32% studentů). Zároveň však 41% odborníků (a 35% studentů) míní, že návrat k předkrizovým hodnotám bude trvat až 10 let, či že nezaměstnanost bude už trvale vyšší.

graf 59: Kdy se míra nezaměstnanosti vrátí k předkrizovým hodnotám (cca 5%) - studenti



5.4.9 Analýza otázky č. 9

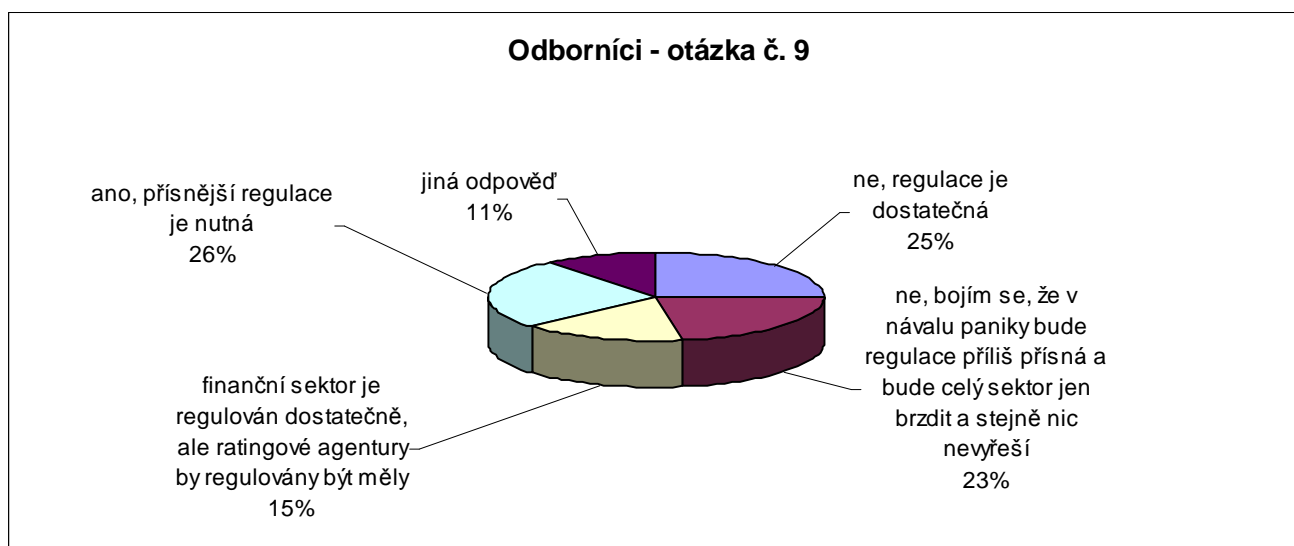
Finanční krize opět dala podnět pro diskusi o omezení ekonomických svobod. V Bruselu vrcholí příprava nové regulace finančních trhů, jejímž cílem je předcházet budoucím krizím. Návrh se týká především zavedení nové centrální regulační instituce, zlepšení struktury kapitálu bank, omezení možnosti investování do strukturovaných produktů apod. I USA chystají novou regulaci finančních trhů, která má vést k omezení rizik např. tím, že se omezí velikost bank. Všude na světě se pak diskutuje o zavedení tzv. bankovní daně, kterou by banky měly zaplatit za to, že dostaly pomoc od státu. Důležitým bodem diskuze o zpřísnění regulace je také omezení tzv. spekulativních obchodů, které podle některých názorů vedly k nafouknutí bubliny. Někteří volají po „návratu ke kořenům“, tzn. k tomu, aby při obchodování bylo nutné fyzické zobchodování a nikoli jen finanční vypořádání. To by však podle názoru jiných vedlo ke ztrátě likvidity a k prudkým výkyvům v cenách jednotlivých derivátů. Většina z těchto návrhů je ovšem pouze „na efekt“ a je vedena cílem uklidnit voliče, kterým se zdá

záchrana bankovního sektoru příliš drahá a kteří navíc bankovnímu businessu mnohdy nerozumí a tvrdý postup politiků vůči bankám se jim zamlouvá. Je ovšem otázkou, nakolik by byla nová regulace prospěšná, když podle názoru mnoha odborníků byla regulace dostatečná i před krizí. Problémem ovšem bylo, že nebyla dostatečně vynucována a že selhala sebekontrola bank.

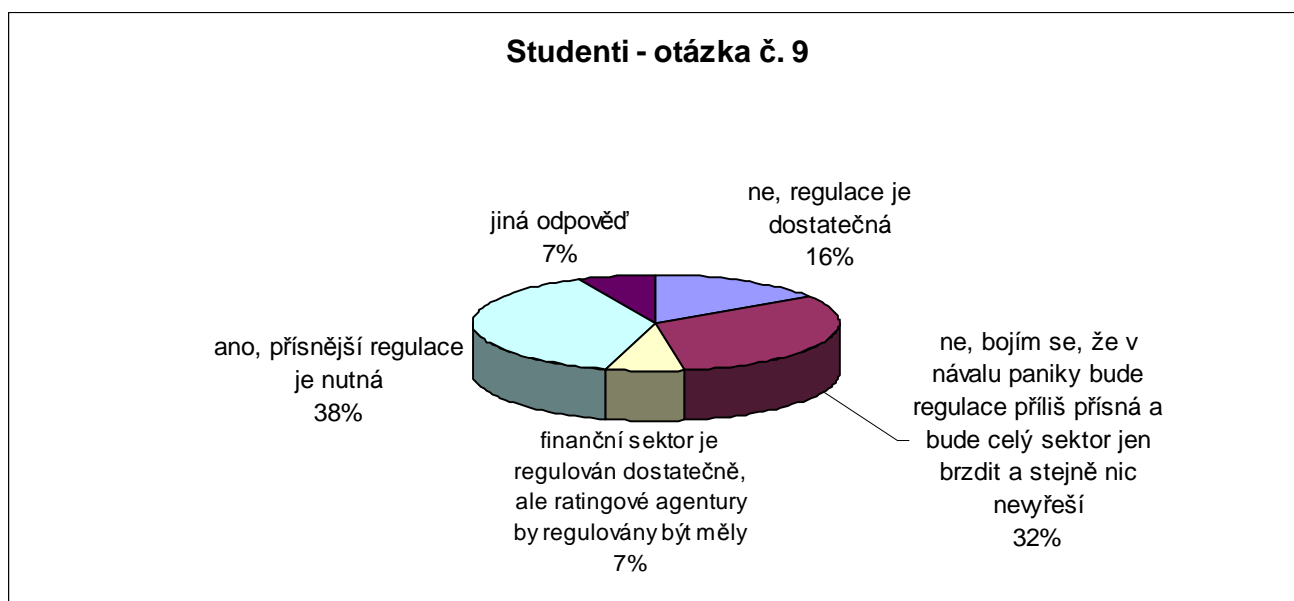
Důležitou otázkou pro politiky a regulátory je rozdíl regulace v Evropě a USA (a ve zbytku světa). Zatímco v Evropě (resp. EU) jsou pro všechny banky závazná pravidla tzv. Basel II, v USA platí Basel II jen pro největší banky.

Devátá otázka se tedy zajímá o regulaci bank, ratingových agentur a ostatních finančních institucí. V odpovědích se projevila nevyhraněnost názoru odborníků, protože ačkoliv nejvíce byla zvolena odpověď, že přísnější regulace je nutná (26%), pouze o jedno procento za ní zůstal názor, že regulace je dostatečná, a 23% respondentů se zase obává, že regulace může být příliš přísná, nic nevyřeší a bude jen brzdou celého sektoru. Také studenti neprojevili jednoznačný názor – 39% si myslí, že přísnější regulace je nutná, 32% ji však odmítá s tím, že nic nevyřeší. Celkově se ovšem 63% odborníků (a 55% studentů) domnívá, že bankovní sektor je regulován dostatečně.

graf 60: Souhlasíte s posílením regulace bank, ratingových agentur a ost. fin. Institucí - odborníci



graf 61: Souhlasíte s posílením regulace bank, ratingových agentur a ost. fin. Institucí - studenti



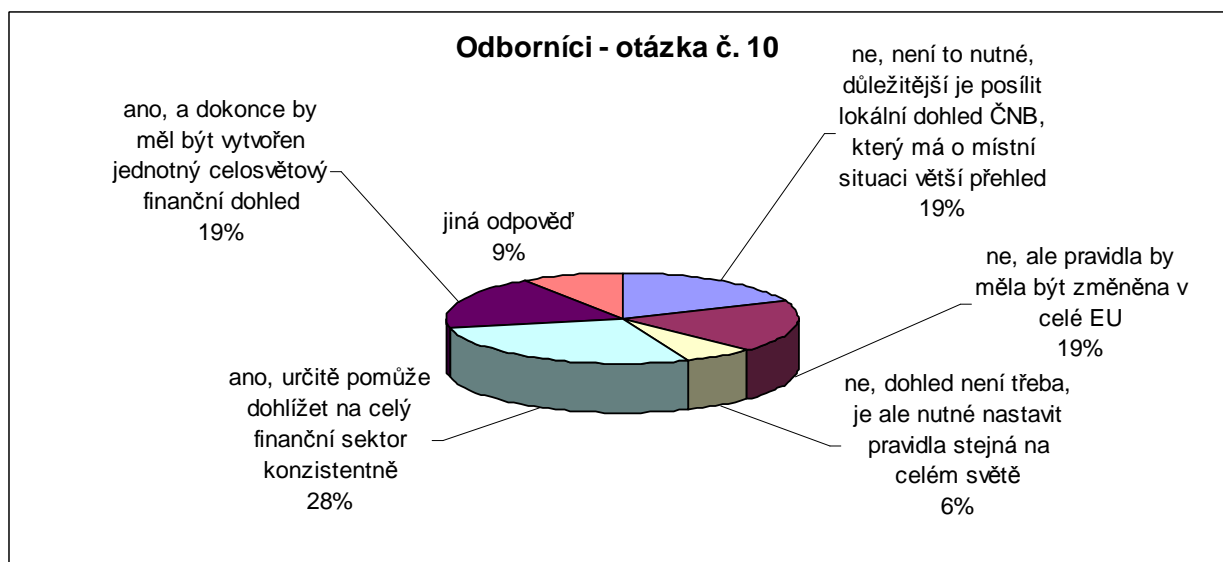
Jinou odpověď zvolilo 9 respondentů:

- Finanční sektor je regulován dostatečně, ale ratingové agentury by regulovány být měly (platí pro ČR), a pro USA je přísnější regulace nutná.
- Regulaci směřovat alespoň k částečnému návratu ke kořenům kapitalismu, kde cena odráží poptávku/nabídku za zboží, nikoliv za fiktivní zboží – bez dodávky (omezení objemu derivátů bez dodávky jejich maximálním objemem).
- V rámci ČR ne, obecně ano (2x).
- Ano, přísnější regulace, ale jen v určitých směrech, aby nebyla přeregulována, hlavní je, aby regulace nebyla jen na papíře, ale aby byla i naplňována.
- Touha po zisku+nucená regulace = „hledání objížděky“.
- Je žádoucí přísnější regulace finančních institucí ve smyslu vyšší kapitálové přiměřenosti na úkor dividendové politiky bank.
- Spíše než regulace by měly být posíleny kontroly, zda jsou všechna pravidla dodržována.
- Zamezit „too big to fail“.

5.4.10 Analýza otázky č. 10

Desátá otázka navazuje na devátou a zodpovídat ji měli ti, kteří v předchozí otázce zvolili odpověď, že přísnější regulace je nutná. Týká se tzv. De Larosièrovy zprávy, která navrhuje nový systém supervize nad evropským finančním trhem (konkrétně se zaměřuje na osobní bankovníctví a pojišťovnictví). Navíc by měla vzniknout speciální instituce, která by se pod dohledem Evropské centrální banky zabývala identifikací a prognózou rizik. Zde se 47% odborníků (a 28% studentů) domnívá, že jednotný dohled by měl být zaveden (z toho 19% míní, že dokonce celosvětově). Dalších 25% odborníků (23% studentů) je toho názoru, že dohled není potřeba, ale měla by být změněna pravidla.

graf 62: Souhlasíte s vytvořením jednotného evropského finančního dohledu - odborníci



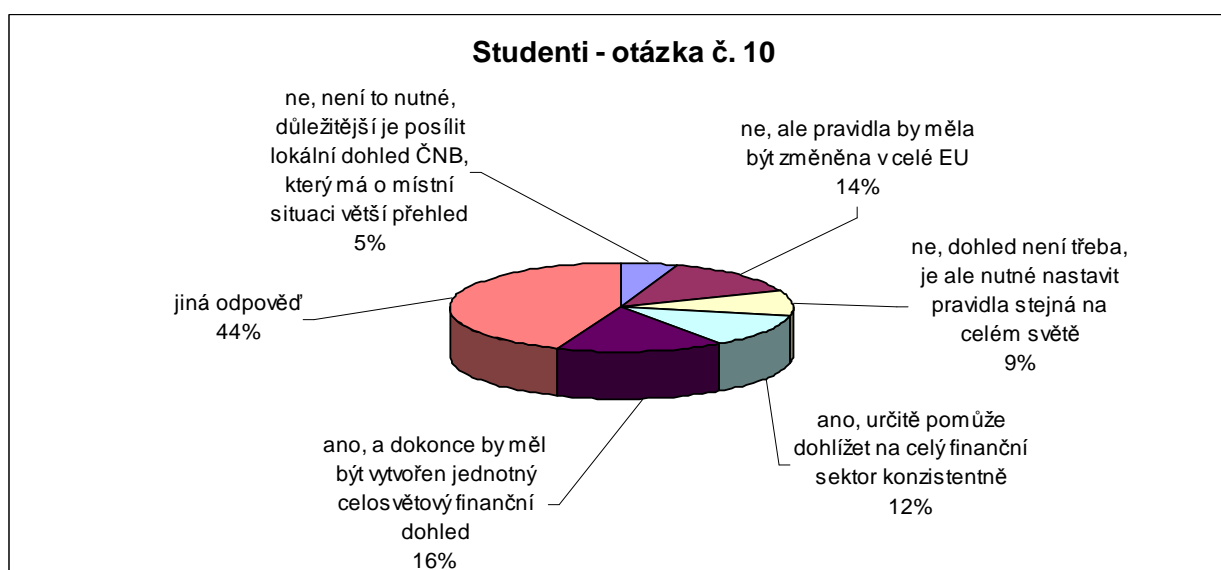
Jiná odpověď byla zvolena ve třech případech:

- „Jsem skeptický k výplodům EK (např. směrnice o regulaci finančních trhů MIFID se naprosto minula účinkem, jedinou změnou je nárůst administrativy).
- „Ano, souhlasím s regulací, a dokonce by měl být vytvořen jednotný celosvětový finanční dohled – například musí být trestné to, co je trestné v USA i tehdy, když to provede US firma v zahraničí“.
- „I think the problem is not the organization of the supervision, but that the those institutions, which created new credits did not keep the credit risk on there

balance sheets, i.e. these institutions generated profit from granting new credits (such as commissions) but as they were able to repackage the credit risk and to sell it to other investors (with a exaggerated good rating), these institutions had no incentive to care about the quality of the credits they were generating. Here, I think the new regulation should be more strict.“

Studenti ve 44% zvolili jako odpověď nevíím.

graf 63: Souhlasíte s vytvořením jednotného evropského finančního dohledu - studenti



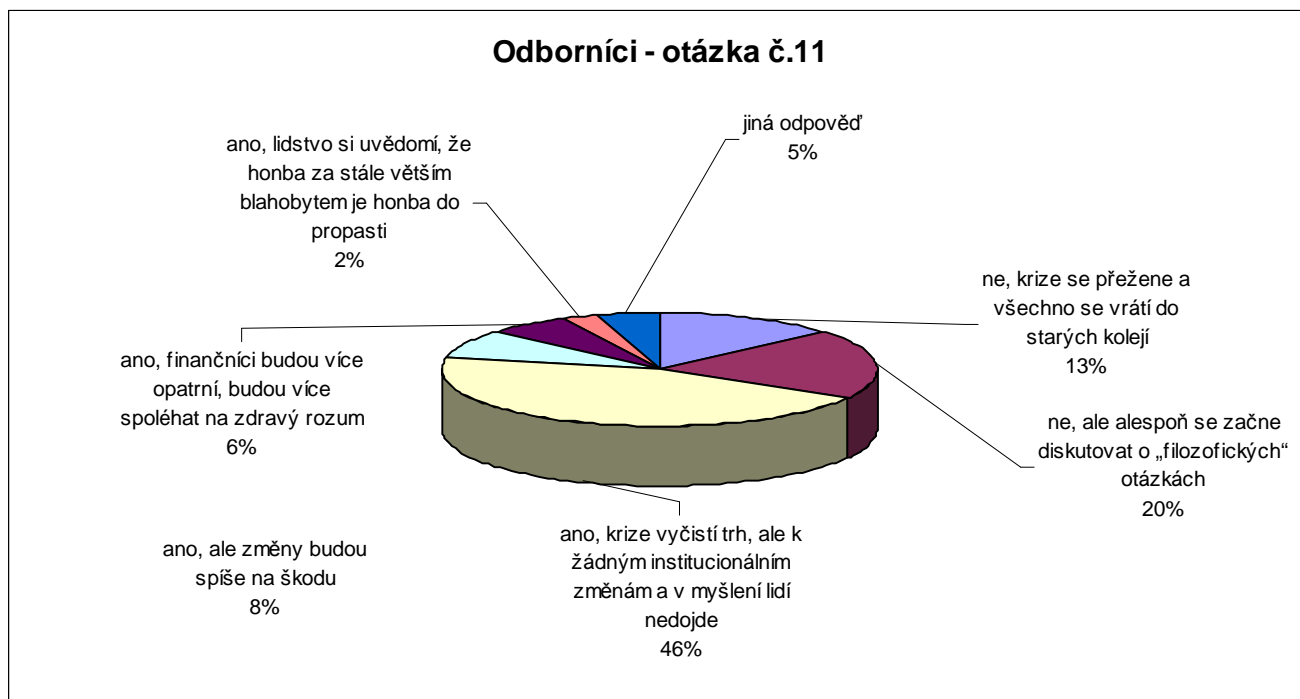
5.4.11 Analýza otázky č. 11

Jedenáctá otázka se spíše filosoficky zabývá názorem respondentů na to, zda krize něco změní. Po propuknutí jakékoliv krize většinou vyvstávají otázky typu „kdo/co za to může“, „co je potřeba změnit, aby se krize již neopakovala“, „zda to má i nějaká pozitiva“ aj. Pravdou však zůstává, že změnu nelze udělat hned a bez silnějšího tlaku veřejnosti, protože tato změna nemá pouze ekonomickou podstatu, ale je mimo jiné potřeba změnit i přemýšlení lidí.

Největší procento odborníků (45%) se domnívá, že krize vyčistí trh (slabí zaniknou a silní přežijí), ale k žádným institucionálním změnám a změnám v myšlení lidí nedojde (tuto odpověď zvolilo i 15% studentů). Dalších 20% se domnívá, že krize nic nezmění,

ale alespoň se začne diskutovat o základech „našeho západního“ světa. Odborníci se tedy nejčastěji domnívají, že žádné skutečné změny nenastanou, ale očekávají dílčí změny k lepšímu.

graf 64: Změní něco krize - odborníci

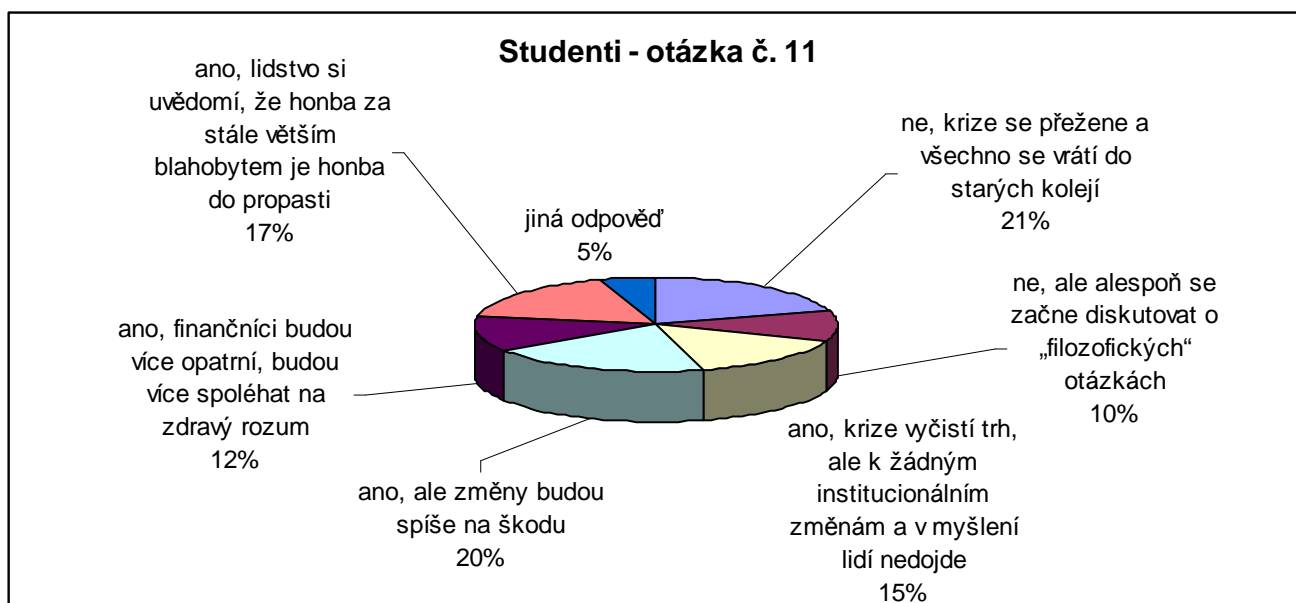


Jiné odpovědi byly následující:

- „Snad si opět uvědomíme reálnost bankrotů finančních společností a reálnou hrozbu státních bankrotů.“
- „Ano, hledání nových alternativ.“
- „Dojde k další koncentraci na trhu a posílení globálních hráčů, kteří udržují oligopolní situaci na trhu, k jejich posílení přispěje další regulace trhu.“
- „Ano, povede k přísnějším regulacím.“

Studenti se ve 20% případů domnívají, že se nic nezmění, krize se přežene a všechno se vrátí do starých kolejí, a ve 20% míní, že změny sice nastanou, ale budou spíše na škodu.

