

ANALÝZA PŘÍČIN A DŮSLEDKŮ ČESKÉ FINANČNÍ KRIZE V 90.LETECH

Výzkumná studie

Grantová agentura České republiky

GA 402/02/1308

Řešitel projektu:

prof. Ing. Petr Musílek, Ph.D.

katedra bankovníctví a pojišťovnictví

Vysoká škola ekonomická v Praze

Praha, prosinec 2004

Úvodem

Český finanční systém se potýkal v minulém desetiletí s celou řadou problémů, které významným způsobem ovlivnily celý ekonomický a politický vývoj v naší zemi. Průvodním jevem těchto problémů byla nedostatečná analýza jejich příčin, na kterou navazovala obvykle nesystémová řešení přicházející navíc se značným časovým zpožděním.

Základním cílem výzkumné studie je analýza základních modelů finančních krizí, jejichž podrobná znalost je nezbytnou podmínkou úspěšné analýzy problémů českého finančního systému. Druhá část výzkumné studie je věnována rozboru některých významných finančních krizí, kterými prošla řada jiných zemí v uplynulých letech. Třetí část studie analyzuje vývoj českého finančního sektoru v 90. letech a rozebírá hlavní příčiny problémů v jednotlivých sektorech. V závěrečné části jsou zformulovány základní a nutné předpoklady, které by měly – po jejich implementaci - minimalizovat výskyt finanční krize v budoucnu.

Výzkumná studie je kolektivním dílem členů řešitelského týmu projektu „Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech“. Na zpracování výzkumné studie se podílel autorský tým:

Prof. Ing. Petr Musílek, Ph.D., odpovědný řešitel

Ing. Petr Dvořák, Ph.D.

Prof. Ing. Zbyněk Revenda, CSc.

Ing. Jitka Veselá, Ph.D.

Ing. Stanislava Půlpánová, Ph.D.

Mgr. Jiří Málek, Ph.D.

doc. RNDr. Jarmila Radová, Ph.D.

Ing. Nad' a Blahová

Obsah

1.1	ÚVODEM	2
1.	<u>TEORIE FINANČNÍCH KRIZÍ</u>	5
1.1	POSTAVENÍ FINANČNÍCH TRHŮ V EKONOMICE	5
1.2	NÁKLADY FINANČNÍCH KRIZÍ	6
1.3	VYMEZENÍ FINANČNÍ KRIZE.....	11
1.4	MODEL Y FINANČNÍCH KRIZÍ.....	13
2.	<u>MATEMATICKÉ MODEL Y BANKOVNÍCH KRIZÍ.....</u>	35
2.1	POPIS MODEL U	35
2.2	O TE VŘENÍ FINANČNÍHO TRHU	36
2.3	OPTIMÁLNÍ SYMETRICKÉ ŘEŠENÍ.....	37
2.4	JAK ODSTRANIT NESTABILITU	38
2.5	JACKLINOVO ŘEŠENÍ	39
2.6	DALŠÍ MODEL Y.....	40
2.7	CENTRÁLNÍ BANKA JAKO VĚŘITEL POSLEDNÍ INSTANCE	40
3.	<u>HISTORIE FINANČNÍCH KRIZÍ</u>	43
3.1	TULIPÁNOVÉ ŠÍLENSTVÍ 1634-1637	43
3.2	TICHOMOŘSKÁ BUBLINA 1711-1720.....	44
3.3	RAKOUSKÁ KRIZE 1873	45
3.4	AMERICKÁ KRIZE 1873	47
3.5	ARGENTINSKÁ KRIZE 1890.....	47
3.6	AUSTRALSKÁ KRIZE 1893.....	48
3.7	ITALSKÁ KRIZE 1893	48
3.8	ČESKOSLOVENSKÁ BANKOVNÍ KRIZE 1923-25	49
3.9	VELKÝ KRACH 1929.....	49
3.10	CHILSKÁ BANKOVNÍ KRIZE 1982-83.....	53
3.11	KRACH 19. ŘÍJNA 1987	55
3.12	NORSKÁ BANKOVNÍ KRIZE 1988-91	57
3.13	MEXICKÁ KRIZE 1994-95	59

3.14	LOTYŠSKÁ BANKOVNÍ KRIZE 1995	59
3.15	RUSKÁ KRIZE 1998	61
3.16	TURECKÁ FINANČNÍ KRIZE 2000	61

1. TEORIE FINANČNÍCH KRIZÍ

1.1 Postavení finančních trhů v ekonomice

Finanční trhy hrají klíčovou roli v ekonomickém systému. Většina subjektů v ekonomice jsou velmi často vystavována situaci, kdy buď mají přebytek finančních prostředků nebo jejich nedostatek. Systém fungujících finančních trhů pak umožňuje přemísťovat finanční prostředky od přebytkových jednotek k deficitním jednotkám cestou vytváření a obchodování finančních instrumentů. Toto umožňuje, že finanční prostředky jsou umisťovány (alokovány) k těm deficitním jednotkám, které je dokáží využít nejefektivněji (tzn. jsou ochotni zaplatit nejvyšší rizikově očištěnou cenu za získání kapitálu). Kromě toho finanční trhy zajišťují likviditu, což znamená, že jak deficitní, tak přebytkové jednotky mohou rychle a za nízkých nákladů měnit své portfolio před okamžikem splatnosti finančních instrumentů.

Bez řádně fungujících finančních trhů by přebytkové jednotky měly pravděpodobně menší motiv pro tvorbu úspor a naopak deficitní jednotky by mohly ztrácet motivy pro vypůjčování si finančních prostředků. Řádně fungující finanční trhy vytvářejí podmínky pro alokační efektivnost a operační efektivnost. **Alokační efektivnost** finančního trhu znamená, že finanční prostředky jsou alokovány k jednotkám s nejvyšším rizikově očištěným výnosem. Pokud je dosaženo alokační efektivnosti, hodnota výstupu jedné jednotky nemůže vzrůst, aniž by nedošlo k poklesu hodnoty výstupu jiné jednotky (Paretovo optimum)¹. Alokační efektivnost požaduje, aby všechny informace byly reflektovány cenami finančních instrumentů. Jinak by finanční trh mohl vysílat falešné signály, které jsou důležité pro rozhodování makroekonomických i mikroekonomických subjektů. Pod **operační efektivností** finančních trhů rozumíme transfer finančních prostředků při co nejnižších nákladech. Nižší náklady alokace finančních prostředků přispívají k růstu výstupu na jednotku vstupu. Snaha o maximalizaci agregátního bohatství vyžaduje, aby finanční trhy fungovaly na co nejvyšší úrovni alokační a operační efektivnosti.

Finanční trhy mají v ekonomice zcela nezastupitelné postavení. Mezi jejich nejdůležitější funkce patří alokace a realokace volných peněžních prostředků (alokační funkce), vytváření cen a dalších informací (cenotvorná funkce), zajišťování likvidity (likviditní funkce), diverzifikace rizik (diverzifikační funkce), snižování transakčních nákladů (transakční funkce) a správa podniků (vlastnická funkce).

