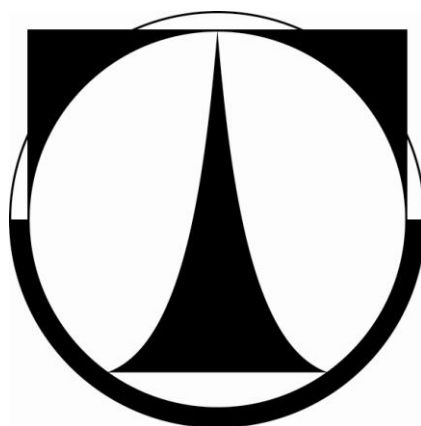


TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI

Ekonomická fakulta



DIPLOMOVÁ PRÁCE

2011

Bc. Tomáš Sedláček

TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI

Ekonomická fakulta

Studijní program: N 6208 – Ekonomika a management

Studijní obor: Podniková ekonomika

Dopady úrokové politiky FED v letech 2000 - 2009 na finanční sektor USA a na podnikatelské subjekty

Impacts of FED Interest Policy on US Financial Sector and on Business Entities from 2000 to 2009

DP – PE – KEK 2011– 54
Bc. Tomáš Sedláček

Vedoucí práce: prof. Ing. Fárek Jiří, CSc. - KEK

Konzultant: Jitka Erhartová, account manager, SG Equipment Finance

Počet stran: 92 Počet příloh: 2

Datum odevzdání: 6. 5. 2011

Originál zadání diplomové práce

Prohlášení

Byl jsem seznámen s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb., o právu autorském, zejména § 60 – školní dílo.

Beru na vědomí, že Technická univerzita v Liberci (TUL) nezasahuje do mých autorských práv užitím mé diplomové práce pro vnitřní potřebu TUL.

Užiji-li diplomovou práci nebo poskytnu-li licenci k jejímu využití, jsem si vědom povinnosti informovat o této skutečnosti TUL; v tomto případě má TUL právo ode mne požadovat úhradu nákladů, které vynaložila na vytvoření díla, až do jejich skutečné výše.

Diplomovou práci jsem vypracoval samostatně s použitím uvedené literatury a na základě konzultací s vedoucím diplomové práce a konzultantem.

V Liberci, 6. 5. 2011

.....

Anotace

Tato diplomová práce se zabývá úrokovou politikou americké Centrální banky a jejím působením na peněžní a kapitálové trhy, které mohlo být jednou z příčin vzniku finanční krize v USA. V teoretické části je popsán Federální rezervní systém plnící funkci Centrální banky ve Spojených státech amerických a jeho nástroje používané k provádění monetární politiky. Práce uvádí základní koncept hypotéčního a investičního bankovníctví, které byly krizí nejvíce zasaženy. V praktické části je představena úroková politika pro různá časová období a její následný vliv na dění na trhy cenných papírů spolu s dopady na reálnou ekonomiku. Závěr práce se věnuje výsledkům vlivu úrokové politiky na finanční sektor.

Klíčová slova

Federální rezervní systém, monetární politika, úroková sazba, hypotéční úvěr, finanční spekulace, sekuritizace, dluhopis, finanční páka, finanční krize, likvidita.

Annotation

This diploma thesis deals with a policy of interest of American Central Bank and its influence on a money and stock market, which could have been one of the causes of the financial crisis in the USA. In the theoretical part a Federal reserve system has been described. It works as a Central bank of the United States of America and its implements have been used for making monetary policy. The thesis shows a basic concept of a landbank and investment banking that had been the matter of the biggest impact during the crisis. In the practical part a policy of interest for various periods of time with its following influence on the stock market as well as the impact on the real policy has been introduced. The conclusion turns to the results of how the policy of interest influences a financial sector.

Key words

Federal Reserve System, monetary policy, interest Rate, mortgage loan, financial leverage, securitization, obligation, financial lever, financial crisis, liquidity.

Obsah

Úvod	9
1 Centrální bankovní systém ve Spojených státech amerických.....	10
1.1 Federální rezervní systém	10
1.2 Struktura FED	10
1.2.1 Výbor guvernérů.....	11
1.2.2 Federální rezervní banky	11
1.2.3 Federální výbor volného trhu.....	11
1.3 Monetární politika.....	12
2 Hypotéční bankovníctví v USA.....	17
2.1 Účastníci	17
2.1.1 Federal National Mortgage Association	18
2.1.2 Federal Home Loan Mortgage Corporation	18
2.2 Subprime hypotéky	19
2.3 Sekuritizace	19
2.3.1 Proces sekuritizace	20
3 Investiční bankovníctví	23
3.1 Investiční a finanční obchody	24
4 Přeliv akciové bubliny v hypotéční	27
4.1 Akciový boom	27
4.1.1 Výše úrokové sazby v letech 1997 - 2000	31
4.1.2 Pasivní úroková politika	32
4.2 Hospodářský pokles	34
4.2.1 Snižování úrokové sazby	35
4.2.2 Hypotéční boom.....	37
4.2.3 Hypotéční produkty.....	39
4.2.4 Příčiny hypotéční konjunktury	41
4.2.5 Finanční spekulace	42
4.3 Příčiny finanční krize	46
5 Finanční krize.....	49
5.1 Zvyšování sazby	49
5.1.1 Pokles ceny nemovitostí.....	50
5.1.2 Rostoucí splátky	51

5.2 Krize bankovního sektoru.....	54
5.2.1 Problémy finančních institucí.....	54
5.2.2 Vládní podpora.....	57
5.2.3 Role FED	60
5.2.3.1 Kvantitativní uvolňování peněz.....	62
6 Hospodářská recese	65
6.1 Zpomalení hospodářského růstu.....	65
6.2 Fiskální stimul.....	68
6.3 Česká podniková sféra.....	70
7 Současná monetární politika.....	74
7.1 Minimální úroková míra a kvantitativní uvolňování peněz.....	74
7.2 Basilej III	75
8 Dopady úrokové politiky FED – závěrečné shrnutí.....	78
Závěr.....	80
Seznam použité literatury	82
Seznam příloh.....	88
Příloha A.	89
Příloha B	90

Seznam obrázků

<i>OBRÁZEK 1: PROCES SEKURITIZACE</i>	21
<i>OBRÁZEK 2: PHILLIPSOVA KŘIVKA</i>	28
<i>OBRÁZEK 3: VÝVOJ CENY NEMOVITOSTÍ V LETECH 1987 - 2005</i>	41
<i>OBRÁZEK 4: VÝVOJ ÚROKOVÉ MÍRY V LETECH 2000 - 2010</i>	47
<i>OBRÁZEK 5: HYPOTÉČNÍ DLUH V LETECH 2000 - 2007</i>	48
<i>OBRÁZEK 6: VÝVOJ TRŽEB V PRŮMYSLU ČR</i>	70
<i>OBRÁZEK 7: VÝVOJ OBJEMU EXPORTU V ČR</i>	71
<i>OBRÁZEK 8: VÝVOJ TRŽEB VÝROBY DOPRAVNÍCH ZAŘÍZENÍ</i>	72

Seznam tabulek

<i>TABULKA 1: HOSPODÁŘSKÝ POKLES A VÝVOJ INFLACE V LETECH 2000 - 2001</i>	<i>36</i>
<i>TABULKA 2: VÝVOJ EKONOMIKY USA V LETECH 2007 - 2010</i>	<i>67</i>
<i>TABULKA 3: MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE 2005 - 2010</i>	<i>67</i>

Seznam použitých zkratek

ABS	Asset Backed Security – Cenný papír zajištěný aktivy
ARM	Adjustable Rate Mortgage – Hypotéční úvěr s variabilní úrokovou sazbou
CDS	Credit Default Swap – Finanční derivát
CDO	Collateralized Debt Obligation – Zajištěná dluhová obligace
FED	Federal Reserve System – Centrální bankovní systém USA
FHA	Federal Housing Administration – Vládní agentura
FHLMC	Federal Home Loan Mortgage Corporation – Hypotéční banka
FNMA	Federal National Mortgage Association – Hypotéční zástavní věřitel
MBS	Mortgage Backed Security – Hypotéční zástavní list
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation – Elektronický akciový trh
SPE	Special Purpose Entity – Speciální účelová firma
SPV	Special Purpose Vehicle – Speciální účelová firma
TAF	Term Auction Facility – Aukční nástroj pro půjčky bankám
TSFL	Term Securities Lending Facility – Aukční nástroj pro půjčky bankám
VA	Veterans Administration – Vládní agentura

Úvod

Finanční sektor utrpěl v nedávné době citelný zásah, který možná navždy změnil některé tradiční přístupy podnikání na finančních trzích. Když v roce 2007 na území Spojených států amerických propukla finanční krize, nikdo nemohl tušit její pozdější fatální následky. Vinou globálního propojení téměř všech sfér novodobého světa se brzy finanční kolaps rozšířil mezi ostatní kontinenty a těžko hledat domácnost, která by prostřednictvím médií nebyla o situaci na trzích aktiv informována. V současnosti je většina předních ekonomů, analytiků a myslitelů zaměstnána odhalováním příčin druhé největší krize v dějinách Spojených států. První výsledky hovoří o nevídaném morálním a finančním hazardu, ke kterému se uchýlili účastníci úvěrových transakcí. Objevují se i zprávy o nedokonalé monetární politice americké Centrální banky, jejíž nástroje mohly díky vzájemné provázanosti s kapitálovými trhy přispět ke vzniku finanční krize. Cílem této práce je ozřejmit vliv úrokové politiky prováděné Federálním rezervním systémem na dění na kapitálových trzích a poukázat na roli, kterou tato politika případně k finanční krizi přispěla. Po úvodním představení amerického centrálního bankovníctví a krizí nejvíce zasažených sfér kapitálových obchodů se práce zabývá výší federální úrokové sazby v jednotlivých obdobích a jejími zprostředkovanými dopady na různé oblasti ekonomiky. Na základě událostí, které byly výší úrokové sazby ovlivněny, má být objasněn podíl úrokové politiky na vzniku finanční krize, která se následně proměnila v krizi hospodářskou. Přestože je pro práci rozhodné období mezi roky 2000 – 2009, úroková politika je pro vysvětlení jejího budoucího vývoje sledována již od roku 1996. Závěrečná fáze je věnována současné monetární politice, která má pomoci s novým hospodářským oživením americké ekonomiky.

1 Centrální bankovní systém ve Spojených státech amerických

Celosvětový vývoj je do značné míry determinován stavem americké ekonomiky. Americké peněžní a kapitálové trhy udávají směr při investičních rozhodnutích. Většina zahraničních transakcí je prováděna prostřednictvím amerického dolaru. Devizové rezervy zemí napříč celým světem jsou nominovány v americké národní měně. To vše dává bankovníctví Spojených států významnou sílu, kterou je potřeba regulovat za pomoci silné instituce.¹

1.1 Federální rezervní systém

V roce 1913 byl v USA přijat Zákon o Federálním rezervním systému (Federal Reserve Act). Vznikl v reakci na řadu bankovních krizí, kterým Spojené státy musely v předešlých letech čelit. Federální rezervní systém (dále jen FED) se stal prvním úspěšným projektem na uspořádání bankovního sektoru.²

1.2 Struktura FED

Celý systém je tvořen soustavou institucí, do které patří Výbor guvernérů, dvanáct regionálních Federálních rezervních bank, alokovaných do ekonomicky významných oblastí Spojených států, a dvaceti pěti poboček. Významnou součástí systému je dále Federální výbor volného trhu. Do systému také patří tři poradní rady a další komerční finanční instituce jako např. banky, spořitelny, které se staly členy federální struktury.³

¹ REVENDA, Z., Centrální bankovníctví, s. 671.

² Tamtéž, s. 672.

³ Tamtéž, s. 673.

1.2.1 Výbor guvernérů

Výbor guvernérů je složen ze sedmi členů jmenovaných po schválení Kongresu prezidentem Spojených států. Funkční období zvolených členů čítá čtrnáct let, při výměně jedno člena na základě rotačního principu vždy jednou za dva roky. Funkční období předsedy a místopředsedy trvá roky čtyři s možností trojnásobného prodloužení mandátu. Nejvýznamnější úloha Výboru guvernérů spočívá ve stanovení monetární politiky včetně nástrojů, kterými je prováděna. Monetární politika bude podrobněji popsána v podkapitole 1.3. Dále se výbor podílí na regulaci a dohledu nad členskými bankami, stanovuje pravidla ochrany klientů a účastní se volby ředitelů Federálních rezervních bank.⁴

1.2.2 Federální rezervní banky

Rezervní systém má své zastoupení v ekonomicky významných oblastech v podobě Federálních rezervních bank. Mezi hlavní činnosti federálních bank patří přijímání rezerv ostatních bank, poskytování úvěrů jednotlivým bankám, emise hotovostních bankovek. Rezervní banky také spravují státní dluh a provádí mezibankovní clearing⁵. V jejich kompetenci je i stanovení vlastní diskontní sazby, která se může lišit od výše stanovené v ostatních měnových distriktech.⁶

Federální rezervní banky jsou právnické osoby založené jako akciové společnosti, které vlastní členské banky. Čelním orgánem je Výbor guvernérů a hlavním exekutivním orgánem každé banky je její prezident.⁷

1.2.3 Federální výbor volného trhu

Cíle monetární politiky stanovené Výborem guvernérů provádí prostřednictvím operací na volném trhu a kurzovými intervencemi Federální výbor. Výbor se skládá ze dvanácti

⁴ REVENDA, Z., Centrální bankovníctví, s. 673.

⁵ Způsob vypořádání plateb mezi bankami prostřednictvím clearingového centra.

⁶ REVENDA, Z., Centrální bankovníctví, s. 674.

⁷ Tamtéž.

členů. Prvních sedm členů pochází z Výboru guvernérů a zbylých pět členů je voleno z řad předsedů členských bank federální struktury.⁸

Do struktury rezervního systému dále patří tři poradní rady, Federální poradní rada, Poradní rada klientů bank a Poradní rada spořitelních institucí. Celou strukturu uzavírají členské banky. Za své členství mají právo na výplatu dividend pramenící z vlastnictví akcií příslušných federálních bank. Na druhé straně musí mít povinně pojištěná depozita u Federální korporace pojištění vkladů.⁹

Nejvýznamnější funkcí Federálního rezervního systému je vymezení a následná realizace monetární politiky, která má vést k plnění jednotlivých hospodářských cílů.

1.3 Monetární politika

Vedle klasických hospodářských cílů, kterým je předně ekonomický růst, zaměřuje Centrální banka v USA svoji pozornost zejména do oblasti inflace a plné zaměstnanosti.¹⁰

Inflace je proces, při kterém v ekonomice roste cenová hladina a dochází ke znehodnocení kupní síly peněz v důsledku jejich velkého množství v oběhu. Míra inflace je zjišťována nejčastěji pomocí indexu spotřebitelských cen, který je reprezentován spotřebním košem. Ten obsahuje několik set položek průměrných spotřebních produktů domácností, u kterých se v daných časových intervalech provádí srovnávání cen s předešlým obdobím, jehož výsledek vypovídá o pohybu míry inflace v ekonomice. Místo pro růst inflace se v ekonomice otevírá zejména investiční činnosti firem. Nově investované prostředky např. do vyšší kapitálové vybavenosti výroby umožňují vznik a vývoj nových produktů a v konečném důsledku celkový hospodářský růst, který musí být doprovázen opětovným růstem peněžní zásoby, aby se předešlo opačnému jevu než je inflace, a to deflaci, která by vinou odložené spotřeby tempo růstu razantně zbrzdila. FED musí proti vysokým hodnotám inflace bojovat z několika důvodů. Prvním z nich je narušení stability dlužnicko - věřitelských vztahů, kdy se při vysokém růstu cenové hladiny vrací věřitelům značně znehodnocené peníze, ti pak

⁸ REVENDA, Z., Centrální bankovníctví, s. 674.

⁹ Tamtéž, s. 675.

¹⁰ Tamtéž, s. 676.

samozejmě ztrácí ochotu se svými finančními prostředky obchodovat. Dále vyšší inflace může vést k milnému vnímání cenové hladiny výrobcí, kdy v ekonomické realitě není růst cen zapříčiněn převisem poptávky nad nabídkou, ale právě inflací. Investoři poté dostávají mylné informace, které snadno vyústí ve špatné rozhodnutí, což může mít pro jednotlivce a firmy, jež investují svůj kapitál fatální dopady.¹¹

Druhou prioritu v oblasti hospodářských cílů vidí FED ve snaze o udržení plné zaměstnanosti, v tomto bodě je americké centrální bankovníctví specifické a liší se jím od ostatních světových centrálních soustav. Plnou zaměstnanost můžeme definovat jako stav, při kterém všichni ti, kdo přijmou mzdové podmínky dané zaměstnavatelem, práci na trhu najdou. FED proto při stanovování své monetární politiky bere v úvahu, že nízká úroková míra, při které se může firma snadno dostat k levnému zdroji financování svých současných, ale zejména budoucích inovativních aktivit, je jednoznačně stimulem k tvorbě nových pracovních míst.¹²

Plná zaměstnanost byla jedním z důvodů, proč v letech 2001 - 2004 tehdejší předseda Federálního rezervního systému Alan Greenspan stlačoval a udržoval úrokové sazby na velmi nízké úrovni. Svě rozhodnutí tehdy obhajoval slovy: *„Když zvedneme úrokové míry, miliony Američanů ztratí zaměstnání, což nikomu neprospěje. Pokud naopak dopustíme, aby úrokové míry klesly, tito extra zaměstnanci získají práci jako stavitelé domů a výrobci věcí, které se budou prodávat všem lidem, jejichž příjmy pocházejí ze stavebnictví.“*¹³

Snižování úrokové míry v budoucnosti přineslo i spoustu dalších efektů, o kterých budeme hovořit v pozdější části textu v souvislosti s příčinami finanční krize.

Měnová politika sledující zejména problematiku inflace a zaměstnanosti je prováděna prostřednictvím tří hlavních nástrojů.

a) Operace na volném trhu

Jde o obchod, jehož prostřednictvím odčerpává banka z trhu přebytečnou likviditu, nebo naopak do ekonomiky nalévá peněžní prostředky. Pokud existuje potřeba navýšit likviditní rezervy, nakupuje Centrální banka cenné papíry od ostatních bank, jedná se

¹¹ ZEMÁNEK, J., 16. lekce – Inflace a deflace [online].

¹² MACH, M., Makroekonomie II, s. 192.

¹³ DELONG, B. J., Sympatie ke Greenspanovi [online].

o expanzivní monetární politiku. V opačném případě tzv. restriktivní politiky FED jednotlivým bankám cenné papíry naopak prodává a tím snižuje jejich peněžní zásobu.¹⁴

Primární roli při těchto transakcích hraje průměrná úroková sazba pro mezibankovní trh, neboli federal funds rate. Tato krátkodobá úroková sazba určuje výši úrokových nákladů a tedy cenu, za kterou si úvěry banky poskytují mezi sebou ze svých rezerv uložených ve federálním systému, ale zároveň i cenu za jakou je možné získat peněžní prostředky přímo od Centrální banky. O výši této sazby rozhoduje Federální výbor pro volný trh, který pak podněcuje svými nástroji potřebné kroky, aby bylo této výše dosaženo, a stará se o samotnou realizaci jednotlivých operací. V případě nedostatečné likvidity poskytované FED by došlo k narušení tržní rovnováhy a neuspokojená poptávka finančních institucí po peněžních prostředcích by zapříčinila růst jejich ceny a tím také v důsledku opatření růst této sazby.¹⁵

Zvýšení federální sazby přenesené do reality pro banky znamená zvýšení nákladů potřebných pro získání cizích zdrojů financování. Na tento nárůst banky obratem reagují zvednutím úrokových sazeb z úvěrů jimi poskytovaných, což následně zasáhne jednotlivé ekonomické subjekty. Vyšší úroky omezí jak investiční činnost firem, tak čerpání úvěrů domácnostmi.¹⁶

Obchody na volném trhu mohou mít dvojí podobu. V případě tzv. repurchase agreement mají operace pouze dočasný charakter. FED prodává cenné papíry komerčním bankám s garancí pozdějšího odkupu zpět, nebo nabízí k čerpání úvěr, který je zajištěn převodem cenných papírů. Tím Centrální banka řeší přechodnou nerovnováhu likvidity trhu. Trvalé operace pak mají podobu tzv. coupon passes.¹⁷

Operace na volném trhu jsou v současné době velmi populárním a zřejmě i nejpoužívanějším nástrojem, který Federální banka používá k ovlivnění měnové báze. FED se aktuálně snaží udržet federal funds rate v pásmu 0 – 0,25 %.

¹⁴ JANČA, T., Všechno co jste chtěli vědět o Fedu II [online].

¹⁵ Tamtéž.

¹⁶ Tamtéž.

¹⁷ Tamtéž.

b) Změna výše povinných minimálních rezerv

Povinné minimální rezervy jsou FED nařízené % primárních vkladů obchodních bank uložených na kontě této Centrální banky. Zvyšováním rezerv provádí FED restriktivní monetární politiky, a naopak jejich snižováním umožňuje bankám zvětšit objem poskytovaných úvěrů. Především zvyšování sazby povinných minimálních rezerv je spojeno s intenzivním zásahem do hospodaření bank, nebývá tedy příliš populární a FED ho využívá pouze ojediněle.¹⁸

c) Diskontní nástroje

Diskontní nástroje patří mezi typické a nejstarší prostředky používané při řízení monetární politiky a ovlivňování úvěrové kapacity obchodních bank. Problematika diskontních nástrojů je spojena s výší úrokových sazeb a dalších podmínek úvěrů, které jsou bankám poskytovány.¹⁹

Úrokovou sazbu vnímáme jako finanční náhradu zaplacenou za jednotku času za možnost vypůjčení peněžních fondů. Stává se nákladem těchto operací. Můžeme ji vymežit vzhledem k různým aspektům finančních obchodů, jako jsou např. doba splatnosti, riziko, likvidita či administrativní náklady. Dlouhodobé finanční instrumenty jsou zpravidla hodnoceny vyšší úrokovou sazbou. Přímá úměra platí i při stanovení úroku vzhledem k riziku transakce, kdy vysoce spekulativní obchody musí nést vyšší bonus za rizikovou účast. Více úročené bývají také nelikvidní aktiva, vzhledem k nesnadnému procesu přeměny v hotovost a v neposlední řadě výše úroku se promítá do časové a administrativní náročnosti při poskytování a správě peněžních fondů.²⁰

Mezi diskontní nástroje používané FED patří diskontní a reeskontní úvěry.

Diskontní úvěry FED poskytuje bankám, u nichž se objevují přechodné výpadky likvidity. U těchto krátkodobých úvěrů povětšinou není Centrální bankou vyžadováno krytí cennými papíry a jsou úročeny diskontní sazbou, která bývá tou nejnižší, jež banka vyhláší. Diskontní úvěry splatné do tří měsíců nesou označení běžné či

¹⁸ JANČA, T., Všechno co jste chtěli vědět o Fedu II [online].

¹⁹ REVENDA, Z., MANDEL, M., Peněžní ekonomie a bankovníctví, s. 322.

²⁰ SAMUELSON, A. P., Ekonomie, s. 261.

sezónní. Nouzové diskontní úvěry jsou pak poskytované bankám, jejichž likviditní problémy nejsou pouze krátkodobého rázu.²¹

Druhým diskontním nástrojem je reeskontní úvěr. V případě reeskontního úvěru Federální banka poskytuje úvěr obchodním bankám odkupem směnek, které již banky eskontovaly u svých klientů. Při této operaci si FED sráží určitou částku, která se nazývá diskont. Obchoduje se pouze s vysoce kvalitními cennými papíry krátkodobé povahy. Doba splatnosti směnky je pak zkrácena o rozdíl dní, na něž byl reeskontní úvěr poskytnut, a dnem splatnosti směnky. Dopady na měnovou bázi jsou pak zcela zjevné. Poskytnutím úvěru provádí FED monetární expanzi a naopak při splacení dochází na trhu k úbytku finančních prostředků.²²

d) Kurzové intervence

Mezi nástroje monetární politiky patří i kurzové intervence prováděné Federálním výborem pro otevřený trh. Kurzové intervence ve své podstatě znamenají cílené ovlivňování devizového kurzu dolaru vzhledem k ostatním cizím měnám. Výsledkem kurzových intervencí bývá předem připravené zhodnocení, nebo naopak znehodnocení kurzu domácí měny ve snaze působení na vývoj obchodní bilance státu a míru inflace.²³

Federální rezervní systém má prostřednictvím výše popsaných nástrojů velký vliv na činnost a chování ostatních členů finančního sektoru USA. Úrokové sazby, povinné minimální vklady, kurzové intervence a další faktory ovlivňují hospodaření bank a jejich prostor pro úvěrové (např. hypotéční) a investiční obchody. FED v prvních letech třetího tisíciletí vytvořil pro tento sektor příznivé podmínky, které vedly k obrovskému rozmachu hypotéčního trhu a investičních spekulací.

²¹ REVENDA, Z., MANDEL, M., Peněžní ekonomie a bankovníctví, s. 323.

²² Tamtéž.

²³ Finance.cz, Monetární politika [online].