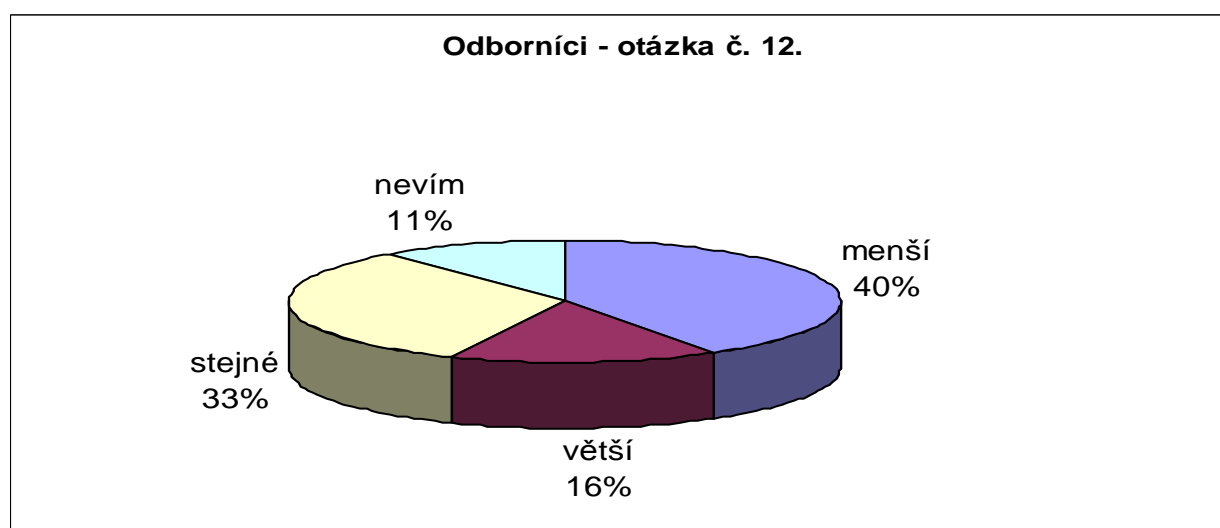
graf 65: Změní něco krize - studenti



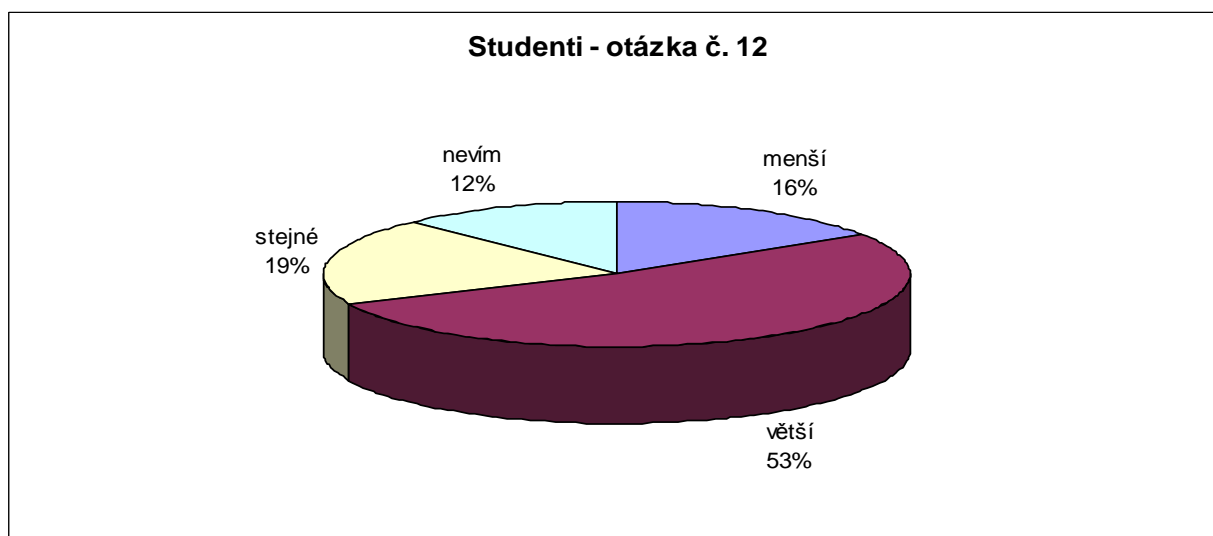
5.4.12 Analýza otázky č. 12

Dopady ekonomické krize na ČR zkoumá **dvánáctá otázka**. Nejvíce odborníků (40%) očekává spíše dopady menší než na ostatní země (hlavně Francii, Německo a USA). Naopak 53% studentů se domnívá, že tyto dopady budou větší.

graf 66: Jaké očekáváte ekonomické dopady krize na ČR ve srovnání s ostatními zeměmi - odborníci



graf 67: Jaké očekáváte ekonomické dopady krize na ČR ve srovnání s ostatními zeměmi - studenti



5.4.13 Analýza otázky č. 13

Nejhorší dopady hospodářské recese na ČR jsou zkoumány ve **třinácté otázce**. Zde měli respondenti možnost vybrat až tři možnosti. Ze zjištěných výsledků výzkumu je patrné, že odborníci za nejhorší dopad považují:

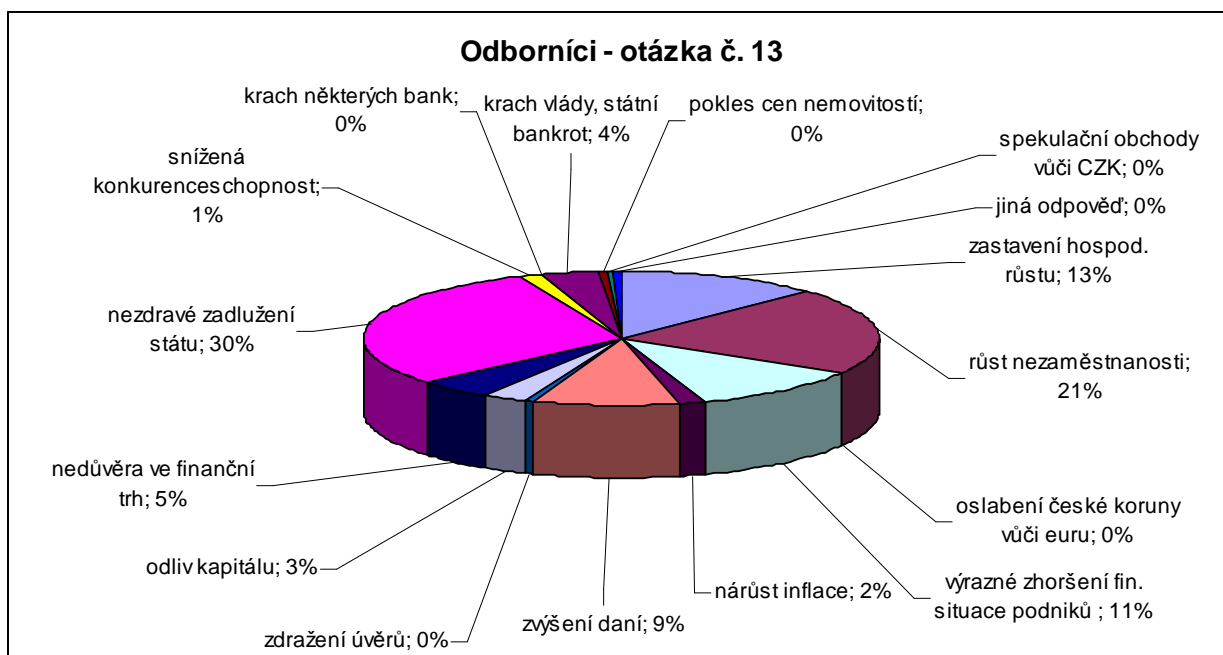
- 30% nezdravé zadlužení státu
- 21% růst nezaměstnanosti
- 13% zastavení hospodářského růstu.

Pouze jeden dotazovaný zvolil odpověď jiné – a sice že žádná krize prozatím není, že se jedná o standardní hospodářský cyklus „nafouknutý“ médii.

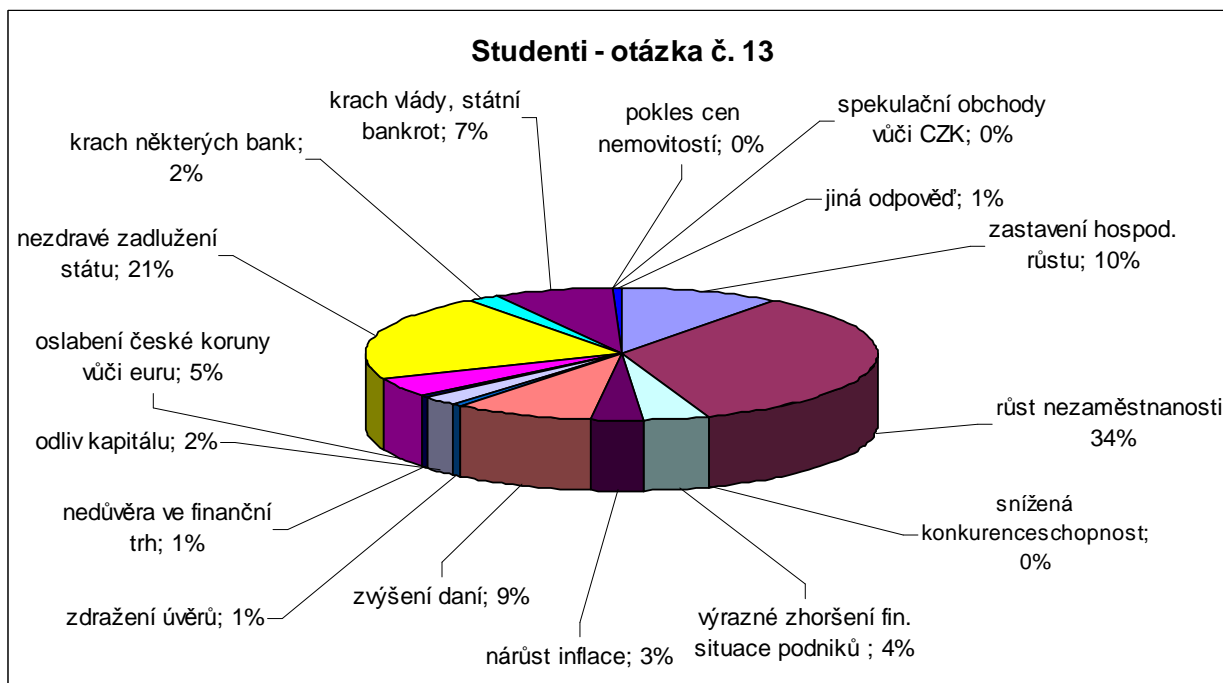
U studentů byly první tři možnosti také nejfrekventovanější, pouze v jiném pořadí četností:

- 34% růst nezaměstnanosti
- 21% nezdravé zadlužení státu
- 10% zastavení hospodářského růstu.

graf 68: Co vnímáte jako nejhorší dopad na ČR - odborníci



graf 69: Co vnímáte jako nejhorší dopad na ČR - studenti

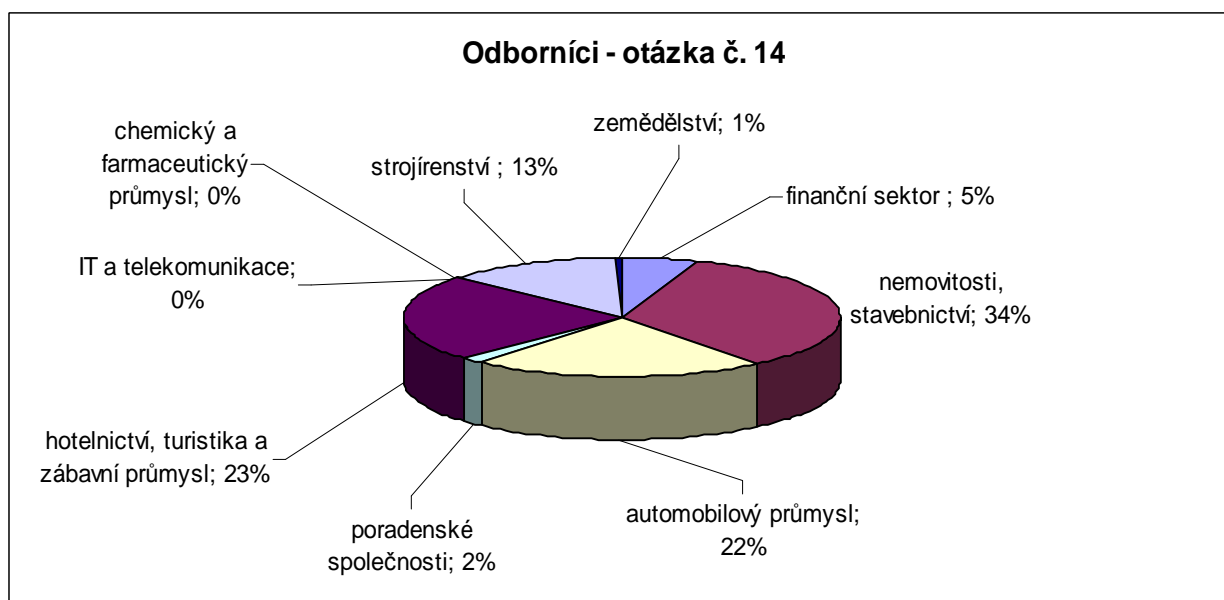


5.4.14 Analýza otázky č. 14

Čtrnáctá otázka rozebírá negativní dopady na jednotlivé sektory hospodářství.

Poslední známý údaj HDP za rok 2009 je -4,1%. V ČR se na HDP nejvíce podílí zpracovatelský průmysl, tento podíl byl dokonce v roce 2006 největší ze všech zemí v EU. Protože řadě odvětví ve zpracovatelském průmyslu u nás dominují velké firmy s majoritním zahraničním podílem, a velká část jejich produkce směřuje do zahraničí, zvyšuje to ještě více závislost naší ekonomiky na exportu, který dle listopadových údajů stagnoval³⁹¹.

graf 70: Na který sektor hospodářství se promítne dopad krize nejvíce - odborníci

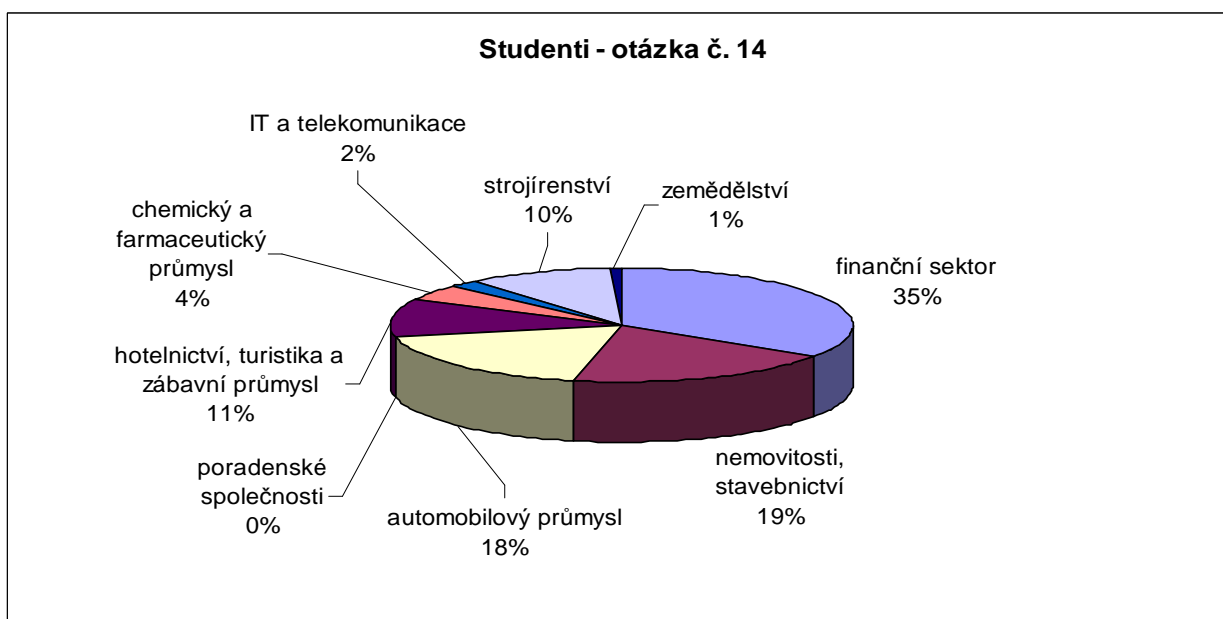


Je zajímavé sledovat rozdíly mezi odpověďmi odborníků a studentů. Zatímco odborníci se nejčastěji domnívají, že největší dopad měla krize na sektor nemovitostí/stavebnictví (34%) studenti se domnívají, že největší dopad byl na finanční sektor (34%). Tuto odpověď přitom odborníci (všichni zaměstnání ve finančním sektoru) zvolili pouze v 5% případů.

Dalšími nejčastěji volenými odpověďmi byl dopad na hotelnictví/turistiku/zábavní průmysl (23% odborníků) a na automobilový průmysl (22% odborníků).

³⁹¹ V lednu až listopadu 2009 klesl vývoz o 15,4% a dovoz o 19,2%.

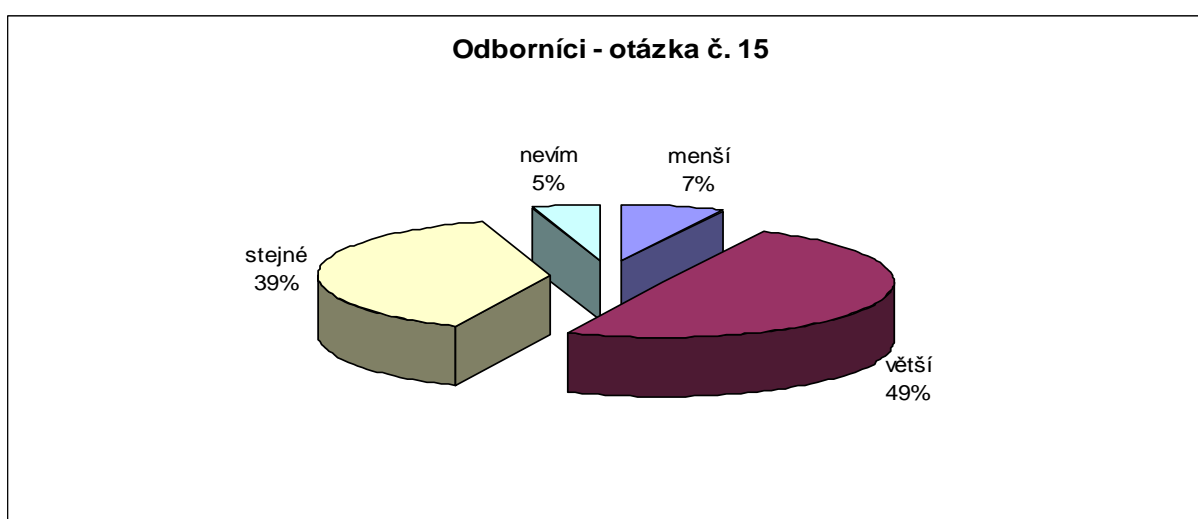
graf 71: Na který sektor hospodářství se promítne dopad krize nejvíce - studenti



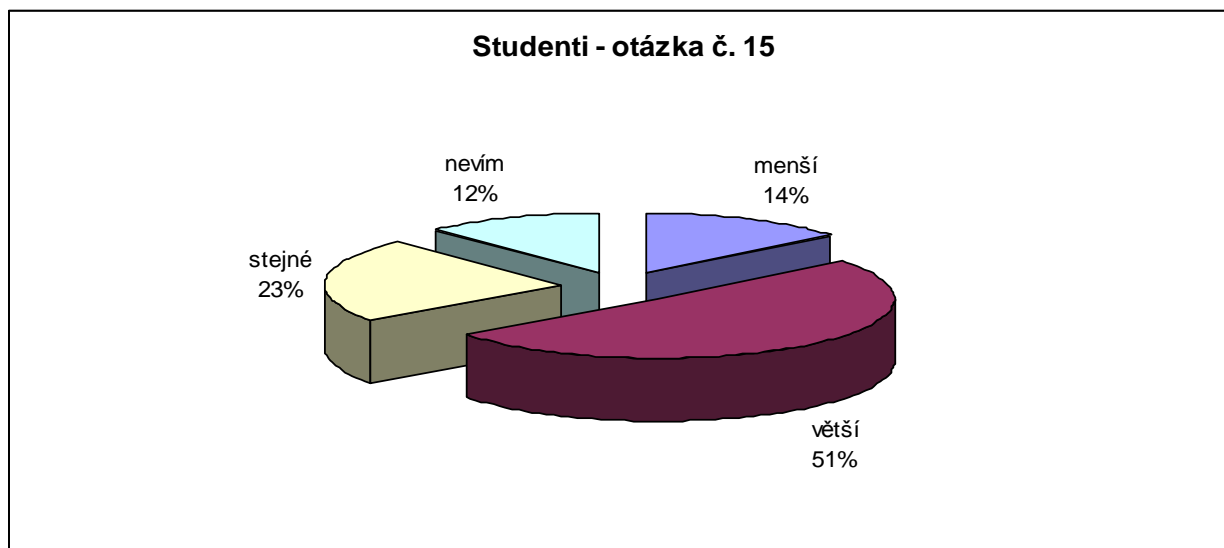
5.4.15 Analýza otázky č. 15

V odborných kruzích i v médiích se u nás po začátku krize diskutovala otázka, zda by dopady krize byly menší, pokud by ČR měla stejně jako např. Slovensko zavedeno euro. Odpověď na tuto otázku zjišťovala i **patnáctá otázka**. Žádný vyhraněný názor na tuto odpověď nemají ani odborníci ani studenti, i když o něco málo více se jich kloní k tomu, že dopady při zavedeném euru by byly větší (49% odborníků a 51% studentů).