Volnými peněžními prostředky disponují především domácnosti. Rozsáhlé finanční toky se v ekonomikách pohybují především od domácností (jako věřitelé) k firmám a k veřejnému sektoru (jako dlužníci). Volné peněžní prostředky se umisťují buď do reálného kapitálu nebo do finančního kapitálu. Na základě ziskové motivace přebytkových jednotek dochází k alokaci volných peněžních prostředků do těch sektorů a aktivit, kde lze očekávat nejvyšší očekávaný výnos vzhledem k očekávanému riziku.

Realokací dříve shromážděného peněžního kapitálu se umožňuje přeměna méně likvidního majetku na aktiva nejlikvidnější (hotovost) a naopak. Prostředky na finančních trzích se liší stupněm likvidity a dostupnosti (peníze na viděnou, termínové peníze, zlaté mince, akcie, dluhopisy, instrumenty kolektivního investování atd.).

¹ Tento způsob vyjádření efektivnosti v ekonomických vědách zavedl italský ekonom V.Pareto (1848-1923).

Reálně fungující ceny, kursy a úroky jako obecně platný a neustále se objektivizující souřadnicový systém, je relevantní a závazný pro rozhodování domácností, firem, centrálních institucí a zahraničních subjektů. Podle tržních cen finančních instrumentů neustále přizpůsobují jednotlivé ekonomické subjekty své chování měnícím se tržním podmínkám. Tržní ceny finančních instrumentů, které respektují reálné ekonomické poměry, mají zásadní význam jak pro efektivnost chování a rozhodování ekonomických subjektů, tak pro úspěšnost státní regulace.

Finanční trhy umožňují investorům diverzifikovat svůj majetek mezi velký počet finančních instrumentů, a tím snižovat své riziko.

Velký význam mají finanční trhy při snižování transakčních nákladů. V zásadě existují na finančních trzích dva druhy transakčních nákladů:

vyhledávací náklady, které buď představují explicitní náklady vynaložené na zveřejnění zájmu koupit nebo prodat finanční instrumenty, nebo implicitní náklady spojené s hodnotou času při hledání partnera transakce,

informační náklady, které jsou vynaloženy při ohodnocování vnitřní hodnoty finančního instrumentu.

Finanční trhy (a především akciové trhy) umožňují vykonávat tlak majitelů akcií na manažery firem, aby jednali v jejich zájmu (tzn. aby se snažili maximalizovat tržní cenu akcií firem, které řídí). Manažeri veřejně obchodovaných firem jsou pod silným tlakem akciových trhů a management by měl jednat v zájmu svých akcionářů, poněvadž by jinak mohlo dojít k nepřátelskému převzetí firmy.

Mishkin (1991) o významu finančního trhu pro moderní tržní ekonomiku uvádí: "...proč mají finanční trhy v ekonomice tak významnou funkci: umožňují finančním prostředkům pohybovat se od těch, kteří nemají produktivní investiční příležitost, k těm, kteří takové možnosti mají. Tím přispívají finanční trhy k vyšší produktivitě a efektivnosti ekonomiky jako celku. Přímou zvyšují blahobyt spotřebitelů, neboť jim umožňují lépe načasovat nákup věcí. Poskytují mladým lidem prostředky na to, co potřebují a co si koneckonců mohou dovolit, aniž by je přitom nutily čekat do té doby, než si nastřádají na celou kupní cenu. Efektivně fungující finanční trhy zvyšují ekonomický blahobyt každého člena společnosti..."².

Řádně fungující finanční trhy mají bezpochyby pozitivní vliv na ekonomický vývoj. Avšak finanční trhy nefungují vždy řádně a bezchybně. Z ekonomické historie známe desítky případů výskytu rozsáhlých a hlubokých finančních krizí, vyznačujících se značnými mikroekonomickými a makroekonomickými dopady, a to zejména v důsledku poklesu účinnosti alokační a operační efektivnosti finančního systému.

1.2 Náklady finančních krizí

Finanční krize a jejich důsledky se netýkají pouze minulých století, ale jsou aktuální i v současnosti. Zejména v posledních dvou dekádách propuklo ve světovém hospodářství několik hlubokých finančních krizí, které byly spojeny s výraznými ekonomickými náklady. Za připomenutí stojí především finanční krize uvedené v tabulce 1.

Tab. 1. Finanční krize a jejich náklady (1977-2000)

² Mishkin, F.S.: *Ekonomie peněz, bankovníctví a finančních trhů*. Druhé vydání. Finance a úvěr, 1991, s.50.

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

Pramen: Goldstein, M.-Turner, P.: Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options. BIS, Basle, Economic Papers, No. 26, ss.5-6; vlastní odhady.

Finanční krize a jejich řešení je spojeno zejména s obrovskými výdaji ze státních rozpočtů. Státní sanace a záchrana finančních institucí je tedy často spojena s nárůstem veřejného dluhu, což má negativní dopad nejen na reálnou ekonomiku, ale podněcuje i vznik výrazné peněžní nerovnováhy s inflačními impulsy.

Značný počet zemí se v posledních dvou desetiletích potýkalo zejména s bankovními krizemi. Není tedy žádným překvapením, že i empirické finance se intenzivně věnovaly zkoumání příčin bankovních krizí. Na okraji ekonomického výzkumu však do určité míry zůstala problematika vymezení a kvantifikace nákladů bankovních krizí.

Bankovní krize je spojena s výskytem řady ekonomických nákladů. *Za prvé*, ovlivnění jsou především **podílníci³ bankovních firem**. Akcionáři ztrácejí značnou část hodnoty svého investičního majetku, tvořeného bankovními akciemi, které v období bankovní krize výrazně ztrácejí svoji tržní hodnotu. Vkladatelé jsou vystaveni riziku ztráty depozit, čemuž se snaží vyhnout bezprostřední realokací svých vkladů, což je však spojeno s dodatečnými transakčními náklady. Dlužníci v období bankovní krize mají výrazně ztížen přístup k bankovnímu úvěrování a zpravidla se výrazně zvyšují kapitálové náklady dluhového financování. Rovněž veřejné rozpočty (a tedy nepřímí daňoví poplatníci) nesou ekonomické náklady bankovních krizí, a to v případě realizace státních restrukturalizačních programů bankovního sektoru. Pokud nejsou bankovní firmy sanovány (restrukturalizovány) z veřejných prostředků, pak náklady plně nebo částečně dopadají na instituce pojištění depozit, což v konečném důsledku je opět financováno z veřejných rozpočtů. *Za druhé*, bankovní krize negativně ovlivňují reálný výstup ekonomiky, zpomalují dynamiku ekonomického růstu nebo dokonce prohlubují ekonomickou krizi.

³ Angl. Stakeholders.

Úzké vymezení nákladů bankovních krizí bere v úvahu pouze veřejné náklady na sanaci bankovního sektoru. Tento přístup reprezentuje níže uvedený přehled bankovních krizí a jejich restrukturalizační náklady, financované z veřejných rozpočtů.