2 Hypotéční bankovníctví v USA

Smyslem hypotéčního bankovníctví je obecně poskytování specifického druhu úvěru jako jedné z možností financování investic do bydlení. Hypotéka představuje cizí zdroj financování, jehož splacení je kryto zástavním právem k nemovitosti. Mezi hlavní účastníky hypotéčního trhu řadíme hypotéční banky, spořitelny a komerční banky.²⁴

2.1 Účastníci

V USA se mohou soukromí investoři účastnit hypotéčních obchodů prostřednictvím hypotéčních bank, vládních či soukromých agentur, které poskytují emisi nebo jištění těchto cenných papírů. V pozici vládního ručitele vystupuje ve Spojených státech Federal Housing Administration (dále jen FHA) nebo Veterans Administration (dále jen VA). Mezi další velmi významné instituce amerického hypotéčního trhu patří zejména Federal National Mortgage Association a Federal Home Loan Mortgage Corporation.²⁵

Trh můžeme rozdělit do dvou částí. Na primárním trhu dochází k poskytování hypotéčních úvěrů budoucím vlastníkům nemovitostí, popřípadě podnikatelům účastnících se větších realitních projektů. Na sekundárním trhu se poskytnuté úvěry sdružují do tzv. balíků, které jsou následně prodávány velkým investorům. Tento proces, označován jako sekuritizace, vznikl právě na území Spojených států v souvislosti s poskytováním hypotéčních úvěrů, které nabízely americké banky, a postupem času se stal na finančních trzích významným trendem. Přesnější vymezení pojmu sekuritizace přinese podkapitola 2.3.²⁶

Zřejmě nejdůležitějšími účastníky hypotéčního trhu v USA jsou Federal National Mortgage Association a Federal Home Loan Mortgage Corporation. Význam těchto institucí vyplývá zejména z objemu aktiv, které prochází jejich kontrolou a správou. Do roku 2008 spravovaly tyto dvě obří finanční společnosti dohromady téměř jednu polovinu amerického hypotéčního trhu v hodnotě 5,5 bilionů dolarů. Vzhledem k velké zodpovědnosti za takovýto objem prostředků se řadí do „prominentní“ skupiny nesoucí

²⁴ WATERHOUSE, P., Základy bankovníctví, s. 67.

²⁵ Tamtéž, s. 73.

²⁶ Tamtéž, s. 68.

označení „too big to fail“, neboť jejich finanční nestabilita by mohla mít významný negativní dopad na americký hospodářský sektor.²⁷

2.1.1 Federal National Mortgage Association

Federal National Mortgage Association (dále jen FNMA) přezdívaná Fannie Mae je největší a nejstarší zástupce finančních institucí na sekundárním trhu působící na území celých Spojených států. Vzniká v roce 1938 na pomoc při rehabilitaci americké ekonomiky bojující s následky předešlé hospodářské recese, přičemž jejím hlavním úkolem bylo zajištění dostatku financí pro poskytování hypotéčních úvěrů.²⁸

V současnosti má podobu spořitelny a záložny, kdy odkupuje finanční instrumenty zajištěné vládními agenturami FHA a VA i privátních institucí. Tyto transakce jsou financovány pomocí emise krátkodobých či dlouhodobých dluhopisů. Ze své funkce uděluje přísliby úvěrů a zajišťuje emisi hypotéčních zástavních listů.²⁹

2.1.2 Federal Home Loan Mortgage Corporation

Federal Home Loan Mortgage Corporation (dále jen FHLMC) je hypotéční bankou, která vznikla v roce 1968 z iniciativy Kongresu Spojených států, který chtěl vytvořit na hypotéčním trhu konkurenční prostředí a zamezit monopolnímu postavení FNMA na trhu s úvěry.³⁰

Dnes Freddie Mac, jak se FHLMC přezdívá, obchoduje s úvěry vládních agentur popřípadě s úvěry umístěnými na sekundárním trhu, kdy svou činnost zaštiťuje velkým objemem prodeje hypoték. Do portfolia aktivit této hypotéční banky dále patří emise cenných papírů zajištěných hypotékami či emise zajištěných hypotéčních dluhopisů.³¹

Americké hypotéční bankovníctví je typické fixní úrokovou mírou. Většina poskytnutých úvěrů má fixovanou úrokovou sazbu na 15 - 30 let, pohyblivá sazba

²⁷ BRYCHTA, J., Freddie Mac a Fannie Mae noční můrou obchodníků [online].

²⁸ Tamtéž.

²⁹ WATERHOUSE, P., Základy bankovníctví, s. 73.

³⁰ BRYCHTA, J., Freddie Mac a Fannie Mae noční můrou obchodníků [online].

³¹ WATERHOUSE, P., Základy bankovníctví, s. 73.

reflektující vývoj v daném sektoru je zastoupena pouze v 10 % případů. Pro hypotéční banky v USA při poskytování hypotéčních úvěrů nehraje klíčovou roli zajištění kapitálu, ale pouze dostatek vlastního kapitálu pro svou obchodní činnost. Rizika spojená s nesplácením jsou přesouvána pomocí výše zmíněné sekuritizace směrem ke straně investorů.³²

2.2 Subprime hypotéky

Typickým příkladem rizika spojeným s americkým hypotéčním trhem jsou tzv. „subprime“ hypotéky. U tohoto produktu banky kalkulují pouze s hodnotou nemovitosti a samotná bonita klienta je odsouvána do pozadí. Riziko nesplacení u těchto hypoték roste s portfoliem klientů, jímž je tato hypotéka poskytována. Většina zájemců o tento druh úvěru se rekrutuje z nízko - příjmových skupin obyvatelstva. Systém subprime hypoték se pro banky jeví výhodně, pokud rostou ceny na trhu nemovitostí, v případě nesplacení totiž existuje možnost hypotéční úvěr prodat v aukci za cenu, která nebude pro banku znamenat ztrátu.³³

2.3 Sekuritizace

Sekuritizace se poprvé objevila v osmdesátých letech, kdy byly v USA sloučeny hypotéky amerických vládních agentur. V dalších letech začalo docházet ke sdružování ostatních příjmů plynoucích z držení aktiv. Podstata sekuritizace tkví v přesunu úvěrového rizika na jiné subjekty pomocí finančních instrumentů. Využití sekuritizace se pro banky, pojišťovny a další finanční instituce stalo výhodné zejména díky menší regulaci tohoto segmentu trhu s finančními aktivy. Další pozitivum sekuritizovaných obchodů vycházela z rozptýlení účastníků úvěrového procesu a tím i rozložení koncentrace rizika. Na druhé straně kritika spojená s tímto postupem převážně poukazovala na snahu investorů přijmout vyšší riziko za dosažení vyššího výnosu při minimálním užití standardů pro zajištění úvěrů, řízení rizik a investic. Mnoho úvěrů tak stálo mimo účetní rozvahu. Negativně vnímán byl i nedostatečný screening dlužníků.³⁴

³² BRYCHTA, J., Freddie Mac a Fannie Mae noční můrou obchodníků [online].

³³ JAKLÍN, J., Realitní, finanční a ekonomická světová krize a náznaky prvních dopadů na trh nemovitostí ČR [online].

³⁴ JOBST, A., Finance and Development, s. 48-49.

2.3.1 Proces sekuritizace

Při sekuritizaci hypotéční banka vytvoří z poskytnutých hypotéčních úvěrů balík, který je nabídnut k odkupu jednotlivým agenturám v podobě podkladového aktiva pro novou emisi cenného papíru. Základní podoba sekuritizačního procesu je rozdělena do dvou částí. V první fázi finanční instituce obchodující s finančními aktivy identifikuje vhodný majetek, který přesune z rozvahy do tzv. referenčního portfolia. Poté je tento majetek prodán speciálnímu emitentovi v podobě společnosti typu special purpose entity (dále jen SPE) nebo special purpos vehicle (dále jen SPV).³⁵

Jedná se o společnosti vzniklé za účelem splnění specifického cíle, kterým může být např. podnikatelský projekt, a nebo právě úplatný převod určitých aktiv, kterých se SPV stane vlastníkem. Motivem pro tento přesun je pro základní společnost změna nelikvidních aktiv v hotovost.³⁶

Při druhé fázi společnost typu SPV emituje cenné papíry, které jsou kryty aktivy pocházejících z bilance velkých bank. Cenné papíry jsou následně prodávány investorům na kapitálovém trhu. Investoři nakupují cenné papíry s pevnou nebo pohyblivou úrokovou sazbou a inkasují platby vycházející z cash-flow referenčního portfolia. Jak již bylo zmíněno, sekuritizace představuje alternativní a diverzifikované zdroje financování na základě převodu úvěrového rizika od emitentů k investorům.³⁷

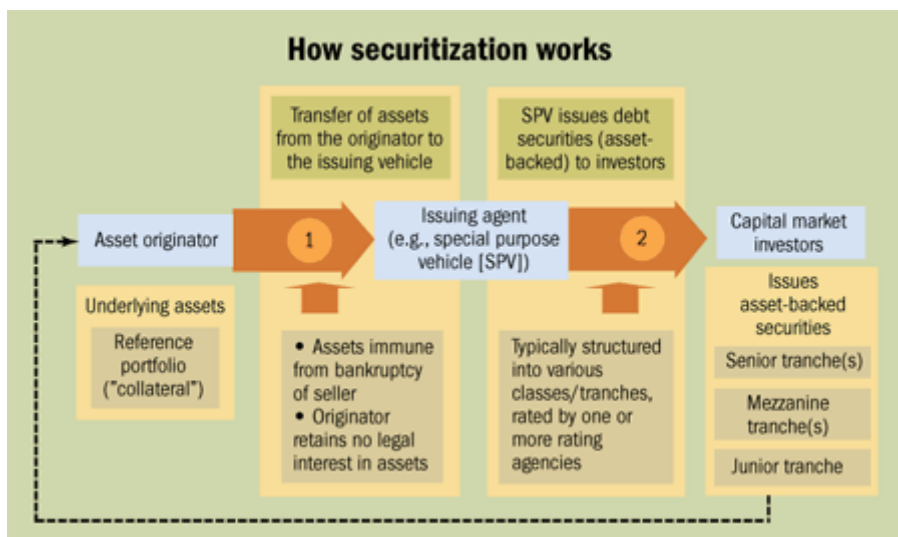
Referenční portfolio je rozděleno do několika částí tzv. tranší, z nichž každá je spojena s jinou mírou rizika a je prodávána samostatně. Návratnost investic (splácení jistiny a úroku) spolu s případnou ztrátou jsou rozděleny mezi jednotlivé tranše na základě jejich dospělosti. Nejméně riziková tranše je spojena s primárním nárokem na příjem z podkladových aktiv, zatímco nejrizikovějším se stává poslední nárok na splácení pohledávky vyplývající z držení sekuritizovaných instrumentů. Tradiční sekuritizační struktura předpokládá tři stupně spolehlivosti, a to senior, mezzanine a design - junior tranše, přičemž přednostní právo na výplatu podílu je představováno senior tranší. Celý proces sekuritizace zachycuje detailněji obrázek 1.³⁸

³⁵ JOBST, A., Finance and Development, s. 48-49.

³⁶ BUČKOVÁ, V., Special Purpose Entities a jejich podíl na vzniku současné krize [online].

³⁷ JOBST, A., Finance and Development, s. 48-49.

³⁸ Tamtéž.



Obrázek 1: Proces sekuritizace

Zdroj: JOBST, A. Finance and Development, s. 48-49.

Sekuritizace byla zpočátku používána k financování jednoduchých samolikvidních aktiv, jakými jsou např. hypotéky. Do referenčního portfolia však může být v zásadě umístěn jakýkoliv druh aktiva se stabilním cash flow zajištěným cennými papíry. Takovéto obligace mohou vycházet nejen z hypotéky, ale i z firemních půjček, spotřebitelských úvěrů či projektové financování. Obecně se tyto instrumenty nazývají asset backed securities (dále jen ABS). Pro sekuritizované balíky založené na hypotečních úvěrech se používá název mortgage backed securities (dále jen MBS).³⁹

Cenné papíry představující pohledávku z hypotečního úvěru (MBS) jsou obchodovány na sekundárním trhu. Pro hypoteční banku znamená takto prodaný soubor úvěrů nové likvidní zdroje a pro finální investory právo na čerpání finančních toků z nakoupených hypoték podle výše jejich splatnosti. V případě nesplácení úvěrů banka nevyplácí výnos a riziko finanční ztráty na sebe berou jednotliví investoři. Podporou pro agentury vystupující na hypotečním trhu je eliminace rizika v podobě garance americké vlády na příjem z jistiny i úroku MBS. Investoři se ve snaze o předejití rizika rozhodují podle hodnocení ratingových agentur. Ty na základě úvěrové kvality přiřazují jednotlivým instrumentům ratingový stupeň. Bohužel nelze vždy díky vysoké sofistikovanosti sekuritizovaných balíčků a nedostatku informací poskytovaných emitenty těchto instrumentů přesně hodnotit jejich kvalitu.⁴⁰

³⁹ JOBST, A., Finance and Development, s. 48-49.

⁴⁰ SANKOT, M., Financování hypotečních obchodů pomocí modelu sekuritizace hypotečních úvěrů – MBS [online].

Hypotéční trh se i přes rizika spojená s přesunem aktiv mezi nejrůznějšími majiteli stal pro banky vítanou příležitostí jak zhodnotit své prostředky. Další varianta pro alokaci aktiv prostřednictvím cenných papírů se finančním institucím nabízí v podobě investičního bankovníctví.

3 Investiční bankovníctví

„Investiční bankovníctví zahrnuje transakce, které jsou prováděny s cennými papíry, finančními deriváty a ostatními instrumenty privátních finančních trhů.“⁴¹

Jednotlivé obchody nejsou realizovány na rozdíl od komerčního bankovníctví na vlastní účet a riziko klienta, ale v daných transakcích vystupují zprostředkovatelé, kteří si za své služby účtují zprostředkovatelskou provizi. Pro americké finanční trhy býval v historii typický model striktního oddělení investičního a komerčního bankovníctví, kdy komerční banky nemohly poskytovat služby spojené s transferem finančních instrumentů.⁴²

Investiční banky vznikaly soustředěním nadbytečného bohatství jednotlivců do obchodu s cennými papíry a jejich počátek nebyl příliš legislativně omezen. Období po konci občanské války tak dalo možnost vzniku investiční bance Lehman Brothers, jedné z klíčových institucí významně vystupující v nedávno minulé finanční krizi. S postupem času získávaly komerční banky čím dál více prostoru pro zapojení do investičních obchodů. Tato liberalizace však netrvala příliš dlouho. Vzhledem k událostem v letech 1929 - 1933, kdy došlo k řadě krachů bankovních domů, jejichž příčinou bylo i propojení investičního a komerčního sektoru, byl přijat zákon tzv. Glass - Stegall Act, který opět striktně separoval obě formy bankovníctví.⁴³

Jedním z důležitých cílů zákona co do významu pro současnou praxi byla snaha zabránit toku finančních prostředků z komerčního bankovníctví do spekulativních obchodů investičního charakteru. Důvěra v univerzálnost systému byla však za určitý čas částečně obnovena, a tak došlo k postupnému uvolnění a komerční banky se mohly znovu podílet na transakcích s cennými papíry. Důvody ke změnám pramenily z domnělé kvalitní regulace bankovního a finančního trhu a z důmyslného zákonodárství. Zákon Glass-Stegall Act určující podmínky obchodování na privátních trzích existoval až do roku 1999, kdy byl definitivně zrušen.⁴⁴

⁴¹ REVENDA, Z.; MANDEL, M., Peněžní ekonomie a bankovníctví, s. 159.

⁴² Tamtéž, s. 162.

⁴³ Tamtéž, s. 163.

⁴⁴ Tamtéž, s. 164.

3.1 Investiční a finanční obchody

Banky jsou při svém investičním počínání jednoznačně motivovány výnosem z držení aktiv, na druhou stranu jsou ovšem limitovány jejich likvidností, proto hledají v případě nutnosti dostatečně na peníze rychle přeměnitelné finanční instrumenty s vyhovujícím výnosem v podobě cenných papírů. Na rozdíl od finančních obchodů, které mají generovat zisk z krátkodobých cenových spekulací při nákupu a prodeji finančního instrumentu, jsou investiční aktiva povětšinou držena do doby splatnosti. Při finančních obchodech banky nakupují taková aktiva, u kterých se předpokládá růst jejich hodnoty. Pokud se očekává naopak hodnotový pokles, banka postupuje opačným směrem a aktiva prodává.⁴⁵

Při obou způsobech zhodnocování svých aktiv čelí banka množství rizik, které musí brát v úvahu při svém působení a tvorbě portfolia na trhu s cennými papíry. Jednotlivá rizika jsou odvozena od typu finančního instrumentu, se kterým banka obchoduje. Úvěrové riziko s sebou nese nebezpečí nedodržení závazku ze strany emitenta. Naopak likviditní riziko může nastat v případě neplnění povinností bankou z důvodu nedostatečného množství likvidních prostředků.⁴⁶

Z nestability na finančních trzích a z nenadálých změn úrokové míry plyne tržní a úrokové riziko. Banka je dále při devizových investicích vystavena hrozbě kurzové ztráty při změnách právě devizových kurzů. V neposlední řadě může úspěch investiční transakce záviset na provozních podmínkách.⁴⁷

Mezi nejvýznamnější investiční obchody patří obchody emisní, vlastní a zprostředkovatelské s investičními instrumenty a majetková správa.⁴⁸

Emisní obchody znamenají transfer nepotřebných finančních prostředků mezi přebytkovými a deficitními subjekty. Vzhledem k průběhu procesu emise existují dva druhy emisních obchodů, a to vlastní a cizí. V prvním případě provádí veškeré přípravné práce včetně konečné emise sám emitent. Vzhledem k administrativní

⁴⁵ WATERHOUSE, P., Základy bankovníctví, s. 101.

⁴⁶ Tamtéž, s. 104.

⁴⁷ Tamtéž, s. 105.

⁴⁸ REVENDA, Z.; MANDEL, M., Peněžní ekonomie a bankovníctví, s. 168.

a právní náročnosti si tento způsob volí pouze samostatné a silné deficitní subjekty, které nemusí využívat odborné pomoci firem cenných papírů.⁴⁹

Podle přístupu veřejnosti k samotné emisi se dělí umíst'ování cenných papírů na trh na veřejné a soukromé. V případě přístupu široké veřejnosti je třeba splnit podmínky registrace, které jsou spojeny s celkem značným nákladovým vydáním. Soukromá emise pak probíhá pouze mezi předem vybranými účastníky.⁵⁰

Vlastní a zprostředkovatelské obchody s investičními instrumenty se dělí na obchody provozované na vlastní nebo cizí účet. Instrukce obchodující na vlastní účet vystupuje pod označením dealer a úspěch jejich transakcí je závislý na rozdílu mezi prodejní a nákupní cenou instrumentů, které jsou v jejich držení. Nákupní cena instrumentu se značí bid, naopak jeho prodejní cena je označována ask. Diference mezi cenami se nazývá spread. Ve spreadu pak vidíme kompenzaci za podstoupené riziko kursového poklesu, kterému je dealer vystaven. Při variantě investování na cizí účet vystupuje tzv. broker. Broker se za provizi řídí příkazy svého klienta na jehož účet, ale pod svým jménem provádí dané operace. Je vnímán jako čistý prostředník mezi účastníky obchodu, jehož činnost není spojena s rizikem držení instrumentů.⁵¹

Při majetkové správě dochází ke zprostředkovatelským obchodům firem cenných papírů. V USA má podobu tzv. svěřeneckého bankovníctví, je součástí finančních služeb firem cenných papírů.⁵²

Předmětem investičních a finančních obchodů jsou cenné papíry. Cílem obchodní strategie je dosažení zisku z krátkodobých obchodů s cennými papíry. Motivem investiční činnosti bank se stává výnos a možnost zvýšení potřebné likvidity. Obligace je možné bez potíží nabídnout na sekundárním trhu. Cenné papíry, se kterými bankovní instituce nakládají, mají nejčastěji podobu právě obligací a akcií.⁵³

Akcie se na konci devadesátých let staly ve Spojených státech velmi oblíbeným obchodním artiklem. V době technologické expanze nakupovala veřejnost akcie

⁴⁹ REVENDA, Z.; MANDEL, M., Peněžní ekonomie a bankovníctví, s. 168.

⁵⁰ Tamtéž, s. 169.

⁵¹ Tamtéž.

⁵² Tamtéž, s. 171.

⁵³ WATERHOUSE, P., Základy bankovníctví, s. 102.

inovačních firem, které byly prodávány převážně prostřednictvím elektronického systému National Association of Securities Dealers Automated Quotation (dále jen NASDAQ).

Jedná se o síť vystavěnou vzájemně propojenými počítači a telefonními linkami, prostřednictvím nichž jednotliví makléři komunikují. Celý systém není nijak centralizován a nemá ani svůj burzovní parket (prostor, na kterém se obchoduje s akcemi), pyšní se pouze digitální obrazovkou umístěnou na Times Square. Pro obchodování prostřednictvím NASDAQ stačí, aby účastníci splnili vstupní podmínky. Kritéria nejsou ve srovnání s klasickými burzami cenných papírů natolik omezující, a proto se trh může opřít převážně o malé společnosti obchodující s technologickými akciemi. Pozornost NASDAQ je upírána zejména do oblasti informační technologie, biotechnologie a telekomunikace, ostatní produkty jako finančnictví nebo pojišťovnictví nejsou v takové míře zastoupeny.⁵⁴

⁵⁴ Tradingglobal.cz, Obchodování na trzích v USA [online].

4 Přeliv akciové bubliny v hypotéční

Centrální banka se stala důležitou součástí ekonomických procesů. Monetární politika determinuje podmínky na trhu zboží i kapitálu. Při jejím provádění má Centrální banka k dispozici několik nástrojů vhodných pro použití ve chvílích, kdy se stav ekonomiky nápadně podobá již popsanému scénáři objevujícímu se v řadě ekonometrických modelů. Do jejich kompetencí spadá především péče o zdravotnost národní měny čili o udržování nízkého tempa růstu cenové hladiny. Signifikantním nástrojem pro tyto účely může být výše úrokové sazby.

V polovině devadesátých let se však americká ekonomika ocitla v situaci, kdy byl ekonomický růst doprovázen akciovým boomem. Objevily se tak nové skutečnosti, kdy FED musel reagovat na nevídané propojení reálné ekonomiky a kapitálového trhu.

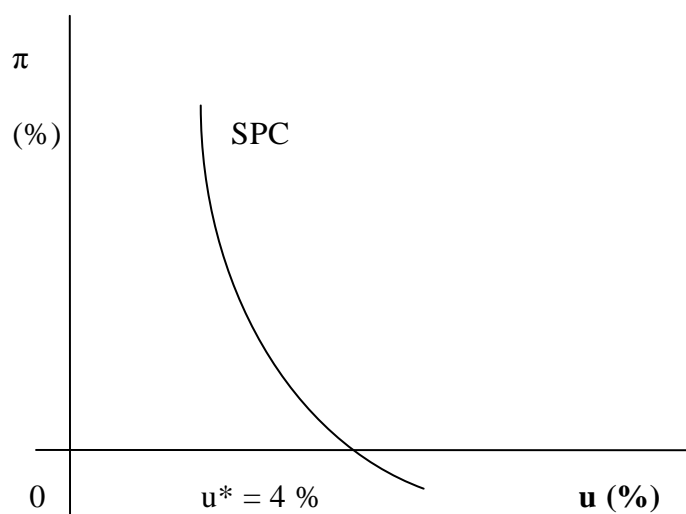
4.1 Akciový boom

V roce 1995 americké akciové trhy zasáhla silná expanze společností, využívajících nové technologie včetně dynamicky se rozvíjejícího internetu. Začaly existovat první internetové vyhledávače a servery poskytující zpravodajské či komunikační služby. Investoři přicházeli s miliardovým kapitálem pro výstavbu nových kapacit. Investice zasáhly širokou americkou veřejnost, která se na ní ochotně podílela nákupem akcií, které tyto vysoce prosperující společnosti nabídly k odkupu. Pro firemní sféru to byl výhodný zdroj dalšího kapitálu, pro veřejnost možnost participovat na ekonomickém růstu. Ceny akcií těchto firem eskalovaly. Mimoburzovní systém NASDAQ, spravující převážně technologické akcie, vzrostl meziročně o více než 40 %. Ostatní odvětví nezůstala pozadu, rozšiřovaly se možnosti výroby, rostl počet nových pracovních míst, míra nezaměstnanosti měla sestupnou tendenci. Úspěch firem zabývajících se informačními technologiemi inspiroval další a další investory. Ziskový potenciál technologických firem přitahoval nové zájemce o nákup akciového podílu. Ve společnosti zavládl přehnaný optimismus. Téměř každý kdo investoval, zbohatl. Důvěra investorů se odrážela v růstu cen akcií, o které byl eminentní zájem.⁵⁵

⁵⁵ GREENSPAN, A., Věk turbulencí dobrodružství ve světě globální ekonomiky, s. 176.

Nové technologie umožnily firmám zrychlit komunikaci se zákazníky. Nové výrobní postupy snižovaly provozní náklady. Zisky společností rostly. Zvyšovala se produktivita. Nezaměstnanost směřovala k historicky nejnižším hodnotám. V roce 1996 klesla nezaměstnanost pod 5,5 %.⁵⁶

FED se musel začít zabývat otázkou možnosti růstu cenové hladiny, pramenící v poklesu nezaměstnanosti.



Obrázek 2: Phillipsova křivka

Zdroj: MACH, M., Makroekonomie 2, s. 268.