graf 72: Jaké si myslíte, že by byly dopady krize na hospodářství ČR (ve srovnání se současnými dopady), kdyby bylo v ČR zavedeno euro - odborníci



graf 73: Jaké si myslíte, že by byly dopady krize na hospodářství ČR (ve srovnání se současnými dopady), kdyby bylo v ČR zavedeno euro - studenti

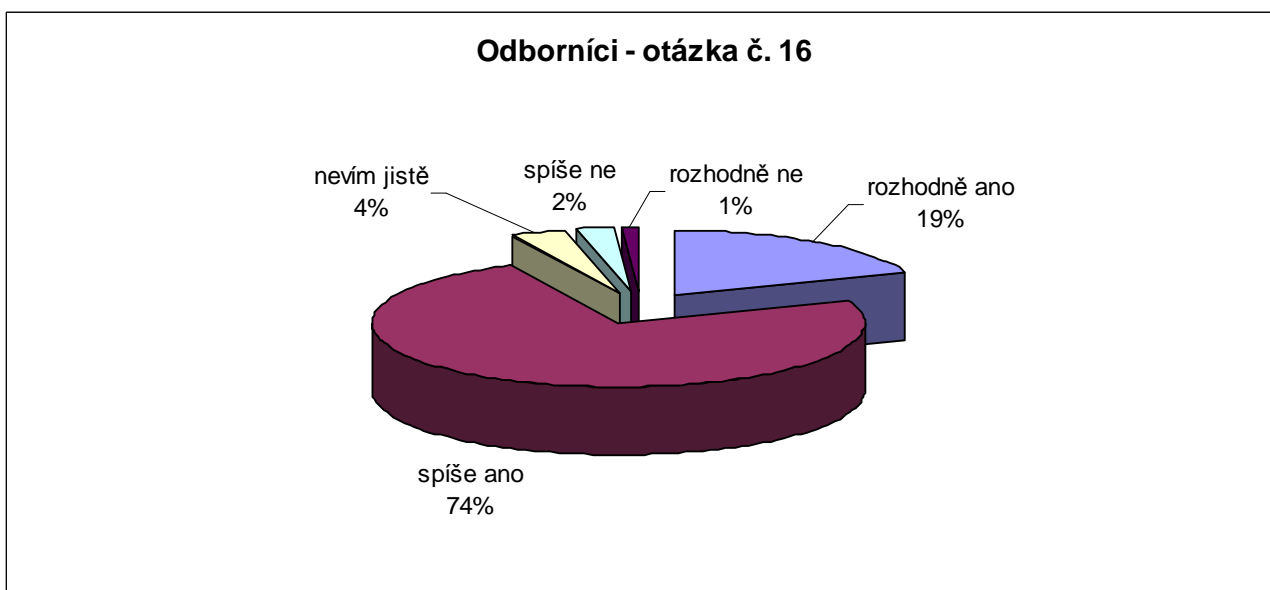


5.4.16 Analýza otázky č. 16

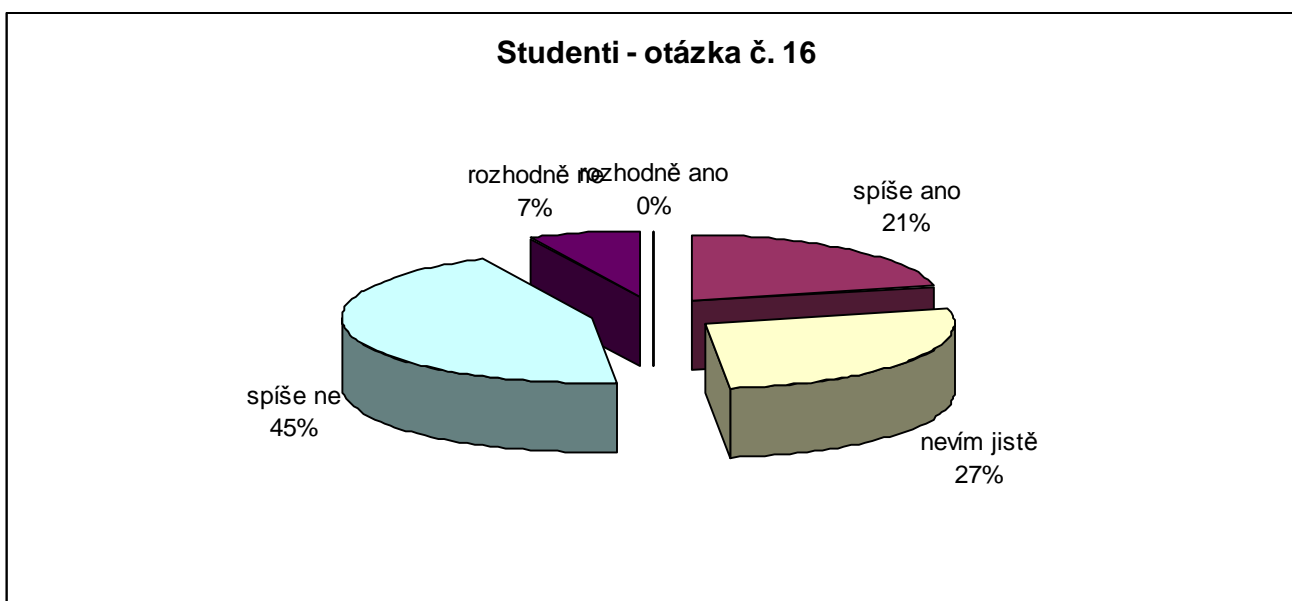
Protože finanční krize vznikla v bankovním sektoru a mnoho bank v Evropě i USA muselo být sanováno státem, diskutovalo se na začátku krize, zda i banky v ČR nemají podobné problémy a nakolik je bankovní sektor v ČR silný. **Šestnáctá otázka** se tedy zaměřila na to, jak respondenti vnímají finanční zdraví tuzemských bank.

V odpovědích odborníků a studentů se projevily obrovské rozdíly ve vnímání finančního zdraví bank v ČR. Zatímco drtivá většina odborníků (93%) se domnívá, že bankovní sektor v ČR je zdravý, studenti se ve většině (52%) domnívají, že sektor zdravý není. Studenti (27%) se také v mnohem větší míře než odborníci neumí k této otázce vyjádřit. To opět ukazuje na rozdíl ve vnímání lidí, kteří v oboru pracují, a vnímání studentů, kteří mají informace ve velké míře pouze z médií.

graf 74: Považujete banky v ČR za finančně zdravé a silné - odborníci



graf 75: Považujete banky v ČR za finančně zdravé a silné - studenti



Odpovědi na tuto otázku je také možné porovnat s analýzou provedenou ČNB, která ve své zprávě o finanční stabilitě uvádí, že český bankovní je sektor stabilní a nehrozí mu významnější otřesy.

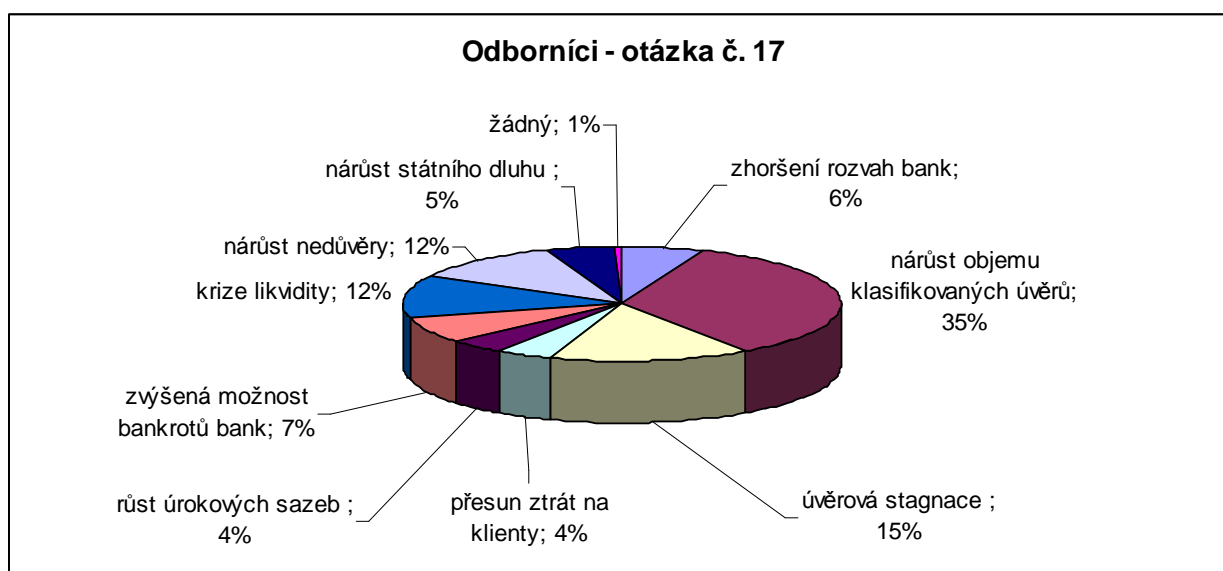
5.4.17 Analýza otázky č. 17

Dotazník ve 14 otázce zkoumal, na jaký sektor v ČR byly dopady krize nejhorší. **Sedmnáctá otázka** zkoumala nejhůře vnímané dopady krize **na banky v ČR**. Tímto je, dle odborníků, nárůst klasifikovaných úvěrů (34%), dále pak krize likvidity (12%) a nárůst nedůvěry (12%).

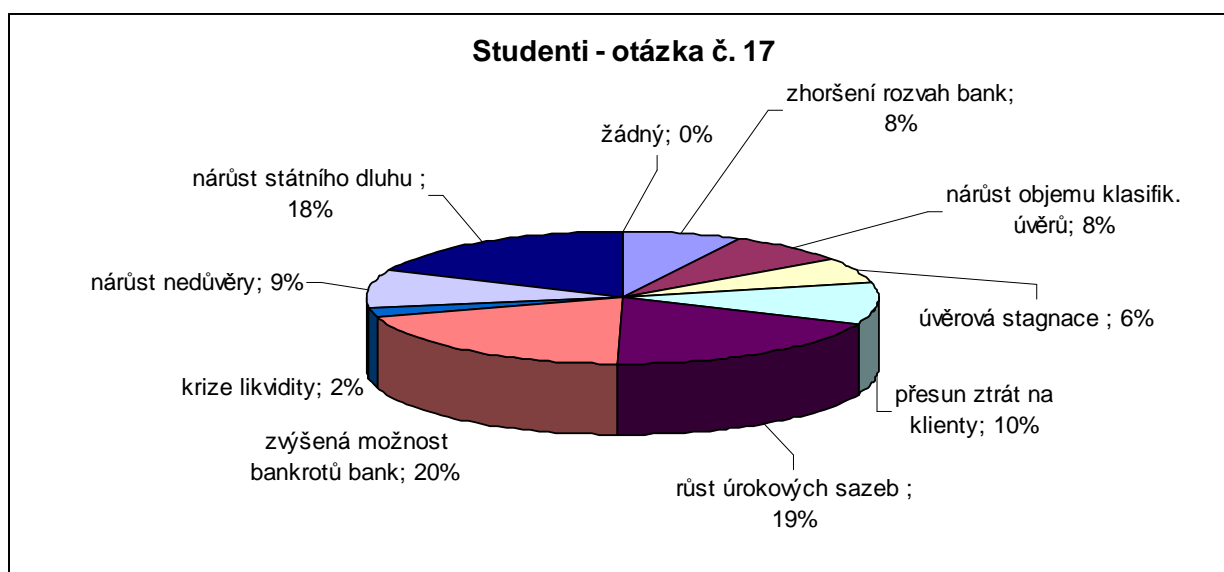
Studenti naopak jako nejhorší dopady vnímají zvýšenou možnost bankrotů bank (20%), růst úrokových sazeb (19%) a nárůst státního dluhu díky sanaci bank (18%). Zvláště tato poslední odpověď studentů je zajímavá, neboť v ČR k žádné sanaci bank (alespoň ne v důsledku této krize) nedošlo.

Z pohledu bankéřů je zřejmé, že za nejhorší dopad považují **nárůst klasifikovaných úvěrů**, neboť to je opravdu asi nejhorším důsledkem současné krize v bankovním sektoru. Je to dáno tím, že bankrotuje mnohem více podniků než v minulých letech, a tím pádem tyto podniky nesplácejí své úvěry (v posledním roce došlo k jednomu z největších korporátních bankrotů za poslední roky – např. Moravia Energo, Kordárna Velká nad Veličkou či OP Prostějov), zhoršují se také retailové úvěry v důsledku růstu nezaměstnanosti.

graf 76: Jaký je nejhorší dopad krize na banky v ČR - odborníci



graf 77: Jaký je nejhorší dopad krize na banky v ČR - studenti

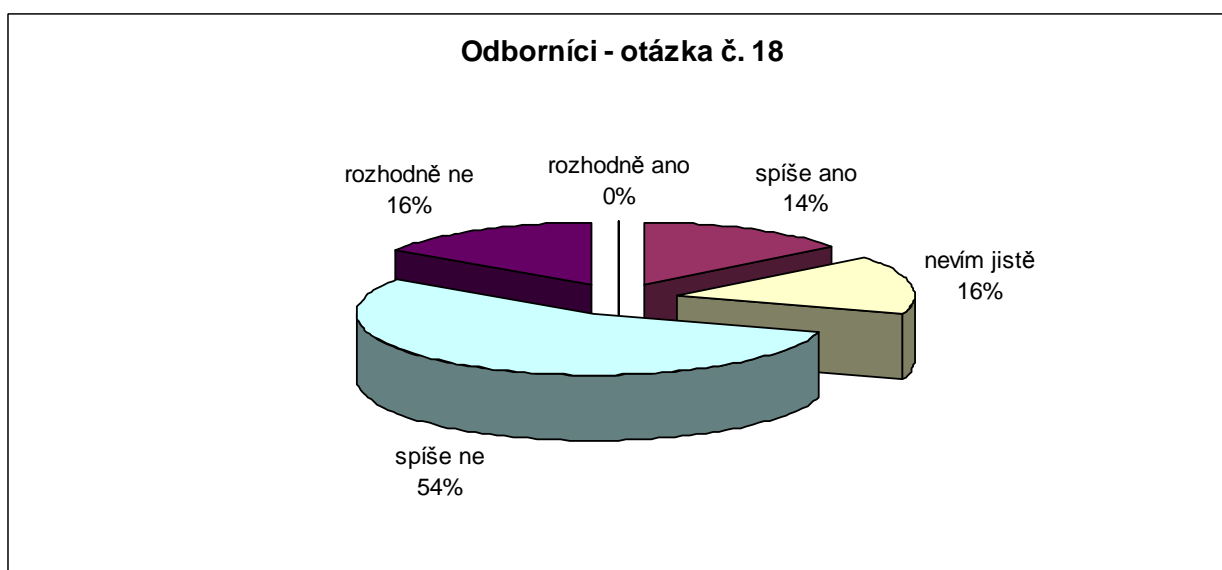


5.4.18 Analýza otázky č. 18

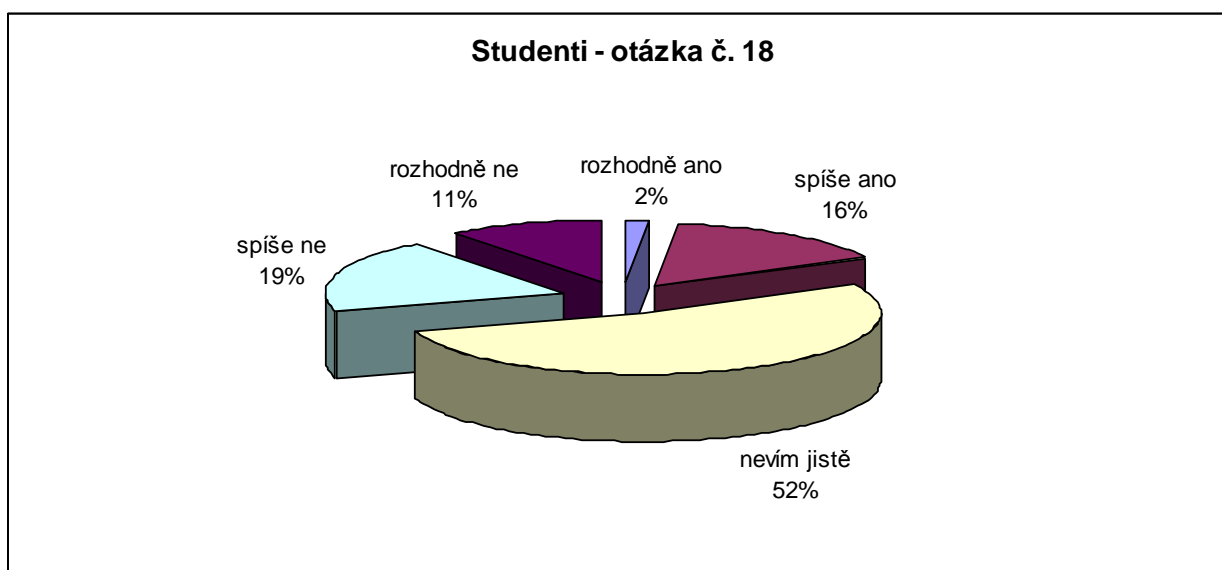
Jedním z důsledků finanční krize, který byl hojně diskutován a který dodnes vyvolává vášně, je sanace soukromých bank penězi ze státních rozpočtů (a tedy penězi daňových poplatníků). **Osmnáctá otázka** tedy zkoumala, zda respondenti souhlasí se sanací bankovního sektoru.

Nejvíce odborníků je toho názoru, že se sanací spíše nesouhlasí. Odborníci v ČR si ovšem „luxus“ této zásadové odpovědi mohli dovolit, neboť sanace v ČR neproběhla, a otázkou zůstává, jaký by byl jejich názor v případě, že by i ČR musela přistoupit k sanaci bank, aby je zachránila. Studenti na tuto otázku nemají silný názor a ve 53% zvolili odpověď „nevím jistě“.

graf 78: Souhlasíte se sanací bankovního sektoru - odborníci



graf 79: Souhlasíte se sanací bankovního sektoru - studenti



5.4.19 Analýza otázky č. 19

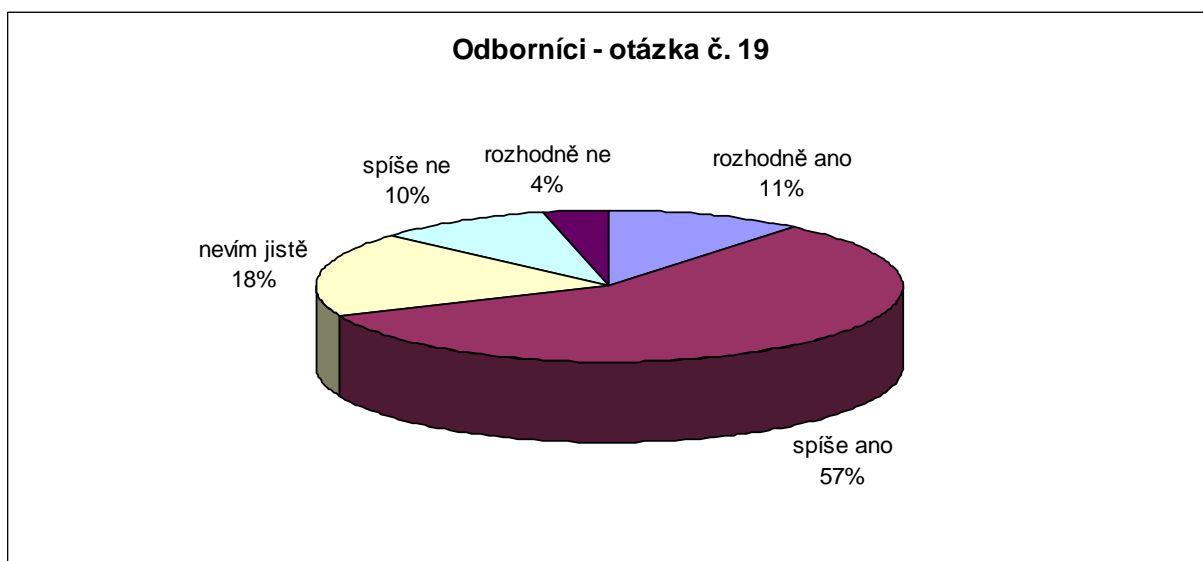
Cesta nízkých úrokových sazeb, kterou se dalo Japonsko nebo například také USA pro podporu skomírající ekonomiky, je jednou z možností řešení případné krize také v ČR. Nicméně deflace, ruku v ruce s nepříznivými ekonomickými podmínkami,³⁹² mohou být

³⁹² Například v případě Japonska se jedná o nerestrukturalizované hospodářství a břemeno nesplácených dluhů (viz. kapitola 7.2.5. japonská krize)

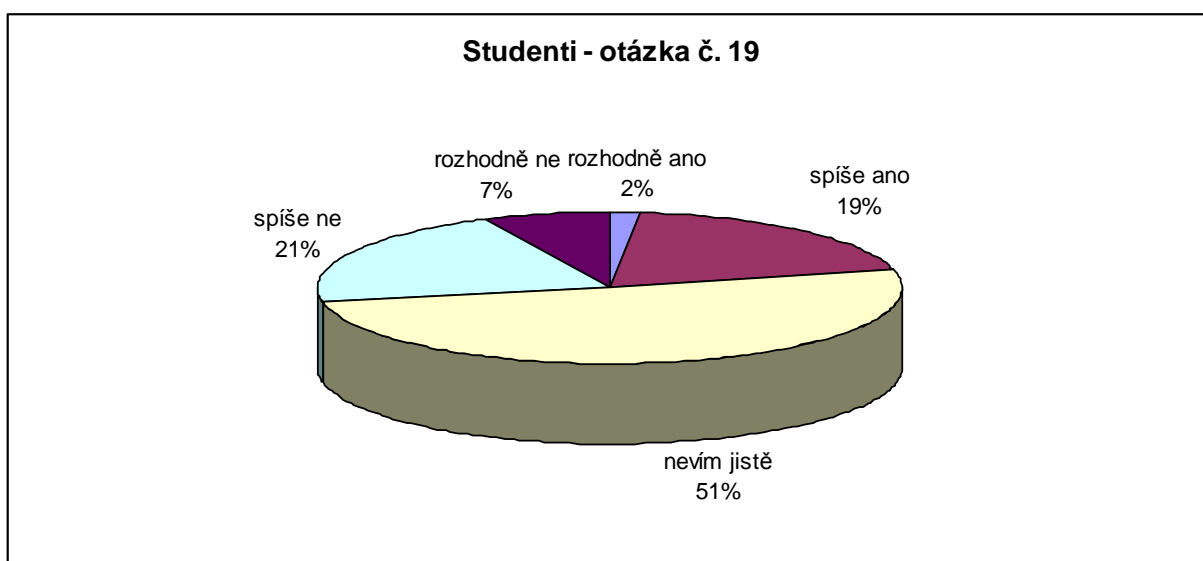
cestou do deflačně-recesní spirály. Na vhodnost cesty nízkých úrokových sazeb byli dotázáni respondenti v **devatenácté otázce**.