Tab. 2. Bankovní krize a restrukturalizační náklady (různé země, různá období)

Země	Období	Nevýkonné úvěry / Úvěry (%)	Úvěry / HDP (%)	Veřejné náklady / HDP (%)
Vyspělé země				
Finsko	1991-93	9,0	89,9	11,0
Japonsko	1992-98	13,0	119,5	3,0
Korea	1997-	40,0	70,3	34,0
Norsko	1988-92	9,0	61,2	8,0
Španělsko	1977-85	...	68,1	16,8
Švédsko	1991	11,0	50,8	4,0
USA	1984-91	4,0	42,7	3,2
Průměr		13,5	71,8	11,4
Méně vyspělé země				
Argentina	1980-82	9,0	29,8	55,3
Argentina	1995	...	19,7	1,6
Brazílie	1994-96	15,0	31,7	10,0
Chile	1981-83	19,0	58,8	41,2
Kolumbie	1982-87	25,0	14,7	5,0
Ghana	1982-89	...	25,2	6,0
Indonésie	1994	...	51,9	1,8
Indonésie	1997	75,0	60,8	52,5
Malajsie	1985-88	33,0	64,5	4,7
Mexiko	1994-95	11,0	31,0	13,5
Filipíny	1981-87	...	23,2	3,0
Srí Lanka	1989-93	35,0	21,3	5,0
Thajsko	1983-87	15,0	44,5	0,7
Thajsko	1997	46,0	118,8	42,3
Turecko	1994	...	14,2	1,1
Uruguay	1981-84	...	33,4	31,2
Venezuela	1994-95	...	8,9	18,0
Průměr		27,8	38,4	17,1
Průměr všech		22,4	48,1	15,4

Pramen: Hoggarth, G. - Reis, R. - Saporta, V.: Cost of banking system instability: some empirical evidence. Bank of England, London, 2001, s.14.

Redukování nákladů bankovních krizí na pouhé restrukturalizační náklady je problematické hned z několika důvodů.

Vymezení restrukturalizačních nákladů je odlišné v jednotlivých státech.

Restrukturalizační náklady zpravidla nezahrnují „skryté“ veřejné dotace bankovnímu sektoru.

Restrukturalizační náklady představují pouze veřejné výdaje a neobsahují celkové ekonomické náklady.

Jsme toho názoru, že přesnější vyjádření nákladů bankovních krizí je ve formě **kumulovaných ztrát ekonomického výstupu (HDP)**, ke kterým by nedošlo, pokud by bankovní krize nenastala. Tato koncepce tedy vychází z ekonomického konceptu nákladů obětovaných příležitostí. Naopak první přístup (metoda restrukturalizačních nákladů) je čistě účetně-rozpočtové pojetí. Přehled bankovních krizí a jejich kumulované ztráty ekonomického výstupu demonstruje níže uvedená tabulka.

Tab. 3. Bankovní krize a kumulované ztráty ekonomického výstupu (různé země, různá období)

Země	Období	Kumulovaná ztráta ekonomického výstupu (% HDP)
Vyspělé země		
Kanada	1983-85	0,0
Dánsko	1987-92	22,3
Finsko	1991-93	22,4
Hong Kong	1982-83	23,1
Hong Kong	1983-86	1,1
Hong Kong	1998	9,6
Itálie	1990-95	18,2
Japonsko	1992-98	24,1
Korea	1997-	16,7
Norsko	1988-92	9,8
Španělsko	1977-85	15,1
Švédsko	1991	11,8
USA	1984-91	0,0
<i>Průměr</i>		13,4
Méně vyspělé země		

Země	Období	Kumulovaná ztráta ekonomického výstupu (% HDP)
Argentina	1980-82	20,7
Argentina	1985	7,9
Argentina	1989-90	14,0
Argentina	1995	11,4
Bolívie	1986-87	0,6
Bolívie	1994-	0,0
Brazílie	1994-96	0,0
Chile	1981-83	41,4
Kolumbie	1982-87	6,7
Egypt	1991-95	10,0
El Salvador	1989	0,6
Ghana	1982-89	5,5
Indie	1993-	0,0
Indonésie	1997-	24,5
Madagaskar	1988	0,0
Malajsie	1985-88	14,5
Mexiko	1981-82	110,4
Mexiko	1994-95	9,5
Nigérie	1997	0,0
Peru	1983-90	12,5
Filipíny	1981-87	35,2
Srí Lanka	1989-93	0,6
Thajsko	1983-87	0,0
Turecko	1994	10,4
Uruguay	1981-84	42,0
Venezuela	1980-83	27,6
Zimbabwe	1995-	0,4
Průměr		14,9
Průměr všech zemí		14,5

Pramen: Hoggarth, G. - Reis, R. - Saporta, V.: Cost of banking system instability: some empirical evidence. Bank of England, London, 2001, s. 22.

1.3 Vymezení finanční krize

Výraz **finanční krize** můžeme slyšet v ekonomickém zpravodajství nebo číst ve finančním tisku několikrát denně. Zdá se však, že uživatelé tohoto výrazu chápou pod pojmem finanční krize často zcela odlišný obsah. Jak je v odborné literatuře finanční krize definována? Nejdříve jsme prozkoumali nejen historickou, ale i soudobou českou finanční literaturu.

Autoři Finančního slovníku (1973) vymezují finanční krizi jako „... krizi státních financí za kapitalismu. Spočívá v tom, že stát není schopen hradit své závazky úvěrem. Finanční krize může být rovněž průvodním jevem krize peněžní, resp. krize úvěrové. Někdy se jí rozumí rovněž krize peněžně úvěrová ...“⁴. Z výše uvedené definice je patrné, že finanční krize je zejména spojována s problémy finančního hospodaření státu. Pro naše další zkoumání mají z uvedené definice větší význam kategorie peněžní krize a úvěrová krize. Peněžní krize je charakterizována jako „... rozvrat peněžního oběhu v důsledku toho, že banky, průmysloví a obchodní kapitalisté nemají dostatek prostředků k pohotovému placení. Je projevem začínající hospodářské krize, kdy nedostatek kapitálu z období vrcholícího hospodářského vzestupu je vystřídán nedostatkem peněz k vyrovnaní běžných hospodářských, resp. spekulacních závazků. Projevuje se prudkým vzestupem úroku z krátkodobých úvěrů, vybíráním vkladů v bankách a spořitelnách a vznikem platební neschopnosti ...“⁵. Peněžní krize je tedy v tomto pojetí shodná s krizí likvidity bankovního systému. Naopak úvěrová krize je definována jako „... všeobecné zamrznutí úvěrových pohledávek v důsledku platební neschopnosti a jejich řešení násilným způsobem anebo jednorázovými státně hospodářskými opatřeními ...“⁶.

Soudobá česká finanční literatura výraz finanční krize vůbec nedefinuje. Prostudovali jsme dostupné české ekonomické a finanční slovníky⁷ a neobjevili jsme ani jednu definici, týkající se finanční krize. Soudobá česká finanční ekonomie charakterizuje pouze pojem **bankovní krize**. Bankovní a finanční slovník (1993) uvádí, že bankovní krize je „... situace v bankovním systému charakteristická nedostatečnou likviditou většího počtu bank. Tato situace může vést i k hromadným úpadkům bank ...“⁸. Podobným způsobem charakterizují bankovní krizi i autoři Slovníku bankovníctví, pojišťovnictví a kapitálových trhů (1998). Uvádějí, že bankovní krize je „... situace na bankovním trhu, kdy se podstatná část subjektů dostává do problémů s likviditou ...“⁹. Jílek (2000) používá mezinárodní pojetí definice bankovní krize. Uvádí, že „... Mezinárodní měnový fond označuje za bankovní krizi (banking crisis) takové problémy bankovního systému, kdy platí alespoň jedna z následujících podmínek:

- poměr špatných aktiv k celkovým aktivům bankovního systému převýšil 10 %;
- náklady na záchranu bank převýšily 2 % HDP;

⁴ Finanční slovník. Nakladatelství Svoboda, Praha, 1973, s. 250.