Tento inverzní vztah, popsaný neokeynesiánckými ekonomy, vychází ze snahy společností o pokrytí dodatečných nákladů způsobených zvýšením mzdových požadavků ze strany dělníků přesunem do růstu cen, viz. obrázek 2. V období ekonomického oživení dochází k posunu agregátní poptávky. Nově nabyté bohatství společnosti nutí firmy ve snaze o dosažení vyších zisků zvyšovat i produkci. Růstu výroby je dosaženo zaměstnáním dodatečných jednotek práce, které znamenají pro firmy další mzdové náklady, jež mohou být promítnuty do cenové hladiny produkce. Při takovéto situaci, může FED efektivně potlačit hrozící inflaci zvýšením úrokové sazby, která zbrzdí ekonomický růst. Realita ovšem ukázala obavy z inflace zpočátku za liché. K růstu cenové hladiny nedocházelo, přestože se startující faktor inflace

⁵⁶ GREENSPAN, A., Věk turbulencí dobrodružství ve světě globální ekonomiky, s. 183.

v podobě zvýšení mzdových požadavků v roce 1996 skutečně objevil. Technologické inovace s sebou přinesly i růst produktivity práce. Používání nových technologií umožnilo znásobit produkci, aniž by nutně muselo docházet k růstu cenové hladiny. FED větší produktivitu promítl do rozhodování o výši úrokové sazby.⁵⁷

Předseda Rady guvernérů Alan Greenspan prosazoval na podzim roku 1996 ponechání sazby na stávající výši 5,25 %. Jeho postoj vycházel ze statistických analýz, které prokázaly růst produktivity a vyvracely tak obavy z inflace. Ekonomického oživení nemuselo být nutně doprovázeno růstem cenové hladiny. Zvýšení úrokové sazby by v daný moment mohlo být podle Alana Greenspana chybou. Technická revoluce by podle jeho slov mohla přispět ke schopnosti samotné ekonomiky rozvinout se. Přesto část Rady guvernérů vnímala rostoucí mzdy jako znepokojivý faktor.⁵⁸

Odlišný pohled na možnost rozvoje ekonomiky taženého, vedle budování nových výrobních kapacit, horlivým zájmem o finanční aktiva na kapitálovém trhu nabízí skupina ekonomů reprezentovaná Harry Magdoffem a Paulem Sweezym, která se od 70. let zabývá modelem stagnace ekonomiky. Ekonomický růst je podle jejich názoru sice nenulový, ale při současné rozvinutosti téměř všech odvětví nedochází ke vhodnému využití kapacit. Dopady stagnace na hospodářství země zmírňují nové technologie a nové vynálezy. Na pozadí technologického boomu, který zcela určitě znamenal pro americkou ekonomiku konjunkturu, stejně jako například vynález automobilu, začal nebezpečně růst kapitálový trh. Vytváření podmínek pro růst reálné ekonomiky v podobě udržování stálé úrokové sazby v době technologické konjunktury může vést k přelivu investic z výroby do investičních spekulací na kapitálovém trhu. Opouštění výrobních investic s vidinou vyššího zhodnocení na trhu cenných papírů brání dalšímu rozvoji a přináší slovy Harryho Magdoffa ekonomickou stagnaci.⁵⁹

Po společném usnesení nakonec Rada guvernérů v roce 1996 úrokovou míru nezvedla. Takovéto rozhodnutí bylo v přímém rozporu s tradičními koncepty boje proti hroící inflaci.⁶⁰

⁵⁷ GREENSPAN, A., Věk turbulencí dobrodružství ve světě globální ekonomiky, s. 183.

⁵⁸ Tamtéž.

⁵⁹ FOSTER, B. J.; MAGDOFF, F., Velká finanční krize příčiny a následky, s. 79.

⁶⁰ GREENSPAN, A., Věk turbulencí dobrodružství ve světě globální ekonomiky, s. 186.

Konstantní úroková míra umožnila pokračování trendu růstu cen akcií. Investoři mohli i nadále využívat výhodných podmínek pro získání cizího kapitálu. Většina investovaných peněz pochází právě z půjček a úvěrů, jejichž cena je určena výší úrokových splátek. Konstantní sazba nezvyšovala náklady spojené se získáním úvěru a stále více firem i domácností podstupovalo riziko půjčky v očekávání participace na zhodnocení cenných papírů. Růst cen akcií vyvolával obavy z vytvoření akciové bubliny. Objevily se pochyby o možnosti nadhodnocení cenných papírů.

Tento fakt postupně změnil přesvědčení Greenspana o možnosti udržení budoucí cenové stability bez zásahu FED. Greenspan si kladl otázku, co tvoří obecnou cenovou stabilitu. Většinové vnímání cenové stability vycházelo ze změny cen spotřebního koše. V protiinflační politice však nešlo ignorovat stále stoupající ceny aktiv na kapitálovém trhu. Existovala možnost, že je trh již příliš nadhodnocený. Greenspan se obával, že by splasknutí akciové bubliny mohlo zasáhnout reálnou ekonomiku. Vystoupil proto na konci roku 1996 na setkání Amerického podnikatelského institutu a ve svém projevu naznačil své obavy.⁶¹

„Když vstupujeme do jednadvacátého století, zůstáváme podle vůle Kongresu strážcem kupní síly dolaru. Avšak jedním faktorem, který bude dále komplikovat tento úkol, je vzrůstající obtíž definovat představu, co tvoří stabilní obecnou cenovou úroveň. Kde máme narýsovat linii, na jakých cenách záleží? Určitě záleží na cenách zboží a sužeb, které se nyní produkují, - naší základní míře inflace. Ale co s budoucími cenami? Anebo ještě závažněji, s cenami požadavků na budoucí zboží a služby, jako jsou podíly majetku, nemovitosti nebo další aktiva vynášející příjem? Je stabilita i těchto cen podstatná pro stabilitu ekonomiky?

Je zřejmé, že udržení nízké inflace implikuje menší nejistotu o budoucnosti, a záruka za nižší rizika implikuje vyšší ceny cenných papírů a dalších aktiv vynášejících příjem. Můžeme to spatřovat v inverzním vztahu mezi podíly cen/příjmů a tempa inflace v minulosti.

Jak se však dovíme, že iracionální fantazie přemrštěné vystupňovala hodnotu aktiv, jež pak budou podrobena neočekávanému a dlouhotrvajícímu smršťování, jak se to stalo

⁶¹ GREENSPAN, A., Věk turbulencí dobrodružství ve světě globální ekonomiky, s. 188.

v Japonsku během uplynulého desetiletí? A jak máme zahrnout tento odhad do měnové politiky? My centrální bankéři si nemusíme dělat starosti, jestliže splaskávající bublina finančních aktiv nehrozí skutečné ekonomice, její výrobě, pracovním místům a cenové stabilitě. Jistě, ostrý zlom kapitálových trhů v roce 1987 měl pro ekonomiku málo negativních důsledků. Neměli bychom to však podceňovat nebo být uspokojení, pokud jde o složitost vzájemného působení kapitálových trhů a ekonomiky.“⁶²

Trend růstu cen finančních aktiv pokračoval i v roce 1997, navzdory tomu se očekávaný růst cenové hladiny reálných komodit spotřebního koše stále nedostavil. Ve chvíli, kdy ceny finančních aktiv neovlivňují ceny produkce, nemá FED vysloveně mandát, aby mohl působit svou monetární politikou na kapitálový trh. Možnost nadhodnocených aktiv vyvolávala stále větší obavy. Postupné splasknutí akciové bubliny by mohlo mít silné negativní dopady na reálný sektor. Neúspěch investičních spekulací s sebou přináší růst nezaměstnanosti. Dochází k oslabení spotřeby, investic a v neposlední řadě k propadu výroby a zisků.⁶³

V realitě je však téměř nemožné bezpečně říci, že je trh přehřátý. Toto tvrzení dokládají slova Boba Rubina, federálního finančního funkcionáře. „Zprvé, neexistuje způsob, jak se s jistotou dovědět, kdy je trh nadhodnocen, nebo podhodnocen. Zadruhé, nemůžete bojovat s tržními silami, takže hovořit o nich ničemu nepomůže. A zatřetí, cokoli, řeknete, se vám pravděpodobně vrátí a poškodí vaši důvěryhodnost. Lidé si uvědomí, že nevíte víc než kdokoli jiný.“⁶⁴

4.1.1 Výše úrokové sazby v letech 1997 - 2000

FED hledal argumenty ospravedlňující zvýšení úrokové sazby, které by akciový trh alespoň částečně zmrazilo. Své stanovisko by úředníci Rezervního systému museli obhájit před politickou reprezentací, neboť se doposud neobjevilo riziko inflace. Političtí představitelé neviděli důvod proč bránit ekonomickému růstu. Odpovědí bylo nasazení „pojistné politiky proti inflaci“. 25. 3. 1997 FED zvýšil sazbu o 0,25 % na 5,5 %. V reakci na toto zvýšení skutečně akciové trhy na chvíli oslabily. Efekt zvýšení

⁶² GREENSPAN, A., Věk turbulencí dobrodružství ve světě globální ekonomiky, s. 189.

⁶³ FOSTER, B. J.; MAGDOFF, F., Velká finanční krize příčiny a následky, s. 92.

⁶⁴ GREENSPAN, A., Věk turbulencí dobrodružství ve světě globální ekonomiky, s. 187.

úrokové sazby ovšem brzo pozbyl své účinnosti. Trhy se po krátkodobém propadu opět vrátily do svých kolejí a ceny akcií znovu neuvěřitelně rostly.⁶⁵

Podruhé v krátké historii iniciativa FED nevedla ke kýženému výsledku. Po „neúspěchu“ z roku 1994 ani tentokrát zvýšení úrokové sazby nepřebilo horlivost investorů, kteří se i nadále snažili stát součástí akciového boomu. Na více než jeden rok zaujal FED pasivní stanovisko a nepustil se do boje s tržními silami. Nezdar ve snaze o zpomalení kapitálového trhu přiměl představitele Rezervního systému k úvaze, že opětovné zvyšování úrokové sazby by při absenci reakce aktiv pouze povzbudilo důvěru veřejnosti ve stabilitu kapitálového trhu. K opětovnému jednání o výši úrokové sazby se Federální výbor pro volný trh vrátil až v září roku 1998. Konstantní podmínky a absence hrozby inflace přiměla výbor ke snížení sazby během zbylých měsíců až na hodnotu 4,75 % v prosinci roku 1998. Pro investory znamenal tento postup i nadále výhodnou příležitost využít cizího kapitálu pro nákup akcií doposud tolik úspěšných firem. Monetární politika FED nijak nebránila nafukování akciové bubliny, o jejíž přítomnosti již nemohlo být pochyb.⁶⁶

Hrozba propadu cen akcií a následného kolapsu na kapitálových trzích se zdála být při současném scénáři dění stále více reálnou. Poté, kdy se FED svou shovívavou politikou účastnil přehnaného růstu cenných papírů, nastal čas připravit adekvátní strategii na možnost přehřátí trhu a následného splasknutí bubliny. Tou bylo nasazení pojistné úrokové politiky. Od ledna roku 1999 až do května 2000 docházelo k postupnému navyšování úrokové sazby z dosavadních 4,75 % na 6,5 % v květnu roku 2000. FED si tímto postupem připravil pozici, aby mohl čelit hrozícímu krachu. Po zhroucení finančního trhu by snížením sazby dodal zpět potřebnou likviditu.⁶⁷

4.1.2 Pasivní úroková politika

Pasivita FED v letech 1996 - 1998 pramenící v domnělé impotenci v ovlivňování dění na trhu aktiv umožnila kontinuální růst cen akcií, jinak řečeno setrvačné nafukování akciové bubliny. Při znalosti dalšího vývoje na kapitálovém trhu můžeme zapřemýšlet, zda by agresivnější postup ze strany FED dokázal zabránit extrémnímu očekávání

⁶⁵ GREENSPAN, A., Věk turbulencí dobrodružství ve světě globální ekonomiky, s. 191.

⁶⁶ Federalreserve.gov, Open Market Operations Archive [online].

⁶⁷ Tamtéž.

investorů a přehřátí akciového trhu? Zdrženlivost v roce 1996 a pouze jednorázové navýšení úrokové sazby o 0,25 % lze z dnešního pohledu chápat jako nepřiliš šťastné. FED čelil politickému tlaku, který si při absenci inflace žádal pokračování ekonomického růstu. Objevil se i opětovný neúspěch ve snaze o ztlumení cen akcií. Přesto jak by se zřejmě trhy vyvíjely, kdyby FED neopustil od skokového zvyšování úrokové sazby, vlastně dřív než začal?

Pokus o radikální eskalaci úrokové míry FED odmítl vzhledem k efektům, které by toto zvýšení přineslo. Podle Alana Greenspana by například přibližně 10% zvýšení sazby sice zjevně zcela otočilo směr vývoje akciové bubliny, jenže pouze za cenu poškození ekonomiky a zastavení růstu, o který se FED snaží především. Letmé zvýšení úrokové míry by podle předsedy Rady guvernérů růst cen akcií nezastavilo a případný neúspěch výrazné úpravy by pouze posílil další investiční činnost.⁶⁸

Zvýšení úrokové sazby přišlo až s pojistnou politikou nastolenou na přelomu tisíciletí. Smyslem této korekce již nebyla snaha přibrzdit závratně rostoucí ceny aktiv, ale pouze příprava na hrozící kolaps.

Názor, očekávající razantnější postup ze strany FED v období překotného růstu cenných papírů, potvrzují i slova Paula Krugmana, který situaci v letech 1996 - 2000 ve své knize *Návrat ekonomické krize* popsal následovně: *„Greenspan sice před přílišnými výstřelky varoval, nicméně nikdy proti nim nic nepodnikal. Obrat „iracionální výstřelky“ používal ve svém projevu v roce 1996, kdy naznačil, aniž to přímo řekl, že ceny akcií jsou nadhodnocené, a lze tudíž mluvit o bublině. Úrokové sazby ale nezvýšil, aby nadšení trhů trochu zchladil, a dokonce se ani nepokusil prosadit, aby investoři, kteří chtějí obchodovat, museli jako záruku skládat dopředu určitou hotovost. Namísto toho čekal, až bublina sama splaskne, což se stalo v roce 2000, a pak se jen snažil uklidit nepořádek.“*⁶⁹

Na stranu kritiky vyčkávací strategie ze strany Alana Greenspana se přidal i George Soros. Ve své knize *Nové paradigma pro finanční trhy* píše: *„Alan Greenspan sice v prosinci 1996 prudce napadl „iracionální bujení“ na burze cenných papírů, ale k žýdným činům se neodhodlal. A když jeho slova neměla požadovaný účinek, přestal*

⁶⁸ GREENSPAN, A., *Věk turbulencí dobrodružství ve světě globální ekonomiky*, s. 214.

⁶⁹ KRUGMAN, P., *Návrat ekonomické krize*, s. 126.

o záležitosti mluvit. Odpovědnost za realitní bublinu tak lze právem připisovat i jemu.“⁷⁰

Krugman ovšem na druhou stranu připouští, že pasivní postoj FED vůči rostoucímu kapitálovému trhu se pozitivně odrazil na poklesu nezaměstnanosti a celkové hospodářské konjunktury. Zastání Greenspanova postoje můžeme najít i u Johna Bradforda DeLonga, náměstka ministra financí USA v Clintonově administrativě, který ve svém článku nazvaném *Sympatie ke Greenspanovi* píše: „*Dnešní den však patří k těm, kdy si nemyslím, že Greenspanova neochota zvýšit úrokové míry nad přirozenou úroveň, vyvolat tím vysokou nezaměstnanost a odvrátit růst hypotéční bubliny byla chybou. Katastrofu, které dnes čelíme, zapříčinila spousta jiných chyb.*“⁷¹

Podle DeLonga nemohl Greenspan tušit, jaké následky za několik let jeho zdrženlivá politika rozpoutá v oblasti finančních spekulací. Otázkou, na kterou si dnes můžeme poměrně snadno odpovědět, je, zda by nebylo při zajišťování budoucí všeobecné prosperity vhodnější korigovat monetárními opatřeními strmý ekonomický růst na konci druhého milénia? Historické zkušenosti nám napovídají, že radikálnější strategie, reprezentovaná zvyšováním úrokové sazby, by současně znamenala předčasné ukončení ekonomicky mimořádně úspěšného období a přinesla by některé kritické události, které naznačil Alan Greenspan, ale zároveň by nezavdala příčinu budoucí ekonomické katastrofě. Pasivita a předem vzdaný boj proti silícímu akciovému trhu se staly klíčovými pro další vývoj spekulativního počínání investoru, pro které FED svými kroky v oblasti úrokové politiky začal nenápadně připravovat výhodné podmínky.

4.2 Hospodářský pokles

Tolik diskutovaná možnost přehřátí kapitálového trhu a hrozba splasknutí akciové bubliny se koncem roku 2000 stala reálným faktem. Burzovní index Dow Jones poklesl o 3 %. Daleko významnější pokles zaznamenal akciový systém NASDAQ, který ztratil během první poloviny roku 50 % své hodnoty.⁷²

⁷⁰ SOROS, G., *Nové paradigma pro finanční trhy úvěrová krize 2008 a co dál*, s. 108.

⁷¹ DELONG, B. J., *Sympatie ke Greenspanovi* [online].

⁷² GREENSPAN, A., *Věk turbulencí dobrodružství ve světě globální ekonomiky*, s. 219.

Firmy působící v oblasti nových technologií se v době nástupu internetu staly lákavou příležitostí pro investory. Hodnota společností se s úspěchy při zavádění technologických novinek neustále zvětšovala a ceny akcií rostly. Souboj takovýchto firem o zakázky mohlo vyhrát pouze omezené množství soupeřících. Miliardové náklady ostatních společností investované do budování nových kapacit byly ztraceny. Cena neúspěšných firem, vybudovaná přehnaným zájmem akcionářů, logicky klesala a hrozilo splasknutí akciové bubliny, vzešlé z nenaplněných očekávání.⁷³

Negativní zprávy přicházely i z reálné ekonomiky. Výrazný pokles byl zaznamenán v automobilové výrobě, obecně docházelo k poklesům korporativních zisků, firmám se začaly na skladech hromadit zásoby a veřejnost reagovala na akciové propady ztrátou spotřebitelské důvěry. Meziroční srovnání ekonomického vývoje uvádí tabulka 1, ze které je na první pohled zřejmé, že každé ze čtvrtletí v roce 2001 výrazně zaostává za předešlým rokem.⁷⁴

Dalším signálem potvrzujícím fakt, že kapitálový trh je na sestupu, byla daň z příjmu. Daňové úřady zaznamenaly od července 2001 snížení toků plynoucích z daní z kapitálových zisků, které tak odrážely pokles akciového trhu.⁷⁵

Myšlenku možnosti rozvoje ekonomiky pomocí nově vzniklých technologií vystřídaly obavy z důsledků přehřátí trhu s cennými papíry. Vývoj úrokové míry stanovené FED v letech 1997 až 1999, který neměl bránit ekonomické konjunktře, umožnil celkem bezstarostný růst cenných papírů. Na podobný scénář končící propadem akciového trhu byl FED připraven reagovat. Díky „pojistné politice“, aplikované od poloviny roku 1999 prostřednictvím zvyšování úrokové sazby, si Rezervní systém vytvořil prostor na reakci.

4.2.1 Snižování úrokové sazby

Finanční systém přišel neúspěchem některých investičních spekulací, ztrátou spotřebitelské důvěry a celkovým poklesem výroby o potřebnou likviditu. FED zajistil opětovné dodání peněžních prostředků zpět do ekonomiky postupným snižováním úrokové míry.

⁷³ GREENSPAN, A., Věk turbulencí dobrodružství ve světě globální ekonomiky, s. 213.

⁷⁴ Tamtéž, s. 200.

⁷⁵ Tamtéž, s. 237.

V časovém horizontu mezi lednem až srpnem 2001 došlo k několika skokovým úpravám sazby z 6,5 %, stanovených v květnu roku 2000, až v srpnu na 3,5 %.⁷⁶

Strategie ostrého snižování byla typická i pro další období následující po září roku 2001. Vedle propadu akciového trhu a strnulosti domácí ekonomiky zasáhly Spojené státy události související s teroristickými útoky a následnými válečnými konflikty v baštách teroristických organizací Afghanistanu a v Iráku. FED se i nadále držel nastolené politiky. Podle pracovní hypotézy Výboru pro volný trh, nebyly USA bezprostředně ohroženy inflačními tendencemi, což potvrzují i údaje z tabulky 1. FED proto mohl pokračovat ve skokovém snižování úrokové sazby v zájmu povzbuzení propadem akcií a teroristickým atakem otřesené ekonomiky. Rok 2001 zakončila úroková sazba svoji sestupovou fází na hranici 1,75 %. K další korekci došlo až v listopadu příštího roku, a to na 1,25 %. Poslední vlna snižování úrokové míry proběhla v červnu 2003. Tehdy defenzivní politika FED dovedla úrokovou sazbu na historickou hranici 1 %, nejnižší hodnotu od druhé světové války.⁷⁷

Tabulka 1: Hospodářský pokles a vývoj inflace v letech 2000 - 2001

Rok/q	2000				2001			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Růst HDP (%)	1,10	8,00	0,30	2,40	-1,30	2,60	-1,10	1,40
Inflace (%)	3,24	3,33	3,51	3,43	3,39	3,38	2,70	1,86

Zdroj: Bea.gov, National Income and Product Accounts Table [online]., Inflationdata.com, Current Inflation [online].

Vedle probíhajícího hospodářského útlumu reagoval FED úpravami úrokové sazby na další negativní úkaz, kterému mohla potenciálně být oslabená ekonomika vystavena. Federální výbor pro volný trh se musel zabývat možností deflace. Pro vysvětlení, jaké nebezpečí znamená pro strádající hospodářství, deflace můžeme použít slova, které použili John Foster a Fred Magdoff ve své knize *Velká finanční krize, příčiny a následky*: „*Ceny padají spolu s tím, jak dlužníci prodávají svá aktiva, aby splatili své závazky, a zatímco ceny padají, zbývající dluhy musí být splaceny v dolarech, které mají vyšší hodnotu, než ty*

⁷⁶ Federalreserve.gov, Open Market Operations Archive [online].

⁷⁷ Tamtéž.

*vypůjčené již dříve, což vede k dalšímu nesplácení závazků a to vede k ještě nižším cenám a k dalšímu roztáčení deflační spirály.*⁷⁸

Poslední snížení úrokové sazby na již zmíněné 1 % bylo tedy vedeno snahou o umělé vyvolání kontrolované inflace, která by zabránila slovy Alana Greenspana „sžíravé deflaci“.⁷⁹

Razantní odpověď monetární politiky na propad cen akcií zabrala. Predikce propadu ekonomiky do hluboké recesy se nepotvrdily. Jistý pokles byl na trzích zboží a služeb zaznamenán, ale včasná reakce FED zbránila jeho prohloubení. Na dramatické snižování úrokových sazeb v letech 2001 – 2003 reagoval kapitálový trh přesunem zájmu investorů do oblasti hypotéčních produktů, které se začali díky historicky minimálním úrokovým sazbám stále více prosazovat.

4.2.2 Hypotéční boom

FED monetární expanzí stlačil úrokové sazby dolů. V reakci na splasknutí akciové bubliny a nového dění na kapitálových trzích zvýšil v letech 2000 – 2007 peněžní zásobu více, než bylo kdy obvyklé. Minimální úroková sazba představovala výhodné podmínky pro růst trhu s realitami. Od federální úrokové sazby se samozřejmě odrážely i úrokové sazby, za které si obvykle půjčují peníze banky mezi sebou, ale i ostatní sazby včetně těch stanovených u hypotéčních úvěrů. Sazby u třicetiletých hypoték klesly v roce 2003 pod 6 %. Ještě více přitažlivé podmínky se objevily u hypoték s pohyblivou sazbou. Takto nastavené podmínky utrhly lavinu na trhu s bydlením. Nebývalý zájem o nemovitosti byl zaznamenán napříč celým spektrem domácností. Levných úvěrů využívali lidé k přestěhování do nových, větších obydlí, ale i lidé rekrutující se z minoritních menšin, kteří využili výhodné šance na pořízení svého prvního vlastního bydlení.⁸⁰

⁷⁸ FOSTER, B. J.; MAGDOFF, F., Velká finanční krize příčiny a následky, s. 116.

⁷⁹ GREENSPAN, A., Věk turbulencí dobrodružství ve světě globální ekonomiky, s. 243.