Nadpoloviční většina (68%) odborníků se domnívá, že tato cesta je rozhodně nebo spíše vhodná, a pouze 14% je opačného názoru. Většina studentů (51%) se k této otázce nedokázala vyjádřit a zvolila odpověď „nevím jistě“. Z těch, kteří mají silný názor, se však většina přiklonila k tomu, že tato cesta vhodná není.

graf 80: Je ČNB zvolená cesta nízkých úrokových sazeb vhodná - odborníci



graf 81: Je ČNB zvolená cesta nízkých úrokových sazeb vhodná - studenti



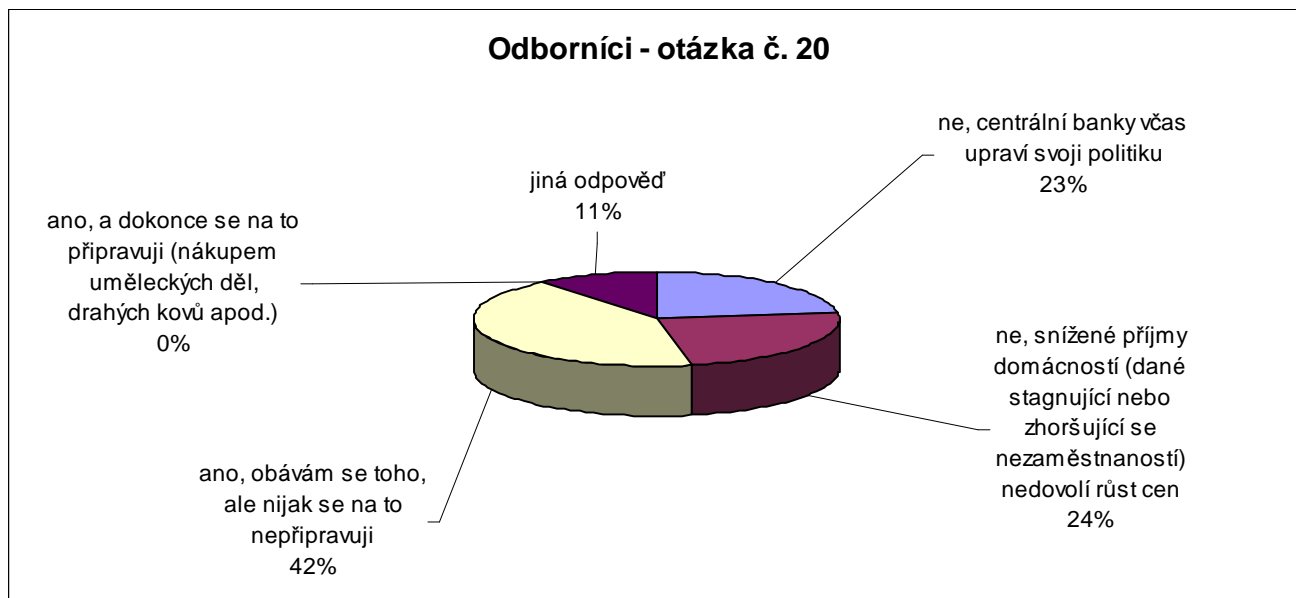
5.4.20 Analýza otázky č. 20

Dvacátá otázka v návaznosti na skutečné snižování úrokových sazeb zjišťovala, zda existuje reálná hrozba vysoké inflace v důsledku velmi nízkých úrokových sazeb.

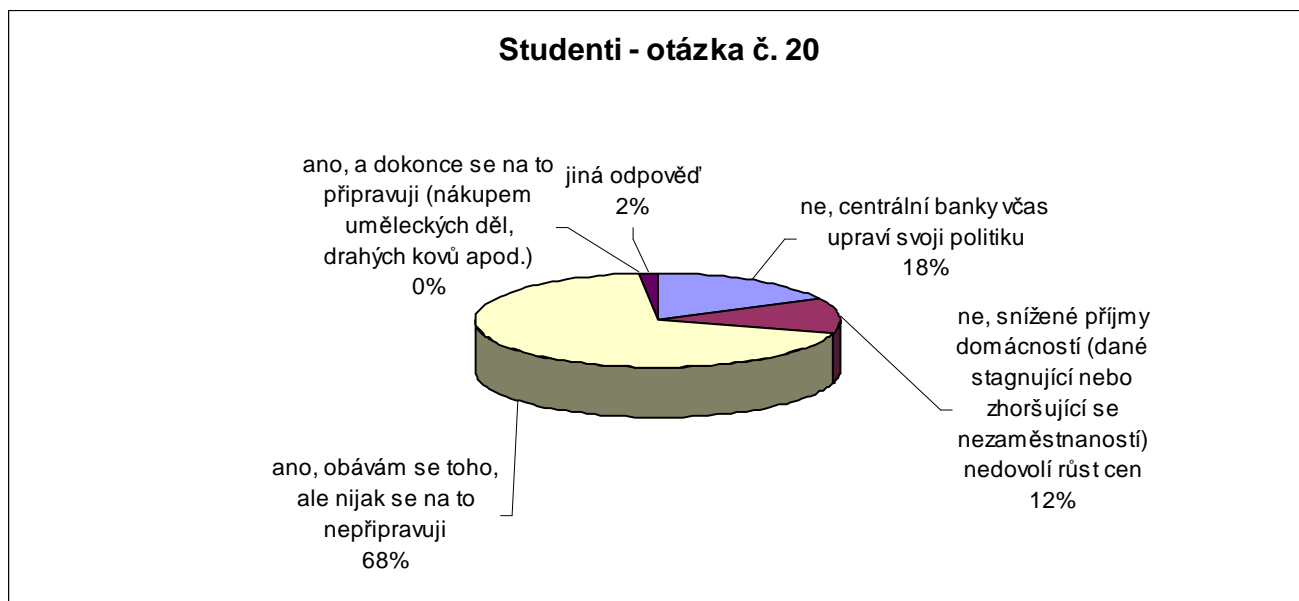
Téměř polovina odborníků se domnívá, že tato hrozba neexistuje, a to buď proto, že věří, že centrální banky včas upraví svoji politiku (23%) nebo snížené příjmy domácností růst cen nedovolí. Téměř stejné procento odborníků (42%) se vysoké inflace obává, ale nijak se na to nepřipravuje. Navíc 11% odborníků zvolilo jiné odpovědi, ve kterých většinou vyjadřovali obavy z vysoké inflace. Odborníci se tedy rozdělili na dvě téměř stejné skupiny s opačným názorem. I z toho je zřejmé, jak je obtížné predikovat jakýkoli budoucí vývoj.

Studenti mají na tuto otázku jednoznačnější názor a ve dvou třetinách případů (přesně 68%) se vysoké inflace obávají.

graf 82: Může svět čelit hrozbě vysoké inflace v důsledku nízkých úrok. sazeb - odborníci



graf 83: Může svět čelit hrozbě vysoké inflace v důsledku nízkých úrok. sazeb - studenti



Jiné odpovědi:

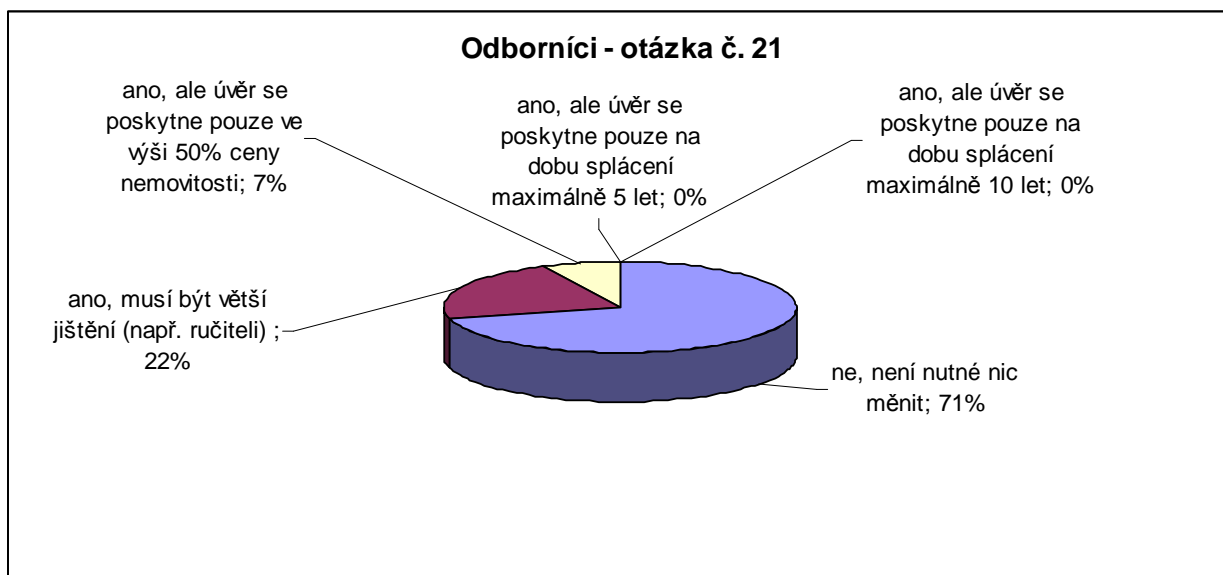
- „Jsem názoru, že řešení dluhů bude probíhat přes inflaci a devalvaci měn, řešení dluhů prostřednictvím bankrotů nebylo politiky přijato a žádné další řešení neznám.“
- „Ano, hrozba vysoké inflace existuje, pokud centrální banky včas neupraví svoji politiku.“
- Horší než nízké sazby je monetizace dluhu“ (tato odpověď se vyskytla 2x).
- „Ano, riziko budoucího vzestupu inflace tady bezesporu je. Klíčové bude, jak dlouho budou držet centrální banky svou měnovou politiku uvolněnou.“
- $\downarrow i \rightarrow \uparrow P$ vždy v dlouhém období.
- „Zřejmě k růstu inflace dojde, možná bude i částečně řízena národními bankami – růst inflace je vždy výhodný pro dlužníka, tedy v tomto případě stát (emise dluhopisů ...)“.
- „Ne, snížené příjmy domácností (dané stagnující nebo zhoršující se nezaměstnaností) nedovolí růst cen; v delším časovém horizontu je však hrozba inflace reálná.“
- „Inflace bude zřejmě vyšší.“

5.4.21 Analýza otázky č. 21

Studie MMF³⁹³, která odhalila snížení úvěrových standardů při poskytování hypoték, byla podnětem pro **dvacátou první otázku** - „Myslíte si, že je nutno změnit podmínky pro poskytování úvěrů na nemovitosti v ČR, aby nevznikla hypoteční krize?“

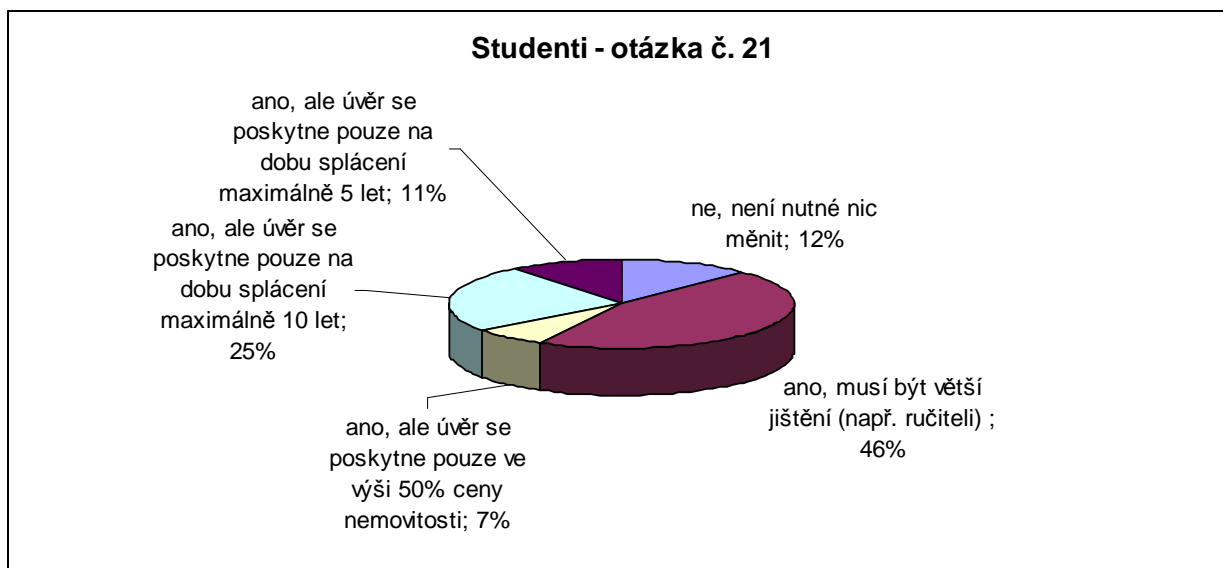
V odpovědi na tuto otázku se odborníci a studenti naprosto rozcházejí. Zatímco se většina odborníků (71%) domnívá, že v ČR pro poskytování úvěrů na nemovitosti není nutné nic měnit, je drtivá většina studentů (88%) toho názoru, že změny jsou nutné (např. 46% se domnívá, že je potřeba většího jistění). Tyto odpovědi mohou svědčit o tom, že studenti se pod vlivem médií obávají zvýšeného zadlužování domácností a možných dopadů na hospodářství ČR, dále o tom, že studenti neznají do detailů způsob poskytování hypotečních úvěrů v ČR a podmínky těchto úvěrů (např. to, že v ČR ručí dlužník za hypoteční úvěr celým svým majetkem, kdežto v USA, kde krize vznikla, ručí dlužník pouze zastavenou nemovitostí). O tom svědčí např. fakt, že 36% studentů se domnívá, že by maximální doba splácení měla být 10, resp. 5 let. To by ovšem vedlo k tomu, že by se úvěry poskytovaly na mnohem menší částky, než je tomu nyní, nebo by se neúměrně zvýšila měsíční splátka úvěru.

graf 84: Je potřeba změnit podmínky pro poskytování úvěrů na nemovitosti v ČR, aby nevznikla hypoteční krize - odborníci



³⁹³ Dell'Ariccia, G., Igan, D., Laeven, L.: Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market. IMF WP, WP No. 08/106, April 2008.

graf 85: Je potřeba změnit podmínky pro poskytování úvěrů na nemovitosti v ČR, aby nevznikla hypoteční krize - studenti

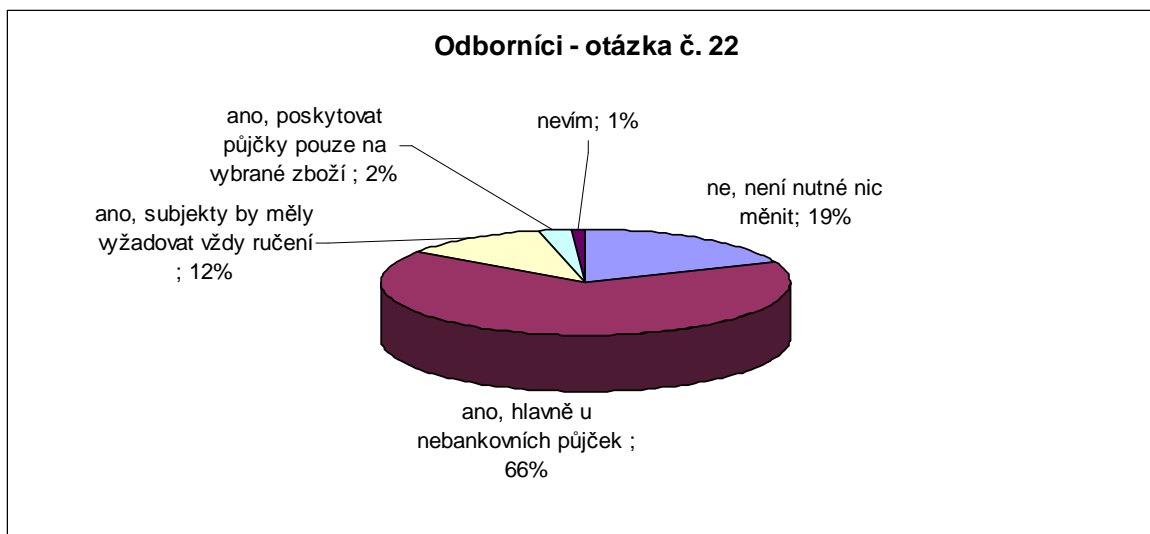


Na druhou stranu je pravda, že po vypuknutí krize upravily banky některé podmínky poskytování hypotečních úvěrů (zejména snížily velikost možného úvěru ve vztahu k hodnotě financované nemovitosti a neposkytují již tak často úvěry ve výši 100% ceny nemovitosti).