⁵ Finanční slovník. Nakladatelství Svoboda, Praha, 1973, s. 250.

⁶ Finanční slovník. Nakladatelství Svoboda, Praha, 1973, s. 250.

⁷ Např. Bankovní a finanční slovník (Nakladatelství Svoboda-Libertas, Praha, 1993); Slovník bankovníctví, pojišťovnictví a kapitálových trhů (Nakladatelství Public History, Praha, 1998).

⁸ Bankovní a finanční slovník. Nakladatelství Svoboda-Libertas, Praha, 1993, s. 14.

⁹ Slovník Bankovníctví, pojišťovnictví a kapitálových trhů. Nakladatelství Public History, Praha, 1998, s.28.

-vláda reagovala na problémy bankovního systému zmrazením vkladů, v důsledku čehož došlo k bankovní panice, či reagovala zavedením bankovních prázdnin nebo poskytla záruky na vklady v bankách ...¹⁰.

Po prozkoumání česky psané finanční literatury se nyní podíváme na různé možnosti vymezení finanční krize ve světové finanční ekonomii. Goldsmith (1982) uvádí, že finanční krizi je velmi obtížné přesně definovat, přičemž je vždy pouze zřejmé, že finanční krize propukla. Přesto však volně charakterizuje finanční krizi jako „... prudké, okamžité, ultracyklické zhoršení všech nebo velké většiny finančních indikátorů - krátkodobé úrokové sazby, ceny aktiv (akcie, nemovitosti, půda), insolventnost firem a úpadky finančních institucí ...“¹¹. Naopak Bordo (1987) definuje finanční krizi jako „... změnu v očekávání z důvodu obavy z úpadku finančních institucí, směřující ke konverzi reálných a nelikvidních aktiv do peněžní formy ...“¹². S odlišnou definicí finanční krize operuje Mishkin (1996), uvádějící, že finanční krize je „... nelineární rozvrat finančních trhů, zvyšující problém informační asymetrie v důsledku výskytu nepříznivého výběru a morálního hazardu a projevující se poklesem alokační efektivity finančních trhů ...“¹³.

Pro účely této výzkumné studie definujeme finanční krizi jako výrazné zhoršení velké většiny finančních indikátorů, projevující se nedostatečnou likviditou finančního systému, rozsáhlou insolventností finančních institucí, nárůstem volatility výnosových měr finančních instrumentů, výrazným poklesem hodnoty finančních a nefinančních aktiv a podstatným snížením rozsahu alokace úspor ve finančním systému. Finanční krizi lze dekomponovat na jednotlivé, dílčí krize, mezi které lze zařadit:

- úvěrovou krizi,
- krizi likvidity,
- měnovou krizi (devizovou) a
- investiční krizi.

V období vytváření a propuknutí finanční krize často dochází k proplétání a překrývání dílčích krizí. Proto bývá zpravidla velmi obtížné přesné a jednoznačné segmentování finanční krize.

¹⁰ Jílek, J.: Finanční krize. Grada, Praha, 2000, ss.30-31.

¹¹ Goldsmith, R.W.: Comment 'on Hyman P. Minsky's The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy, s. 42. In.: Kindleberger, C.P.-Laffargue, J.P.: Financial Crises: Theory, History and Policy. Cambridge University Press, Cambridge, 1982.

¹² Bordo, M.D.: Financial Crises: Lessons from History. The Fifth Garderen Conference on International Finance. Erasmus Universiteit, Rotterdam, April, 1987.

¹³ Mishkin, F.S.: Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective. In.: Bruno, M.-Pleskovic, B.: Annual World Bank Conference on Development Economics 1996. World Bank, Washington, 1996, s.29.

1.4 Modely finančních krizí

Výzkumný projekt vychází ze základních modelů finančních krizí, jejichž podrobná znalost je podmínkou úspěšné analýzy problémů českého finančního systému v 90. letech. Soudobý hlavní směr české ekonomické teorie peněžního nebo finančního zaměření¹⁴ nevěnuje teorii finančních krizí téměř žádnou pozornost.

Drobné zmínky o příčinách bankovních krizí jsou uvedeny pouze v některých finančních slovnících. Autoři Bankovního a finančního slovníku (1993) uvádějí, že „... příčinou bankovní krize bývá nejčastěji nadměrné poskytování úvěrů, které nejsou nadměrně zadluženými klienty spláceny ve lhůtě splatnosti. Mezi další možné příčiny bankovní krize může patřit prudký pokles cen cenných papírů nebo hypoték a hromadné výběry vkladů z bank. Nedostatečná likvidita bank může být řešena dodáním chybějících peněžních prostředků centrální bankou, zejm. ve formě diskontních úvěrů. Nepříliš častou příčinou bankovní krize může být i neschopnost včasného, správného a bezpečného zúčtování plateb z důvodu nedostatečně rozvinutého platebního styku v bankovním systému dané země. Velmi nebezpečným zdrojem případné bankovní krize v celosvětovém měřítku byla na začátku 80. let nadměrná zahraniční zadluženost rozvojových zemí ...“¹⁵. Z uvedené charakteristiky vyplývá, že základní příčiny bankovních krizí jsou spatřovány v nadměrné úvěrové expanzi, prasknutí cenové bubliny aktiv, runu depozitorů, operačních nedokonalostech a mezinárodní zadluženosti. Naopak autoři Slovníku bankovníctví, pojišťovnictví a kapitálových trhů (1998) uvádějí, že „... příčinou (bankovní krize) může být politická krize vedoucí k runu na banky (masové vybírání vkladů obyvatelstvem a velkodedponenty), dramatický pokles kurzů cenných papírů, hypoték, krach velkých dlužníků doma i v zahraničí za předpokladu úvěrové angažovanosti bank atd. ...“¹⁶. Tito autoři spatřují příčinu bankovních krizí nejen v nadměrné úvěrové expanzi, prasknutí cenové bubliny aktiv, útoku (runu) depozitorů, ale také ve zhoršení bonity bankovních dlužníků.

V české finanční literatuře bylo tedy dosud problematice finančních krizí věnována minimální pozornost, o čemž svědčí zcela zanedbatelný počet příspěvků analyzující tuto problematiku. Za nejvýznamnější český text z oblasti bankovních krizí je nutné považovat publikaci Jonáše (1998)¹⁷, analyzující však zejména kolaps menších českých bank a zcela opomíjející problémy ostatních finančních institucí. Jonášův výklad bankovních krizí vychází z modelu finanční krize vyvolané nadměrnou finanční liberalizací (viz. dále).

Vzhledem k tomu, že není tedy téměř rozvinuta česká teorie finančních krizí, budeme vycházet v dalším textu z poznatků světové peněžní a finanční teorie. Mezi základní modely, objasňující finanční krize v soudobé peněžní a finanční ekonomii, patří:

- Finanční krize vyvolaná nadměrnou úvěrovou expanzí.
- Finanční krize vyvolaná chybnou makroekonomickou politikou.