⁸⁰ WOODS, E. T. Jr., Krach, s. 47,

Situaci na trhu s nemovitostmi trefně vystihnul ekonomický komentátor Robert Samuelson: „*Američané, otrávení kapitálovým trhem, se vrhli na realitní orgii. Měnili jsme za cennější, bořili a přistavovali.*“⁸¹

Rozmach realitního trhu byl pochopitelně reflektován růstem cen nemovitostí. V období mezi roky 2000 až 2003 rostly ceny stávajících domů meziročně o 7,5 %.⁸²

Běžným ukazatelem, používaným při sledování cen nemovitostí, je poměr ceny domů a částky souhrnně zaplacené na nájemném. Za stabilní hodnotu se považuje cena nemovitostí 9 až 11 krát vyšší nežli je úhrn nájemného. Během realitní konjunktury se tento ukazatel v roce 2006 vyšplhal až na 14,5 násobek ceny domů vůči částkám vybraným na nájemném. Při takto vysoké hodnotě můžeme neomylně hovořit o existenci „bubliny“ tentokrát však ne akciové ale realitní. Je s podivem, že instituce, které sledují různé hodnoty vypovídající o stavu ekonomiky, pouze přihlížely vzniku další spekulativní bouře v průběhu několika málo let.⁸³

Růst cen nemovitostí podporovala i ochota, se kterou banky hypotéční úvěry poskytovaly. Nízké úrokové sazby uvolnily bankám kapitál vázaný v rezervních zdrojích. Zvýšení disponibilních prostředků spolu s lukrativní příležitostí prodat hypotéky na sekundárním trhu přinášely bankovním institucím dostatek finančních prostředků k dalšímu poskytování hypoték novým klientům. Počet zájemců o nové bydlení se rozšiřoval a ceny nemovitostí rostly. Kompletní vývoj cen v posledních 20 letech uvádí pomocí Case – Shillerova indexu příloha A.⁸⁴

Nebyla to jen vidina poměrně jednoduché cesty k dosažení prodeje hypoték, která banky motivovala, minimální úroková sazba v prvních letech nového tisíciletí umožnila, aby se naplno rozvinuly vládní programy na podporu bydlení nízko a středně příjmových vrstev obyvatelstva. Bankovní instituce se fakticky ocitly pod nepřímým tlakem ze strany vládních institucí, které se všemožně snažily zajistit přístup k cizímu kapitálu i pro vrstvy, pro které bylo vlastnictví domu v minulosti díky nízkým a nestabilním příjmům nemyslitelné. Vhodná doba pro plnění zákona o komunitním reinvestování, jehož prioritou

⁸¹ GREENSPAN, A., Věk turbulencí dobrodružství ve světě globální ekonomiky, s. 244.

⁸² Tamtéž.

⁸³ SVOBODOVÁ, L., Working Papers Fakulty mezinárodních vztahů, s. 7.

⁸⁴ WOODS, E. T. Jr., Krach. 1, s. 32.

bylo zpřístupnit bydlení pro imigranty, vydaného legislativou prezidenta Jimmyho Cartera, brzy zapříčinila zaplavení trhu s nemovitostmi tzv. „subprime“ hypotékami.⁸⁵

4.2.3 Hypotéční produkty

Subprime hypotéky v sobě odrážely ve smyslu společensky - politického diktátu uvolnění standardů, které upravovaly dostupnost půjček na bydlení. Uchazečům rekrutujících se z minoritních skupin Hispánců nebo Afroameričanů byly doslova podbízeny levné úvěry na bydlení. Zájemci nemuseli při žádosti o půjčku skládat žádnou zálohou, popřípadě byla tato akontace velice nízká tak, aby si ji mohl dovolit opravdu každý. Klienti nebyli povinni nikterak prokazovat svoji úvěrovou historii, to znamená, jak úspěšní byli v minulosti při splácení půjček. Brzy se stalo pravidlem nepožadovat jakékoliv potvrzení o příjmech žadatelů. Objevily se i případy, kdy na hypotéku dosáhli zájemci bez prokázání dokladu své totožnosti.⁸⁶

Hodnota takto uzavřených úvěrů na bydlení dosáhla v roce 2006 600 miliard dolarů, což tvořilo celých 20 % hypotéčního trhu.⁸⁷

Pro mnoho domácností se důležitým stimulem k pořízení domu prostřednictvím hypotéčního úvěru stalo také daňové zvýhodnění. Korekce v podobě odpočtu úroku z uzavřené hypotéky je ve Spojených státech jedna z nejvýznamnějších položek upravující daňovou povinnost. Pořízení nemovitosti prostřednictvím hypotéčního úvěru se tak stalo pro mnoho domácností ještě výhodnější, na rozdíl od koupi domu bez hypotéky popřípadě bydlení v nájmu, na které se státní podpora nevztahuje.⁸⁸

Jedním z řady úvěrových produktů, kterým se vlivem nízkých standardů vedle subprime hypoték neobyčejně dařilo, byly hypotéky s variabilní úrokovou sazbou, označované jako adjustable - rate mortgage (dále jen ARM). ARM hypotéky obsahují oba druhy úvěrů, standardní i substandardní. Pro tento druh úvěru je typická zpočátku velmi nízká úroková sazba fixovaná na krátký časový interval v rozmezí 3 - 5 let. Počáteční nízké splátky se proto v očích klientů mohou jevit jako výhodná šance na získání prostředků pro nové

⁸⁵ WOODS, E. T. Jr., Krach. 1, s. 32.

⁸⁶ KOHOUT, P., Finance po krizi důsledky hospodářské recese a co bude dál, str. 12.

⁸⁷ SVOBODOVÁ, L., Working Papers Fakulty mezinárodních vztahů, s. 9.

⁸⁸ WOODS, E. T. Jr., Krach, s. 45.

bydlení. Po několika letech čerpání hypotéčního úvěru však dochází ke zvýšení úrokové sazby. Banka koriguje výši splátek dle ekonomických ukazatelů a zejména podle aktuálních úrokových sazeb stanovených Rezervním systémem. Tyto půjčky hojně využívala široká americká veřejnost. Můžeme tedy konstatovat, že hypotéční mánie se neúčastnila pouze nízko - příjmová skupina přistěhovalců.⁸⁹

Hypotéční úvěr s pohyblivou sazbou nabízel prostor pro různé možnosti úprav. Na jeho základě byla odvozena i hypotéka s odloženým splácením jistiny. Splátky tohoto typu úvěry byly první roky tvořené pouze úroky. Po uplynutí předem stanovené doby obvykle po pěti letech se předmět splátky změní a klient začne splácet jistinu, která však již podléhá upravené a zpravidla vyšší sazbě.⁹⁰

Další varianta hypotéčního úvěru s pohyblivou sazbou představuje možnost negativní amortizace. Ta nabízí minimální splátky, přičemž se k zůstatku hypotéky přičítá rozdíl od splátek, které byly předem stanoveny. Zůstatek bylo možné navyšovat až po určitou stropní hranici, která spustila automatické splátkové přenastavení.⁹¹

Podmínky ustanovené na realitním trhu byly dozajista atraktivní a je až s podivem, jak snadno jim noví zájemci podlehli. Znenadání přestala široká veřejnost respektovat historicky zakořeněná pravidla finanční sebekázně. Lidé, kteří neodolali nízko úročeným půjčkám na bydlení, si začali brát úvěry, přičemž dopředu museli vědět, že nemají prostředky na jejich splacení.

Rostoucí ceny nemovitostí byly pro banky dostatečným motivem nehledět na riziko poskytování půjček klientům s nestabilními příjmy. Důvěra v nepravděpodobný pokles cen nemovitostí vycházela z faktu, že za posledních zhruba 20 let byla na americké půdě hodnota nemovitostí stabilní a k nečekaným výkyvům docházelo pouze na lokálních trzích, viz obrázek 3. Při takovémto scénáři si příliš bankéři nemusí lámat hlavu se splácením svých klientů. Pokud jsou pro dlužníka splátky příliš vysoké, může zastavením již splacené nemovitosti požádat o jinou půjčku, případně dům prodá a zbylou hypotéku doplatí.⁹² Daleko snazším řešením, jak se vypořádat s možným rizikem, pro banky bylo hypotéky

⁸⁹ WOODS, E. T. Jr., Krach, s. 42.

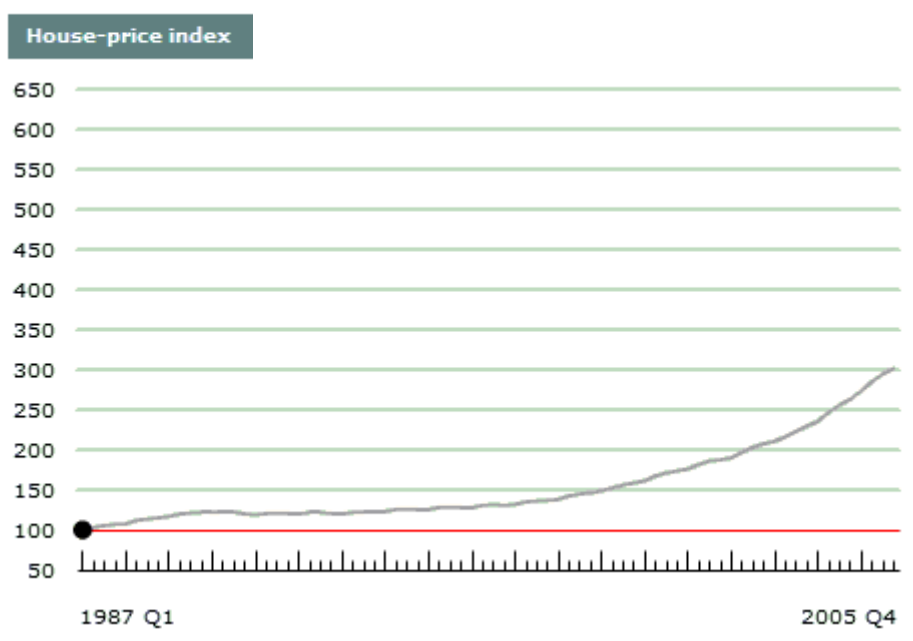
⁹⁰ SHIFF, D. P.; DOWNES, J., Důkaz pádu. Jak vydělat na hospodářském kolapsu, s. 133.

⁹¹ Tamtéž.

⁹² KRUGMAN, P. Návrat ekonomické krize, s. 132.

obratem prodat dychtivým investorům na sekundárním trhu a nebezpečí tak přenést na ně.⁹³

Rozmach poskytování úvěrů dosáhl obřích rozměrů. Na vrcholu hypotéční mánie tvořila hodnota půjček středně velké banky 37 násobek jejího vlastního kapitálu. To v praxi znamenalo, že při shodě nenadálých událostí by takováto banka mohla být zničena ztrátou pouhých 2 - 3 % svých aktiv.⁹⁴



Obrázek 3: Vývoj ceny nemovitostí v letech 1987 - 2005

Zdroj: Economist.com, Global house prices [online].

4.2.4 Příčiny hypotéční konjunktury

Při analýze příčin hypotéční mánie, která propukla na území Spojených států v letech 2000 - 2006, musíme nepochybně začít u historicky minimální úrokové sazby. K jejímu stanovení došlo, jak jsme již konstatovali, v důsledku vypořádání se s recesí na akciových trzích na přelomu tisíciletí. Ta strhla hypotéční vlnu, která zasáhla většinu domácností USA. Vinou nízkých úroků bylo lidem umožněno dosáhnout na levné splátky. Zvyšující zájem o bydlení zvedal jeho cenu.

⁹³ KRUGMAN, P. *Návrat ekonomické krize*, s. 133.

⁹⁴ Economist.com, A special report on financial risk [online].

Rostoucí ceny nemovitostí se jeví jako výhodná příležitost, v budoucnosti dům za vyšší cenu prodat. Zájem o levné úvěry byl umocněn ochotou bank, podporovaných vládními institucemi, nabízet nejrůznější druhy hypoték a půjček. Dychtivost realitních agentů téměř neznala mezí. Sílicí zájem o jejich produkty umocňoval snahu za každou cenu uzavřít s klienty hypotéční kontrakt, což můžeme považovat, pokud opustíme od morálního hlediska, za přirozenou reakci s přihlédnutím na to, že realitní makléři jsou hodnoceni za počet uzavřených hypoték, nikoliv za jejich úspěšné splácení.

V neposlední řadě musíme zmínit naivitu a poblouznění nejen málo vzdělaných imigrantů, ale široké americké veřejnosti, která ochotně podlehla nově uvolněným podmínkám na hypotéčním trhu. To vše, včetně lidí rezignujících na finanční morálku, umožnilo vytvoření další velké bubliny, která se na území Spojených států objevila.

Pokud bychom abstrahovali od možnosti propadu cen nemovitostí nebo růstu úrokových sazeb ovlivňujících výši měsíčních splátek, probíhající hypotéční konjunktura v rozmezí let 2000 - 2006 dokázala vytáhnout americkou ekonomiku z recese způsobené krachem technologických akcií. Na druhou stranu pokud by došlo právě k cenové deflaci nebo pohybu úrokových sazeb směrem nahoru, hrozila by Spojeným státům finanční katastrofa, která by zasáhla široké spektrum obyvatel a institucí, které byly výhodnými podmínkami do hypotéční hysterie zavlčeny.

4.2.5 Finanční spekulace

Pro nově vzniklou hypotéční konjunkturu bylo typické rozšíření úvěrových produktů o uzavírání nestandardních hypoték. Vznik nových závazků mezi věřiteli a dlužníky otevřel bránu finančním spekulacím. Banky nabízely svým klientům bezpočet variabilních úvěrů. Nejvíce zastoupené „subprime“ a ARM hypotéky, dříve spojované s vysokým rizikem nesplácení, se nyní staly vítaným obchodním artiklem. Riziko insolvence přebývalo daleko lákavější šance na jeho přesun prostřednictvím prodeje uzavřených hypoték na sekundárním trhu, kde čekali připravení investoři. Ti chtěli využít jedinečnou příležitost na obohacení ve chvíli, kdy se zdálo, že ceny nemovitostí porostou do nekonečna a nákup sekuritizovaných hypoték se tím pádem zdál být vysoce výnosnou investicí. Transfery hypotéčních úvěrů sdružených do různých balíčků prostřednictvím procesu sekuritizace se staly naprostým fenoménem na poli finančních spekulativních obchodů. Spekulace

s aktivity vycházejících z hypotéčních úvěrů přesně zapadly do schématu utvářejícím se na finančních trzích v posledních třech dekadách.

Kapitalismus posledních tří desetiletí byl ovlivněn vedle globalizace a neoliberalismu tendencí k financionalizaci. Tradičnímu postupu akumulace kapitálu do rozvoje a budování nových kapacit výrobního procesu vyvstal nový konkurent. Při zachování původního schématu investování do vlastních výrobních postupů společnosti čím dál častěji využívají možnosti zhodnocení finančních prostředků prostřednictvím spekulací s produkty kapitálového trhu. Není divu, že průkopníkem tohoto postupu jsou Spojené státy, kterým na počátku třetího milénia spadla přímo do klína šance levného investování do všudypřítomných hypotéčních úvěrů.⁹⁵

Problém ubývání investičních příležitostí a přelévání podnikového kapitálu do finančních spekulací popisují v knize *Velká finanční krize, příčiny a následky* John Foster a Fred Magdoff slovy: „*Vlastníci kapitálu musí řešit dilema, jak tváří v tvář ubývajícím investičním příležitostem naložit s nesmírnými kapitálovými přebytky. Od 70. let spočívalo jejich hlavní řešení ve zvyšování poptávky po finančních produktech v rámci snahy zachovat a dále rozmnožovat svůj finanční kapitál. Na poptávkové straně tohoto procesu přicházely finanční instituce s pestrou škálou nových finančních nástrojů. Termínové podíly, opce, deriváty, hedgeové fondy atd. Výsledkem byl prudký nárůst finančních spekulací, který trvá již několik desetiletí.*“⁹⁶

Investoři nepocházeli už jen z řad finančních institucí, ale čím dále častěji se rekrutovali z podnikových korporací, které před rozvojem a budování výrobních kapacit upřednostnily daleko lukrativnější možnost investovat kapitál do finančních spekulací. Firmy tak rozšířily již početné řady bankovních spekulantů, když své prostředky umísťovaly do nejruznějších fondů, se kterými investiční bankéři prováděli spekulativní obchody.⁹⁷

Zamysleme se, jak tomuto trendu prospěje nízká úroková sazba? Ta na straně nabídky garantuje levný přístup k cizím zdrojům pro širokou veřejnost například k uzavření hypotéčních úvěrů, ze kterých se generuje pomocí sekuritizace lákavý produkt nabízený bankami na sekundárním trhu k odkupu. Druhým faktem vyplývajícím z nízkého

⁹⁵ FOSTER, B. J.; MAGDOFF, F., *Velká finanční krize příčiny a následky*, s. 77.

⁹⁶ Tamtéž.

⁹⁷ Tamtéž.

úročení je, že investoři můžou levně přijít prostřednictvím půjček ke kapitálu, který obratem investují do aktiv. Tuto praxi později označil v druhém čísle roku 2009 v časopise Mezinárodní politika za zdroj potenciálního „bublinového výbuchů“ profesor Jiří Fárek.⁹⁸

Investování mimo oblast výroby získávalo stále více na významu. Finanční prostředky povětšinou získané z krátkodobých půjček byly okamžitě přelévány do nákupu dlouhodobých aktiv. S rostoucí chutí investorů dosáhnout vyšších zisků prostřednictvím trhu s finančními aktivy rostl i počet produktů nabízený bankovními institucemi. Fenomén sekuritizace, který jsme podrobně popsali ve 2. kapitole, známý jako sdružování finančních závazků v podobě hypoték, spotřebitelských úvěrů či později i podnikových půjček do jednotlivých balíčků, se stal nejčastěji využívaným obchodním artiklem. Spolu s rozvojem realitního trhu a bankovních produktů dostála i sekuritizace ve snaze přizpůsobit se novým trendům několika významných změn, se kterými byla hypotéční konjunktura spojována.

Běžná praxe sdružování balíků nebo fondů hypoték, zavedenou státem podporovanou agenturou na poskytování půjček na bydlení Fannie Mae, se orientovala na tzv. „prime“ hypotéky. Podmínkou uzavření těchto „standardních“ hypotéčních úvěrů bylo splacení určité nemalé částky jako zálohy a prokázání platební schopnosti, neboli klient musel mít dostatečně vysoký příjem, aby mohl hypotéku splácet. To dodávalo celému systému i přes občasné hříšníky na stabilitě a průhlednosti. Novinkou, se kterou přišlo zcela jiné měřítko posuzování relevantních záruk pro možnost poskytnutí hypotéčních úvěrů, byly tzv. zajištěné dluhové obligace CDO. Ty umožnily i sekuritizaci „subprime“ hypoték, pro které při poskytování neplatily běžná pravidla a podléhaly rozvolňování běžných regulačních standardů pro poskytování úvěrů. Pro CDO obligace bylo typické rozdělení do tranší s odlišnými nároky na podíly na výnosech ze splátek hypoték. Podíly označené jako „senior“ představovaly přednostní právo na výplatu podílu. K nároku na výplatu podílů v nižších tranších docházelo až po uspokojení těch nesoucích označení „senior“.⁹⁹

Sekuritizované balíčky rozdělené do tranší, které obsahovaly vedle klasických dluhových aktiv i různé druhy hypotéčních úvěrů s odlišným stupněm kvality, měly zajistit dostatečné rozptýlení rizika. Pomocí geografické a typologické různorodosti a minimalizace rizika

⁹⁸ FÁREK, J., Mezinárodní politika, s. 4-5.

⁹⁹ KRUGMAN, P., Návrat ekonomické krize, s. 133.

jeho „mnohonásobným rozpracováním“ mělo dojít k přeměně všech tranší v nízko rizikové investice.¹⁰⁰

Tím měla být zaručena bezpečnost celého systému. Nikoho nenapadlo, že by se mohl objevit natolik velký počet neplatičů, aby to ohrozilo celý systém, nyní postavený na obrovském množství po právu nazývaných substandartních hypoték. Ratingové agentury uvěřily stabilitě soustavy navzdory jejímu vybudování na základě kontroverzních hypoték a přidělovaly těmto produktům nejvyšší možný rating AAA. Označení AAA nesoucí v sobě určitý punc kvality otevřelo cestu pro nové investory, kteří nic jiného než top aktiva nenakupují. Výnosy z těchto obchodů převyšovaly příjmy plynoucí z klasických dluhopisů. Díky tomu se sekuritizované hypotéky stávaly více přitažlivé.¹⁰¹

V letech 2001 – 2007 vzrostl podíl uzavřených substandartních hypoték z celkového počtu nově vydaných hypotéčních úvěrů z 9,7 % na 33,5 %. Do roku 2008 vzrostla hodnota hypotéčních zástavních listů na 6,8 bilionů dolarů, což představovalo největší část trhu s dluhopisy v celkové hodnotě 27 bilionů dolarů.¹⁰²

Jak jsme se již zmínili, nízká úroková sazba umožnila investorům čerpání levného kapitálu prostřednictvím úvěrů za účelem provádění finančních spekulací. V případě obchodů s kolateralizovanými dluhovými obligacemi došlo k významné modifikaci celého principu zakládáním mimorozvahových kanálů, které zřizovaly banky a nazývaly je strukturální investiční divize. Smyslem zřizování těchto virtuálních subjektů bylo získávání prostředků k nákupu kolateralizovaných dluhopisů prostřednictvím krátkodobých spekulací na kapitálovém trhu. Pomocí emise cenných papírů podložených aktivy získávaly krátkodobé úvěry, které investovaly do dlouhodobých finančních produktů. Proti možnosti krachu byly tyto strukturální divize „pojišťovány“ u velkých finančních ústavů. Možnost rizika, kterému se banky těmito obchody vystavovaly, měla být typicky minimalizována jeho přenosem.¹⁰³

Další skupinou zabývající se spekulacemi na realitním trhu byli tzv. „flippeři“. Základním předpokladem jejich obchodů byl růst ceny nemovitostí. Pro jejich počínání bylo charakteristické uzavírání výše popsaných hypoték typu ARM. Nákup nemovitostí

¹⁰⁰ FOSTER, B. J.; MAGDOFF, F., Velká finanční krize příčiny a následky, s. 94.

¹⁰¹ KRUGMAN, P., Návrat ekonomické krize, s. 133.

¹⁰² SVOBODOVÁ, L., Working Papers Fakulty mezinárodních vztahů, s. 10.

¹⁰³ FOSTER, B. J.; MAGDOFF, F., Velká finanční krize příčiny a následky, s. 95.

financovali uzavřením hypotéky s pohyblivou úrokovou sazbou s nízkými počátečními splátkami. Takto nakoupené domy zanedlouho prodávali za vyšší ceny a to ještě před tím, než se začaly hypotéční splátky zvyšovat.¹⁰⁴

Pošetilý kruh hypotéční konjunktury se tak uzavíral. Celý systém založený na nestabilních příjmech imigrantů, ochotě bank poskytovat všechny typy hypotéčních úvěrů a dychtivost investorů nakupovat dobře vynášející sekuritizovaná aktiva se jevil jako mimořádně úspěšný, dokud ceny nemovitostí rostly. Dalo se tušit, že trend inflace u cen nemovitostí nemůže trvat věčně.

4.3 Příčiny finanční krize

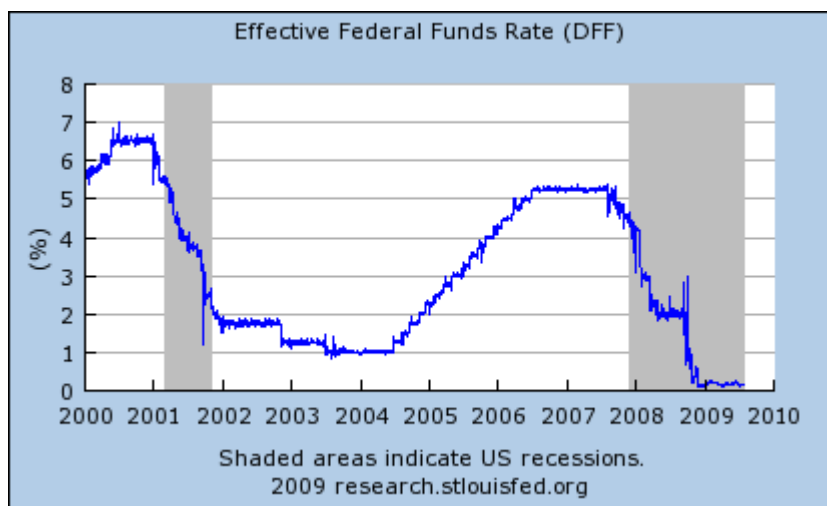
V událostech spojených s hypotéční konjunkturou probíhající v období let 2000 - 2006 a chování všech zainteresovaných můžeme spatřovat příčiny současné finanční krize, která podle očekávání vyvolala zasažením reálné ekonomiky i krizi hospodářskou. Rozvolnění bankovních regulací, rozpoutání finančních spekulací, důvěřiví klienti, kteří podleli kouzlu dostupnosti všech druhů hypotéčních úvěrů, to vše přispělo k finančnímu kolapsu a nepřipravenosti reagovat na případné cenové výkyvy. Trend zvyšování úrokové sazby probíhající v následujících dvou letech odkryl všechna temná místa hypotéční konjunktury. Důsledky uzavírání bezpočtu subprime nebo ARM hypoték či oprášení a rozšíření sekuritizace, spojené s kolateralizovanými dluhopisy, vplynuly ze změny podmínek v tržním prostředí, jež se udály v reakci na zvýšení úrokové sazby. Poté, kdy došlo k nenadálému, ovšem do jisté míry očekávanému, propadu cen nemovitostí vylply na povrch negativní souvislosti, které byly v předešlých letech opomíjeny. Neschopnost klientů splácet naivně uzavřené hypotéky a prchavá vidina zbohatnutí na spekulacích s prodejem nemovitostí vzaly za své s poklesem jejich ceny. Došlo i k reflexi tolik diskutovaného přenesení rizika prodejem hypotéčních úvěrů na sekundárním trhu.

Při analýze příčin finanční krize, která vypukla v roce 2008, nesmíme zapomenout na chování Rezervního systému, který svou monetární politikou spojenou s určováním výše úrokové sazby vytvářel podmínky obchodování na finančních trzích. Prudké snižování výše úrokové míry, k němuž byl FED dotlačen vinou událostí určených propadem cenných

¹⁰⁴ WOODS, E. T. Jr., Krach, s. 43.