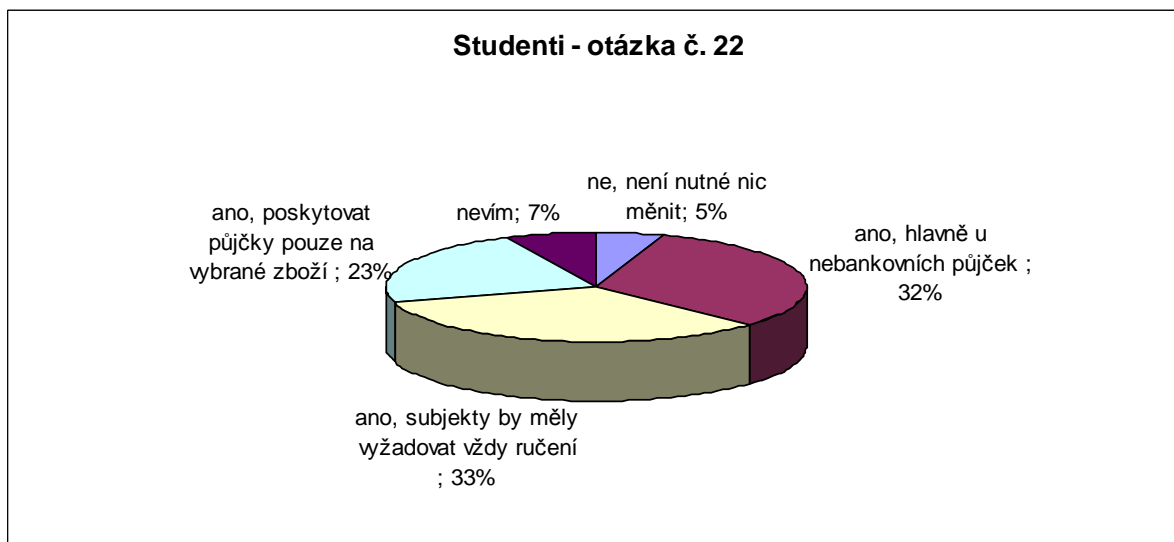
5.4.22 Analýza otázky č. 22

Dvacátá druhá otázka zkoumá, zda je potřeba změnit podmínky pro poskytování spotřebitelských úvěrů v ČR. Na rozdíl od předchozí otázky se většina odborníků (80%) domnívá, že změny jsou nutné. Je ovšem zajímavé, že většina odborníků (66%) nemíří do bankovní sféry, ale domnívají se, že změny jsou nutné hlavně u nebankovních půjček. Pouze 14% je toho názoru, že změny by se měly týkat i bank (např. požadavek na ručení – 12% odpovědí – či na to, aby půjčka byla poskytována pouze na vybrané zboží – 2%). Také drtivá většina studentů se domnívá, že změny jsou nutné (88%). Méně studentů však míří pouze do nebankovní sféry (32%). Velká část studentů je také radikálnější a kloní se k větší regulaci a omezení těchto půjček (23% studentů je pro to, aby se půjčky poskytovaly pouze na vybrané zboží).

graf 86: Je potřeba změnit podmínky pro poskytování spotřebitelských úvěrů v ČR, aby nedocházelo k předlužování domácností – odborníci



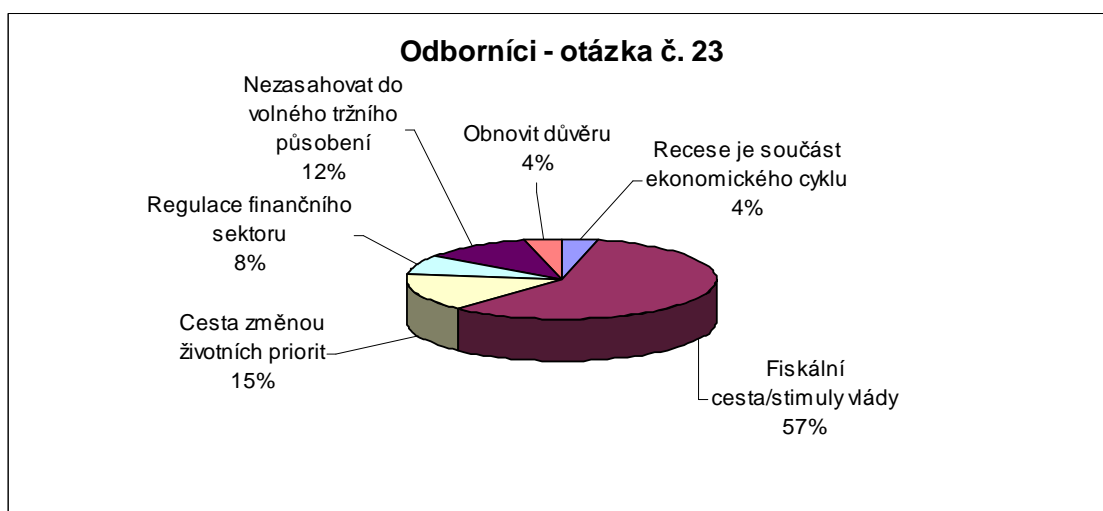
graf 87: Je potřeba změnit podmínky pro poskytování spotřebitelských úvěrů v ČR, aby nedocházelo k předlužování domácností - studenti



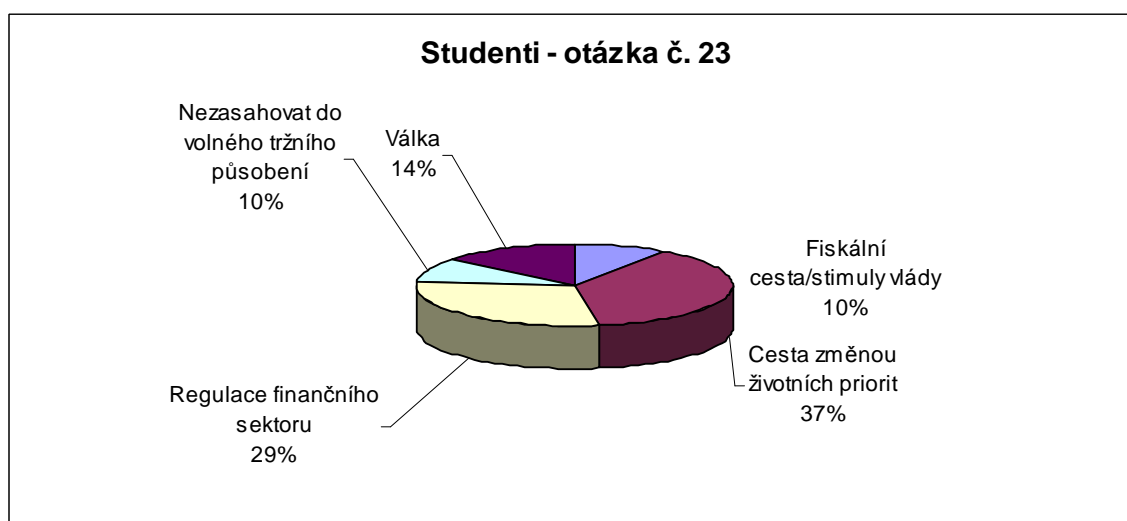
5.4.23 Analýza otevřených otázek

Dvacátá třetí otázka zkoumá názor, jaká je nejlepší cesta z krize. Vzhledem k tomu, že zde respondenti nevybírali z možných odpovědí, ale odpovědi vypisovali, vyhodnocení bylo obtížnější. Odpovědi bylo ovšem možné rozčlenit do několika okruhů možných řešení krize. Většina odborníků (57%) se domnívá, že nejlepší cestou z krize jsou fiskální pobídky a stimuly vlády. 15% odborníků vidí cestu spíše ve filozofickém pojetí západní civilizace a je pro změnu životních priorit. 16% je pak pro to, aby se nechal věcem volný průběh (domnívají se buď, že by se nemělo zasahovat do volného tržního působení, či že recese je součástí ekonomického cyklu).

graf 88: Jaká je nejlepší cesta z krize - odborníci



graf 89: Jaká je nejlepší cesta z krize - studenti

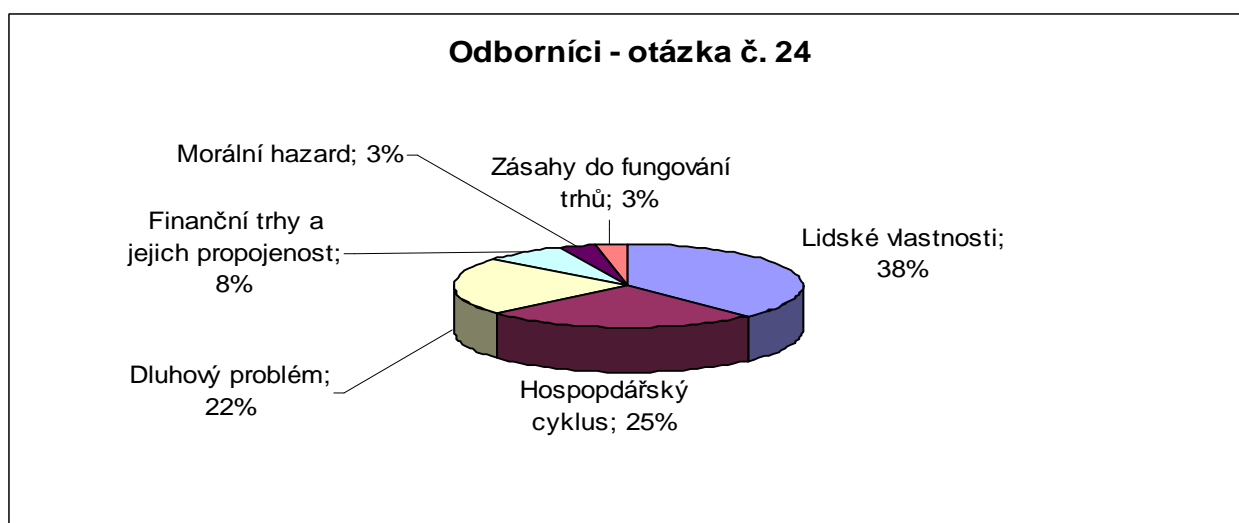


Naopak studenti se ve většině (37%) kloní spíše k idealistickému pojetí a tomu, že nejlepší cestou je změna životních priorit. Hodně studentů se také kloní k větší regulaci

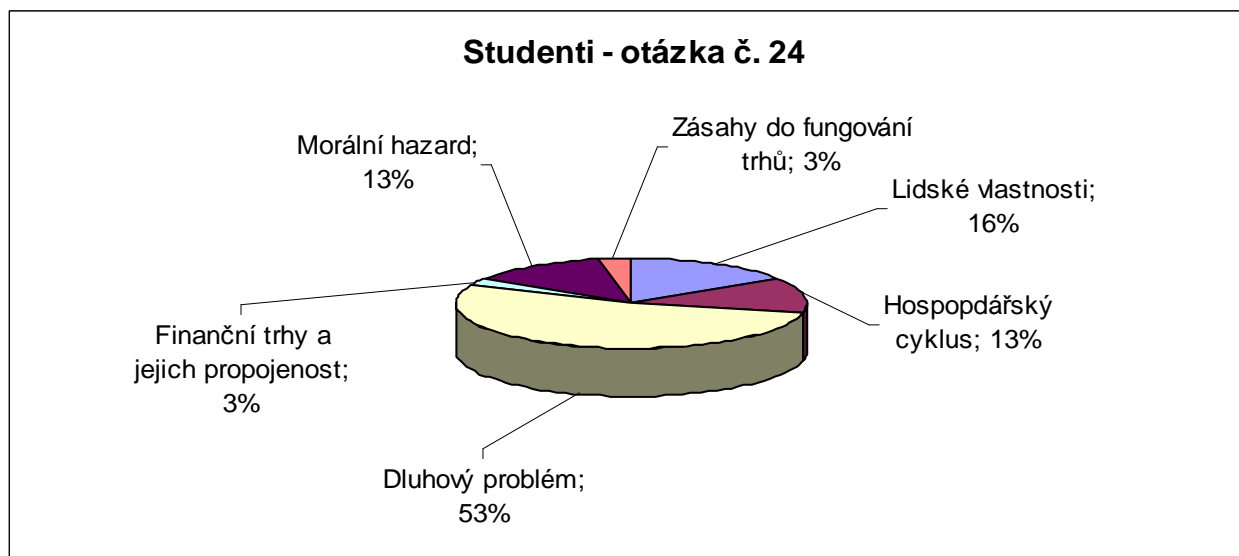
finančního sektoru (29%) a je zajímavé, že 14% studentů se domnívá, že řešením je válka. Pouze 10% studentů vidí řešení ve fiskální cestě a pobídkách vlády.

Dvacátá čtvrtá otázka zkoumá obecně názor na důvody vzniku krizí. I v této otázce se ukázaly diametrální rozdíly v názorech odborníků a studentů. Největší část odborníků se domnívá (38%), že důvodem byly lidské vlastnosti. K tomuto typu odpovědi se ale přiklonilo pouze 16% studentů. Ti naopak ve většině (53%) vidí příčinu v dluhovém problému.

graf 90: Co je důvodem vzniku krizí - odborníci



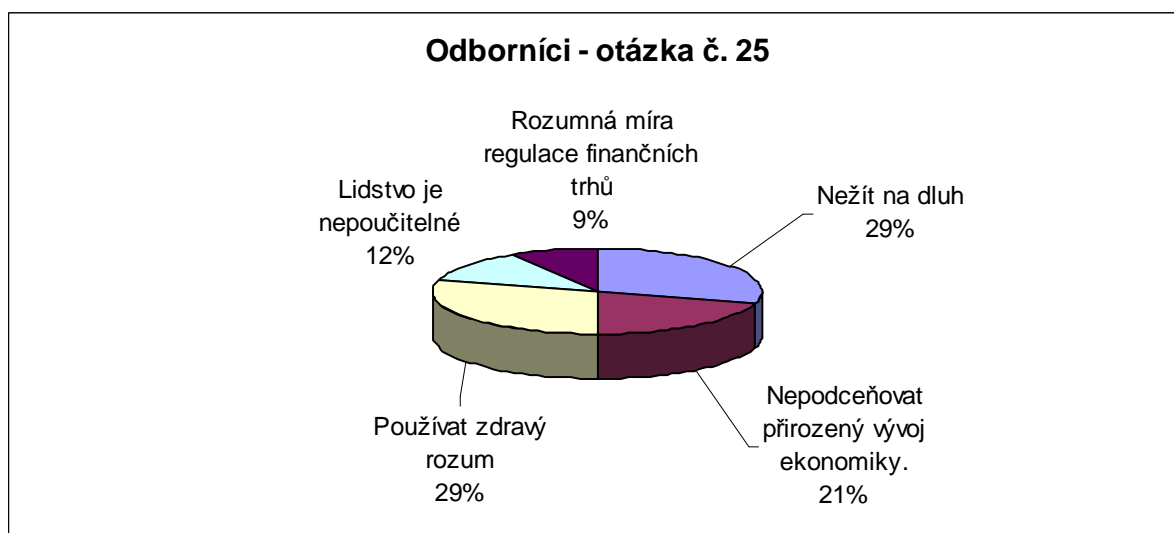
graf 91: Co je důvodem vzniku krizí - studenti



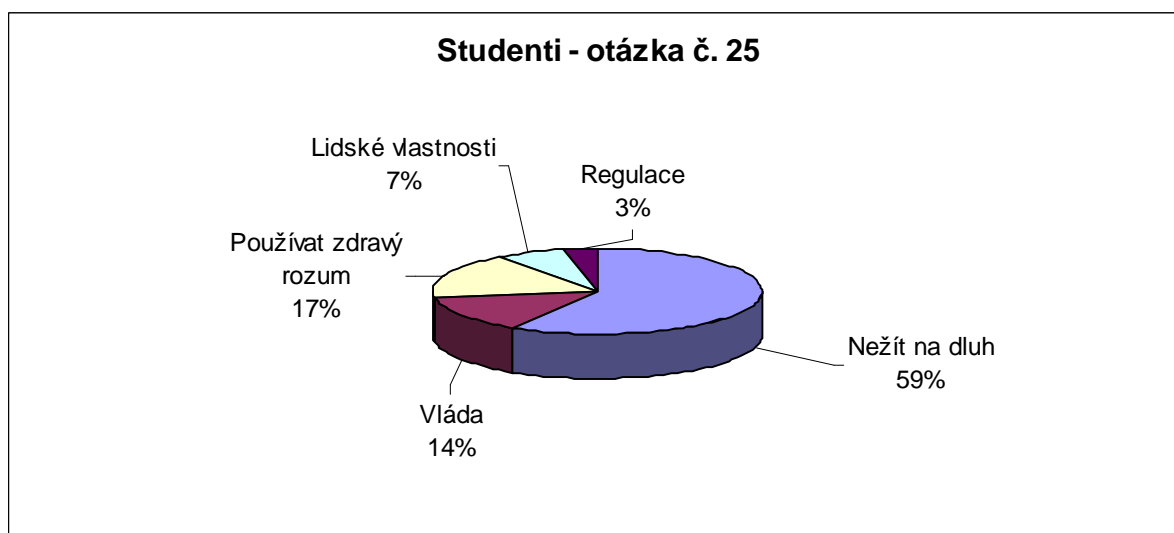
Dvacátá pátá otázka se zaměřuje na to, jaké by mělo být hlavní poučení z krize.

V této otázce se odborníci rozdělili na tři téměř stejné skupiny. 29% se domnívá, že hlavním poučením by mělo být používání zdravého rozumu, dalších 29% vidí poučení v tom, že by se nemělo žít na dluh, a 21% se kloní k nepodceňování přirozeného vývoje ekonomiky. Zajímavou odpovědí je, že lidstvo je nepoučitelné (12%). Studenti se ve většině (59%) shodli na tom, že hlavním poučením by mělo být nežít na dluh.

graf 92: Jaké by mělo být hlavní poučení z krize - odborníci



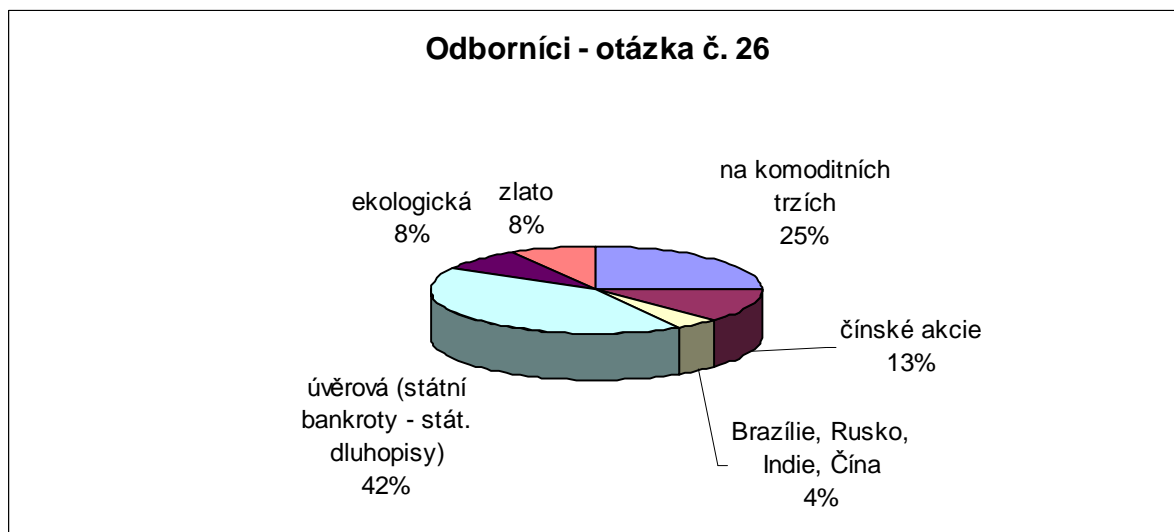
graf 93: Jaké by mělo být hlavní poučení z krize - studenti



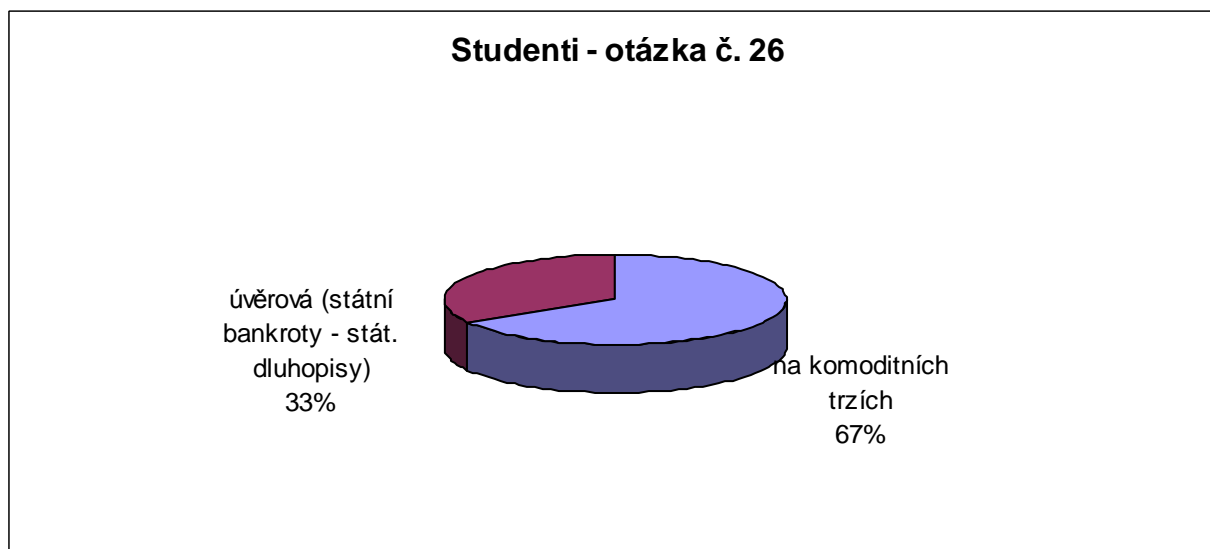
Dvacátá šestá otázka byla otázka, která byla zodpovězena nejmenším počtem respondentů. Je to dáno zřejmě tím, že tato otázka byla ryze spekulativní a zajímala se o názor na to, jaká bude další bublina. Názory odborníků byly různorodé, nejvíce z nich

(42%) vidí další bublinu také v úvěrové oblasti (státní dluhopisy). Další bublina by však mohla podle odborníků vzniknout také na komoditních trzích (k čemuž se také kloní největší část studentů – 67%), na trzích BRIC, u čínských akcií či v oblasti ekologie.

graf 94: Jaká bude další bublina - odborníci



graf 95: Jaká bude další bublina - studenti



5.5 Jak ven z krize dle předních ekonomů?

Ekonomická důvěryhodnost Západu byla krizí silně narušena, finanční systém USA a jiných západních zemí selhal, renesanci mohou zažít různé nacionálně-sociální politické strany. Navíc komunistická Čína dosáhne relativně silnějšího mezinárodního postavení, protože je pravděpodobné, že ji mezinárodní krize postihne méně, i když jistě díky nižšímu exportu se nevyhne určitým ekonomickým problémům. Nicméně její růst se během třetího čtvrtletí 2008 snížil na 9%, což je sice nejpomalejší růst Číny za pět let, ale je to tempo, které je pro mnoho států momentálně nedosažitelné.

Krize zdůraznila myšlenku, že hlavními prioritami pro západní společnost jsou materiální hodnoty a jejich shromažďování, permanentní růst a honba za profitem. Lidé navíc přemýšlejí v krátkodobém horizontu, sobecky řeší aktuální potřebu, budoucnost dalších generací je pro ně neaktuální, příliš virtuální. Je tohle správný přístup?