¹⁴ Např. Revenda, Z.: Centrální bankovníctví. Management Press, Praha, 1999; Musílek, P.: Finanční trhy a investiční bankovníctví. ETC Publishing, Praha, 1999; Dvořák, P.: Komerční bankovníctví pro bankéře a klienty. Linde, Praha, 1999; Revenda, Z.-Mandel, M.-Kodera, J.-Musílek, P.-Dvořák, P.-Brada, J.: Peněžní ekonomie a bankovníctví. Management Press, Praha, 2000.

¹⁵ Bankovní a finanční slovník. Nakladatelství Svoboda - Libertas, Praha 1993, s.14.

¹⁶ Slovník bankovníctví, pojišťovnictví a kapitálových trhů. Nakladatelství Public History, Praha, 1998, ss.28-29.

¹⁷ Jonáš, J.: Bankovní krize a ekonomická transformace. Management Press, Praha, 1998.

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

1.4.1 Finanční krize vyvolaná nadměrnou úvěrovou expanzí

Fisher (1932¹⁸, 1933¹⁹) a někteří současní ekonomové jako např. Minsky (1972²⁰, 1995²¹), Eichengreen a Portes (1987)²² nebo Kindleberger (1996)²³ spatřují původ **finanční krize v nadměrné úvěrové expanzi**.

Fisher přikládá velký význam exogenním událostem (nové vynálezy a objevy), povzbuzující nové investice. V ekonomice postupně dochází nejen k růstu reálného výstupu, ale také cenové hladiny, dodatečných investic financovaných dluhovým způsobem a spekulace založené na očekávaných kapitálových ziscích. Banky expandují poskytováním úvěrů snižováním rezerv, což vede k nárůstu peněžní nabídky a cenové hladiny. Růst cen nejen způsobuje dodatečný optimismus, ale také snižuje reálnou hodnotu závazků, což podněcuje další výpůjčky. Stav předluženosti definuje Fisher jako „... stupeň zadluženosti umožňující vznik insolventnosti ...“²⁴. Za této situace se ekonomika stává značně křehkou a finanční krize může být kdykoliv odstartována jak dlužníky, tak i věřiteli. Dlužníci nejsou schopni splácet závazky podle předem stanoveného umořovacího plánu. Věřitelé začnou odmítat refinancovat i efektivní projekty. Tyto skutečnosti způsobují prodeje aktiv v tísni s následným poklesem jejich hodnoty (deflace aktiv). Postupně se zhoršuje kvalita úvěrového portfolia bank, mající negativní dopad na vlastní jmění bank. Vkladatelé způsobí run na banky, poněvadž banky se jeví insolventní nebo se insolventními mohou stát, což vytváří finanční paniku, další pokles

¹⁸ Fisher, I.: Booms and Depressions. Adelphi, New York, 1932.

¹⁹ Fisher, I.: The Debt Deflation Theory of Great Depressions. Econometrica, 1, 1933.

²⁰ Minsky, H.P.: Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster. Reappraisal of the Federal Reserve Discount Mechanism, 3, June 1972.

²¹ Minsky, H.P.: Financial Factors in the Economics of Capitalism. Journal of Financial Services Research, 9, 1995.

²² Eichengreen, B.-Portes, R.: The Anatomy of Financial Crises. In.: Portes, R.-Swoboda, K.: Threats to International Financial Stability. Cambridge University Press, Cambridge, 1987.

²³ Kindleberger, Ch.P.: Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises. McMillan, London, 1996.

²⁴ Fisher, I.: Booms and Depressions. Adelphi, New York, 1932, s.9.

cen aktiv a snížení reálného výstupu ekonomiky a zaměstnanosti. Finanční krize pokračuje tak dlouho až rozsáhlé bankroty eliminují předluženost nebo je realizována odpovídající měnová politika. Fisherův model finanční krize lze shrnout následujícím způsobem:

↑Nové vynálezy a objevy → ↑Investice → ↑Reálný výstup → ↑Ceny → ↑Investice → ↑Dluhové financování → ↑Spekulace → ↑Úvěry → ↓Rezerv bank → ↑Peněžní nabídka → ↑Inflace → ↑Optimismus + ↓Reálná hodnota dluhů → ↑Dluhové financování → ↑Zadluženost (předluženost) → ↑Nebezpečí insolventnosti → ↑Prodej aktiv v tísni → ↓Cena aktiv → ↑Nevýkonné úvěry → ↓Vlastní jmění bank → ↑Insolventnost bank → ↑Nejistota vkladatelů a run na banky → Finanční panika → ↓Cena aktiv → ↓Reálný výstup a zaměstnanost → ↑Bankroty nebank → ↑Bankroty bank → Finanční krize.

Minsky přisuzuje finančnímu systému velmi důležitou úlohu v tržní ekonomice. Tvrdí, že zranitelné finanční prostředí vzniká zejména v důsledku nestability dluhového financování. Minsky rozlišuje tři skupiny deficitních jednotek:

opatrné finanční jednotky (hedge financing units) předpokládají, že očekávané důchodové peněžní toky budou převyšovat budoucí splatné závazky (úroky a jistiny). Čím větší podíl vlastního jmění ve finanční struktuře deficitní jednotky, tím je větší pravděpodobnost, že deficitní jednotka používá opatrné financování.

spekulativní finanční jednotky (speculative financing units) předpokládají, že očekávané důchodové peněžní toky a kapitálové zisky budou dostatečné pro splacení úrokových závazků, avšak nebudou postačovat pro umoření jistiny. Spekulativní finanční jednotky mají své finanční hospodaření založeno na opakovaném refinancování svých závazků, a to buď na základě obnovení úvěrů, nebo v získání nových výpůjček. Rozvrat finančních kanálů v případě finančních krizí a úpadků bank negativně ovlivňuje spekulativní finanční jednotky.

*Ponziho*²⁵ *finanční jednotky (Ponzi financing units)* negenerují dostatečné důchodové peněžní toky a kapitálové zisky pro splacení úrokových závazků. Tyto finanční jednotky buď extrémně spekulují na enormní vzestup cen spekulativních aktiv a prudký pokles úrokových sazeb, nebo zakládají své „podnikání“ na podvodných schématech typu pyramidových her.