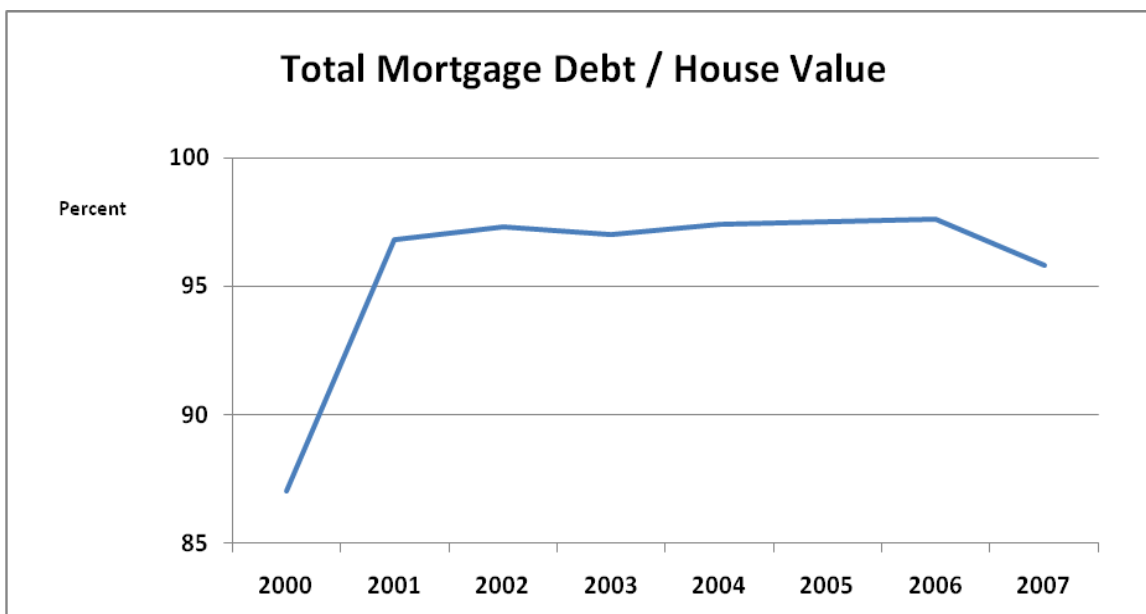
papírů v roce 2000, umožnilo rozpoutání hypotéční mánie. Samozřejmě jen stěží můžeme FED vinit za rezignaci finanční sebekázně, ke které až již na straně finančních institucí, investorů nebo obyčejných bankovních klientů docházelo. Monetární politika je pevně spojená s eliminací možnosti inflace a korekce nezaměstnanosti. Kompetenci k ovlivňování kapitálových trhů FED získává právě pouze ve chvíli, kdy je některý z jeho cílů ohrožen. Události spojené s burzovním krachem na přelomu druhého tisíciletí takovému scénáři zcela jistě nasvědčovaly, a proto snižování úrokové sazby bylo zajisté vhodným řešením jak předejít hospodářskému kolapsu. Nemůžeme však zapomenout na vzájemnou korelaci úrokových měř a možnosti potenciální tvorby spekulativních bublin.

Obchody na kapitálových trzích jsou velikostí úrokových sazeb silně determinovány. Vlivem cyklického střídání příznivých podmínek s těmi nepříznivými došlo od roku 1995 na kapitálových trzích k nafouknutí dvou spekulativních bublin. První z nich označovaná jako boom technologických akcií vzešla z pasivní politiky použité FED v letech 1997 - 1998. Aby se zabránilo drtivým dopadům jejího splasknutí, musel FED počínaje rokem 2000 agresivně úrokovou sazbu snižovat. Na pozadí tohoto snižování došlo k přelítí akciové bubliny v bublinu realitní, což dokazuje i obrázek 4, na kterém můžeme vidět klesající hodnoty úrokové míry, a obrázek 5. ukazující nárůst hypotéčního dluhu.



Obrázek 4: Vývoj úrokové míry v letech 2000 - 2010

Zdroj: BREWER, P. The Three Interest Rates [online].



Obrázek 5: Hypotéční dluh v letech 2000 - 2007

Zdroj: WALLER, CH., The U.S. Economy in 2011 [online].

Je zřejmé, že se FED mohl pokusit vzniku akciové bubliny zabránit. Sám předseda rady guvernérů Alan Greenspan si pohrával s myšlenkou zaražení technologického boomu. Ovšem domnělá šance na rozvoj ekonomiky nakonec zvítězila nad razantním ukončením akciové konjunktury. Tolerance vzniku možných spekulativních bouří v zájmu všeobecného blahobytu reprezentovaného růstem zaměstnanosti, hrubého národního produktu nebo ziskovosti jednotlivých odvětví ekonomiky naráží na důsledky jejich pomíjivosti. FED nemůže kapitálový trh ovlivňovat ve chvíli, kdy ekonomické ukazatele nevidují změny problematických hodnot, ovšem následným dopadům finančního krachu již čelit musí. Co je v takovém případě pro společnost přínosnější?

5 Finanční krize

Stejně jako v jiných odvětvích ekonomiky nemůže ani hypotéční konjunktura trvat věčně. Příjemné chvíle prosperity poté střídají obavy, jak se zúčastněným povede vyrovnat s následky propadu, jehož průběh se dá jen těžko předpokládat. Hloubka recese závisí na stupni připravenosti a obranných mechanismech, které má ekonomika k dispozici v případě náhlého útlumu. Dosud popsané informace nám dávají tušit, že pokles spojený s realitním trhem byl mimořádný. Vzhledem k míře zaslepenosti, s jakou k hypotéční konjunktře přistupovala široká veřejnost, a k neutuchající víře v růst cen nemovitostí i k ignoraci rizik spojených s prodejem aktiv, ke které docházelo na sekundárním trhu, není divu, jaké následky tato recese přinesla. Průběh vzniku další spekulativní bubliny a její samotné vyfouknutí vyústilo ve finanční krizi.

Ke splasknutí realitní bubliny začalo postupně docházet od roku 2006, kdy ceny nemovitostí dosáhly svého vrcholu. Od této chvíle začaly ceny bydlení vinou klesající poptávky a rostoucích úrokových sazeb nekontrolovatelně padat.

5.1 Zvyšování sazby

Obavy z inflace pomalu začaly ukončovat mimořádně výhodnou dobu pro získávání levných úvěrů. FED začal zvyšovat úrokovou sazbu. Poprvé po více než jednom roce byla zvednuta úroková míra o 0,25 % na 1,25 % v červnu roku 2004. V prosinci téhož roku dosáhla hodnoty 2,25 % a trend zvyšování pokračoval i po celý rok 2005, kdy se její hodnota zastavila v prosinci na 4,25 %. Nově nastolená protiinflační politika zvedla úrokovou míru z historicky minimální výše 1 % v roce 2003 až na 5,25 % v červnu roku 2006.¹⁰⁵

Úroková politika pro následující období se nesla v duchu nezasahování do dění na kapitálových trzích, byť vlna finančních spekulací s hypotéčními produkty byla v plném proudu a její regulace by se zdála být na místě. Další směr pohybu úrokové sazby určovala možnost růstu cenové hladiny v rámci spotřebního i investičního oživení způsobeného daňovými škrty, které zavedla administrativní prezidenta Bushe. Standardní ukazatele

¹⁰⁵ Federalreserve.gov, Open Market Operations Archive [online].

vypovídaly, že recese, ve které se hospodářství octilo v roce 2000, je minulostí. Ekonomický růst se pozvolna vrátil a již nebylo třeba ekonomiku dále stimulovat nízkou úrokovou sazbou, naopak ji bylo třeba bránit před inflací.¹⁰⁶

5.1.1 Pokles ceny nemovitostí

První příznaky možného oslabení hypotéční konjunktury se objevily na podzim roku 2005. Konstantní růst cen nemovitostí přivodil jeden podstatný fakt. Domy se postupně stávaly finančně nedostupné. Stále ještě výhodné uzavření levné hypotéky jako způsobu financování pořízení nemovitosti přestalo fungovat. Hodnota domů se vyšplhala na úroveň, kterou si již domácnosti nemohly dovolit. To znamenalo postupné snižování nafouknuté poptávky po bydlení. Objevily se první poklesy prodejů, ovšem cenová hladina u nemovitostí se stále držela na své vysoké úrovni. Přestože se nemovitosti staly předmětem finančního spekulantství, nechovaly se jako běžná aktiva, se kterými se na kapitálových trzích obchoduje. Ceny obydlí nereagují okamžitě na změny poptávky, která určuje jejich atraktivitu. Prodejci realit se snaží držet jejich hodnotu a vyčkat na zájemce, který ji bude ochotný akceptovat a dům si pořídit, teprve ve chvíli, kdy dosáhnou přesvědčení, že dům je za danou částku neprodejný, jsou ochotni slevit. Zlom přišel na jaře roku 2006, kdy byl realitní trh již přesycený a ceny nemovitostí dosáhly svého maxima. O předražené domy přestal být zájem a cenová hladina začala logicky padat.¹⁰⁷

Do října 2007 prodejci registrovali 20% snížení objemu prodaných domů oproti minulým obdobím. Průměrný pokles zaznamenaný u cen nemovitostí na území Spojených států činil od roku 2006 do března 2008 10 %. Ovšem míra poklesu cen se lišila s jednotlivými regiony. Na místech nejvíce zasažených hypotéčním boomem jako např. Florida, Kalifornie, kde je bydlení historicky velmi komfortní, popřípadě v některých částech průmyslově vyspělého středozápadu, docházelo až k 16% propadu.¹⁰⁸

¹⁰⁶ GREENSPAN, A., Věk turbulencí dobrodružství ve světě globální ekonomiky, s. 256.

¹⁰⁷ KRUGMAN, P., Návrat ekonomické krize, s. 147.

¹⁰⁸ SVOBODOVÁ, L., Working Papers Fakulty mezinárodních vztahů, s. 8.

5.1.2 Rostoucí splátky

Dalším faktorem ovlivňujícím dění na realitním trhu byla úroková míra. Ceny nemovitostí i počet uzavřených hypoték zůstaly zpočátku vůči od roku 2004 se zvyšující úrokové míře imunní. Umělou poptávku po nemovitostech stále ještě poháněly spekulace sekuritizovaných hypoték a rostoucí ceny hypotéčních splátek zatím žádné znepokojení nevyvolaly. Obrat nastal v roce 2007, kdy zbankrotovala první finanční instituce. Obchody s rizikovými hypotékami přivedly ke krachu New Century Financial Corporation. Rázem se začaly projevovat negativní rysy nestandardních hypotéčních úvěrů.¹⁰⁹

Období charakteristické absencí reakce na postupné zvyšování úrokové míry skončilo. Rostoucí sazby začaly zdražovat hypotéční splátky, což pro spoustu domácností znamenalo neřešitelný problém. Nízko příjmovým skupinám již nezbylo v rodinném rozpočtu místo na hrazení úvěru zastaveného nemovitostí. Začaly se množit případy, kdy klienti nebyli schopni dostát svým závazkům a uzavřené hypotéky přestali splácet.¹¹⁰

Jako příklad zrádného uzavření některého z typů lákavých hypotéčních úvěrů s opomenutím možnosti změny podmínek splácení můžeme použít situaci popsanou v knize Důkaz pádu, jak vydělat na hospodářském poklesu od pánů Shiffa a Downese: *„Představte si kupující, která si pořídila obytný dům za 500 000 a použila při tom nulovou zálohu, žádnou dokumentaci a HPS s odloženým splácením jistiny se sazbou 4 procent, přičemž další jedno procento přidávají daně, pojištění a údržba. Roční cena v hotovosti by byla 25 000 dolarů nebo něco pře 2000 měsíčně.*

Kdyby však počítala s ročním zhodnocením 10 procent (což je pouhá polovina loňské očekávané míry zhodnocení, který byla podle průzkumů z Los Angeles 20 procent), které by vytvářelo potenciál 4000 měsíčně za výtěžky z hodnoty domu, „vydělala“ by si kupující 2000 měsíčně, místo aby 2000 měsíčně zaplatila. Takže i kdyby měla měsíční příjem pouze 3000, nemusela by se bát učinit prohlášení o vyšším příjmu, aby se kvalifikovala pro půjčku, která představuje skoro 70 procent toho, co si skutečně vydělala před zdaněním.¹¹¹

Ted' předpokládejme, že je sazba na její HPS přenastavena na sedm procent. Za předpokladu, že daně, pojištění a údržba stále přidávají jedno procento, stoupnou její

¹⁰⁹ SOROS, G., Nové paradigma pro finanční trhy úvěrová krize 2008 a co dál, s. 81.

¹¹⁰ KOHOUT, P., Finance po krizi důsledky hospodářské recese a co bude dál, s. 22.

¹¹¹ SHIFF, D. P.; DOWNES, J., Důkaz pádu. Jak vydělat na hospodářském kolapsu, s. 141.

náklady na 40 000 ročně nebo 3300 měsíčně. To je zvýšení 65 procent, ale je jen vrcholkem ledovce. Pokud vypůjčovatel, který teď čte z ekonomických čajových lístků, utne v půli její očekávání, co se týče zhodnocení, na pět procent, jsou teď její očekávané roční náklady 15 000. Namísto aby si za hodnotu domu „vydělala“ 2000 za měsíc, má skutečné náklady 1250 měsíčně.

Skutečné zvýšení nákladů není 65 procent, ale 3250 procent.

Ale to je jen začátek. Pokud se ceny domů ustálí a očekávané zhodnocení klesne na nulu, reálné náklady se podstatně zvýší. Dokonce i 1250 dolarů, které nyní představují více než 40 procent jejího příjmu před zdaněním, znamená, že bude muset bojovat.“¹¹²

Ve chvíli, kdy se začaly množit případy neschopnosti splácet uzavřené půjčky, došlo na reflexi možné diverzifikace rizika u substandardních úvěrů. Riziko mělo být eliminováno geografickou a typologickou různorodostí aktiv potažmo jeho mnohonásobným rozpracováním. Tyto předpoklady ovšem vzaly za své díky podstatnému faktu, kterým bylo opomenutí skutečnosti, že sou všechny úvěry vystavené stejnému druhu rizika, a to možnosti nesplácení ze strany klienta. S přibývajícými neplatiči se portfolia složená z těchto úvěrů stávala vysoce riziková a logicky ztrácela na hodnotě.¹¹³

Rostoucí úrokové sazby uzavřely cestu k levným úvěrům pro klienty, kteří nové půjčky využívali k refinancování původních hypoték, které nemohli z různých důvodů splácet. Banky tak na jedné straně přicházely o poptávku po hypotéčních produktech a na druhé straně se jim množily případy platební neschopnosti klientů, kteří ztratili jedenu z možností, jak splácet své závazky. O další způsob jak se vypořádat s prodlením hypotéčního splácení klienti přišli s poklesem cen nemovitostí.¹¹⁴ Šance dům v případě problémů výhodně prodat skončila. Lidé zjišťovali, že zatímco hodnota nemovitosti prudce klesá, výše dluhu se nemění a hypotéční břemeno činí záporný rozdíl, který nebyly domácnosti schopny hradit. Stejný problém potkal i početnou skupinu těch, kteří se k hypotéční konjunkturu připojili pozdě, a propad cen znehodnotil jejich nemovitosti již krátce po uzavření hypotéky.¹¹⁵

¹¹² SHIFF, D. P.; DOWNES, J., Důkaz pádu. Jak vydělat na hospodářském kolapsu, s. 142.

¹¹³ KOHOUT, P., Finance po krizi důsledky hospodářské recese a co bude dál, s. 22.

¹¹⁴ KRUGMAN, P., Návrat ekonomické krize, s. 148.

¹¹⁵ Tamtéž, s. 149.

Zaběhnutá praxe nabízení a následného prodeje substandardních hypoték přestala mít s poklesem ceny bydlení smysl a naopak všichni zúčastnění museli čelit důsledkům dříve uzavřených obchodů.¹¹⁶ Domácnosti se musely vypořádat s rostoucím množstvím exekucí, ve kterých přicházely o své domy. Jenže takto zabavené nemovitosti již nedosahovaly hodnoty, na kterou banky případně hypotéční společnosti úvěr poskytly. Spolu s náklady spojenými s exekucí se finančním institucím vracela pouze část půjčených peněz.¹¹⁷

Navíc zabavené nemovitosti nově uměle tvořily část nabídky nemovitostí. Stavebním společnostem, které se musely vypořádávat s ochlazením zájmu o nové bydlení, vzrostl nový konkurent a rozšířená nabídka dál stlačovala ceny dolů.¹¹⁸

Nikdo neměl zájem v podobných obchodech pokračovat. To samozřejmě v realitě znamenalo snížení poptávky po bydlení a další pokles cen nemovitostí, nehledě na to, že z cenných papírů podložených substandardními hypotékami se začaly stávat velmi prodělečné investice. První, kdo na tento druh aktiv doplatil, byli držitelé nižších tranší, pro které neplatilo právo přednostního uspokojení pohledávky. Hodnota portfolií, obsahujících cenné papíry nižších tranší, prudce klesala a aktiva se stávaly neobchodovatelnými.¹¹⁹ Jenže ani majitelé aktiv ohodnocenými agenturami ratingem AAA se potížím nevyhnuli. Problém vyfukující se realitní bubliny byl čím dál komplexnější. Zprvu bezriziková aktiva, obsahující hypotéky kreditně prověřených klientů, také doplatila na všudypřítomný pokles cen nemovitostí. Pro řadu klientů se stalo výhodnější hypotéku nesplácet a přijít o dům, který již nedosahoval původní hodnoty. Nejistota rozšíření podobných praktik i mezi ostatní dlužníky srážela ceny aktiv, které se zpočátku jevily jako kvalitní.¹²⁰

K podcenění rizika vyplývajícího ze sekuritizovaných hypoték vedl investory i nedostatky informací, disciplíny a transparentnosti, se kterou byly hypotéční dluhopisy vydávány. Investoři díky komplikované struktuře dluhopisů netušili, co jim vlastně prodejci nabízí. Složitost a neprůhlednost celého procesu způsobovala předražování cenných papírů

¹¹⁶ KRUGMAN, P., *Návrat ekonomické krize*, s. 147.

¹¹⁷ Tamtéž, s. 148.

¹¹⁸ SVOBODOVÁ, L., *Working Papers Fakulty mezinárodních vztahů*, s. 8.

¹¹⁹ KRUGMAN, P., *Návrat ekonomické krize*, s. 148.

¹²⁰ Tamtéž, s. 149.

a vidina snadno nabitého zisku zcela potlačila obezřetnost, se kterou investoři v minulosti k podobným obchodům přistupovali.¹²¹

5.2 Krize bankovního sektoru

Pokles cen nemovitostí a rostoucí úroková míra, které stály za zvyšujícím se počtem nesplacených úvěrů a poté za propadem hodnoty cenných papírů silně zasáhly bankovní sektor. Banky stojící v pozici věřitelů přicházely vinou nesplacených hypoték o pravidelný přísun hotovosti. Daleko větší potíže postihly bankovní instituce, které úvěry neposkytovaly, ale naopak kupovaly na sekundárním trhu. Absence výnosů plynoucí z nesplácených hypoték snižovala hodnotu portfolií složených z produktů hypotéčního trhu. Investiční společnosti rázem držely aktiva, která se postupně stávala neobchodovatelná a navíc představovala enormní náklady spojené s jejich pořízením. Splátky krátkodobých úvěrů uzavřených jako zdroj financování nákupu hypotéčních úvěrů odčerpávaly z investičních bank veškeré hotovostní prostředky.

5.2.1 Problémy finančních institucí

Do května 2008 narostly bankovní ztráty neuvěřitelných 379 miliard dolarů. Do té doby utrpěly největší ztráty banky finanční skupiny City Group spolu se švýcarskou bankou UBS, podnikající na zámořských trzích, a to ve výši 42 miliard respektive 38,2 miliard dolarů. Problémy s nedostatkem likvidity dostaly bankovní sektor do finanční krize, která s sebou přinesla nejistotu a paniku podpořenou krachy několika významných institucí.¹²²

První z řady velkých investičních celků postižených zásahem do platební neschopností znehodnocující aktiva byla investiční banka Bear Stearns. Slovo banka může pro nás být poněkud zavádějící. Pro připomenutí zmíníme, že tyto společnosti neposkytují úvěry a nepřijímají vklady tak, jak je to běžné u komerčních bank, ale oborem jejich činnosti jsou finanční spekulace s cennými papíry.¹²³

¹²¹ SVOBODOVÁ, L., Working Papers Fakulty mezinárodních vztahů, s. 11.

¹²² SVOBODOVÁ, L., Working Papers Fakulty mezinárodních vztahů, s. 12.

¹²³ KOHOUT, P., Finance po krizi důsledky hospodářské recese a co bude dál, s. 68.

Hodnota investičního portfolia banky Bear Stearns dosahovala na konci roku 2007 částky přes 269 miliard dolarů. Z toho zhruba 30 miliard dolarů tvořily cenné papíry podložené substandartními hypotékami. Příčiny finančního krachu Bear Stearns v sobě odrážely běžnou praxi chování investorů v posledních letech. Riziko spojené s nákupem cenných papírů, krytých pochybně uzavřenými hypotékami, znásobovala i cesta k jejich financování. Samotný propad hodnoty cenných papírů byl totiž umocněn negativními dopady tzv. finanční páky. Většina těchto aktiv byla bankou pořízena na dluh. Základním předpokladem finanční páky bylo dosahování výnosů z nakoupených aktiv, které měly mnohonásobně převýšit náklady plynoucí z krátkodobých půjček, zdroje jejich pořízení. Dokud ceny nemovitostí rostly a klienti neměli problémy se splácením svých úvěrů, tento předpoklad spolehlivě platil.¹²⁴ Při poklesu cen však ze znehodnocených aktiv přestaly výnosy proudit a náklady z půjček vyčerpaly ze společnosti Bear Stearns veškerou hotovost, což pro ní v březnu roku 2008 znamenalo faktický konec její činnosti a budoucnost banky se stala závislá na cizí pomoci.¹²⁵

Po Bear Stearns se v souvislosti s obratem událostí na hypotéčním trhu do nesnázi dostala další přední investiční společnost. Pád banky Lehman Brothers v létě roku 2008 otrásl celým bankovním sektorem. Krátce po krachu se objevily spekulace o příčinách jejího pádu. Podle některých zainteresovaných mohly ke špatné situaci, ve které se banka ocitla, výrazně přispět i nezákonné praktiky, kterých se údajně jak banka, tak její blízké okolí měly dopouštět. Banka prý falšovala své účetnictví, aby nevyšlo najevo, v jak opravdu špatné situaci se ocitla. Na druhé straně prý její obchodní partneři požadovali zvýšení záruk za půjčky, které bance poskytli, přičemž měli dobře vědět, v jakém stavu se banka nachází.¹²⁶ Nebudeme-li řešit pozadí cesty do insolvence, které je předmětem soudního vyšetřování, bance Lehman Brothers srazily vaz opět problémy s likviditou, do kterých ji dostaly špatné obchody s nemovitostmi, na kterých trátila 7 miliard dolarů.¹²⁷

Tím ovšem bohužel výčet krachujících společností nekončí. To co dodávalo celé finanční krizi, o které již nemohlo být pochyb, na významu, byla skutečnost, že finanční kolaps zasáhl především obří společnosti, o které se opíral celý bankovní systém. Řada z nich splňovala kritéria pro označení „too big, to fail“. Jejich krach by totiž mohl znamenat

¹²⁴ KOHOUT, P., Finance po krizi důsledky hospodářské recese a co bude dál, s. 60.

¹²⁵ Tamtéž, s. 61.

¹²⁶ MIŠKOVSKÁ, V., Viníci pádu Lehman Brothers odhaleni [online].

¹²⁷ KOHOUT, P., Finance po krizi důsledky hospodářské recese a co bude dál, s. 68.

zhroucení nejen bankovního sektoru, ale mohl by poškodit celou ekonomiku. Od tohoto faktu se také později odvíjela strategie vládní pomoci. Přesně do této kategorie spadala další trojice institucí, která se dostala vinou obchodů spojených s hypotékami do existenčních potíží.

Nepříjemný trend prohlubujícího se nedostatku likvidity u finančních institucí pokračoval a brzy se do nebezpečné situace hrozící možným krachem dostala i největší americká pojišťovna AIG. Pojišťovna zakončila rok 2008 s nelichotivou bilancí, kdy završila mimořádně neúspěšné období čtvrtletní ztrátou ve výši 61,7 miliard dolarů, přičemž ztráta hromadící se za posledních pět čtvrtletí přesáhla již 100 miliard dolarů. AIG se do potíží dostala díky selhání ostatních účastníků finančních spekulací. Z pozice pojišťovny poskytovala firmám, které vydávají a obchodují s cennými papíry, pojištění proti bankrotu. V období hypotéční konjunktury si nikdo nedovedl představit, že by mohlo dojít k úpadku takového množství doposud úspěšných firem.¹²⁸

Pojištění úvěrového selhání se nazývá tzv. credit default swap (dále jen CDS swap). Smysl tohoto produktu, který se samozřejmě okamžitě stává atraktivním obchodním artiklem, vysvětluje Tomáš Ježek slovy: *„Jedna banka si například může od jiné, zpravidla nějaké velmi silné, koupit tzv. CDS (credit default swap), tj. právo vyměnit v dohodnutém poměru úvěr, když se později ukáže jako nenávratný, za náhradu, kterou silná banka slíbila v takovém případě poskytnout právě prodejem CDS.“* Když vypukla finanční krize přivedlo plnění upsaných CDS swapů pojišťovnu na pokraj zhroucení.¹²⁹

Finanční propad se rychle rozšířil mezi většinu institucí, které měly co dočinění s trhem realit. Jak jsme se již zmínili, zasáhl především velké finanční společnosti a nevyhnul se ani těm opravdu největším. Mezi společnostmi, čelící finanční krize, se brzy ocitly i dvě největší hypotéční agentury Fannie Mae a Freddie Mac.