Krizi zapříčinila chamtivost investorů, bankéřů, brokerů, kteří byli motivováni provizemi a odměnami. Nemělo by odměňování být na základě reálného, ekonomického a dlouhodobého výkonu namísto účetního? Nezpůsobuje bezohlednou honbu za ziskem bez ohledu na budoucí dopad? Svou roli jistě sehrál morální hazard a ono odevšad zaznívající „*too big to fail*“. Další oblastí, momentálně také veřejně diskutovanou, jsou zisky bank, které jsou privátní, zatímco velké ztráty jsou veřejné.

Jak ovlivní vlastní problémy s finančními systémy a rostoucí fiskální deficity Západu provádění mezinárodních iniciativ? Mnohé úvěry poskytované do rozvojového světa byly náhle ukončeny, stažením zahraničního kapitálu došlo k oslabení národních měn, bankovního systému a oslabení ekonomiky těchto států. Jako ilustrativní příklad zmiňme Lotyšsko či Maďarsko. Pokles cen ropy zase významně ovlivnil Rusko, kde došlo málem k pádu rublu. Předlužené Řecko zase požádalo o pomoc Evropskou unii a Mezinárodní měnový fond ve výši 110 mld. EUR (zhruba 2,8 bln Kč) a reálně hrozí, že se do podobných obtíží dostanou i jiné státy (Portugalsko, Španělsko).

Přestože se ojediněle vyskytovala varování před hrozící krizí, nikdo na ně neslyšel. **Charles Kindleberger** již v roce 2002 upozorňoval na bublinu na trhu nemovitostí, **Edward E. Gramlich** v roce 2000 upozorňoval Alana Greenspana na dění na trhu rizikových hypoték, podruhé již veřejně přednesl své obavy (v r. 2007). Profesor

ekonomie na New Yorkské univerzitě **Nouriel Roubiny** předpověděl recesi, ke které dojde díky prasknutí nemovitostní bubliny, na rok 2006. Přesto všichni investoři slepě následovali „lídry“ trhu.

Anrew G. Haldane z Bank of England prezentoval na 45. výroční konferenci Federální rezervní banky v Chicagu malá ponaučení z velké krize. Jedná se o sedm postřehů, které mají ve společném jmenovateli nedostatečnou informovanost³⁹⁴:

- finanční systém s lepším tržním i regulačním dohledem,
- když hodnotíme banky, je třeba se zaměřit více na hodnocení výnosnosti aktiv (ROA) než na výnosnost vlastního kapitálu (ROE). Dále je potřeba systémově přísněji ošetřit využití finanční páky,
- je potřeba zlepšit regulaci klíčových finančních institucí,
- banky nemohou projít „zátěžovým“ testem³⁹⁵ – vstupy i výstupy jsou statistické, ale výsledné hodnocení (závěry) je nutně subjektivní, dále vyvstává otázka toho, jaké scénáře mají být testovány a jak stanovit hranici „úspěšného“ absolvování testu,
- důležitým faktorem úspěchu jsou dobře fungující platební a vypořádací systémy, které Haldane nazývá potrubím systému, a centrální banky by se měly zaměřit na jejich dohled a právní úpravu,
- je nutná reforma OTC trhů³⁹⁶
- ziskovost bank byla cestou do krize a Haldane v ní vidí i cestu, jak z ní ven.

Tomáš Munzi naopak spatřuje primární léčbu krize ve státních záchranných programech, které umožňují finančním dravcům přežít. Dle něj nelze, aby selhal systém, protože selhávají konkrétní lidé³⁹⁷:

³⁹⁴ Česká národní banka: Monitoring centrálních bank-září. ČNB, 2009, s. 10-11.

³⁹⁵ Zátěžový test, kterým prošlo v prvním pololetí roku 2009 v USA 19 bank, z toho jich navýšit kapitál bude potřebovat 10 (např. Wells Fargo, Citigroup nebo Bank of America). V ČR došlo k zátěžovému testu v září 2009 (viz. kapitola Zátěžové testy ČNB a simulace budoucího vývoje).

³⁹⁶ OTC trhy (Over The Counter) = **trhy podnikových dluhopisů, trh s finančními deriváty a peněžní trh**, OTC trhy jsou trhy s volným přístupem, poptávka a nabídka instrumentů není organizována žádným subjektem, investoři prodají instrument každému, kdo respektuje jejich cenu. Na rozdíl od burzovních obchodů a mimoburzovních obchodů (RM systém, NASDAQ) se jedná o neorganizovaný trh (Veselá, 2005).

³⁹⁷ Munzi, T: Jak vyléčit finanční krizi. Euro č. 6/2009, s. 84-85.

„Řekneme-li si to politicky velmi nekorektně, nejdůležitější pro ozdravení ekonomiky není vyčištění zaneřádných bilancí, ale očištění od lidského „antikapitálu“, který selhal a přivedl svět na pokraj finanční katastrofy. Pokud očištění nebude kvůli státním intervencím dostatečné, jsme na nejlepší cestě zopakovat si dnešní situaci. V zásadě je absurdní hovořit o nebezpečí systémového selhání. Selhávat totiž mohou jen konkrétní lidé či instituce utvářející systém. Nikoliv nějaký anonymní systém sám o sobě.“

Munzi dále uvádí, že symptomy krize se léčí jejími příčinami a vytváří tak začarovaný kruh. Dochází k prohlubování „bankovního socialismu“, manipulační politiky centrálních bank, morálního hazardu. Pumpování peněz do ekonomiky, manipulace s úrokovými sazbami vedou k nesprávným investicím, bublinám na trzích aktiv.

Roger Lowenstein zase uvádí šest „zdravotních problémů“ finančního sektoru³⁹⁸:

- příliš nízká či neexistující regulace trhu s hypotékami a jimi jištěnými dluhopisy,
- podhodnocené povinné bankovní rezervy a ostatní kapitálové požadavky,
- investiční deriváty a obchodování s nimi přináší obrovská rizika,
- hodnocení bonity strukturovaných cenných papírů bylo chybné (patří sem například CDO),
- velké odměny bankéřů motivovaly k ještě většímu hazardování s majetkem klientů i podniků,
- vládní odezva na kolaps na Wall Streetu podnítila k dalšímu riskování bez nutnosti nést důsledky a odpovědnost.

Americká veřejnost byla velmi pobouřena, když zjistila, že stát chce sanovat banky, které v předchozích letech vyplatily desítky milionů USD svým manažerům na odměnách. Například ředitelé velké pětky bank³⁹⁹ si vydělali za pět let 3,1 mld USD⁴⁰⁰ (cca 51,5 mld Kč). Je potřeba si uvědomit, že v investičních bankách většinou klienti mají alokovány své volné peněžní prostředky, zatímco v komerčních bankách mají většinou své celoživotní úspory, proto problémy investičních bank nebyly pro veřejnost primárně tak nebezpečné jako problémy Washington Mutual nebo Wachovie. Nakonec plán záchrany bank byl schválen Kongresem napodruhé, ovšem vnímání americké

³⁹⁸ Lowenstein, R.: Jak opravit bankovní sektor v šesti krocích. E15 z 18.11.2009.

³⁹⁹ Jedná se o tzv. velkou bankovní pětku (Bear Stearns, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Goldman Sachs, a Morgan Stanley).

⁴⁰⁰ Horská, J.: Položili banky a dostali za to miliony. Hospodářské noviny ze dne 29.9.2008.

veřejnosti se nezměnilo. Vláda prezidenta Baracka Obamy navrhuje dokonce v rámci reformy regulace finančního sektoru odebrat FEDu právo sanovat velké finanční společnosti a chce tuto pravomoc ponechat pouze vládě.

Gabriel Eichler, Česko-slovenský finančník, který v letech 1975-1990 působil v Bank of America, v rozhovoru pro Hospodářské noviny uvedl⁴⁰¹:

„...Jsem ještě ze staré školy. My jsme se v bance učili, že kdo si bere hypotéku na dům, měl by 30 procent nákladů krýt z vlastních peněz, nebo lépe 40 procent. Chlap musí cítit, že jde i o jeho kůži, his skin has to be in!“

Miroslav Singer, viceguvernér ČNB, ve své prezentaci ze 20.7.2009⁴⁰² uvádí několik důvodů, proč by cesta z krize měla být:

➤ *dlouhá a obtížná:*

- předchozí přehřívání ekonomik bylo dlouhodobé
- finanční krize bývají delší než krize „obyčejné“
- může existovat ještě mnoho latentních problémů, o kterých se doposud neví

➤ *krátká a „snadná“*

- obrovské fiskální stimuly
- krátkodobý politický zájem pro oživení může převážit dlouhodobý zájem mít zdravou ekonomiku (aneb „ať to stojí, co to stojí“)

Vzniká však riziko, že dopady stimulačních zásahů se vyčerpají dříve, než dojde k odeznění fundamentálních příčin krize, a pak může dojít k dalšímu poklesu ekonomik (krize ve tvaru W).

Zlatý věk světové ekonomiky⁴⁰³ byl umožněn souhrou několika příznivých faktorů⁴⁰⁴ a jakmile se síla těchto stimulů snížila, ekonomika začala sklouzávat do stagnace. Jediné, co poskytovalo skomírající ekonomice další stimul, byly vládní výdaje na obranu

⁴⁰¹ Hospodářské noviny, Gabriel Eichler: Chlap musí cítit, že jde i o jeho kůži. HN ze dne 10.10.2008, s. 11.

⁴⁰² http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20090720_czech_slovak_prof_com.pdf, citace ze dne 5.12.2009, 21:53.

⁴⁰³ Roky 1950-1969.

⁴⁰⁴ Hromadění individuálních úspor v době války, masivní obnova válkou zničené Evropy a Japonska, rozvoj průmyslu a velká vlna automobilizace v USA, závody ve zbrojení v době studené války, rozvoj reklamního sektoru a rozšiřování prodejních kapacit, následkem toho rozvoj finančního, pojišťovacího a realitního sektoru, aj.

a masivní nárůst zadlužování, včetně spekulací. Tento nový druh „finančního kapitalismu“ bývá označován také jako „paradoxní druh finančního keynesiánství“, kdy je poptávka primárně povzbuzována působením bublin a USA zaujímá vedoucí roli. Dluhové zatížení na HDP v USA znamenalo za posledních téměř 40 let významný nárůst – ze 150% v roce 1970 na 346% v roce 2007. Nejzadluženějším unijním státem je Itálie, kde poměr jejího dluhu na HDP je 115,8%, hned za ní následuje Řecko (115,1%). Česká republika dosahuje 35,4% dluhu na HDP, Slovensko 35,6% a nejméně zadlužené je Estonsko (7%). Díky těmto ekonomickým stimulům profitoval především finanční sektor, kterému zisky astronomicky rostly bez očividné souvislosti s růstem národního produktu. Že šlo v podstatě o obrovské kasino opírající se o obrovský pákový efekt, jsme si uvědomili až nyní. **Magdoff** a **Sweezy** poukazují na kumulující a narůstající dluhový problém v několika svých pracech. Ve své knize *The End of Prosperity* píše⁴⁰⁵:

„Bez hluboké deprese, během níž jsou dluhy násilně vymazány nebo drasticky zredukovány, záchranná opatření vlády snaží se zabránit zhroucení finančního systému pouze připravují půdu pro stále větší hromadění dluhu a další prnutí během budoucích ekonomických expanzí.“

Kořeny příčin vzniku krizí je však potřeba hledat v opuštění tradičního principu bankovníctví především v porušení tradičních právních podstat smlouvy o depozitu a smlouvy o půjčce⁴⁰⁶. Dle **Sota** také Ludwig von Mises, ve svém díle „*The Theory of Money and Credit*“ poukazuje na to, že „*Uschování peněz nikterak neznamená, že se vzdal okamžitého užítku, které přináší*“⁴⁰⁷. Soto ve své knize dále poukazuje na to, že porušením tradičního výkladu právních pojmů „vkladů na vidnou“ a termínovaných depozit a používáním vkladů na viděnou jako termínovaných vkladů, vedlo a vede k ekonomickým krizím:

*„Hence, the systematic failure of fractional-reserve private banks not supported by a central bank (or equivalent) is a fact of history.“*⁴⁰⁸

⁴⁰⁵ Foster, J.B., Magdoff, F.: *The Great Financial Crisis: Causes and Consequences*. Monthly Review Press, New York, 2009, s. 123.

⁴⁰⁶ Tradičně existovaly dva druhy smluv: DEPOSITUM IRREGULARE, kdy dochází pouze k převodu do úschovy a MUTUUM, kdy se převádí vlastnictví věci po dobu trvání kontraktu. V prvním případě se tedy automaticky předpokládá plná dostupnost a uschovatel se tedy nevzdal okamžitého užítku.

⁴⁰⁷ De Soto, J.H.: *Money, Bank Credit and Economic Cycles*. Ludwig von Mises Institute, Atlabama, 2009, s. 14

⁴⁰⁸ Systematický krach soukromých bank, které udržují částečné rezervy a nemají podporu centrální banky, je tedy historickým faktem. (Soto, s. 69)

„The fact that depositors sometimes receive interest in no way detracts from the essential purpose of the deposit (the safekeeping of money). Since interest is attractive, the unsuspecting depositor will jump at the offer of it if he still trusts the banker. But in the case of a true deposit, the depositor would enter the contract even if he were not to receive any interest and had to pay a safekeeping fee. The essential nature of the contract is not altered by the unnatural payment of interest to depositors, and only indicates that bankers are making undue use of the money placed with them.“⁴⁰⁹

Ekonomie měla vždy také politickou dimenzi. Ať již se názory ekonomů na cestu ven z krize jakkoliv různí, soudím, že to budou nakonec vlády jednotlivých zemí, které budou přijímat potřebná opatření. Jenže klíčovou otázkou, která je stále více viditelná je to, kdo to nakonec zaplatí. A veřejnost si uvědomuje, že to budou pravděpodobně opět „ti dole“, kteří si budou muset „utáhnout opasky“. Stále více budou ale také vstupovat do popředí požadavky po důstojném životě⁴¹⁰ a politické strany se budou snažit své potenciální voliče přesvědčit, že právě jejich volební program tyto cíle naplní. Je ovšem otázkou, jakými prostředky a co to pro ekonomiku (a především zadlužení) zemí bude znamenat. A jde nejen o národní problém. Evropská unie vyslyšela žádost Řecka o pomoc, na kterou budou muset přispět i její členové.

⁴⁰⁹ Fakt, že vkladatelé někdy dostávají úrok, nijak neubírá na základním účelu (uschování peněz). Protože je úrok atraktivní, nic netušící vkladatel nabídky využije, pakliže stále věří bankéři. V případě pravého depozita by však vkladatel tuto smlouvu také uzavřel, a to i kdyby nedostával žádný úrok a musel platit poplatek za úschovu peněz. Základní podstatu smlouvy nemění nepřírozená výplata úroků, pouze indikuje, že bankéři neoprávněně používají jim svěřené peníze. (Soto, s. 137)

⁴¹⁰ Do popředí budou vstupovat sociální myšlenky, aby byly uspokojeny základní potřeby lidí v oblasti bydlení, zaměstnanosti, výživy, zdravotní péče, vzdělání a případně otázky trvale udržitelného životního prostředí.

ZÁVĚR

Cílem práce bylo analyzovat příčiny a demonstrovat dopady krize na ČR. To bylo provedeno na základě analýzy vývoje vybraných makroekonomických ukazatelů (HDP, nezaměstnanost a inflace) a na základě odhadu pravděpodobného možného budoucího vývoje základních makroekonomických agregátů a analýzy vývoje ziskovosti bankovního sektoru, včetně .zátěžových testů ČNB. Protože ČR vstupovala do krize s poměrně dobrými výchozími podmínkami, recesi roku 2009 překonala poměrně rychle, a na rok 2010 již je predikováno oživení. Dle vlastní predikce i názorů respondentů však ekonomické oživení bude přicházet pomalu a bude velmi křehké.

Dalším cílem práce bylo pomocí dotazníkového šetření zjistit a sumarizovat názory odborné veřejnosti týkající se dopadů současné krize na ČR. Ekonomická teorie předpokládá existenci obousměrného, reflexivního vztahu mezi vnímáním a realitou, který dává vzniknout procesu střídání prosperity a úpadku (na začátku sebezposilujícímu, a v konečném důsledku sebezničujícímu). Tuto myšlenku podpořil také závěr plynoucí z výzkumu, kdy 60% odborníků bylo toho názoru, že krizi zabránit nešlo. Nepříznivý dopad krize na Českou republiku je odhadován střednědobý, tj. 1-3 roky, tj. v letech 2010-2012. (64% odborníků), přičemž by ekonomika měla dosáhnout svého dna v 1. či 2. polovině roku 2010. K podobnému závěru dospěl také nezávislý výzkum, který provedl Svaz průmyslu a dopravy mezi 200 podniky, z nějž vyplynulo⁴¹¹:

- 52% českých podniků oživení české ekonomiky a nástup dlouhodobého oživení očekává v roce 2011
- 26% až v roce 2012
- 8% očekává oživení již ve druhé polovině roku 2010.

Odborníci se však obávají, že vývoj hospodářství v ČR bude ve tvaru W. Je tedy možné, že odhady významných ekonomických institucí (viz str. 175) pro rok 2010 a 2011 odpovídají první růstové fázi písmena W. Návrat k předkrizovému tempu růstu bude podle odborníků trvat 5 let nebo se dokonce domnívají, že těchto hodnot již nikdy nedosáhne. Tomu odpovídá i názor na dobu návratu k předkrizové míře

⁴¹¹ <http://www.spcr.cz/ankety/> ze dne 4.5.2010, 19:58.

nezaměstnanosti, která je také 5 – 10 let, nebo bude již trvale vyšší. Nejhoršími dopady na ČR je přitom právě zvýšení nezaměstnanosti a nezdravé zadlužení státu. Řešení globální krize přitom nemůže být omezeno pouze národními měřítky, nicméně boj s krizí bude podněcovat vlády, aby se soustředily primárně na interní problémy. Existuje reálné riziko, že ve snaze vytvoření nových pracovních míst, budou mezinárodní společnosti přesouvat výrobu zpátky do země svého původu.

Na banky pak krize nejvíce dolehla tím, že došlo k nárůstu objemu klasifikovaných/ztrátových úvěrů. Banky v ČR i přesto jsou však podle názoru odborníků finančně zdravé a silné.

Většina respondentů se domnívá, že příčinou krize byly lidské vlastnosti (chamtivost, bezohlednost vůči budoucnosti), trendy moderní západní společnosti (život na dluh), nevidí však možnost, jak tyto příčiny do budoucnosti ovlivnit. Domnívají se tedy, že krize v podstatě nic nezmění, spíše dojde pouze k tomu, že krize vyčistí trh (slabí zaniknou a silní přežijí), k institucionálním změnám a ke změně myšlení lidí však nedojde. Spíše se odborníci obávají přehnané reakce politiků a tlaků na silnější regulaci, po které volají voliči. Odborníci se přitom kloní k tomu, že regulace je dostatečná.

Znepokojivou otázkou, která vyvstává z provedeného výzkumu, je to, zda současné recepty na cestu z krize (dosud nejběžnějším lékem na skomírající ekonomiku bylo uvolnění měnové politiky - snižování úrokových měr, státní zásahy do bankovního průmyslu, státní investice a prorůstová opatření apod.) nezadělávají na krizi příští (jako tomu bylo s receptem USA na cestu z krize vyvolanou „dot com“ bublinou). Ale úrokové sazby v USA, Evropě i Japonsku jsou již velmi nízké, obrovské objemy likvidity byly vloženy centrálními bankami do finančního systému a další nástroj fiskální politiky pravděpodobně nebude mít takový efekt. Státy budou navíc limitovány mimořádně velkými deficity státního rozpočtu v důsledku prudkého poklesu příjmů na straně jedné a mimořádnými výdaji na straně druhé.

V rámci stanoveného cíle jsem vyslovila následující hypotézy k ověření:

- Příčinou přelití krize do ČR je otevřenost její ekonomiky, nikoli bankovní sektor, který naopak vykazuje stabilitu a odolnost vůči přicházejícím šokům – **hypotéza potvrzena.**

- Průběh krize v ČR bude vleklý s možnými dalšími propady (tj. tvaru L či W) a svého dna ekonomika dosáhne v průběhu roku 2010 – **hypotéza potvrzena** na základě názorů odborníků. Model další možný propad nepotvrdil, ale ani nevyvrátil.

Závěr práce byl věnován zamyšlení nad perspektivou krizí v budoucnosti očima předních ekonomů.

Ztotožňuji se s názorem řady odborníků i studentů, že politika umělé úvěrové expanze, která není současně doprovázena růstem dobrovolných úspor, nemohla skončit jinak než splasknutím bubliny. Nepříznivý dopad na výkonnost české ekonomiky očekávám v horizontu 3-5 let, protože se na základě provedeného výzkumu a predikce domnívám, že průběh krize bude mít tvar W. Vzhledem k tomuto tedy očekávám, že druhého dna ekonomika ČR dosáhne později. K tomuto závěru mě vede reakce autorit ve většině zemí, kdy došlo k „napumpování“ peněz do ekonomiky. Ovšem v podmínkách, kdy panuje vzájemná nedůvěra, se ekonomika může ocitnout (a také se již jednou ocitla) v pasti likvidity⁴¹². Injekce peněz tedy pouze přispívá k hromadění a nestimuluje nové úvěry a výdaje. Oddálení recese injekcí peněz do ekonomiky pouze oddálí a prohloubí nevyhnutelný pád. Na základě této úvahy se domnívám, že negativní dopad na nezaměstnanost bude dlouhodobý a že předkrizové úrovně nezaměstnanosti bude dosaženo nejdříve za deset let. Podnikatelé totiž budou opatrnější při najímání nových pracovních sil, i když nastane oživení, sjednají raději s novými zaměstnanci časově limitovaný kontrakt. Tudíž dle mého názoru spočívají nejhorší dopady krize na ČR v nárůstu nezaměstnanosti, růstu zadluženosti a výrazném zhoršení finanční situace podniků. Nejvíce zasaženými sektory bude stavebnictví, především díky klesající poptávce na realitním trhu, poklesu veřejných i soukromých zakázek a pak hotelnictví a turistika na které bude mít především vliv vývoj vnějšího makroekonomického prostředí.