Podle Minskeho je zranitelnost finančního systému tím větší, čím je v ekonomice větší podíl spekulativních finančních jednotek a finančních jednotek Ponziho typu. Prvotní zárodky budoucí finanční krize spatřuje Minsky opět v exogenním šoku (začátek války, konec války, revoluce, abnormální úroda, masové používání inovace), který výrazně mění ekonomické prostředí a vytváří nové investiční příležitosti. V ekonomice dochází k boomu, který je zejména financován bankovními úvěry. Expanzivní úvěrová politika bank podporuje efektivní poptávku a spekulaci. Stále rostoucí poptávka a spekulace způsobuje vzestup cen aktiv, což opět vyvolává nové investice. V ekonomice dochází k euforii. Postupně začne v ekonomice převládat spekulace nad podnikáním, spojená s prudkým nárůstem cen aktiv. Ekonomické subjekty propadnou nadměrné spekulaci (overtrading), vztahující se nejen k investiční spekulaci, ale také se projevuje v nekritickém nadhodnocování pozitivní čisté současné hodnoty z realizovaných investic. Lépe informované osoby (insideři) si včas uvědomí, že euforie není již dále udržitelná a začnou vyprodávat vysoce nadhodnocená aktiva. Pokles jejich cen negativně ovlivní peněžní toky finančních jednotek, které si pokles operativních peněžních toků kompenzují výprodejem finančních a kapitálových aktiv, jejichž hodnota dramaticky klesá. Ztráta finanční důvěry a revize očekávání vyvolává refinanční

²⁵ Charles (Carlo) Ponzi je považován za zakladatele pyramidových investičních schémat

krizi. Spekulativní a Ponzioho finanční jednotky se stávají insolventními a bankám se výrazně znehodnocují aktiva, stávají se rovněž insolventními a vkladatelé vyvolávají run na banky. Finanční krize se rozšiřuje do zahraničí, pokud postižené banky mají mezinárodně diverzifikované úvěrové portfolio. Minskeho model finanční krize lze shrnout následujícím způsobem: **↑Exogenní šok → Změněné ekonomické a investiční prostředí → Boom → ↑Bankovní úvěry → ↑Efektivní poptávka a spekulace → ↑Ceny aktiv → ↑Investice → Euforie → Spekulace > Podnikání → ↑Cena aktiv → ↑Nadměrná spekulace → Prodej aktiv insidery → ↓Cena aktiv → ↓Peněžní toky finančních jednotek → ↑Prodej finančních a kapitálových aktiv → Refinanční krize → ↑Insolventnost spekulativních a Ponzioho finančních jednotek → ↓Hodnota aktiv bank → Insolventnost bank → Run vkladatelů → Finanční krize → Mezinárodní finanční krize.**

Kindleberger koncipuje teorii finanční krize na základě podrobného rozboru historických událostí z minulých století, přičemž argumentuje, že skutečné krize nejsou jedinečné a specifické, ale zpravidla se vyznačují obecnými charakteristikami. Prvotním impulsem je výrazný exogenní šok, který změni psychologické zaměření z původního objektu na objekt náhradní (displacement). Kindleberger tvrdí, že tyto události změni perspektivy, očekávání, ziskové příležitosti nebo chování ekonomických jednotek. V ekonomice vypukne střízlivá spekulace domácností, firem a investorů, reagující na exogenní šok racionálním způsobem. Postupně však ekonomiku zachvátí iracionální spekulace, orientovaná primárně na dosažení kapitálových zisků. Spekulativní mánie je podporována úvěrovou expanzí, což způsobuje další vzestup cen aktiv. Ekonomiku zachvacuje spekulativní mánie, jež podporuje nelegální metody obchodování a investování. Současně dochází k přílivu zahraničního kapitálu, což dále podporuje úvěrovou expanzi a na trzích aktiv se vytváří cenová bublina. Insideři začnou realizovat kapitálové zisky prodejem nadhodnocených aktiv, což odstartuje pokles jejich cen. Předlužené ekonomické jednotky se dostanou do finanční tísně, vyprodávají aktiva, jejich hodnota dále klesá. V ekonomice nastává prudká změna (revulsion) a dramatický pokles důvěry (discredit), vedoucí k panice²⁶. Investoři masivně vyprodávají aktiva, banky přestávají úvěrovat, předlužené jednotky se stávají insolventními, bankám se zhoršuje kvalita úvěrového portfolio a vkladatelé útočí na banky. Finanční krize se rozšiřuje na mezinárodní finanční trhy. Dopady finanční krize závisí podle Kindlebergera na tom, jak účinně vystupuje věřitel poslední instance. Kindleberger, analyzující zejména mezinárodní dopady finančních krizí, podporuje vytvoření mezinárodního věřitele poslední instance. Model finanční krize podle Kindlebergera lze shrnout následujícím způsobem: **Exogenní šok → Změna očekávání → ↑Střízlivá spekulace → ↑Iracionální spekulace → ↑Bankovní úvěry → ↑Spekulativní mánie → ↑Nelegální obchody → ↑Zahraníční kapitál → ↑Bankovní úvěry → ↑Cenová bublina → Insideři realizují zisky → ↓Cena aktiv → ↑Finanční tíseň předlužených jednotek → ↑Prodej aktiv → ↓Cena aktiv → ↓Důvěra → Panika → ↑Prodej aktiv → ↓Bankovní úvěry → ↑Insolventnost → ↓Hodnota aktiv bank → ↑Insolventnost bank → ↑Výběry vkladů → Finanční rozvrat → Finanční krize → Mezinárodní finanční krize.**

²⁶ Něm. Torschlusspanik; Angl. door-shut-panic.

1.4.2 Finanční krize vyvolaná chybnou makroekonomickou politikou

Tato teorie finanční krize vychází z Krugmanova modelu **krize platební bilance**. Krugman (1979)²⁷ se domnívá, že zárodky finanční krize spočívají v neadekvátní makroekonomické politice. Krugmanův model vychází z krize platební bilance, která vzniká, jestliže měnová expanze centrální banky je nekonzistentní s kursovým režimem pevně zavěšeného měnového kursu. Měnová expanze centrální banky slouží k monetizaci fiskálního deficitu, přičemž však devizové rezervy centrální banky se postupně vyčerpávají, což znamená, že tato skutečnost přiláká devizové spekulanty, kteří zaútočí na pevně zavěšený měnový kurs, čímž dochází k dalším poklesům devizových rezerv. Centrální bance nezůstává nic jiného, než opustit systém pevně zavěšených měnových kursů, přejít na floating, což však vyvolá paniku mezi zahraničními investory, kteří začnou masivně vyprodávat domácí aktiva. Pokud zahraniční investoři mají významné pozice v domácích aktivech, pak jejich chování může vyvolat i paniku mezi domácími subjekty. V pojetí Krugmana se finanční krize projevuje zejména jako měnová (devizová) krize, která je však předvídatelná, poněvadž lze předpovídat spekulativní útok na měnu. Naopak Obstfeld (1986)²⁸ se domnívá, že výskyt měnové krize je nepředvídatelný. Model finanční krize podle Krugmana lze shrnout následujícím způsobem: **Neadekvátní makroekonomická politika (Měnová expanze, fiskální deficit, pevně zavěšený měnový kurs) → Krize platební bilance → ↑Devizová spekulace → ↓ Devizové rezervy → Změna kursového režimu → ↓Prodej domácích aktiv zahraničními investory → Finanční krize.**

1.4.3 Finanční krize vyvolaná nadměrnou finanční liberalizací

Kaminsky a Reinhart (1996)²⁹, Bosworth (1998)³⁰, Jonáš (1998)³¹ nebo Hutchinson a McDill (1999) spatřují původ finanční krize v **nadměrné liberalizaci finančního systému**.

Kaminsky a Reinhart dokazují, že finanční krize se zpravidla vyskytují v období, které následuje po realizaci rozsáhlých finančních liberalizačních programů. Po finanční liberalizaci vzniká v ekonomice bankovní krize, která je pak následována krizí měnovou (devizovou). Transmisní model finanční krize je pak následující: **Finanční liberalizace → Bankovní krize → Měnová (devizová) krize.**

²⁷ Krugman, P.: A Model of Balance of Payments Crisis. *Journal of Money, Credit and Banking*, 11, 1979.