Přestože obě agentury nesou označení hypotéční, sami úvěry většinou neposkytují, ale nakupují je na sekundárním trhu. Banky, u nichž klienti úvěr uzavřeli, získají prodejem finanční prostředky na další obchody a zbaví se rizika možnosti platební neschopnosti klientů. Hypotéční agentura na sebe riziko přebírá, ale zároveň získává finanční hotovost v podobě splátek hypotéčních úvěrů. Agentura si může nakoupené úvěry nechat, nebo je

¹²⁸ Aktualne.centrum.cz, Americká rekordní ztráta, AIG prodělala 62 miliard [online].

¹²⁹ JEŽEK, T., Za americkou finanční krizí je gigantický morální hazard [online].

opět prodat připraveným investorům. Neprodává, jak již víme, jednotlivé úvěry samostatně, ovšem pomocí sekuritizace je sdružuje do jednotlivých balíčků a vytváří z nich tzv. MBS dluhopisy a mimo jiné také poskytuje záruky za půjčky.¹³⁰

Díky své velikosti a pozici vládních prominentů držely obě agentury v rukách některá privilegia, které upevňovaly jejich dominantní postavení na hypotéčním trhu. Za pomoci vládní podpory mohly agentury půjčovat finanční prostředky levněji než její konkurence. Zároveň na sebe byly schopny přenést více rizika, protože v případě potíže se státní zásah zdál být samozřejmostí.¹³¹

To vše umožnilo uzavřít oběma agenturám obchody, díky kterým pracovaly se 75 % celého hypotéčního trhu a zároveň přebrat závazky ve výši 5 bilionů dolarů. Když se po pádu cen nemovitostí začaly množit případy platebního selhání, nebylo vůbec jasné, do jaké míry je tato suma ohrožena.¹³² Ztráta ve výši 29 miliard dolarů, kterou zveřejnila jedna z agentur v listopadu 2008 Fannie Mae, jen potvrdila úpadek amerického bankovníctví.¹³³

Celkové problémy obou společností byly vyčísleny na 90 miliard amerických dolarů. Částka pocházela ze sumy 230 miliard dolarů tvořené problematickými dluhopisy, jež banky spravovaly.¹³⁴

5.2.2 Vládní podpora

Příklad kolapsu, do kterého se dostaly z různých příčin výše zmíněné subjekty, jen umocňuje finanční krizi, která od roku 2007 zasáhla trhy s cennými papíry. Krize samozřejmě postihla téměř každého, kdo podlehl hypotéční mánii a kouzlu levných půjček obratem přeléváných do finančních spekulací, ovšem právě námi uvedené společnosti sehrály na trzích postupně ovládaných panikou nejdůležitější roli. Svým postavením a rozsahem obchodů rozložených do celého sektoru si vysloužily zmíněné označení „too big, to fail“. Vláda spolu s Rezervním systémem si uvědomovala jejich důležitost a možné dopady jejich krachu nejen na bankovní systém, ale na celou ekonomiku Spojených států.

¹³⁰ WOODS, E. T. Jr., Krach, s. 32.

¹³¹ JOHNSON, S., Zapříčinili krizi chudí? [online].

¹³² WOODS, E. T. Jr., Krach, s. 58.

¹³³ Tamtéž, s. 59.

¹³⁴ Economist.com, AIG, Fannie Mae and Freddie Mac, The toxic trio [online].

S výjimkou Lehman Brothers podaly ostatním pomocnou ruku a připravily strategii, která měla jejich krachu zabránit.

Investiční bance Bear Stearns přišly na pomoc FED spolu se společností JP Morgan. Ta odkoupila akcie Bear Stearns za cenu dvou dolarů za akcii. Státem provedená záchranná operace vyvolala vlnu kritiky. Samotný státní zásah do soukromého sektoru je vždy kontroverzní a rozpoutává otázky ohledně rovných podmínek volné soutěže a je spojen s rizikem a následky, na které při potížích doplatí daňoví poplatníci. V případě ponechání Bear Stearns svému osudu by z případné likvidace vytěžili více především samotní akcionáři. Nad jejich zájmy však byla povýšena snaha o udržení „makroekonomické“ stability. FED svým zásahem především sledoval ochránit obchodní partnery krachující společnosti. Záchranou Bear Stearns nedopustil ohrožení celého bankovního systému, ke kterému by vinou vzájemného propojení obchodů mohlo dojít.¹³⁵

Zcela opačný postup takřka v totožné situaci FED uplatnil v případě banky Lehman Brothers. Po zvážení možností se FED rozhodl nezasahovat, protože podle odborné veřejnosti pád Lehman Brothers nepředstavoval systémové riziko. To pro Lehman Brothers znamenalo definitivní stvrzení jejího bankrotu. Důvody překvapivého rozhodnutí komentoval analytik Barry Ritholtz slovy: „*Lehman byl nekompetentní pouze do té míry, že zničil sám sebe, kdežto stupeň nekompetence Bear Stearns byl takový, že hrozil rozbitím celého systému.*“¹³⁶

FED rozhodnutím ponechat Lehman Brothers svému osudu ušetřil peníze daňových poplatníků. Interpretace směru, kterým se vydal, však spíše naznačoval, že za neodpovědné jednání by měli po právu pykat především jeho viníci nehledě na možné následky. Nečekaný obrat v chování FED způsobil rozšíření paniky mezi ostatní finanční instituce. Ty za těmito kroky viděly nedostatek finančních prostředků ve státní pokladně. Nikdo si nemohl být jistý, že se za něho stát zaručí, obdobně jako v případě Bear Stearns. Odpovědí trhu bylo rozšíření nedůvěry srážející ještě více hodnotu aktiv všech společností, které byly krachem potenciálně ohroženy.¹³⁷

¹³⁵ KOHOUT, P., Finance po krizi důsledky hospodářské recese a co bude dál, s. 61.

¹³⁶ Tamtéž, s. 68.

¹³⁷ Tamtéž, s. 69.

Uplatňovaná strategie poskytnutí pomoci pouze opěrným bodům bankovního sektoru vyvolávající strach mezi ostatními účastníky trhu byla v protikladu s koncepcí, kterou použily na počátku devadesátých let ve Švédsku. Tamní ekonomiku zasáhla bankovní krize způsobená rovněž úvěrovou expanzí. Problémové instituce se však mohly spolehnout na státní podporu. Státní aparát se zachoval jako silný partner a spolu s akcionáři dodal do kolabujícího systému potřebnou likviditu schválením neomezených garancí pro celý bankovní sektor v roce 1999. Zdravé banky nebyly nakaženy a většina poskytnuté pomoci byla po ozdravení splacena zpět.¹³⁸

I přes šířící se paniku vláda postupovala dál věrně své politice záchrany klíčových institucí.¹³⁹ Kapitálovou intervencí se pokusila zachránit i pojišťovnu AIG. Pro ni byla připravena první vlna finanční podpory ve výši 85 miliard dolarů v září roku 2008, což znamenalo odkoupení 80% podílu akcií pojišťovny. O dva měsíce později v listopadu téhož roku musel stát do krachující společnosti převést dalších 40 miliard dolarů.¹⁴⁰

Poslední v našem výčtu institucí zasažených finanční krizí, na něž se vztahovala státní pomoc, jsou obě hypotéční agentury Fannie Mae i Freddie Mac. Přestože dvě největší společnosti obchodující s hypotékami neposkytly zdaleka tolik špatných úvěrů, jako jejich konkurenti, musela v září roku 2008 nad nimi vláda převzít kontrolu, což mělo zabránit šíření spekulací ohledně finančního zdraví státní pokladny, potažmo prohlubování nejistoty a nedůvěry mezi investory.¹⁴¹

Odhadovanou ztrátu ve výši 90 miliard dolarů, na níž se společnosti podílely, měl smazat a obě agentury znovu postavit na nohy kapitálový vklad čítající 400 miliard dolarů. K záchraně přispěl i Rezervní systém, když na volném trhu odkoupil dluhopisy v hodnotě 200 miliard dolarů.¹⁴²

Finanční podpora trápících se hypotéčních obrů nezůstala bez odezvy. Stát by jejich pádem stejně jako tomu bylo v případě Lehman Brothers ušetřil peníze daňových poplatníků a zbavil by se neefektivních monopolů. Prozíraví ekonomové však s podobným zásahem vřele souhlasili. Náklady spojené s jejich sanací nebyly zdaleka takovou investicí, jakou by

¹³⁸ KOHOUT, P., Finance po krizi důsledky hospodářské recese a co bude dál, s. 69.

¹³⁹ WOODS, E. T. Jr., Krach, s. 61.

¹⁴⁰ Tamtéž, s. 60.

¹⁴¹ KRUGMAN, P., Návrat ekonomické krize, s. 156.

¹⁴² Economist.com, AIG, Fannie Mae and Freddie Mac, The toxic trio [online].

znamenal opětovné nastartování ekonomiky, která by se pravděpodobně krachem hypotéčních gigantů a ostatních na ně napojených firem propadla do hluboké recese spojené s vysokou nezaměstnaností a snížením ratingu americké vlády.¹⁴³

5.2.3 Role FED

Finanční krize se vymkla kontrole a přesáhla hranice schopností zasažených institucí se s ní vyrovnat. Banky byly odkázány na vnější pomoc reprezentovanou státními zásahy a zejména na protikrizovou politiku Rezervního systému. FED se musel vedle péče o stabilitu domácí měny rychle přeorientovat i na další cíle ovlivňující hospodářskou situaci. Jednoznačnou prioritou byla snaha o potlačení finanční krize, která mohla snadno přerůst v krizi hospodářskou spojenou s vysokou nezaměstnaností a ekonomickou recesí. FED využil standardní nástroje monetární politiky a rozdělil přijatá opatření v boji proti krizi do několika oblastí. První z nich byla úprava výše úrokové sazby. Smířlivější politika byla nastavena pro zvýšení dostupnosti úvěrů, které po počátečních příznacích krize, začaly podléhat mnohem přísnější regulaci.¹⁴⁴

V rámci povzbuzení úvěrové činnosti došlo v září 2007 po více než jednom roce ke změně úrokové míry. Z původních 5,25 % stanovených v červnu 2006 byla snížena hodnota úrokové sazby na 4,75 %. Tím byla odstartována sestupová fáze úrokové politiky, která se zastavila až v prosinci roku 2008, kdy se nově stanovená hodnota pohybovala na minimální hranici v rozmezí 0 - 0,25 %. Nulová úroveň úrokové sazby byla jasným signálem podpory pro bankovní sektor těžce zasažený finanční krizí.¹⁴⁵

Na nově vytvořené podmínky ovšem finanční trhy příliš nereagovaly. Ani použití ostatních dostupných nástrojů nepřineslo výrazné zlepšení situace, a proto FED přišel s novým aukčním nástrojem tzv. Term Auction Facility (dále jen TAF). Pomocí něho se mnohem úspěšněji dařilo dodat bankám potřebnou likviditu. Do jisté míry trochu kontroverzním smyslem těchto operací bylo poskytování půjček komerčním bankám oproti nepříliš

¹⁴³ KOHOUT, P., Finance po krizi důsledky hospodářské recese a co bude dál, s. 66.

¹⁴⁴ SVOBODOVÁ, L., Working Papers Fakulty mezinárodních vztahů, s. 13.

¹⁴⁵ Federalreserve.gov, Open Market Operations Archive[online].

kvalitnímu zajištění. FED tímto krokem suploval finanční trhy, které byly zdrojem hotovosti v minulosti.¹⁴⁶

Na Strategii FED akceptovat širokou škálu zajištění včetně cenných papírů krytých hypotékou bylo postaveno i použití dalšího poměrně úspěšného nástroje, kterým byly tzv. Term Securities Lending Facility (dále jen TSFL).¹⁴⁷

Za protikrizovou politikou již stál nový předseda Rady guvernérů Ben Bernanke, který vystřídal svého předchůdce Alana Greenspana. FED se pod vedením nového předsedy choval přesně podle pravidel určených k boji proti krizi. Dostupné nástroje představovalo především snižování úrokové míry a poskytnutí hotovosti bankám nákupem, nebo prodejem státních dluhopisů, jež ovlivňují minimální rezervy, nebo zprostředkování přímých půjček. Finanční krize ovšem vždy představuje specifickou situaci, v níž mohou veškeré předpoklady a historicky uplatňované modely selhat. FED se musel začít vyrovnávat s neúčinností svých opatření. Přestože jím stanovené úrokové sazby dosahovaly téměř nulových hodnot, banky přestaly sazby reflektovat při poskytování obchodních, firemních i hypotéčních úvěrů. Jimi stanovené sazby zůstávaly v rámci znovu zvýšené obezřetnosti na původních číslech a společnosti bez „top“ ratingu jim musely i nadále platit vysoké úroky.¹⁴⁸

Půjčky bankám částečně pomohly, ale nezabraly tak, jak se očekávalo. FED posouval svou monetární politikou ekonomiku do pasti likvidity. Monetární politika pozbývá jakékoliv účinnosti. Ani výše zmiňované snižování úrokových sazby na 0, které v minulosti představovalo jednu z příčin až extrémního oživení finančních trhů, nepřineslo kýžené očekávání. Kromě komerčních bank začaly být distribuovány TSFL i pro fondy a investiční banky. Dalším plánem bylo začít nakupovat firemní cenné papíry, čímž by poskytly finanční prostředky podnikům, které ztratily možnost získat úvěry u finančních institucí.¹⁴⁹

Přestože trhy, které se během srpna a října 2007 propadly, zaznamenaly nakrátko díky zásahům FED určité zlepšení, brzy se vrátily do původní temné polohy. Ve chvíli, kdy se

¹⁴⁶ Investujeme.cz, Americké banky si půjčují miliardy od FED-u [online].

¹⁴⁷ SVOBODOVÁ, L., Working Papers Fakulty mezinárodních vztahů, s. 14.

¹⁴⁸ KRUGMAN, P., Návrat ekonomické krize, s. 153.

¹⁴⁹ Tamtéž, s. 155.

ukázala skutečná hloubka krize, přestaly mít standardní metody vliv na dění na kapitálových trzích.¹⁵⁰

Pokud bychom hledali poučení v minulosti, jakou roli má sehrát stát při řešení finančních potíží, můžeme se obrátit na Williama Poolea, který v knize Martina Feldsteina *The Risk of Economic Crisis* píše o nutnosti být stále ve střehu. I přes sebevětší důvěru ve stabilitu systému, by vláda spolu s Centrální bankou měly být připraveny zasáhnout v případě náznaku potíží a nedávat věcem volný průběh. Poole také píše, že by se vláda měla soustředit pouze na co nejužší segment a svou pomoc příliš nerozptylovat. Pozitiva takového přístupu přinášejí přímá řešení problémů a odklon od tohoto pravidla by mohl znamenat nežádoucí účinky a navíc čím komplexnější řešení vláda přichystá, tím více času spotřebuje na jeho implementaci.¹⁵¹

Poole také uvádí příklad, kdy FED v říjnu 1987 přesně pochopil příčiny problémů bankovního sektoru. FED se řídil striktně podle pravidla dodání likvidity pouze tam, kde to bylo nezbytně nutné. Tím zabránil jakékoliv změně dlouhodobé monetární politiky. Důsledkem byl sice krach několika firem obchodujících s cennými papíry, ale přesto byl celý systém sám o sobě ochráněn.¹⁵²

I na tomto příkladu můžeme vidět, jak se současná finanční krize liší od těch předešlých. V dnešní době si zřejmě nikdo nedokáže představit, co by pro finanční sektor znamenalo ponechat ho svému osudu.

5.2.3.1 Kvantitativní uvolňování peněz

FED se po selhání obvyklých nástrojů používaných k ovlivňování ekonomiky v různých fázích jejího cyklu odhodlal v březnu roku 2009 k netradičnímu formátu pomoci, který má k dispozici. Pokud se FED ocitne v situaci, kdy jsou již úrokové míry stlačeny na minimum, ale ekonomice se stále nedaří a je potřeba jí dodat nějaký další impulz, uchýlí se Rezervní systém k tzv. operacím na volném trhu označovaným jako kvantitativní uvolňování.¹⁵³

¹⁵⁰ SOROS, G., *Nové paradigma pro finanční trhy úvěrová krize 2008 a co dál*, s. 88.

¹⁵¹ FELDSTEIN, M., *The Risk of Economic Crisis*, s. 172.

¹⁵² Tamtéž, s. 173.

¹⁵³ KOHOUT, P., *Jak se tisknou dolary?* [online].

Situace, která předchází kvantitativnímu uvolňování a je typická právě absencí multiplikace peněz prostřednictvím nízkých úrokových sazeb vedoucích k levným úvěrům, se nazývá past likvidity. Do pasti likvidity může ekonomiku přivést neochota domácností a podnikové sféry půjčovat si další finanční prostředky. Ta pramení z již značného zadlužení a následných obav z budoucího splácení. Problém se snadno vyskytne i na straně věřitelů. Banky v období finanční krize zpřísňuje pravidla pro možnost získání úvěrů a peníze poskytuje pouze v případě kvalitního zajištění. V době nefunkčnosti klasických nástrojů sahá FED k netradiční monetární politice reprezentované právě například kvantitativním uvolňováním peněz.¹⁵⁴

Díky operacím na volném trhu dochází k odkupu pokladničních poukázek Rezervním systémem. Důsledkem je pokles dlouhodobých úrokových sazeb a nejen pro finanční trhy, ale pro celou ekonomiku představuje tento postup přísun hotovostních prostředků. Svou zkušenost s kvantitativním uvolňováním má i japonská ekonomika, kde bylo použito při hledání cesty z hospodářské recese v roce 2000. Od spuštění operací na volném trhu dodal FED od března odkupem státních dluhopisů v průběhu roku 2009 do ekonomiky 1,75 bilionů dolarů. Krátce po skončení první vlny začala v listopadu 2010 druhá fáze kvantitativního uvolňování, během níž se má do oběhu dostat dalších 600 miliard dolarů.¹⁵⁵

Nabízí se otázka, kde FED takový objem prostředků získá, když nemalé částky již uvolnil v počátcích finanční krize? Odpověď je velice prostá. FED rozšíří měnovou bázi a nové peníze jednoduše „vytiskne“. Prvním krokem uvolňování je tedy vytvoření nových peněz, které zvýší aktiva v rozvaze Centrální banky. Následně Centrální banka vyrovnává rozvahu odkoupením dluhopisů, čímž na jedné straně zvyšuje svá pasiva a na straně druhé poskytuje finančním institucím nově „vytištěné peníze.“¹⁵⁶

Úspěch kvantitativního uvolňování v ovlivňování finančních a hospodářských veličin nemůžeme ve Spojených státech přesvědčivě předpovědět, neboť chybí historické zkušenosti ať již v rozsahu použití tohoto nástroje či v situaci, ve které se Spojené státy kromě Velké hospodářské krize ocitly. Japonská ekonomika zaplatila za použití podobné monetární politiky ekonomickou stagnací a růstem státního dluhu do astronomické výše.¹⁵⁷

¹⁵⁴ NOVOTNÝ, R., Kvantitativní uvolňování: Lék, nebo past? [online].

¹⁵⁵ KOHOUT, P., Jak se tisknou dolary? [online].

¹⁵⁶ NOVOTNÝ, R., Kvantitativní uvolňování: Lék, nebo past? [online].

¹⁵⁷ Tamtéž.

Negativní ohlasy vůči netradiční monetární politice Rezervního systému se objevily i mezi americkými ekonomy. Ti nejkritičtější hovoří o jedné z největších politických chyb v celé historii Rezervního systému. Další přirovnávají celou situaci k vysoce rizikové hře „typu letadlo“. S mírnějším vyjádřením přichází Paul Krugman, který píše o přehnaných očekáváních. Faktem ovšem zůstává, že i přes vlnu kritiky společnost Goldman Sachs předpokládá celkovou hodnotu druhé fáze kvantitativního uvolňování na území Spojených států ve výši 2 bilionů dolarů v průběhu dalších pěti let.¹⁵⁸

¹⁵⁸ KOHOUT, P., Jak se tisknou dolary? [online].

6 Hospodářská recese

Rozsah finanční krize předčil veškerá očekávání. Finanční trhy utrpěly nejvyšší ztráty od dob Velké hospodářské krize probíhající v 30. letech minulého století. Do potíží se dostal téměř celý bankovní sektor a problémy postihly velkou řadu institucí. Strach a nejistota z nečitelné budoucnosti finančních trhů se podle předpokladů přenesly na širokou veřejnost reprezentovanou domácnostmi, které začaly mít obavy o své úspory a množící se případy neschopnosti lidí splácet své závazky plynoucí z uzavřených úvěrových produktů paniku znásobovaly. Vše, čím se finanční krize na svých obětech podepsala, bylo následně podle předpokladů promítnuto do reálné ekonomiky, kde začala oslabená poptávka po zboží a službách nepříznivě doléhat na podnikovou sféru.

6.1 Zpomalení hospodářského růstu

Když se v roce 2007 zhroutil trh substandartních hypoték, bylo v tu chvíli těžké předpovídat, jaký chaos tato událost způsobí na finančních trzích, natož spolehlivě určit do jaké míry ovlivní fungování reálné ekonomiky. Náповědou bylo všeobecné zpomalení růstu, které přineslo první úvahy o možné přítomnosti hospodářské recese.¹⁵⁹

Zpomalení tempa hospodářského růstu, který se na přelomu let 2007 a 2008 pohyboval pouze okolo 1 %, bylo zpočátku nejvíce signifikantní v oblasti stavebnictví. Pokles výdajů na bytovou výstavu začal již v roce 2006 13% snížením. V roce 2007 bylo zaznamenáno již 17% snížení výdajů na výstavbu nového bydlení.¹⁶⁰

Další znepokojení přišlo v srpnu roku 2008. Automobilový průmysl jako jeden z tradičních tahounů americké ekonomiky hlásil podstatný pokles ve výrobě. Meziroční srovnání v létě 2008 přineslo zprávy o 34% snížení vyrobených automobilů.¹⁶¹

Finanční krize následovaná hospodářskou recesí vyčíslenou po dobu jejího trvání téměř 4% poklesem HDP srazila ceny domů a akcií přibližně o 29 % od hodnot, kterých dosahovaly na svém vrcholu. Bohatství domácností se od roku 2007 snížilo o 18 %, což činilo hodnotu 12 bilionů dolarů. To vede domácnosti k pocitu chudoby a snižuje jejich

¹⁵⁹ KOHOUT, P., Finance po krizi důsledky hospodářské recese a co bude dál, s. 54.

¹⁶⁰ SVOBODOVÁ, L., Working Papers Fakulty mezinárodních vztahů, s. 15.

¹⁶¹ KOHOUT, P., Finance po krizi důsledky hospodářské recese a co bude dál, s. 72.

ochotu utrácet. Špatné časy mění také strategii bankovních domů, které zpříšňují úvěrové standardy a nepůjčují takový objem prostředků, jako tomu bylo v minulosti, a to paradoxně v době, kdy ekonomiku může na nohy znovu postavit právě zvýšená úvěrová činnost, která pohání investiční výdaje.¹⁶²

Od oficiálního vyhlášení hospodářské recese v prosinci 2007 se ve Spojených státech začaly projevovat typické syndromy propadem nakažené ekonomiky. Docházelo k poklesům tržeb, rostla nezaměstnanost, nebo alespoň firmy přestaly vyplácet svým zaměstnancům prémie a třinácte platy.¹⁶³

Výrazné oslabení trhu práce hlásily stavebnické obory, ale k poklesu zaměstnanosti docházelo i ve výrobní sféře, potažmo ve službách. V květnu roku 2008 činila míra nezaměstnanosti 5,5 %.¹⁶⁴

Růst nezaměstnanosti pokračoval i po celý zbytek roku 2008, hodnota se zastavila na čísle 5,8 %. Nepříjemný vývoj ovšem potvrdily i oba následující roky, jak můžeme vidět v tabulce 2. V roce 2009 nezaměstnanost vzrostla v meziročním srovnání o 3,5 % na 9,3 % a do srpna 2009 se vyšplhala o další 0,3 %. Před Rezervním systémem stojí do budoucna velice těžký úkol při snaze o plnění svých hospodářských cílů. Nezaměstnanost dosahující téměř 10 % rozhodně nespadá do obecně tolerovatelného pásma. V tabulce 1 najdeme i další ukazatele hospodářského vývoje. Poté, kdy nedošlo během roku 2008 prakticky k žádnému růstu HDP, následující rok přinesl dokonce 2,6% pokles a jak se zdá, byl v rámci hospodářské recese tím nejhorším. První pololetí roku 2010 již přineslo pozitivní zprávy a HDP v tomto období vzrostl o 1,7 %. Zatímco 10% nezaměstnanost znamená pro FED velké problémy, druhý významný cíl sledovaný Rezervním systémem inflace se zatím nevyvíjí nijak nepříznivě. FED tak může i nadále bojovat s finanční krizí potažmo hospodářskou recesí výraznou expanzivní monetární politikou, a to alespoň do chvíle než se ekonomika začne znovu rozvíjet a vyvstane potřeba uzpůsobit monetární politiku oběma disciplínám.