Regulace v ČR je dle mého názoru dostatečná a také zde nedocházelo k porušování úvěrových standardů, jako např. v USA. Tuzemské banky provozují většinou klasické

⁴¹² Past likvidity se projevuje hromaděním hotovosti a neochotou poskytovat mezibankovní půjčky. Nejčastěji past likvidity hrozí, když se nominální úrokové sazby začínou přibližovat nule.

bankovníctví což je ochránilo před investováním do CDOs, a proto si udržely a dle mého názoru i udrží vysokou úroveň finanční stability.

Vzhledem k tomu, že majoritní podíl finančních podniků⁴¹³ je vlastněn zahraničními vlastníky, existuje stále riziko, že by se tuzemské banky mohly stát zdrojem finančních prostředků pro své mateřské společnosti. Nejhorším dopadem pak bude zhoršení úvěrového portfolia a zhoršení rozvah bank.

A jak postupovat dále? Protože si nemyslím, že finanční krize výrazně změní společnost, dovolím si pouze načrtnout pár svých názorů spíše jako body k diskusi než jako pevné závěry.

Jako významnou část prevence vzniku krize vidím **ve zvýšení finanční gramotnosti** na středních školách a učilištích. Pod tímto pojmem si představuji „schopnost činit informovaná a efektivní rozhodnutí s ohledem na užití a management peněz“. Je to především mladá generace, která má menší averzi k riziku a může spadnout do dluhové pasti. A to především proto, že životní standard západní společnosti neustále roste i za cenu zadlužení. Priority společnosti jsou totiž výrazně materialisticky orientovány a dokud nepřestane být honba za bohatstvím bude na vrcholu hodnot, není možné se v budoucnu vyhnout krizím, protože ekonomie dnes má především politický aspekt a stejně jako je zhoubné předlužení jedince, je nežádoucí neúměrně vysoké zadlužování státu.

Dále se domnívám, že nově vytvořené půjčky vyvolané umělou expanzí způsobují v dlouhodobém hledisku diskoordinaci ekonomického systému a jsou umožněny díky po staletí narušovanému systému úplných rezerv. Banky totiž díky systému částečných rezerv jsou schopny vytvářet úvěrovou expanzi z nekrytých peněz⁴¹⁴. Samotným jádrem problémů vzniku krizí se tedy dá vyhnout aplikací následujících principů:

- dodržování **stoprocentních rezerv** z bankovních vkladů na požádání,

⁴¹³ Dle Zprávy o finanční stabilitě z roku 2005 je 98% vlastníků bankovního sektoru vlastněno zahraničními majiteli. U pojišťovacího sektoru se jedná o 77%.

⁴¹⁴ Z hlediska peněžních transakcí je totiž možno rozlišit dva druhy peněžních transakcí – půjčka (s penězi přechází i disponibilita, tj. možnost je dále půjčovat a nebo investovat) a vklad, kdy právo disponovat s penězi nepřechází (bankovní obdobou vkladu je běžný účet). Více viz. např. De Sotto (2009)

- eliminace centrálních bank a vlád jako věřitelů poslední instance⁴¹⁵.

Za velmi palčivou otázku také považuji **regulaci finančních trhů**. Nedávno se prokázalo, že za výkyvy finančních trhů mohli částečně také regulátoři. Je naprosto nezbytné, aby pochopili inovace a není přípustné, aby povolili postupy, které plně nechápou. Nicméně je potřeba pamatovat na to, že ti, kdo regulují jsou lidé a byrokraté. Přehnaná regulace by mohla vážně poškodit ekonomiku, stejně jako nespoutaný finanční systém. Navíc je potřeba, aby zůstali ostražití i v době konjunktury a to se stane až když ponese regulátoři **hmotnou odpovědnost** za to, když se situace vymkne z rukou. Stejně tak by měl být v mnohem větší míře dozorovány finanční páky, což by sice na jednu stranu snížilo výnosnost, ale na druhou stranu také obrovské ztráty, kterým při využívání pákového efektu čelíme.

Lidské chápání je nedokonalé a proto předpokládat, že jejich jednání bude racionální, je chybné. Právě naše omylnost vnáší do těchto událostí prvek nejistoty, který je nutno uznat a respektovat. Žádný komplikovaný model není schopen postihnout komplexně celé ekonomické prostředí a realitu a predikovat rizika, která nejsou doposud známá. A tím by se měly řídit snad všechny subjekty trhu – ratingové agentury, burzy, finanční trhy, vlády i běžní občané. Výsledky na základě modelů by měly být interpretovány s prvkem „selského rozumu“.

Česká ekonomika naštěstí nemusí čelit tak tvrdým dopadům krize jako jiné země (například Řecko). Úroveň fundamentálních makroekonomických veličin se nachází na relativně dobré úrovni a proto není potřeba zavádět razantní změny hospodářské politiky. Také pro nás, podobně jako pro všechny země světa, krize by měla představovat především lekci, ze které je nutné se poučit.

⁴¹⁵ Více se o škodlivosti částečných rezerv zmiňuje Soto. Viz. De Soto, J.H.: Money, Bank Credit and Economic Cycles. Ludwig von Mises Institute, Atlabama, 2009.

POUŽITÁ LITERATURA

1. ARLT J., ARLTOVÁ M.: *Finanční časové řady*. Praha, Grada Publishing 2003.
ISBN 80-247-0330-0.
2. BARTH, J. R. a kol.: *The Rise and Fall of the U.S. Mortgage and Credit Markets*. Milken Institute, USA, January 2009.
3. BENEŠ, V. a kol.: *Bankovní a finanční slovník*. Svoboda-Libertas, Praha, 1993.
ISBN 80-205-0357-9.
4. CIHELKOVÁ, E., KRAUSOVÁ, R., BRADA, T.: *Ekonomické a politické změny v Japonsku v 90. letech. Aktuální otázky světové ekonomiky č 8/1999*. VŠE, 1999.
ISBN 80-7079-791-6.
5. BEIM, D.O., CALOMIRIS, Ch. W.: *Emerging financial markets*. Mc Graw-Hill/Irwin, New York, 2001
6. Česká národní banka: *Česká národní banka 1993-2003*. ČNB, Praha, 2003.
(citace ze dne 28.9.2009 , 20:31), dostupné na:
http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/publikace/download/cnb_1993-2003_cz.pdf.
7. Česká národní banka: *Monitoring centrálních bank – prosinec*. Praha, 2008.
(citace ze dne 11.10.2009 , 1:31), dostupné na:
http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/monitoring_centralnich_bank/download/0804_mcb.pdf
8. Česká národní banka: *Zpráva o finanční stabilitě 2006*. ČNB, Praha 2007.
9. Česká národní banka: *Zpráva o finanční stabilitě 2007*. Praha: ČNB, 2008, 113 s.
ISBN 978-80-87225-02-8

10. Česká národní banka: *Zpráva o finanční stabilitě 2008-2009*. Praha: ČNB, 2009, 118 s. ISBN 978-80-87225-15-8.
11. CALLIS, R. R. – CAVANAUGH, L. B.: *Census Bureau Reports on Residential Vacancies and Homeownership*, 4.2007 (citace ze dne 10.10.2009 , 20:31)
dostupné na: <http://www.census.gov/hhes/www/housing/hvs/qtr107/q107press.pdf>
12. CZESANÝ, S.: *Hospodářský cyklus v EU*. ČSÚ, 2004.
13. De SOTTO, J. H.: *Money, Bank Credit and Economic Cycles*. Ludwig von Mises Institute, Alabama, second edition, 2009. ISBN 978-1-933550-39-8.
(citace ze dne 5.4.2010, 14:41), dostupné na:
<http://mises.org/books/desoto.pdf>
14. DELL'ARICCIA, G., IGAN, D., LAEVEN, L.: *Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market*. IMF WP, WP No. 08/106, April 2008.
(citace ze dne 25.10. 23:36), dostupné na:
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08106.pdf>
15. DEMENKOV, M: *Krize v ruské ekonomice 1998*. Bakalářská práce, VŠE, 2008.
16. DEMYANYK, J., HEMERT Van O.: *Understanding the Subprime Mortgage Crisis*. WP No. 2007-05, Federal Reserve Bank of St. Louis, August 2008.
(citace ze dne 26.10.2009), 16:54, dostupné na:
http://www.stlouisfed.org/banking/pdf/SPA/SPA_2007_05.pdf
17. DESAI, P.: *Financial crisis, contagion and containment: from Asia to Argentina*. Princeton University Press, USA, 2003. ISBN 0-691-11392-0
18. DIAMOND D, DUBBING, P.: *Bank Runs, Liquidity and Deposit Insurance*. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly review, Winter 2000 reprinted from the Journal of Political Economy, June 1983, vol 91, no. 3, pp. 401-419.

19. DOOLEY, M. P.: *A Model of Crises in Emerging Markets*. Economic Journal, Massachusetts, 2000.
20. DVOŘÁK, P.: *Finanční krize jako globální problém a možnosti jejího vzniku v ČR*. Studie národohospodářského ústavu Josefa Hlávky, Studie 2/2004. Praha 2004. ISBN 80-86729-09-5.
21. DVOŘÁK, P.: *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. C.H.Beck, Praha, 2008. ISBN: 978-80-7400-075-1.
22. EICHENGREEN, B., BORDO, M.D.: *Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization*. NBER WP No. 8716, USA January 2002.
23. Foster, J.B., Magdoff, F.: *The Great Financial Crisis: Causes and Consequences*. Monthly Review Press, New York, 2009, 160 s.. ISBN 978-1583671849.
24. FRAIT, J.: *Měnová politika v období velmi nízké inflace*. 46. seminář České společnosti ekonomické, Praha, 2003.
25. FRAIT, J., KOMÁREK, L.: *Kapitálové toky a měnové kurzy v globalizované ekonomice*. Studie národohospodářského ústavu Josefa Hlávky, Studie 1/1999.
26. FRIEDMAN, T. L.: *The World is Flat: A Brief History of the Twenty-First Century*. Farrar, Straus and Giroux, New York, 2005. ISBN 0-374-29288-4.
27. Galloway, A.: *Questionare design&Analysis*. A Workbook online.
(citace ze dne 10.1.2010, 20:14), dostupné na:
<http://www.tardis.ed.ac.uk/~kate/qmcweb/qcont.htm>
28. GUHA, K., HUGHES, J.: *Fed holds rates for first time in two years*.
(citace ze dne 10.10.2009, 22:14), dostupné na:
http://www.ft.com/cms/s/09595e76-2562-11db-a12e-0000779e2340,Authorised=false.html?i_location=http%3A%2F%2Fwww.ft.com

http://www.fcms.fs.f09595e76-2562-11db-a12e-0000779e2340.html%3Fnclick_check%3D1&i_referer=&nclick_check=1

29. GREENSPAN, A.: *Testimony of Dr. Alan Greenspan*, 23.10.2008.
(citace ze dne 25.10.2009, 23:19), dostupné na :
<http://www.oversight.house.gov/documents/20081023100438.pdf>
30. HAYASHI, F., PRESCOTT, E.C.: *The 1990's in Japan: A Lost Decade*. Review of Economic Dynamics, č.5, 2002.
31. HELÍSEK, M.: *Měnové krize. Empirie a teorie*. Professional Publishing, Praha, 2004.
ISBN 80-86419-82-7.
32. HINDLS, R., HOLMAN, R., HRONOVÁ, S.: *Ekonomický slovník*. C.H.Beck, Praha, 2003. ISBN 80-7179-819-3.
33. HOLMAN, R. a kol.: *Dějiny ekonomického myšlení*. C.H.Beck, Praha, 2005.
ISBN 80-7179-380-9.
34. HOLMAN, R.: *Fed americkou ekonomiku nespasí*. Euro 17, 21.4.2009.
35. HOLMAN, R.: *Transformace české ekonomiky*. CEP, Praha, 2000.
ISBN: 80-902795-6-2.
36. HOLUB, A., ORDUNUNG, N.: *Vzestup Japonska ve světové ekonomice*.
Československá akademie věd, Praha, 1992. ISBN: 80-7006-096-4.
37. HORSKÁ, H.: *Jak vyřešit problém deflace? – Příklad Japonska*. Working Paper No. 5/2002, Institut pro ekonomickou a ekologickou politiku a katedra hospodářské politiky VŠE. Praha, 2002.
38. CHYTIL, Z.: *Postkeynesovské pojetí nezávislosti centrální banky a fungování komerčních bank*. VŠE, 2003. ISBN: 80-245-0469-3.

39. IMF World Economic Outlook: *The Business Cycle, International Linkages*. 1998, (citace ze dne 28.9.2009, 21:24), dostupné na:
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo0598/pdf/0598ch3.pdf>
40. IMF World Economic Outlook: *Global Repercussions of the Asian Crisis*. 1998, (citace ze dne 20.6.2009, 18:59), dostupné na:
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo0598/pdf/0598ch2.pdf>
41. IMF World Economic Outlook: *Characteristics and Indicators of Vulnerability*. 1998. (citace ze dne 9.4.2009, 20:43), dostupné na:
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo0598/pdf/0598ch4.pdf>
42. IMF World Economic Outlook: *Recessions and Recoveries*. April, 2002. (citace ze dne 3.10.2009, 22:51), dostupné na:
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2002/01/index.htm>
43. IMF World Economic Outlook: *When Bubbles Burst*. May, 2000. (citace ze dne 4.10.2009, 2:51), dostupné na:
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2003/01/pdf/chapter2.pdf>
44. JÍLEK, J.: *Finanční trhy a investování*. Grada, Praha, 2009.
ISBN 978-80-247_1653-4
45. JÍLEK, J.: *Finanční a komoditní deriváty*. Grada, Praha, 2005.
ISBN: 80-247-1099-4.
46. JÍLEK, J.: *Finanční rizika*. Grada, Praha, 2000. ISBN: 80-7169-579-3.
47. JONÁŠ, J.: *Bankovní krize: zkušenosti a příčiny*. ČNB, Institut ekonomie, Praha, 1997.
48. JONÁŠ, J.: *Bankovní krize a ekonomická transformace*. Management Press, Praha, 1998. ISBN 80-85943_70-0.

49. JONÁŠ, J.: *Ekonomická transformace v České republice*. Management Press, Praha, 1997. ISBN: 80-85943-22-0.
50. KAMINSKY, G. L.; REINHART, C. M. *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-Of-Payments Problems*. The American Economic Review, Vol. 89, No. 3, pp. 473-500. June 1999.
51. KAŠPAROVSKÁ, V. a kol.: *Řízení obchodních bank-vybrané kapitoly*. C.H.Beck, Praha, 2006. ISBN 80-7179-381-7.
52. KINDLEBERGER, CH. P.: *Manias, Panics and Crashes: The History of Financial Crises*. s. 223-232. John Wiley & Sons Inc. 2001.
53. KLAUS, V.: *Poznámky k „analýzám“ transformace*. (2000)
(citace ze dne 16.7.2009), dostupné na www.klaus.cz
54. KODERA, J.: *Měnová analýza*. Aspi, a.s., Praha, 2007. ISBN: 978-80-7357-298-3.
55. KOTARO, T.: *Japanese Market Economy System: It's strenghts and weaknesses*. LTCB International Library Foundation, Tokio, 1996. ISBN 4924971030.
56. KRAMEŠ, J.: *Makroekonomie*. Oeconomica, Praha, 2007. ISBN 978-80-245-1176-4.
57. KRUGMAN, P.: *A model of balance of payments crises*. Journal of Money, Credit and Banking No. 11. pp 311-325. 1979.
58. KRUGMAN, P.: *Crises: The Next Generation?* Razin Conference draft, Tel Aviv Univ. 2001.
59. KUNERT, J., NOVOTNÝ, J.: *Centrální bankovníctví v Českých zemích*. Česká Národní Banka, Praha, 2008. ISBN: 978-80-87225-06-6.

60. KUNEŠOVÁ, H., CIHELKOVÁ, E.: *Světová ekonomika: nové jevy a perspektivy*. C.H.Beck, Třebíč, 2006. ISBN 80-7179-455-4.
61. LINHART, J. a kol.: *Slovník cizích slov*. Dialog, Litvínov, 2008. ISBN 80-7382-006-4.
62. LOBOTKA, M.: *Liquidity crunch aneb ilustrovaná historie jedné krize*. Ekonomické a strategické analýzy, 29.8.2007. (citace ze dne 25.10.2009, 20:37).
dostupné na www.csas.cz
63. LOWENSTEIN, R.: *Jak opravit bankovní sektor v šesti krocích?* E15, 18.11.2009.
64. MAH-HUI LIM, M.: *Old Wine in a New Bottle: Subprime Mortgage Crisis – Cause and Consequences*. WP No. 532, The Levy Economics Institute of Bard College, 2008. (citace ze dne 2.1.2010, 17:02)
dostupné na: http://www.levy.org/pubs/wp_532.pdf
65. MATSUMOTO, K.: *Participativní management – Japonsko a svět*. Grada Publishing, Praha, 1997. ISBN 80-7169-498-3.
66. MFČR: *Makroekonomická predikce České republiky*. (citace ze dne 8.7.2010, 10:52)
dostupné na www.mfcr.cz
67. MINSKY, H. P.: *The Financial Instability Hypothesis*. WP No. 74, The Levy Economics Institute of Bard College. May 1992. (citace ze dne 17.4.2009, 20:42),
dostupné na: <http://www.levy.org/pubs/wp74.pdf>
68. MISHKIN, F. S.: *Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Markets Countries*, NBER WP Nr. 8087, USA, January 2001.
69. MISHKIN, F. S.: *Lessons from the Asian Crisis*. NBER WP Nr. 7102, USA, April 1999.

70. MORI, N., SHIRATSUKA, S., TAGUCHI, H.: *Policy Response to the Post-Bubble Adjustments in Japan: A Tentative Review*. In *Monetary and Economics Studies*, BOJ, 2001, s. 71.
71. Munzi, T.: *Tragický odkaz „léčby“ hypoteční krize*. Centrum pro ekonomiku a politiku, Praha, 2008
72. MUNZI, T.: *Jak vyléčit finanční krizi*. Euro 6, 9.2.2009.
73. MUSÍLEK, P.: *Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech*. Výzkumná studie grantové agentury ČR GA 402/02/1308, Praha, 2004.
74. MUSÍLEK, P.: *Příčiny globální finanční krize a selhání regulace*. (citace ze dne 29.11.2009, 10:46), dostupné na :
http://www.gymkh.cz/student/Zemepis/cfuc_2008-4_020.pdf
75. MYANT, M.: *The Rise and Fall of Czech Capitalism: Economic Development in the Czech Republic since 1989*. Cheltenham, 2003. ISBN: 1-84376-227-7.
76. OBSTFELD, M.: *Rational and Self-fulfilling Balance-of-Payments Crises*. National Bureau of Economic Research (NBER), November 1984.
77. OBSTFELD, M.: *The Logic of Currency Crises*. National Bureau of Economic Research, Working Paper 4640, February 1994.
78. OKINA, K., SHIRATSUKA, S.: *Asset Price Bubbles, Price Stability and Monetary Policy: Japan's Experience*. In *Monetary and Economic Studies*, říjen 2002.
79. OLŠOVSKÝ, R.: *Světový obchod a Československo 1918-1938*. Státní nakladatelství politické literatury, Praha, 1961.
80. PETERSON, J. M., GRAY, R.: *Economic Development of the United States*. Richard D. Irwing Inc., 1969.

81. POLOUČEK, S.: *České bankovníctví na přelomu tisíciletí*. Ethics. Ostrava, 1999. ISBN 80-238-3982-9.
82. PŠURNÁ, P.: *Americká hypoteční krize*. Bakalářská práce VŠE, Praha, 2009.
83. PŮLPÁNOVÁ, S.: *Komerční bankovníctví v České republice*. Oeconomia, Praha 2007. ISBN: 978-80-245-1180-1
84. RADELET, S., SACHS, J.: *The Onset of the East Asian Financial Crisis*. Harvard Institute for International Development, March 1998
85. REVENDA, Z., MANDEL, M., KODERA, J., MUSÍLEK, P., DVOŘÁK, P., BRADA, J.: *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Management Press, Praha 1999. ISBN: 80-85943-49-2.
86. ŘEŽÁBEK, P.: *Dopady krize amerického trhu subprime hypoték na český finanční sektor*. ČNB, Praha, 2008. (citace ze dne 22.11.2009, 17:14)
dostupné na:
http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/rezabek_20080130_PSP_CR_subprime.pdf
87. ŘEŽÁBEK, P.: *Dopady finanční krize na podnikání v České republice*. ČNB, Praha, 2009. (citace ze dne 22.11.2009, 19:38)
dostupné na:
http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/rezabek_20090317_caki.pdf
88. SAQUIB, O. F.: *The East Asian Crisis in Kindleberger-Minsky Framework*. Brazilian Journal of Political Economy, April-June, 2001
89. SCHLEIFER, A., SUMMERS, L.H.: *The Noise Trader Approach to Finance*. Journal of Economic Perspectives, Spring 1990.
90. SEDLÁČEK, P.: *Analýza investičního cyklu*. ČSÚ, 2006.