²⁸ Obstfeld, M.: Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payments Crises. *American Economic Review*, March, 1986.

²⁹ Kaminsky, G.L.-Reinhart, C.M.: The Twin Crises: the Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. *International Finance Discussion Papers No. 544*. The Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 1996.

³⁰ Bosworth, B.: The Asian Crisis in Context. *International Finance*, Vol.1, No.2, December 1998.

³¹ Jonáš, J.: Bankovní krize a ekonomická transformace. Management Press, Praha, 1998.

Bosworth tvrdí, že liberalizace a reformy finančního systému jsou potencionálním faktorem budoucí finanční krize. Liberalizovaný finanční systém je charakteristický liberalizací podnikání bank, zrušením administrativních regulatorních nástrojů a nevýkonným regulatorním orgánem. Finanční liberalizace je hnacím motorem neobežetného chování bank a ostatních finančních institucí. Křehký a slabý finanční systém je nutnou podmínkou budoucí finanční krize, avšak ne podmínkou postačující. Pokud však současně dojde k liberalizaci kapitálového účtu platební bilance a centrální banka používá kursový režim pevného měnového kursu, vytvářejí se ideální podmínky pro výskyt finanční krize. Rozsáhlý příliv krátkodobého a spekulativního kapitálu umožňuje bankám uskutečňovat expanzivní úvěrovou politiku. Nezkušené a nevýkonné banky (často propletené s nebankami a dlužníky) nejsou schopny adekvátně řídit úvěrová rizika a tedy efektivně alokovat finanční zdroje. Postupně se zhoršuje kvalita úvěrového portfolia bank, což však nehodlají banky zveřejnit. Netransparentní účetní standardy, neúčinná regulace a zájmy státu (realizující přes státní nebo polostátní banky průmyslovou politiku) umožňují bankám dlouhou dobu zakrývat vysoké ztráty. Odhalení slabosti bankovního systému vyvolá odliv zahraničního portfoliového kapitálu, což způsobuje měnovou (devizovou) krizi a dramatické reálné znehodnocení domácí měny. Devizová krize způsobuje insolventnost nefinančních firem, zhoršení kvality aktiv bank a rozsáhlou finanční krizi. Model finanční krize podle Boswortha lze shrnout následujícím způsobem: **Finanční liberalizace → Křehký finanční systém + Liberalizace kapitálového účtu platební bilance + Pevný měnový kurs → ↑Zahraněční krátkodobý kapitál → ↑Bankovní úvěry → ↓Řízení úvěrových rizik → ↑Ekonomické ztráty bank → ↑Tvořivé bankovní účetnictví → ↑Regulace → Odkrytí ztrát bank → ↓Zahraněční krátkodobý kapitál → Devizová krize → ↓Kurs domácí měny → ↑Insolventnost nefinančních firem → ↓Hodnota aktiv bank → Finanční krize.**

Jonáš rovněž spatřuje ve finanční liberalizaci základní příčinu finančních krizí, a to zejména na nově vznikajících trzích. Uvádí, že „... jak ukazují zkušenosti z posledních dvou desetiletí, především v transformujících se a rozvojových ekonomikách lze považovat finanční liberalizaci za jeden z hlavních faktorů, který může přispět ke krize v bankovním sektoru ...“³². Finanční liberalizace (odstraňování omezení aktivit bank a ostatních finančních institucí při poskytování finančních služeb, liberalizace kapitálového účtu platební bilance) jsou uskutečňovány po dlouhém období tuhé regulace a finanční deprese. V ekonomice je nahromaděná a neuspokojená poptávka po bankovních úvěrech a finančních službách. Realizovaná finanční liberalizace mění výrazně finanční prostředí, zůstává se konkurence a zvyšuje se těkavost reálných a finančních veličin, avšak při nedokonalém institucionálním uspořádání finančního systému. Jonáš dále tvrdí, že „... Finanční liberalizace bývají taktéž mnohdy doprovázeny rostoucím optimismem investorů, pokud jde o ziskovost investičních projektů. Liberalizace podnikatelských aktivit často vede k doslovné explozi různých investičních a rozvojových projektů a úměrně tomu roste i poptávka po bankovním financování. Vzhledem k tomu, že se jedná mnohdy o subjekty, které se nemohou vykázat žádnou úvěrovou historií a nebo předtím fungovaly v naprosto odlišném ekonomickém prostředí (vysoká inflace, chráněné trhy), což posouzení jejich kredibility ztěžuje, je pro banky velice obtížné vyhodnocovat úvěrové riziko podobných projektů. Zároveň jsou však banky pod tlakem udržet si či posílit své postavení na trhu, což může přispívat ke snížené

³² Jonáš, J.: Bankovní krize a ekonomická transformace. Management Press, Praha, 1998, s.26.

opatrnosti a k vyšší pravděpodobnosti chybných rozhodnutí ...³³. Ekonomický optimismus nadhodnocuje ziskovost projektů a banky obtížně rozlišují úvěrová rizika v důsledku nedostatku relevantních informací. Navíc režim fixního měnového kursu podporuje příliv zahraničního krátkodobého kapitálu, což umožňuje bankám expandovat úvěrovou aktivitu. Ekonomický růst a optimismus podporuje poptávku po aktivech (akcie a nemovitosti), čímž se zvyšují jejich ceny. Růst cen aktiv pozitivně ovlivňuje finanční situaci bank (kapitálové zisky bank a zhodnocení zástav ve formě nemovitostí). Banky poskytují stále více úvěrů na spekulativních trzích. V ekonomice vzniká začarovaný kruh: příliv domácích a zahraničních finančních zdrojů vede k růstu cen nemovitostí a akcií, banky alokují stále více úvěrů na nákup těchto aktiv a na trzích se vytváří cenová bublina. Změna chování zahraničních subjektů způsobuje dramatický odliv krátkodobého kapitálu, reálné znehodnocení domácí měny, výprodej aktiv, prasknutí cenových bublin, hromadnou insolvenční situaci finančních a nefinančních firem a kolaps celého finančního systému. Model finanční krize podle Jonáše lze shrnout následujícím způsobem: **Tuhá regulace a finanční deprese → Finanční liberalizace a politika pevného měnového kursu → ↑Optimismus → ↑Úvěry bank → ↑Ekonomický růst → ↑Optimismus domácích a zahraničních subjektů → ↑Zahraniční krátkodobé zdroje → ↑Poptávka na spekulativních trzích → ↑Hodnota akcií a nemovitostí → ↑Bankovní úvěry na spekulativních trzích → Cenová bublina spekulativních aktiv → Změna chování zahraničních portfoliových spekulantů → ↓Zahraniční krátkodobý kapitál → ↑Prodej aktiv → Prasknutí spekulativních cenových bublin → ↑Insolvenční situace finančních a nefinančních firem → ↑Finanční krize.**