¹⁶² Economist.com, A special report on America's economy [online].

¹⁶³ KOHOUT, P., Finance po krizi důsledky hospodářské recese a co bude dál, s. 73.

¹⁶⁴ SVOBODOVÁ, L., Working Papers Fakulty mezinárodních vztahů, s. 16.

Tabulka 2: Vývoj ekonomiky USA v letech 2007 - 2010

Rok	2007	2008	2009	2010
HDP (mld. \$)	14 078	14 441	14 260	14 575(2q)
Růst HDP (%)	1,9	0	-2,6	1,7(2q)
Roční inflace (%)	2,8	3,8	-0,4	1,2(7)
Nezaměstnanost (%)	4,6	5,8	9,3	9,6(8)

Zdroj: Businessinfo.cz, Vývoj ekonomiky ve Spojených státech amerických [online].

Americkou ekonomiku v současné době vedle neúměrně vysoké nezaměstnanosti nejvíce sužuje rostoucí deficit zahraničního obchodu, vysoký rozpočtový deficit a vládní dluh. Deficit obchodní bilance za prvních 9 měsíců roku 2010 překonal výši deficitu za celý předcházející rok. Poslední vývoj naznačuje posílení tradičního převisu importu nad exportem, přestože v září 2010 byla hodnota vyvezeného zboží a služeb celkem 154,1 miliard dolarů, což z ní činí 2. nejlepší výsledek od srpna 2008. Přesto se export podílí na HDP pouze 12 %. Změnu má přinést Nová exportní iniciativa prezidenta Obamy, která má současný vývoz během následujících 5 let zdvojnásobit a vytvořit pro americkou ekonomiku 2 miliony pracovních míst.¹⁶⁵

Znepokojení v oblasti hospodářské praxe budí vývoj vládního dluhu, jehož hodnoty dosahují 93 % HDP. K částečnému zlepšení po historicky nejhorším roce 2009 došlo u rozpočtového deficitu. Schodek 1 294 miliard, vzniklý za období 10/2009 – 9/2010, činil 8,9 % HDP. Souhrnné makroekonomické informace nalezneme v tabulce 3.¹⁶⁶

Tabulka 3: Makroekonomické ukazatele 2005 - 2010

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Zahraněční obchod - bilance (mld. USD)	-714	-759	-702	-699	-375	-379,1 (1-9)
Běžný účet - bilance (mld. USD)	-748	-803	-718	-669	-378	-233 (1-2q)
Rozpočet - bilance (mld. USD)	-318	-248	-161	-459	-1416	-1294
Bilance rozpočtu/HDP (%)	-2,5	-1,9	-1,1	-3,2	-9,9	-8,9
Vládní dluh (mld. USD)	8.170	8.680	9.229	10.700	12.311	13.740 (10)
Vládní dluh/HDP (%)	62,8	63,5	64	69,2	83,3	94,3

Zdroj: Mzv.cz : Ministerstvo zahraničních věcí České republiky, Ekonomická charakteristika země [online].

¹⁶⁵ Mzv.cz : Ministerstvo zahraničních věcí České republiky, Ekonomická charakteristika země [online].

¹⁶⁶ Tamtéž.

S problematikou rozpočtového deficitu vyvstala v dnešních dnech závažná diskuze o možnosti snížení ratingu USA. Ratingová agentura Standard & Poor's připustila, že při pokračování výrazně deficitní politiky pro Spojené státy existuje reálná hrozba přeměny stabilního hodnocení AAA na negativní. To by podle analytiků přimělo fondy oprávněné obchodovat pouze s nejkvalitnějšími aktivy ke globálnímu rozprodávání amerických dluhopisů, což by následně vedlo k poklesu jejich ceny a zvyšování úrokové sazby. Světová ekonomika by se tím mohla dostat do dluhové pasti, ve které by uvízly společnosti, spotřebitelé, banky i jednotlivé země eurozóny.¹⁶⁷

Podobný scénář je zatím sice pouze kritickou predikcí budoucího dění, ovšem předběžné propočty Mezinárodního měnového fondu, který předpovídá schodek státního rozpočtu USA ve výši 70 % HDP v roce 2013, takovéto úvahy jen posilují.¹⁶⁸

6.2 Fiskální stimul

V období hospodářské recese charakteristické ochlazením ekonomického růstu vkládá stát svou fiskální politikou do ekonomiky finanční prostředky potřebné k jejímu oživení. V únoru 2009 připravil ekonomický kabinet prezidenta Baracka Obamy stimul v hodnotě 775 miliard dolarů.¹⁶⁹

Opatření, složená vedle zákona o americkém zotavení a reinvesticích např. z daňových úlev při nákupu automobilů nebo rozšíření dávek v případě nezaměstnanosti, byla během roku 2010 vyčíslena na 1 bilion dolarů. Pro srovnání nejvíce diskutovaná podpora monetární politiky v podobě Programu sanace problematických aktiv si vyžádala 700 miliard dolarů.¹⁷⁰

Ještě před ním s prvním pokusem o oživení pohaslé ekonomiky přišla již administrativa prezidenta Bushe počátkem roku 2008. Tedy relativně brzy po krachu bankovního sektoru, přesto první vládní snaha o pomoc nepřinesla výrazné zlepšení. Fiskální stimul dosahující

¹⁶⁷ Finweb.ihned.cz : Financial Times Investoři: Snížení ratingu si vláda USA nemůže dovolit [online].

¹⁶⁸ Tamtéž.

¹⁶⁹ KOHOUT, P., Finance po krizi důsledky hospodářské recese a co bude dál, s. 80.

¹⁷⁰ BLINDER, S. A.; ZANDI, M. Finance & Development, s. 14-17.

1 % HDP nebyl dostatečně velký a navíc jeho podoba převážně daňových refundací způsobila, že peníze byly spíše ušetřeny než investovány.¹⁷¹

Vládní stimuly si ovšem svou aplikací při určitých okolnostech mohou vybrat negativní daň, jež je spojena s navazujícími efekty, které státní podpora neúmyslně způsobí. Své výdaje vláda financuje vypůjčenými penězi. Jenže ty díky tomu nedostanou do rukou soukromého sektoru, který by je následně multiplikoval investicemi nebo spotřebou. To ještě více umocňuje nemožnost soukromého sektoru dosáhnout v době po finanční krizi na úvěr. Může tak dojít k vytěsnění soukromého dluhu dluhem veřejným a fiskální stimul nemá vliv na hospodářský růst.¹⁷²

S poněkud nečekanou myšlenkou o směru použití vládních výdajů přichází ve své knize *Návrat ekonomické krize* Paul Krugman. Ukazuje na možnost využití investiční příležitosti, pokud by se začala v některém sektoru ekonomiky tvořit nová spekulativní bublina. Když se ohlédneme zpět, zjistíme, že právě minulé investiční bubliny skutečně znamenaly pro ekonomiku oživení. Akciový boom přispěl k rozvoji technologických firem a hypotéční bublina znamenala ideální podmínky pro růst stavebnictví. Pokud by měly nastat obdobné události, je důležité poučit se z chyb, které způsobily na pozadí ekonomického rozkvětu ničivé škody. Monetární politika spolu s bankovními standardy a politickou odpovědností by měly využít šanci k novému nastartování hospodářství, ovšem nesmí znovu dopustit, aby se obří kolos finančního spekulantství a investování vymknul jejich kontrole.¹⁷³

Odpověď na otázky spojené s kritikou fiskálních a monetárních stimulů použitých v období recese se pokusili nalézt Alan Blinder a Mark Zandi. V článku časopisu *Finance & Development* nazvaném *Stimulus Worked* simulovali budoucí vývoj ekonomiky na modelech lišících se různými kombinacemi použití právě fiskální a monetární politiky. Z jejich poznatků vyplývá, že ekonomice, ve které bylo použito obou stimulu, se bude v boji proti recesi dařit do budoucna lépe, nežli tomu bude u hospodářství, ve kterém dojde k aplikaci pouze jedné z variant státní pomoci. Simulace totiž ukázala, že obě politiky mají tendenci se navzájem podporovat.¹⁷⁴

¹⁷¹ KRUGMAN, P., *Návrat ekonomické krize*, s. 165.

¹⁷² KOHOUT, P., *Finance po krizi důsledky hospodářské recese a co bude dál*, s. 81.

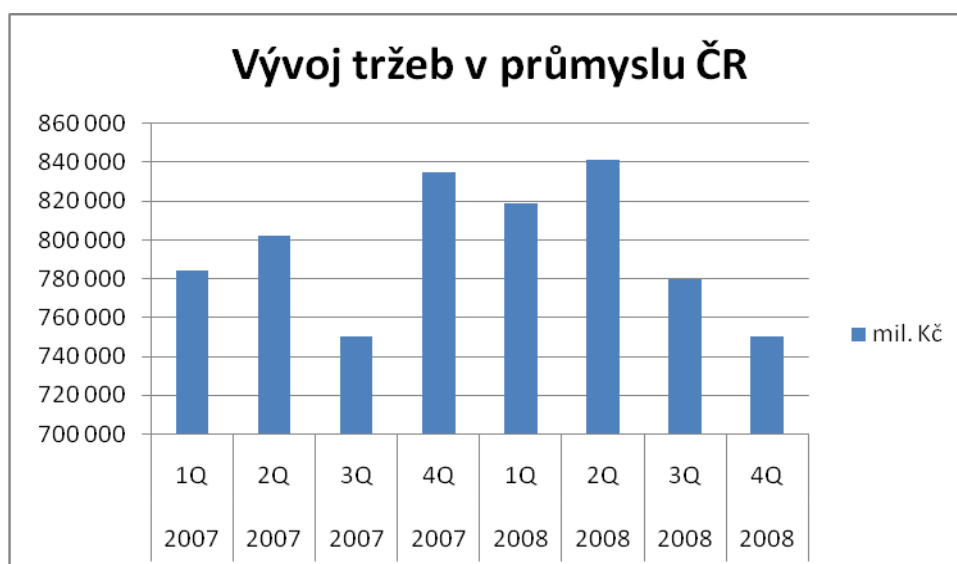
¹⁷³ KRUGMAN, P., *Návrat ekonomické krize*, s. 165.

¹⁷⁴ BLINDER, S. A.; ZANDI, M., *Finance & Development*, s. 14-17.

6.3 Česká podniková sféra

Finanční krize a hospodářská recese na území Spojených států amerických proběhla současně s výkyvy, které ve svých ekonomikách registrovaly i ostatní země jiných kontinentů. Provázanost obchodních kontraktů a finančních transakcí napříč bankovními sektory nepřinesly tentokrát znásobování zisků, ale naopak rozšiřování obav a nejistoty, které vyústily v globální ekonomické oslabení.

Česká republika, které se díky konzervativní politice vyhnula bankovní krize, zaznamenala ekonomické ochlazení od konce roku 2008. Poslední čtvrtletí v roce 2008 a počátky následujícího roku přinesly největší propad průmyslové produkce v dějinách samostatné České republiky.¹⁷⁵



Obrázek 6: Vývoj tržeb v průmyslu ČR

Zdroj: KISLINGEROVÁ, E., Podnik v časech krize, s. 45.

Na obrázku 6 můžeme vidět nečekaný propad ve vývoji podnikových tržeb. Přestože 3 čtvrtletí roku 2008 kopírovaly svm vývojem stejná období předcházejícího roku pouze

¹⁷⁵ KISLINGEROVÁ, E., Podnik v časech krize, s. 44.

s vyššími hodnotami, poslední čtvrtletí roku 2008 přineslo dramatický pokles tržeb vyčíslený v meziročním srovnání téměř na 90 miliard.¹⁷⁶

Dalším varovným signálem pro českou podnikovou sféru byly události spojené se zahraničním obchodem. Partnerské státy českých podniků byly krizí zasaženy již dříve a mohly posloužit jako nápopověda očekávání budoucího scénáře, který se bude na našem území v ekonomice odehrávat. Sestupný trend v zahraniční poptávce po českém zboží můžeme vidět na obrázku 7, kde opět poslední čtvrtletí roku 2008 znamenalo výrazný propad.



Obrázek 7: Vývoj objemu exportu v ČR

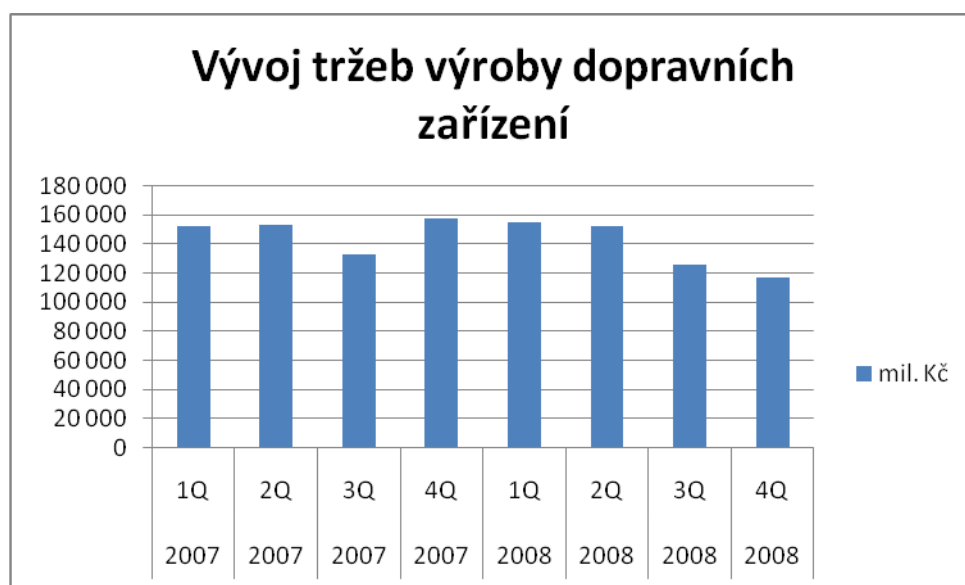
Zdroj: KISLINGEROVÁ, E., Podnik v časech krize, s. 46.

Trend sestupného vývoje zahraniční poptávky po českém zboží, který svým poklesem převyšoval propad domácí poptávky, můžeme pojmenovat charakteristickým znakem české recese. Rok 2008 ještě i přes první příznaky zpomalení růstu neznamenal pro české podniky kritickou situaci. Oproti minulému roku přinesla čísla kromě čtvrtého kvartálu povětšinou kladné přírůstky. Až pokles posledního čtvrtletí vyjádřený v běžných cenách činil oproti minulému roku 13 %.¹⁷⁷

¹⁷⁶ KISLINGEROVÁ, E., Podnik v časech krize, s. 44.

¹⁷⁷ Tamtéž, s. 46.

Dramatické propady tržeb nezasáhly zpočátku celý průmyslový sektor. Oblast energetiky nebyla v prvních měsících recese jejími důsledky ovlivněna. Pokud se podíváme na výrobu dopravních zařízení, jakož to jedno ze stěžejních odvětví českého průmyslu, zjistíme, že tento klíčový segment naší ekonomiky určité potíže zaznamenal. Porovnáme-li pomocí obrázku 8 opět poslední čtvrtletí let 2007 a 2008, můžeme hovořit o propadu tržeb v hodnotě 40 miliard korun. Vývoj tohoto odvětví mohl posloužit jako predikce budoucích událostí. Již první pololetí přineslo stagnaci tržeb a ve třetím čtvrtletí byl cítit mírný pokles, jak vidíme právě na zmiňovaném obrázku.¹⁷⁸



Obrázek 8: Vývoj tržeb výroby dopravních zařízení

Zdroj: KISLINGEROVÁ, E., Podnik v časech krize, s. 48.

Chceme-li se podívat blíže na dopady recese na podnikovou sféru, můžeme použít některé údaje, které se objevily ve výroční zprávě největšího tuzemského výrobce automobilů společnosti ŠKODA AUTO a. s.. Přestože se automobilce vyhnuly existenční potíže, čísla hovoří o částečném útlumu. Výroční zpráva z roku 2009 konstatovala v meziročním srovnání 64% pokles provozního zisku celé skupiny Škoda Auto. Oproti minulému roku se provozní zisk snížil z 362 milionů eur na 203 milionů eur. Dalším údajem potvrzujícím pokles bylo meziroční snížení tržeb o 11,7 % na 7,1 miliard eur. Jako příčiny poklesu srovnávaných údajů společnost označila především nepříznivý vývoj devizových kurzů, ceny surovin, konkurenční boj a pokles odbytu na automobilových trzích. Zejména

¹⁷⁸ KISLINGEROVÁ, E., Podnik v časech krize, s. 46.

posledně jmenovaný prvek je typickým projevem oslabení spotřebitelské poptávky v době hospodářského ochlazení.¹⁷⁹

První pololetí roku 2010 naznačilo, že další stupňování propadu zisků i tržeb se společností nejspíše vyhne a naopak přineslo kladné přírůstky ekonomických ukazatelů. Provozní zisk prvního pololetí činil 5,9 miliardy korun, což představuje meziroční nárůst o 40,6 % a stejně tak tržby zaznamenaly téměř 20% růst v hodnotě 109,7 miliardy korun. I přes dílčí úspěšné výsledky musí vedení společnosti počítat s možnými hospodářskými výkyvy. Budoucí vývoj bude podle slov bývalého předsedy představenstva Reinharda Junga determinován doběhnutím státních dotací a ekonomickou nejistotou na mnoha trzích.¹⁸⁰

Hospodářské výsledky společnosti Škoda Auto kopírovaly zprvu globální vývoj na světových trzích a rok 2009 potvrdil změnu směru vývoje ekonomických ukazatelů. Na rozdíl od většiny tuzemských firem se Škoda z potíží dostala již během roku 2010, který se ovšem stal kritickým pro mnoho českých podniků, na něž hospodářský útlum dolehl se zpožděním.

¹⁷⁹ POVŠÍK, J.; HAŠEK, J., Škodovácký Odborář [online].

¹⁸⁰ Tamtéž.

7 Současná monetární politika

Současná situace na finančních trzích je plnou měrou determinována dopady, které s sebou přinesla finanční krize. Řada investičních celků se vzpamatovává z krachu, který utrpěly jejich portfolia. Bankovní domy trápí boj s nedostatkem likvidity, kterou zcela vyčerpalo používání finanční páky, tolik diskutovaného způsobu financování spekulativních obchodů. S pomocí na řešení komplikované situace, do které se finanční sektor dostal, přispěchal FED, když od léta 2007 začal snižovat úrokovou sazbu až na minimální hodnotu pohybující se v rozmezí 0 - 0,25 % stanovenou v prosinci 2008. Na své minimální úrovni setrvala v rámci snazšího přístupu k úvěrovým prostředkům úroková míra dodnes. Nízké úroky mají být pro banky stimulem k získání levných půjček od Rezervního systému a zároveň mají motivovat investory k čerpání úvěrů, které se stávají motorem jejich nových investic. Nedávný kolaps ovšem přinutil banky k větší ostražitosti. Proto je dnes primárním úkolem FED dodat bankám trpícím nedostatkem likvidity potřebnou odvalu k poskytování dalších úvěrů, které by měly opět nastartovat finanční krizí oslabenou ekonomiku. V boji s nedostatkem likvidity v současné době FED poměrně úspěšně bojuje prostřednictvím nástroje nazývaného kvantitativní uvolňování peněz, jehož druhá fáze právě probíhá. Právě trend minimálních úrokových sazeb a tisknutí nových peněz je charakteristickým rysem současné monetární politiky, která zprostředkovaně určuje dění na finančních trzích.

7.1 Minimální úroková míra a kvantitativní uvolňování peněz

Cílem kvantitativního uvolňování bylo prostřednictvím zvýšení likvidity bankovního sektoru oslabení dolarů a zvýšení hodnoty aktiv. Rezervní systém ve snaze obnovit systém se svojí politikou pokouší zvýšit atraktivitu rizikovějších aktiv. Ceny akcií, dluhopisů i komodit začínají růst, což přispívá ke zvýšení finančních operací.¹⁸¹

Kvantitativní uvolňování si připsalo svůj podíl na novém hospodářském oživení vyjádřeném růstem HDP, ke kterému v současnosti opět na území spojených států dochází. Pokud se bude situace i nadále vyvíjet příznivě FED ještě chvíli vytrvá v neměnění

¹⁸¹ ČERMÁK, P., Colosseum: Investice do komodit budou i v roce 2011 dobrou volbou (1/3) [online].

současných podmínek. Změna se dá očekávat až ve chvíli, kdy hodnoty ekonomických ukazatelů definitivně potvrdí, že je systém opět stabilní.¹⁸²

K možným úpravám výše úrokových měr by však již za nedlouho mohlo dojít. Podobnou úvahu naznačil prezident St. Louiské pobočky FED James Bullard. Zpřísnění monetární politiky bude záviset na zdraví americké ekonomiky, která se postupně zvedá z finančního otřesu. Současně s tímto krokem by zároveň mohlo dojít i ke snížení velikosti druhé vlny kvantitativního uvolňování až o 100 miliard dolarů. Vše záleží na tom, jak se bude vyvíjet situace na globálních trzích.¹⁸³

K prvnímu růstu úrokové sazby již dokonce došlo v únoru 2010. Nebylo to ovšem u tolik disponované federální úrokové sazby, od které se odvíjí všechny podstatné změny na kapitálových trzích, ale u sazby diskontní z 0,5 % na 0,75 %.¹⁸⁴

Takže pokud bychom měli shrnout informace o dosavadním vývoji monetární politiky, můžeme konstatovat, že zásadního zvratu se prozatím zřejmě nedočkáme. Hospodářská i finanční situace Spojených států se postupně zlepšuje, ale stále jsou zřejmé škody, které krize přinesla. Proto i nadále budeme svědky minimální úrovně federální úrokové míry, která se pohybuje v pásmu 0 - 0,25 %, a probíhajícímu kvantitativnímu uvolňování peněz. Jisté změny však již finanční krize přinesla. Došlo ke zpřísnění podmínek poskytování úvěrů, plynoucí z iniciativy vystrašených bank. Další opatření má přinést soubor pravidel nazvaných Basilej III.

7.2 Basilej III

Důležitým faktorem ovlivňujícím činnost bankovních domů a investičních celků jsou bankovní standardy a regulace institucí pohybujících se na finančních trzích. V reakci na minulá pochybení vedoucí až k historickým problémům chystají centrální banky většiny vyspělých zemí sdružených v Basilejském výboru nové podmínky, které by měly zabránit opakování podobnému krachu, jakému jsme byli svědky v nedávné minulosti.

¹⁸² URBAN, P., Forex a komodity: Co přinese rok 2011? [online].

¹⁸³ ČERMÁK, P., Bullard – FED by mohl omezit velikost QE2 [online].

¹⁸⁴ Ekonom.ihned.cz, Strašidlo z Fedu vzbudilo rozpaky [online].

Nový soubor podmínek a pravidel, které budou upravovat činnost finančních institucí, se nazývá Basilej III. Hlavním tématem opatření je otázka stanovení povinné míry vybavenosti kapitálem a minimální úrovně likvidity. Kapitálová vybavenost se týká objemu vlastních investovaných prostředků akcionářů oproti objemu aktiv držených bankou. Pravidlo likvidity upravuje hodnotu na peníze rychle přeměnitelných aktiv, které musí banky držet, aby byly schopny ve špatných časech přežít.¹⁸⁵

Zesílení požadavků na velikost a zkvalitnění vlastního kapitálu má být dosaženo přesnějším vytyčením, jaký kapitál má doopravdy schopnost pokrýt neočekávané výpadky. Dojde tedy k odečítání daňové pohledávky plynoucí z minulých ztrát od regulatorního kapitálu nebo například k nutnosti očistit kapitál od snížené reálné hodnoty dluhopisů. Přípravovaný materiál zkvalitňující kapitál držený finančními institucemi má být postupně implementován do roku 2019.¹⁸⁶

Mezi nově zamýšlené prvky má dále patřit zavedení dvou doplňkových úrovní kapitálu, které mají za úkol omezit cyklické výkyvy. Dříve docházelo k situacím, kdy banky řešily potíže s nedostatkem minimální výše požadovaného kapitálu, do kterých se v době krize dostaly, omezením úvěrové činnosti, čímž krizi ještě prohlubovaly. Proto budou muset mít banky svůj kapitál minimálně o 2,5 % vyšší než je vyžadovaná minimální hranice. V případě nedodržení jim bude znemožněno vyplácet dividendy. Dále basilejský návrh přináší možnost regulátorům nařídit bankám pod podobnou hrozbou opět o 2,5 % navýšit svůj kapitál od spodní hranice v případě, že jsou podle mínění vyšší instance již příliš úvěrově aktivní.¹⁸⁷

Jasnější vymezení požadavků na peníze rychle přeměnitelná aktiva má být zabezpečeno držením právě takových aktiv, která budou schopna udržet bankám likviditu alespoň na 30 dnů. Současně musí být objem stabilních pasiv vyšší, než objem aktiv, pro které právě není rychlá přeměna možná během jednoho roku. Která aktiva jsou likvidní a kvalitní, má být podrobně určeno.¹⁸⁸

V důsledku zavedení Basileje III budou banky více omezeny v poskytování úvěrových půjček. Tím by mělo dojít k posílení stability celého systému. Zároveň se nabízí otázka,

¹⁸⁵ ČERNÝ, J., Jaké změny hrozí z Basileje [online].