91. SIEBERT, H.: *Some Lessons from the Japanese Bubble*. Kiel Working Paper No.919, April 1999.
92. SIEBERT, H.: *The World Economy*. Routledge, London, 2000. ISBN 0-415-21725-3.
93. SOROS, G.: *Kriza globálního kapitalismu. Otvorená společnost v ohrožení*. Kalligram, Bratislava, 1999. ISBN: 80-7149-270-1.
94. SOROS, G.: *New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means*. Public Affairs, USA, 2008. ISBN 978-1586486839.
95. SOUKUPOVÁ, J. a kol.: *Mikroekonomie*. Management Press, Praha, 2003. ISBN: 80-7261-061-9.
96. ŠAROCH, S., ŽÁK, M.: *Česká ekonomika a ekonomická teorie*. Academia, Praha, 2004. ISBN 80-200-1129-3.
97. ŠÍMA, J.: *Trh v prostoru a čase*. Liberální institut, Praha, 2000. ISBN 80-86389-09-X.
98. ŠULC, Z.: *Stručné dějiny ekonomických reforem v Československu (České republice) 1945-1995*. Nakladatelství Doplněk, Brno, 1998.
99. TAYLOR, B. John: *Housing and Monetary Policy*. Stanford University and the Hoover Institution, 9.2007.
100. TOMAN, L.: *Japonská ekonomika v 90. letech a pokračující transformace jejího ekonomického systému*. Výzkumná práce VŠE, Praha, 2001.
101. TOMAN, L.: *Japonský stagnační a recesní vývoj v 90. letech*. Výzkumná práce VŠE, Praha, 2001. (citace ze dne 14.6.2009, 19:32)
dostupná na <http://nb.vse.cz/icre/books/sb-015/05.pdf>

102. VENCOVSKÝ, F.: *Dějiny bankovníctví v českých zemích*. Bankovní institut vysoká škola, Praha, 1999. ISBN 80-7265-030-0.
103. VESELÁ, J.: *Analýzy trhu cenných papírů, II. díl: Fundamentální analýza*. VŠE, Praha, 2003. ISBN: 80-245-0506-1.
104. VESELÁ, J.: *Burzy a burzovní obchody*. VŠE, Praha, 2005. ISBN:80-245-0939-3.
105. VORÁČOVÁ, N.: *Ekonomická teorie vztahu fiskální politiky a růstu*. Národohospodářský obzor 4/2007. (citace ze dne 1.8.2009, 23:08), dostupné na: <http://is.muni.cz/do/1456/soubory/aktivity/obzor/6182612/7370002/05VoracovaHOTOVO.pdf>
106. WALTON, G. M., ROCKOFF, H.: *History of the American Economy*. Thomson South-Western Press 2000. ISBN: 978-03-2425-969-8.
107. WORONOFF, J: *Mýtus japonského managementu*. Victoria Publishing, Praha, 1992. ISBN 80-85606-48-1.
108. WRAY, R.: *Lessons from the Subprime Meltdown*. Levy Economic Institute. WP No. 522, Missouri-Kansas City, USA, December 2007.
109. ZICH, F.: *Úvod do sociologického výzkumu*. Express, Praha 2004. ISBN 80-86754-19-7.
110. ŽÍDEK, L.: *Dějiny světového hospodářství*. Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, Pelhřimov, 2007. ISBN 978-80-7380-035-2.
111. ŽÍDEK, L.: *Transformace české ekonomiky 1989-2004*. C.H.Beck, Praha, 2006. ISBN 80-7179-922-X

Internetové servery:

www.federalreserve.gov

www.census.gov/foreign-trade/statistics/historical/gands.txt

<http://www.census.gov/hhes/www/housing/hvs/qtr107/q107press.pdf>

<http://www.cnb.cz/docs/ARADY/HTML/index.htm>

http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20090720_czech_slovak_prof_com.pdf

www.cnb.cz

www.mfcr.cz

Přílohy

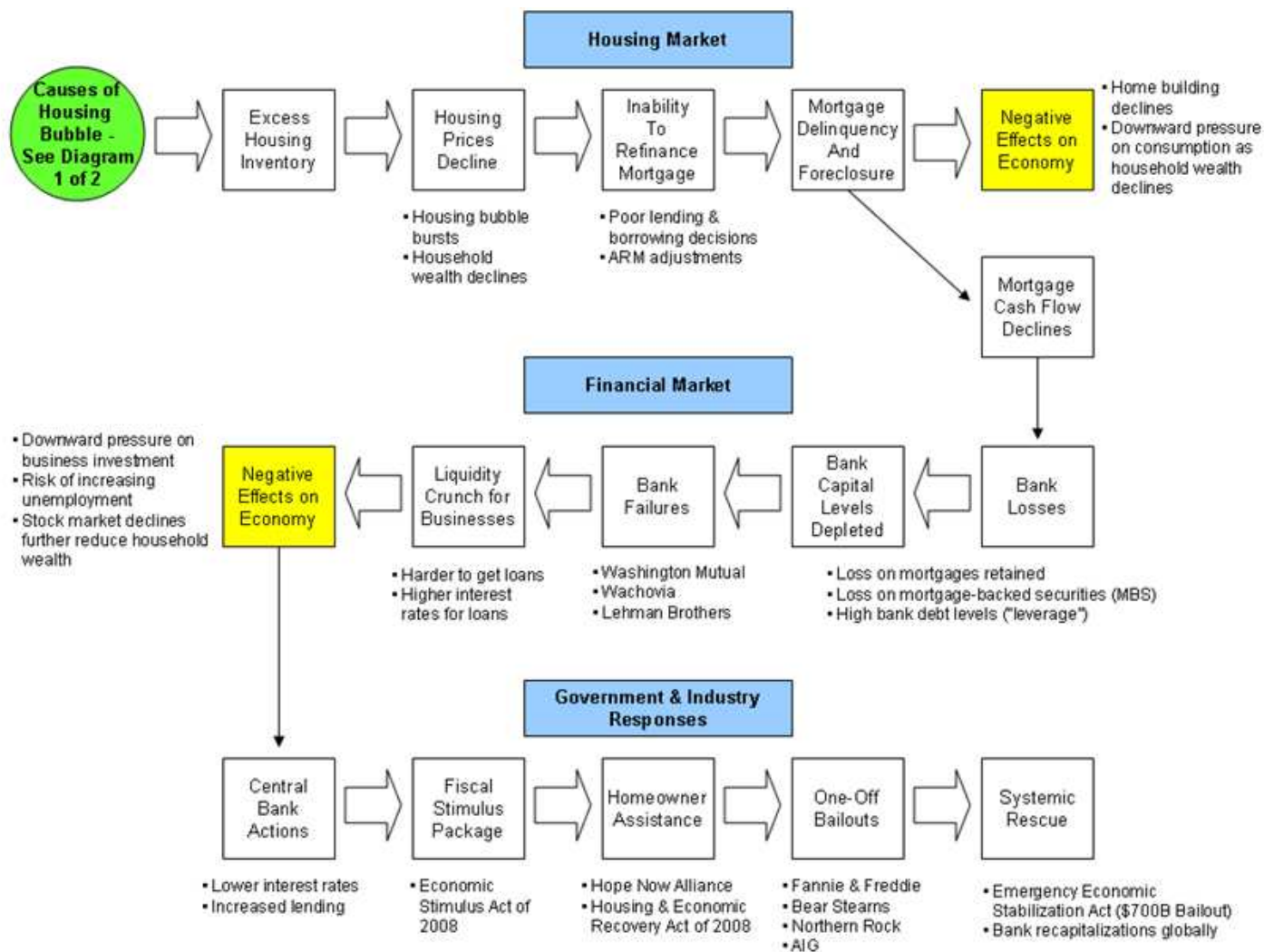
Příloha č. 1: Ratingové stupnice hlavních 3 ratingových agentur

	Moody's			Fitch			Standard&Poor's	
	dlouhodobý	krátkodobý	finanč. síly	dlouhodobý	podpory	individuální	dlouhodobý	krátkodobý
Vynikající	Aaa	P-1	A	AAA	1	A	AAA	A-1+
	Aa1	P-1	A-	AA+	1	A	AA+	A-1+
	Aa2	P-1	B+	AA	1	A	AA	A-1+
	Aa3	P-1	B	AA-	1	A/B	AA-	A-1+
Dobrá	A1	P-1	B-	A+	1	B	A+	A-1
	A2	P-1	C+	A	1	B	A	A-1
	A3	P-2	C	A-	1	B/C	A-	A-2
Přiměřená	Baa1	P-2	C-	BBB+	2	C	BBB+	A-2
	Baa2	P-2	C-	BBB	2	C	BBB	A-2
	Baa3	P-3	D+	BBB-	2	C/D	BBB-	A-3
Spekulativní	Ba1	Not prime	D+	BB	3	D	BB+	B
	Ba2	Not prime	D	BB	3	D	BB	B
	Ba3	Not prime	D-	BB	3	D/E	BB-	B
Vysoce spekulativní	B1	Not prime	E+	B	4	E	B+	C
	B2	Not prime	E+	B	4	E	B	C
	B3	Not prime	E+	B	5	E	B-	C
	Caa	Not prime	E	C	5	E	CCC	C

Zdroj: ČNB, Zpráva o finanční stabilitě: Role ratingu při hodnocení stability finančního sektoru, dostupné na

http://www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/fs_2007/FS_2007_clanek_1.pdf

Příloha č. 2: Vývoj americké a globální krize



Příloha č. 3: Státní dluh – struktura a vývoj

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
STÁTNÍ DLUH CELKEM	158,8	157,3	154,4	155,2	173,1	194,7	228,4	289,3
Domácí dluh	86,4	90,2	101,2	110,9	134,8	170,0	207,1	269,6
Státní pokladniční poukázky	17,0	23,8	42,0	62,6	70,9	99,8	130,1	165,3
Střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy	19,5	28,3	41,7	43,9	57,9	70,0	77,0	104,3
Ostatní zdroje	49,9	38,1	17,6	4,3	6,0	0,2	-	-
Zahraniční dluh	72,4	67,1	53,1	44,3	38,3	24,6	21,2	19,7
Zahraniční emise dluhopisů (eurobondy, jenové bondy)	-	-	-	-	-	-	-	-
Půjčky na podporu platební bilance	24,4	24,5	23,8	23,3	20,9	11,4	11,3	9,6
Půjčky od EIB	-	-	-	-	-	-	-	-
Závazky převzaté od ČSOB v konvertibilních měnách (CDZ)	38,4	33,0	19,8	11,5	7,8	3,4	0,1	0,1
Závazky převzaté od ČSOB v nekonvertibilních měnách	8,9	8,9	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,9
Směnky pro úhradu účasti u EBRD a IBRD	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	1,0	1,1	1,2

mld. Kč, konec roku

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
STÁTNÍ DLUH CELKEM	345,0	395,9	493,2	592,9	691,2	802,5	892,3	999,8
Domácí dluh	336,2	386,7	479,9	522,6	581,8	680,9	769,3	814,3
Státní pokladniční poukázky	186,6	164,1	160,6	125,5	94,2	89,6	82,2	78,7
Střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy	149,6	222,6	319,3	397,0	487,5	588,9	687,1	735,6
Ostatní zdroje	-	-	-	-	-	2,4	0,0	0,0
Zahraniční dluh	8,8	9,2	13,3	70,3	109,4	121,6	123,0	185,5
Zahraniční emise dluhopisů (eurobondy, jenové bondy)	-	-	-	48,8	78,9	84,1	83,7	137,9
Půjčky na podporu platební bilance	7,2	5,2	-	-	-	-	-	-
Půjčky od EIB	-	2,5	11,7	20,7	29,7	36,7	38,7	46,8
Závazky převzaté od ČSOB v konvertibilních měnách (CDZ)	-	-	-	-	-	-	-	-
Závazky převzaté od ČSOB v nekonvertibilních měnách	0,1	-	-	-	-	-	-	-
Směnky pro úhradu účasti u EBRD a IBRD	1,5	1,6	1,6	0,9	0,8	0,8	0,6	0,8

Zdroj: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/str_vyvoj_sd.html

Příloha č. 4: Dotazníkové šetření

1. Kdo je podle Vás hlavní **původce** krize v USA?

(Vyberte maximálně tři původce, které považujete za hlavní)

- bankéři
- investoři
- brokeři
- ratingové agentury
- finanční trhy
- princip, že ekonomika USA je založena na dluhu a neudržitelný standard života na dluh
- státy a jejich zásahy do ekonomiky
- politika USA
- FED
- příliš slabá regulace
- příliš silná regulace
- trend konzumní společnosti neustále zvyšovat svůj standard
- lidské vlastnosti (chamtivost, bezohlednost vůči budoucnosti, ...)
- jiné

2. Kdo je podle Vás hlavní **původce** krize v ČR?

(Vyberte maximálně tři původce, které považujete za hlavní)

- bankéři
- investoři
- USA
- ratingové agentury
- princip, že ekonomika je založena na dluhu a neudržitelný standard života na dluh
- státy a jejich zásahy do ekonomiky
- příliš slabá regulace

- příliš silná regulace
- finanční trhy a jejich vzájemná globální propojenost
- vláda
- trend konzumní společnosti neustále zvyšovat svůj standard
- lidské vlastnosti (chamtivost, bezohlednost vůči budoucnosti, ...)
- vše výše zmíněné
- jiné

3. Myslíte si, že krizi šlo zabránit?

- ne, bylo to nevyhnutelné
- ano, ale pokud by nepřišla tato krize, přišla by jiná
- ano, ale za cenu nižšího hospodářského růstu než jakého jsme dosahovali,
- ano, někteří analytici a ekonomové to dokonce předvídali, ale nikdo je neposlouchal
- ano, vcelku lehce, ale musel by se používat zdravý rozum
- ano, mělo se
.....

4. Jak dlouho bude dle Vás trvat nepříznivý dopad současné finanční (ekonomické) krize v USA na ekonomiku České republiky? (Jak dlouho bude ekonomika ČR v recesi)

- max.1rok 1-3 roky více jak 3 roky nevím

5. Kdy dle Vašeho názoru dosáhne česká ekonomika svého dna?

- 2.polovina. 2009 1.polovina. 2010 2. polovina 2010
později

6. Jaký bude podle Vás další vývoj hospodářství ČR?

- ve tvaru V ve tvaru W ve tvaru L ve tvaru U
nevím

7. V jakém časovém horizontu očekáváte, že se ekonomika ČR vrátí k předkrizovému tempu růstu (tj. kolem 5% meziročního růstu)?

- do 2 let do 3 let do 5 let do 10 let

takové doby jsou dávno minulostí a pokud nastanou, budou jen projevem další bubliny

8. V jakém časovém horizontu očekáváte, že se míra nezaměstnanosti vrátí k předkrizovým hodnotám (tj. kolem 5%)?

- do roka do 2 let do 3 let do 5 let do 10 let bude už trvale

vyšší

9. Souhlasíte s tím, aby byla posílena regulace bank, ratingových agentur a dalších finančních institucí?

- ne, regulace je dostatečná
- ne, bojím se, že v návalu paniky bude regulace příliš přísná a bude celý sektor jen brzdit a stejně nic nevyřeší
- finanční sektor je regulován dostatečně, ale ratingové agentury by regulovány být měly
- ano, přísnější regulace je nutná
- jiná odpověď:

.....
.....

10. Pokud jste v předchozí odpovědi zvolili předposlední odpověď (tj. přísnější regulace je nutná), souhlasíte s vytvořením jednotného evropského finančního dohledu jak o tom uvažuje Evropská komise v tzv. De Larosièrově zprávě ?

- ne, není to nutné, důležitější je posílit lokální dohled ČNB, který má o místní situaci větší přehled
- ne, ale pravidla by měla být změněna v celé EU
- ne, dohled není třeba, je ale nutné nastavit pravidla stejná na celém světě
- ano, určitě pomůže dohlížet na celý finanční sektor konzistentně

- ano, a dokonce by měl být vytvořen jednotný celosvětový finanční dohled
- jiná odpověď:
.....
.....

11. Myslíte si, že finanční krize něco změní?

- ne, krize se přežene a všechno se vrátí do starých kolejí
- ne, ale alespoň se začne diskutovat o „filozofických“ otázkách ve financích a v našem „západním“ světě obecně; např. o „udržitelném“ rozvoji, o potřebě „lidštějšího“ přístupu, o zpochybnění hospodářského růstu jako modly
- ano, krize vyčistí trh (slabí zaniknou a silní přežijí), ale k žádným institucionálním změnám a změnám v myšlení lidí a v ekonomickém pojetí nedojde
- ano, ale změny budou spíše na škodu (např. regulace bude příliš silná, omezí se volný trh, vznikne příliš silný protekcionismus, zastaví se inovace finančních nástrojů apod.)
- ano, finančníci budou více opatrní, budou více spoléhat na zdravý rozum a budou více naslouchat „škarohlídům“, kteří varují před možnými následky
- ano, lidstvo si uvědomí, že honba za stále větším blahobytem je honba do propasti
- jiná odpověď:
.....
.....

12. Jaké očekáváte ekonomické dopady finanční krize v ČR ve srovnání s ostatními zeměmi (především USA, Francie, Německo)?

- menší větší stejné nevím

13. Co vnímáte jako **nejhorší dopad finanční krize na Českou republiku?**
(Vyberte maximálně tři hlavní)

- zastavení hospodářského růstu
- zvýšení nezaměstnanosti
- nezdravé zadlužení státu

- výrazné zhoršení finanční situace podniků
- nárůst inflace
- zvýšení daní
- zdražení úvěrů
- odliv kapitálu
- nedůvěra ve finanční trh
- oslabení české koruny vůči euru
- snížená konkurenceschopnost
- krach některých bank
- krach vlády, státní bankrot
- pokles cen nemovitostí
- spekulativní obchody vůči CZK
- jiné

14. Na který sektor hospodářství se promítne dopad finanční krize nejvíce (v ČR)?

(Vyberte max. 3 sektory, ve kterých si myslíte, že dopad bude nejhorší)

- finanční sektor – bankovníctví, finanční trhy, pojišťovnictví
- nemovitosti, stavebnictví
- automobilový průmysl
- poradenské společnosti
- hotelnictví, turistika a zábavní průmysl
- chemický a farmaceutický průmysl
- IT a telekomunikace
- strojírenství
- zemědělství
- jiné

15. Jaké si myslíte, že by byly dopady krize na hospodářství ČR (ve srovnání se současnými dopady), pokud by ČR mělo zavedeno euro?

- menší větší stejné

nevím

16. Považujete banky v České republice za finančně zdravé a silné?

- rozhodně ano spíše ano nevím jistě spíše ne

rozhodně ne

17. Co je podle Vás nejhorší dopad finanční krize na **banky v ČR?**

(Vyberte maximálně tři hlavní)

- zhoršení rozvah bank
 nárůst objemu klasifikovaných/pochybných/ztrátových úvěrů
 úvěrová stagnace
 přesun ztrát na klienty
 růst úrokových sazeb
 zvýšená možnost bankrotů bank
 krize likvidity
 nárůst nedůvěry
 nárůst státního dluhu díky tomu, že budou banky sanovány
 žádný

18. Souhlasíte s vládní sanací bankovního sektoru (podobně jako v USA)?

- rozhodně ano spíše ano nevím jistě spíše ne

rozhodně ne

19. Je dle Vašeho názoru FEDem/ČNB zvolená cesta nízkých úrokových sazeb vhodná?

- rozhodně ano spíše ano nevím jistě spíše ne

rozhodně ne

20. Myslíte si, že svět bude čelit v důsledku velmi nízkých úrokových sazeb hrozbě vysoké inflace?

- ne, centrální banky včas upraví svoji politiku
- ne, snížené příjmy domácností (dané stagující nebo zhoršující se nezaměstnaností) nedovolí růst cen
- ano, obávám se toho, ale nijak se na to nepřipravuji
- ano, a dokonce se na to připravuji (nákupem uměleckých děl, drahých kovů apod.)
- jiná odpověď:

.....
.....

21. Myslíte si, že je nutno změnit podmínky pro poskytování úvěrů na nemovitosti v ČR, aby nevznikla hypoteční krize?

- ne, není nutné nic měnit
- ano, musí být větší jistění (např. ručители)
- ano, ale úvěr se poskytne pouze ve výši 50% ceny nemovitosti
- ano, ale úvěr se poskytne pouze na dobu splácení maximálně 10 let
- ano, ale úvěr se poskytne pouze na dobu splácení maximálně 5 let

22. Myslíte si, že je nutno změnit podmínky pro poskytování spotřebitelských úvěrů na v ČR, aby nedocházelo k předlužování domácností?

- ne, není nutné nic měnit
- ano, hlavně u nebankovních půjček
- ano, ale subjekty by měly vyžadovat vždy ručení
- ano, ale poskytovat půjčky pouze na vybrané zboží
- nevím

23. Jaká je podle Vás nejlepší cesta z krize?

.....

24. Co je podle Vás důvodem vzniku krizí?

.....

.....

25. Jaké by mělo být hlavní poučení z krize?

.....

26. Jaká bude další bublina?

.....

Doplňující otázky:

Jste

- žena
- muž

Věk:

- 18 - 25 let
- 26 – 50 let
- nad 50 let

Vaše nejvyšší ukončené vzdělání:

- základní
- vyučen
- středoškolské
- vysokoškolské

Region, kde máte trvalé bydliště:

- Praha
- Středočeský kraj

- Jihočeský kraj
- Plzeňský kraj
- Karlovarský kraj
- Ústecký kraj
- Liberecký kraj
- Královehradecký kraj
- Pardubický kraj
- Kraj Vysočina
- Jihomoravský kraj
- Moravskoslezský kraj
- Zlínský kraj
- Olomoucký kraj

Děkuji za Vaše odpovědi.