¹⁸⁶ Tamtéž.

¹⁸⁷ Tamtéž.

¹⁸⁸ Tamtéž.

zda právě toto omezení není v rozporu s pokusy o hospodářské oživení? Proti tomu má stát možnost bank blížící se nejvíce novému kapitálovému omezení nahradit málo výnosná aktiva rizikovějšími, které přináší vyšší zisky. Poslední znění Basilej III má být přijato v listopadu tohoto roku.¹⁸⁹

¹⁸⁹ ČERNÝ, J., Jaké změny hrozí z Basileje [online].

8 Dopady úrokové politiky FED – závěrečné shrnutí

Za poslední dvě desetiletí FED v rámci své monetární politiky sáhl mnohokrát k úpravám výše úrokové míry. V této práci jsme sledovali dopady, které tyto změny znamenaly v určování podmínek podnikání na finančních trzích. Za stanovením výše úrokové míry se skrývá snaha FED o udržení cenové stability a nízké nezaměstnanosti, zároveň však mají její hodnoty značný vliv na cenu aktiv a objemy finančních spekulací. Přibližně od roku 1995 stál tento druhotný faktor monetární politiky v pozadí vzniku dvou velkých spekulativních bublin, jejich splasknutí bylo vyústěno novodobou finanční krizí. Všechny změny úrokové sazby za sledované období jsou uvedeny v příloze B.

Prvním krokem k budoucí finanční krizi byla pasivita FED v době, kdy na území spojených států v letech 1995 -2000 probíhal tzv. technologický boom. Překotný růst cen akcií, nebyl adekvátně promítnut do výše úrokových sazeb. Absence jejich prozíravého zvýšení umožnila přehřátí akciového trhu a k jejich očekávané úpravě směrem nahoru došlo až v rámci příprav na hrozící propad. Když se opravdu na přelomu let 2000 a 2001 začaly akciové trhy postupně hroutit, přispěchal FED ekonomice na pomoc razantním snižováním úrokové míry. Těžko bychom si mohli jinou reakci Rezervního systému představit, ovšem k této situaci nemuselo zřejmě vůbec dojít. Nakolik zásadní byla tato změna ve vývoji úrokové sazby, ukázalo několik příštích let.

Provázanost federálních úrokových sazeb a sazeb stanovovaných finančními institucemi způsobila hypotéční boom doprovázený strmým růstem cen nemovitostí. Nízká federální sazba stlačila úroky z hypotéčních úvěrů na minimum a ty se staly lákavým artiklem pro všechny sféry veřejnosti. Domácnosti snadno dosáhly na dostupné bydlení a investorům se otevřel široký prostor pro finanční spekulace. Na tomto místě již nebudeme znovu rozebírat pochybnost tzv. subprime hypoték nebo rozvolnění bankovních standardů, které zcela nepochybně a možná i daleko významněji přispěly k nafouknutí druhé spekulativní bubliny, nežli samotné hodnoty úrokových sazeb. Podstatným faktem ovšem je, že pro tyto události vytvořila právě minimální hodnota federální sazby více než příznivé podmínky. Když FED začal v obavách z hrozící inflace sazby opět zvedat a ceny nemovitostí se po dosažení svého vrcholu začaly propadat, ukázalo se, k jak velkému pochybení na trhu s nemovitostmi v minulých letech došlo. Mnozí se případy nesplácení závazků

v závislosti na růstu úroků a naprosté vyčerpání likvidity bankovních domů v důsledku finanční páky přivedly Spojené státy na pokraj nejhorší finanční krize od 30. let 19. století.

Závěr

Mezi cíle této práce patří objasnění role, kterou sehrála monetární politika FED v nedávné době a která měla přispět k příčinám vzniku finanční krize. Hlavním cílem práce bylo sledování výše úrokové sazby a odvození jejích zprostředkovaných dopadů na finanční sektor Spojených států. Cíle práce bylo dosaženo, když byl za pomoci popsanych událostí ilustrován vliv výše úrokové sazby na dění na finančních trzích, který byl reflektován vytvořením potenciálně příznivých podmínek pro finanční spekulace.

Výše federální úrokové sazby se ukázala být velmi významným faktorem determinujícím chování řady ekonomických subjektů, kteří jejímu vývoji uzpůsobili objem svých investičních a obchodních rozhodnutí. V práci je detailně zachycen pohyb úrokové míry v letech 1995 - 2009 a dáno její následnou konstantní úrovni až do současnosti. Podle výsledků sledování se v jejím stanovování v určitých obdobích objevily zřejmé odchylky od obecně uznávaných standardů, které nabízí ekonomická teorie. Stejně jako v ostatních vědních disciplínách dochází i v ekonomii vlivem zkušeností z předešlých období k úpravám tradičních modelů. Nejnovější poznatky mají napovědět, jak se správně orientovat v obchodním světě. Když Spojené státy zasáhla v polovině 90. let první ze dvou spekulativních bouří, představitelé FED uvěřili možnosti nového rozvoje ekonomiky za pomoci investiční vlny směřující do oblasti technologických akcií. Zdrženlivá politika Rezervního systému umožnila překotný růst akciového trhu a zcela se odvrátila od běžné praxe, pro kterou by bylo naopak typické razantní zvýšení úrokových sazeb. Nečekaný postup FED si později vynutil jejich úpravy, které přispěly k vytvoření další spekulativní bubliny.

V rámci vypořádání se s následky přehřátí akciového trhu v prvních letech nového tisíciletí držel FED úrokovou míru na minimální hodnotě po nezvykle dlouhý časový interval, během něhož se otevřel prostor k rozvoji trhu s hypotéčními produkty. Prostřednictvím druhé spekulativní bouře docházelo k rozvolňování pravidel pro získání cizího kapitálu, jež bylo doprovázeno neobyčejným morálním a peněžním hazardem podporovaným nízkými úročenými půjčkami, který způsobil druhou nejhorší finanční krizi v historii Spojených států. Nejrůznější druhy hypotéčních produktů uzavíraných širokou veřejností, jež byla očarována jejich dostupností, spolu s procesem sekuritizace a finanční pákou umožňující snadný přístup k investičním zdrojům se staly na globálních finančních trzích naprostým fenoménem. Na jak vratkých základech byla hypotéční mánie vystavěna, ukázalo následně

období, v němž již nebylo nutné ekonomiku dále podporovat nízkými úrokovými sazbami. Opětovné zvýšení úrokové sazby uzavřelo cestu k levným hypotékám. Docházelo ke zdražení již uzavřených splátek a postupnému přesycení poptávky po nemovitostech odrážejícího se v jejich ceně. Pokles ceny bydlení a rostoucí splátky stály za zvýšením počtu neplatičů a množících se případy exekucí nemovitostí. To vše sráželo hodnoty investičních portfolií složených z produktů hypotéčního trhu držených v rukou obřích finančních korporací. Bankovní i nebankovní instituce se museli začít vypořádávat s nedostatkem likvidity a důsledky špatných investičních rozhodnutí, které řadu z nich přivedlo k bankrotu a rozpoutání finanční krize brzy doprovázenou krizí hospodářskou.

FED reagoval na nastalé skutečnosti snížením úrokové sazby až na hodnoty pohybující se v pásmu 0 – 0,25 %. Téměř nulové hodnoty úrokové míry dohromady s kvantitativním uvolňováním peněz jsou v dnešní době nástrojem, kterým se Rezervní systém snaží vypořádat s finančním kolapsem, jež zasáhl i reálnou ekonomiku.

Hodnota úrokové sazby má vedle cenové stability obrovský vliv i na dění na finančních trzích a lze tvrdit, že pospaná pochybení v jejím stanovování byla jednou z příčin minulé finanční krize. Nutno však podotknout, že její samotná výše pouze účastníky trhu k finančním spekulacím stimulovala, nelze proto FED přímo vinit z rozsahu a způsobu uzavírání úvěrových obchodů, ke kterému docházelo. Za nešťastný krok se při dnešním zpětném pohledu může jevit pouze zmíněná pasivita v průběhu technologického boomu a příliš dlouhý časový interval nízkých úrokových sazeb v prvních letech nového tisíciletí, který napomohl další investiční hysterii v rámci reakce na události, které nastaly v ekonomice v důsledku přehřátí akciového trhu. V budoucnu by aplikace úrokové politiky měla být prováděna mnohem adresněji v kontextu výskytu dalších spekulativních bublin, které vedle pozitivního oživení ekonomiky mohou způsobit finanční katastrofy podobné té, které jsme byli nedávno svědky.

Seznam použité literatury

FELDSTEIN, M. *The Risk of Economic Crisis*. 1.vyd. Chicago and London: The University of Chicago Press, 1991. 197 s. ISBN 0-226-24090-8

FOSTER, B. J.; MAGDOFF, F. *Velká finanční krize příčiny a následky*. 1.vyd. Český Těšín: Grimmer. 2009. 160 s. ISBN 978-80-902831-1-4

GREENSPAN, A. *Věk turbulencí dobrodružství ve světě globální ekonomiky*. 1.vyd. Praha: Fragment, 2008. 552 s. ISBN 978-80-253-0755-7

KISLINGEROVÁ, E. *Podnik v časech krize*. 1.vyd. Praha: Grada Publishing, 2010. 208 s. ISBN 978-80-247-313-0

KOHOUT, P. *Finance po krizi důsledky hospodářské recese a co bude dál*. 1.vyd. Praha: Grada Publishing. 2009. 224 s. ISBN 978-80-247-3199-5

KRUGMAN, P. *Návrat ekonomické krize*. 1.vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. 176 s. ISBN 978-80-7021-984-3

MACH, M. *Makroekonomie II*. 3.vyd. Slaný: Melandrium, 2001. 367 s. ISBN 80-86175-18-9

REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 1.vyd. Praha: Management Press. 1999. 741 s. ISBN 80-85943-89-1

REVENDA, Z.; MANDEL, M.; KODERA, J. aj. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 2.vyd. Praha: Management Press. 1997. 620 s. ISBN 80-85943-49-2

SAMUELSON, A. P.; NORDHAUS, D. W. *Ekonomie*. 1.vyd. Praha: Nakladatelství Svoboda, 1992. 1010 s. ISBN 80-205-0192-4

SHIFF, D. P.; DOWNES, J. *Důkaz pádu. Jak vydělat na hospodářském kolapsu*. 1.vyd. Brno: Computer Press, 2009. 264 s. ISBN 978-80-251-2365-2

SOROS, G. *Nové paradigma pro finanční trhy úvěrová krize 2008 a co dál*. 1.vyd. Praha: Vyšehrad, 2009. 144 s. ISBN 978-80-721-997-3

SVOBODOVÁ, L. *Working Papers Fakulty mezinárodních vztahů*. 2.vyd. Praha: Oeconomica, 2008. 20 s. ISBN 978-80-245-1493-2

WATERHOUSE, P. *Základy bankovníctví*. 1. Vyd. Praha: Management Press. 1996. 195 s. ISBN 80-85943-02-6

WOODS, E. T. Jr. *Krach*. 1.vyd. Praha: Dokořán, 2010. 222 s. ISBN 978-80-7363-273-1

Časopisy:

BLINDER, S. A.; ZANDI, M. Stimulus Worked. *Finance & Development*. 2010, 47, 4, s. 14-17.

FÁREK, J. Transformace finanční krize v globální hospodářský útlum. *Mezinárodní politika*. 2009, 33, 2, s. 4-5.

JOBST, A. What Is Securitization?. *Finance & Development*. 2008, 45, 3, s. 48-49.

Internetové zdroje:

Aktualne.centrum.cz [online]. 2009, [cit. 2011-04-21]. Americká rekordní ztráta, AIG prodělala 62 miliard. Dostupné z WWW:

<<http://aktualne.centrum.cz/ekonomika/penize/clanek.phtml?id=630924>>

Bea.gov [online]. 2011, [cit. 2011-04-23]. National Income and Product Accounts Table. Dostupné z WWW:

<<http://www.bea.gov/national/nipaweb/TableView.asp?SelectedTable=1&ViewSeries=NO&Java=no&Request3Place=N&3Place=N&FromView=YES&Freq=Qtr&FirstYear=2000&LastYear=2008&3Place=N&Update=Update&JavaBox=no>>

BREWER, P. *The Three Interest Rates* [online]. 2009, [cit. 2011-01-20] Dostupný z WWW: <<http://www.wisebread.com/the-three-interest-rates>>

BRYCHTA, J. *Freddie Mac a Fannie Mae noční můrou obchodníků* [online]. 2008, [cit. 2011-01-20]. Dostupný z WWW: <<http://www.finance.cz/zpravy/finance/180097-freddie-mac-a-fannie-mae-nocni-murou-obchodniku/>>

BUČKOVÁ, V. *Special Purpose Entities a jejich podíl na vzniku současné krize* [online]. 2009, [cit. 2011-01-20]. Dostupný z WWW:

<<http://www.finance.cz/zpravy/finance/245461-special-purpose-entities-a-jejich-podil-na-vzniku-soucasne-krize/>>

Businessinfo.cz [online]. 2010, [cit. 2011-04-21]. Vývoj ekonomiky ve Spojených státech amerických. Dostupné z WWW: <<http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/spojene-staty-americke/usa-vyvoj-ekonomiky-zahranicni-obchod/1000804/58564>>

ČERMÁK, P. *Bullard – FED by mohl omezit velikost QE2* [online]. 2011, [cit. 2011-04-10] Dostupný z WWW: <<http://www.colosseum.cz/vzdelavani-a-informace/zpravy/16041/bullard---fed-by-mohl-omezit-velikost-qe2>>

ČERMÁK, P. *Colosseum: Investice do komodit budou i v roce 2011 dobrou volbou (1/3)* [online]. 2010, [cit. 2011-01-20] Dostupný z WWW: <<http://www.investicniweb.cz/fx-komodity/komodity/2010/12/10/clanky/colosseum-investice-do-komodit-budou-i-roce-2011-dobrou-volbou/?strana=1>>

ČERNÝ, J. *Jaké změny hrozí z Basileje* [online]. 2010, [cit. 2011-04-10] Dostupný z WWW: <http://bankovnictvi.ihned.cz/c4-10066470-48497590-900000_d-jake-zmeny-hrozi-z-basileje>

DELONG, B. J. *Sympatie ke Greenspanovi* [online]. 2009, [cit. 2011-01-20]. Dostupný z WWW: <<http://www.project-syndicate.org/commentary/delong91/Czech>>

Economist.com : *AIG, Fannie Mae and Freddie Mac* [online]. 2009, [cit. 2011-04-21]. The toxic trio. Dostupné z WWW: <<http://www.economist.com/node/14214879>>

Economist.com : *A special report on America's economy* [online]. 2010, [cit. 2011-04-21]. Time to rebalance. Dostupné z WWW: <<http://www.economist.com/node/15793036>>

Economist.com : *A special report on financial risk* [online]. 2010, [cit. 2011-04-21]. The gods strike back. Dostupné z WWW: <<http://www.economist.com/node/15474137>>

Economist.com [online]. 2011, [cit. 2011-04-21]. Global house prices. Dostupné z WWW: <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2010/10/global_house_prices>

Ekonom.ihned.cz [online]. 2010, [cit. 2011-04-21]. Strašidlo z Fedu vzbudilo rozpaky. Dostupné z WWW: <<http://ekonom.ihned.cz/c1-40733100-strasidlo-z-fedu-vzbudilo-rozpaky>>

Federalreserve.gov [online]. 2010, [cit. 2011-04-21]. Open Market Operations Archive. Dostupné z WWW: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket_archive.htm>

Finance.cz [online]. 2011, [cit. 2011-04-21]. Monetární politika. Dostupné z WWW: <<http://www.finance.cz/ekonomika/informace/mena-a-penize/monetarni-politika/>>

Finweb.ihned.cz: Financial Times [online]. 2011, [cit. 2011-04-26]. Investoři: Snížení ratingu si vláda USA nemůže dovolit. Dostupné z WWW: <<http://finweb.ihned.cz/c1-51638620-investori-snizeni-ratingu-si-vlada-usa-nemuze-dovolit>>

Inflationdata.com [online]. 2011, [cit. 2011-04-23]. Current Inflation. Dostupné z WWW: <http://inflationdata.com/inflation/inflation_rate/currentinflation.asp>

Investujeme.cz [online]. 2008, [cit. 2011-04-21]. Americké banky si půjčují miliardy od FED-u. Dostupné z WWW: <<http://www.investujeme.cz/kratke-zpravy/americke-banky-si-pujcuji-miliardy-od-fed-u/>>

JAKLÍN, J. *Realitní, finanční a ekonomická světová krize a náznaky prvních dopadů na trh nemovitostí ČR* [online]. 2009, [cit. 2011-01-20]. Dostupný z WWW: <<http://www.euroekonom.cz/analyzy-clanky.php?type=jj-realitni-ekonomicka-krize>>

JANČA, T. *Všechno co jste chtěli vědět o Fedu II* [online]. 2001, [cit. 2011-01-20]. Dostupný z WWW: <<http://www.penize.cz/investice/14061-vsechno-co-jste-chteli-vedet-o-fedu-i>>

JEŽEK, T. *Za americkou finanční krizí je gigantický morální hazard* [online]. 2008, [cit. 2011-01-20] Dostupný z WWW: <<http://www.ct24.cz/blogy/tomas-jezek/29476-za-americkou-financni-krizi-je-giganticky-moralni-hazard/>>

JOHNSON, S. *Zapříčinili krizi chudí?* [online]. 2011, [cit. 2011-01-20] Dostupný z WWW: <<http://www.project-syndicate.org/commentary/johnson16/Czech>>

KOHOUT, P. *Jak se tisknou dolary?* [online]. 2010, [cit. 2011-01-20] Dostupný z WWW: <<http://www.finmag.cz/cs/finmag/ekonomika/jak-se-tisknou-dolary/>>

MIŠKOVSKÁ, V. *Viníci pádu Lehman Brothers odhaleni* [online]. 2010, [cit. 2011-01-20] Dostupný z WWW: <[http://hn.ihned.cz/index.php?p=500000_d&&article\[id\]=41333740](http://hn.ihned.cz/index.php?p=500000_d&&article[id]=41333740)>

Mzv.cz : *Ministerstvo zahraničních věcí České republiky* [online]. 2011, [cit. 2011-04-25]. Ekonomická charakteristika země. Dostupné z WWW: <http://www.mzv.cz/jnp/cz/encyklopedie_statu/severni_amerika/usa/ekonomika/ekonomicka_charakteristika_zeme.html>

NOVOTNÝ, R. *Kvantitativní uvolňování: Lék, nebo past?* [online]. 2009, [cit. 2011-01-20] Dostupný z WWW: <<http://www.investujeme.cz/clanky/kvantitativni-uvolnovani-lek-nebo-past/>>

POVŠÍK, J.; HAŠEK, J. *Provozní zisk Škody Auto za loňský rok byl o 64 % nižší, Škodoväcký Odborář* [online]. 2010, roč. 17, č. 10, [cit. 2011-01-20], s. 1-2. Dostupný z WWW: <<http://www.oskovomb.cz/FRONTEND/PDF/skodovacky-odborar/2010/1010.pdf>>

Project.org [online]. 2008, [cit. 2011-04-29]. Housing: U.S. Home Price Index. Dostupné z WWW: <<http://www.project.org/info.php?recordID=445>>.

SANKOT, M. *Financování hypotečních obchodů pomocí modelu sekuritizace hypotečních úvěrů – MBS* [online]. 2003, [cit. 2011-01-20] Dostupný z WWW: <http://bankovnictvi.ihned.cz/c4-10066450-13502490-900000_d-financovani-hypotecnich-obchodu-pomoci-modelu-sekuritizace-hypotecnich-uveru-mbs>

Tradingglobal.cz [online]. 2010, [cit. 2011-04-21]. OBCHODOVÁNÍ NA TRZÍCH V USA. Dostupné z WWW: <<http://www.tradingglobal.cz/usa>>

URBAN, P. *Forex a komodity: Co přinese rok 2011?* [online]. 2011, [cit. 2011-01-20] Dostupný z WWW: <<http://www.studentskefinance.cz/zpravy/finance/293419/>>

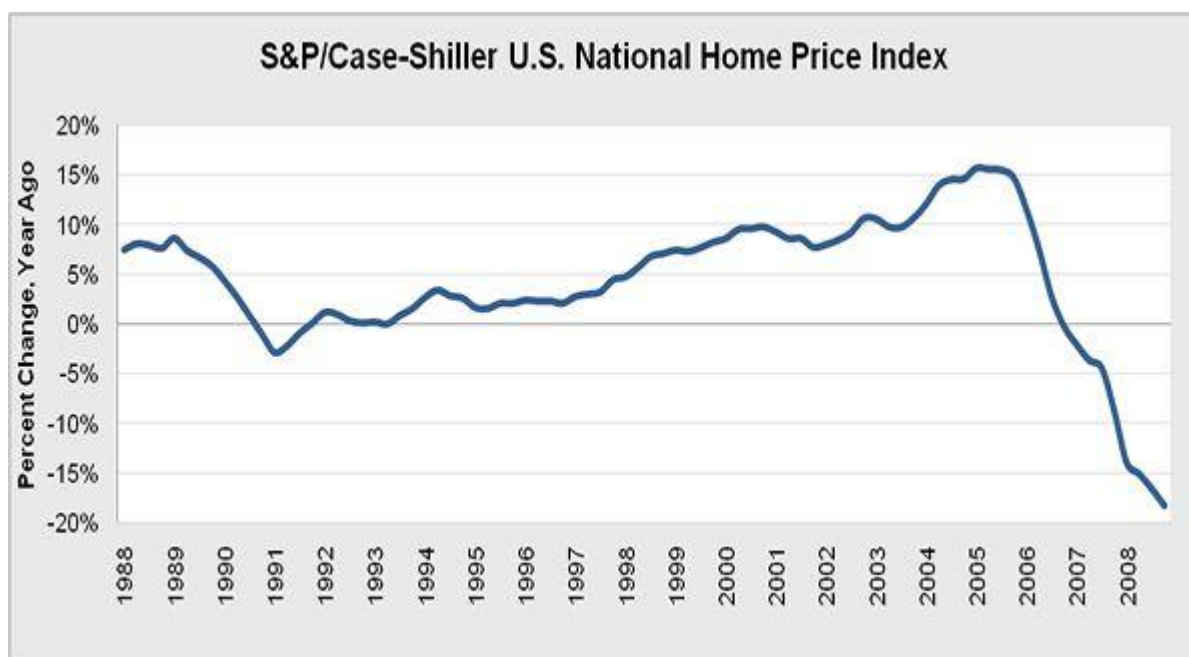
WALLER, CH. *The U.S. Economy in 2011, Financial Planning Association of Minesota* [online]. 2010, [cit. 2011-01-20], s. 20. Dostupný z WWW: <<http://www.fpamn.org/Symposium/2010-Presentations/Waller-Handout.pdf>>

ZEMÁNEK, J. *16. lekce – Inflace a deflace* [online]. 2008, [cit. 2011-01-20]. Dostupný z WWW: <<http://www.euroekonom.cz/ekonomie-clanky.php?type=lekce16>>

Seznam příloh

Příloha	Název přílohy	Počet stran
Příloha A	Case - Shillerův cenový index bydlení	1
Příloha B	Federální úroková sazba v letech 1995 – 2008	2

Příloha A: Case - Shillerův cenový index bydlení



Zdroj: Project.org, Housing: U.S. Home Price Index [online].

Příloha B: Federální úroková sazba v letech 1995 – 2008

2008			
Datum	Zvýšení	Snížení	Hodnota (%)
16. prosinec	...	75-100	0-0,25
29. říjen	...	50	1,00
8. říjen	...	50	1,50
30. duben	...	25	2,00
18. březen	...	75	2,25
30. leden	...	50	3,00
22. leden	...	75	3,50
2007			
11. prosinec	...	25	4,25
31. říjen	...	25	4,50
18. září	...	50	4,75
2006			
29. červen	25	...	5,25
10. květen	25	...	5,00
28. březen	25	...	4,75
31. leden	25	...	4,50
2005			
13. prosinec	25	...	4,25
1. listopad	25	...	4,00
20. září	25	...	3,75
9. srpen	25	...	3,50
30. červen	25	...	3,25
3. květen	25	...	3,00
22. březen	25	...	2,75
2. únor	25	...	2,50
2004			
14. prosinec	25	...	2,25
10. listopad	25	...	2,00
21. září	25	...	1,75
10. srpen	25	...	1,50
30. červen	25	...	1,25
2003			
25. červen	...	25	1,00
2002			
6. listopad	...	50	1,25
2001			
11. prosinec	...	25	1,75
6. listopad	...	50	2,00
2. říjen	...	50	2,50
17. září	...	50	3,00
21. srpen	...	25	3,50

27. červen	...	25	3,75
15. květen	...	50	4,00
18. duben	...	50	4,50
20. březen	...	50	5,00
31. leden	...	50	5,50
3. leden	...	50	6,00
2000			
16. květen	50	...	6,50
21. březen	25	...	6,00
2. únor	25	...	5,75
1999			
16. listopad	25	...	5,50
24. srpen	25	...	5,25
30. červen	25	...	5,00
1998			
17. listopad	...	25	4,75
15. říjen	...	25	5,00
29. září	...	25	5,25
1997			
25. březen	25	...	5,50
1996			
31. leden	...	25	5,25
1995			
19. prosinec	...	25	5,50
6. červenec	...	25	5,75
1. únor	50	...	6,00

Zdroj: Federalreserve.gov, Open Market Operations Archive [online].