Hutchison a McDill jsou toho názoru, že finanční systém je velmi slabý po realizované finanční liberalizaci. Finanční instituce jsou vystaveny novým a neznámým rizikům jak na aktivní, tak i pasivní straně bilance. Slabá regulace podněcuje morální hazard finančních institucí, které neúměrně zvyšují rizikovou expozici při nízké kapitálové vybavenosti. Finanční instituce nenesou plně důsledky neefektivního ohodnocování a monitorování rizik. Netransparentní účetní standardy, neúplné informační povinnosti (disclosure) a nedokonalý právní systém umožňují finančním institucím a regulatorním orgánům zakrývat problémy finančního systému. Vládní orgány buď opožděně identifikují slabost finančního systému, nebo aplikují nevhodné zásahy, což vyústí v krizi finančního systému. Tento model finanční krize lze tedy shrnout následovně: **Finanční liberalizace → Slabý finanční systém → Neadekvátní řízení rizik finančními institucemi a slabá regulace → ↑Morální hazard finančních institucí → Skrývání problémů → Vládní selhání → Finanční krize.**

1.4.4 Finanční krize vyvolaná finanční panikou

Dybvig a Diamond (1983)³⁴ a Radelet a Sachs (1998)³⁵ spatřují příčinu **finanční krize ve finanční panice.**

³³ Jonáš, J.: Bankovní krize a ekonomická transformace. Management Press, Praha, 1998, s.33.

³⁴ Diamond, D.-Dybvig, P.: Bank Runs, Liquidity a Deposit Insurance. Journal of Political Economy, 91, 1983.

³⁵ Radelet, S.-Sachs, J.: The Onset of the East Asian Financial Crisis. NBER, Working Paper 6680, August 1998.

Dybvig a Diamond rozpracovávají teorii runu vkladatelů na banku. Předpokládají, že depozitní instrumenty poskytují individuálním vkladatelům pojištění proti likviditním šokům, vyvolaných neočekávanou poptávkou z důvodu běžné spotřeby. Bankovní instituce poskytuje rozdělení rizika mezi více vkladatelů; banky investují v dlouhodobé, nelikvidní investiční projekty a prodávají depozitní instrumenty s možností jejich předčasné výpovědi v situaci, kdy individuální vkladatel požaduje likviditu. Banka tím slibuje v případě předčasného výběru vyšší zhodnocení volných peněžních prostředků oproti přímému investování do nelikvidních aktiv. Vkladatelé jsou rizikově averzní, a proto preferují méně kolísavý tvar výnosu. Banka nejen zajišťuje vkladatelům požadovanou likviditu, ale také je zranitelná v případě, že velká část vkladatelů požaduje předčasný výběr svých peněžních prostředků. Cokoliv může odstartovat run vkladatelů na banku (neočekávané hospodářské výsledky, negativní vládní prognóza). Podmínkou zahájení runu na banku je obava individuálních vkladatelů, že ostatní vkladatelé budou také předčasně vybírat své prostředky. I když kolektivním zájmem je nevybírat předčasně depozita (likvidace dlouhodobých a nelikvidních aktiv je totiž příliš nákladná), individuálním zájmem je však co nejrychleji předčasně vybrat uložené peněžní prostředky³⁶. Vzhledem k tomu, že Dybvig-Diamondův model předpokládá pouze existenci jedné, monopolní banky, můžeme tento model aplikovat na celý finanční systém. Investoři neočekávaně prodávají finanční aktiva (resp. vybírají depozita) za normálních okolností zcela bonitních subjektů. Finanční panika nastává, jestliže jsou splněny následující podmínky: a) krátkodobá pasiva převyšují krátkodobá aktiva, b) neexistuje žádný privátní věřitel schopný dodat dostatečnou likviditu finančním trhům, c) neexistuje dostatečně důvěryhodný věřitel poslední instance. Pokud uvedené podmínky jsou splněny, zapůjčovatelé začnou masivně vybírat depozita a prodávat finanční aktiva, protože se obávají, že to samé provedou ostatní účastníci finančních trhů. Finanční panika způsobuje značné ekonomické ztráty (předčasné zastavení investičních projektů, insolvence, „závody“ věřitelů o „vyfouknutí“ aktiv atd.). Tento model finanční krize lze tedy shrnout následovně: **Neočekávaná informace → ↑Obavy investorů a vkladatelů → ↑Run → ↑Finanční panika → ↑Finanční krize.**

Radelet a Sachs demonstrují teorii finanční paniky³⁷ na příkladu asijské finanční krize 90. let. Radelet a Sachs jsou toho názoru, že rozhodujícím faktorem pro propuknutí asijské finanční krize bylo „odjištění spouště“³⁸, což vyvolalo finanční paniku, očekávání velkých ztrát mezi věřiteli a spustilo panický úprk zahraničního kapitálu. Run zahraničních subjektů způsobil výrazné znehodnocení asijských měn, což mělo dále negativní dopad na finanční hospodaření asijských nefinančních a finančních firem. Finanční problémy způsobily další pokles likvidity finančního systému. Navíc neadekvátní doporučení MMF (zprísnění poskytování úvěrů, okamžité uzavírání bank, povinnost neustále dodržovat pravidla kapitálové přiměřenosti) dále prohloubily finanční problémy. Tento model finanční krize lze shrnout následujícím způsobem: **„Odjištění spouště“ → ↑Finanční panika → Panický úprk zahraničního kapitálu → ↓Kurs domácí měny → ↓Insolventnost finančních a**

³⁶ Jednou z možností omezení potencionálního nebezpečí runu na banku je zavedení pojištění depozit.

³⁷ Tzv. teorie antilopího stáda (přirovnání k situaci, kdy do stáda antilop vběhne útočící lev).

³⁸ Radelet a Sachs za „odjištění spouště“ považují rozhodnutí thajské vlády suspendovat činnost 16 finančních společností.

nefinančních firem → ↓Likvidita finančního systému → Neadekvátní doporučení MMF
→ Finanční krize.

1.4.5 Finanční krize vyvolaná splasknutím cenové bubliny

Toto teoretické vysvětlení finanční krize je založeno na **splasknutí cenových bublin**. Za klasické představitele tohoto teoretického přístupu jsou považováni Blanchard a Watson (1982)³⁹ a Shleifer a Summers (1990)⁴⁰.

Blanchard a Watson předpokládají, že racionální cenová bublina vzniká, jestliže investoři nakupují aktiva za vyšší ceny než jsou jejich vnitřní hodnoty v očekávání budoucích kapitálových zisků. Tržní cenu aktiva lze podle Blancharda a Watsona vyjádřit následujícím způsobem:

$$P_t = V H_t + B_t, \text{ kde}$$

P_t je aktuální tržní cena aktiva,

$V H_t$ je vnitřní hodnota,

B_t je racionální cenová bublina.

Spekulativní racionální bublina může v každém období (měřeno jako odchylka ceny aktiv od jejich vnitřních hodnot) pokračovat v dalším růstu, nebo může splasknout. Splasknutí racionální cenové bubliny je neočekávané, avšak ne zcela nepředvídatelné, poněvadž tržní účastníci si uvědomují nebezpečí bubliny a jejich rozdělení pravděpodobností předpokládá i tuto možnost. Splasknutí racionální cenové bubliny aktiv (nemovitostí, zlata nebo akcií) je však spouštěcím mechanismem hluboké finanční krize, poněvadž dojde k prudkému poklesu hodnoty aktiv. Další průběh je pak již zcela standardní. Splasknutí racionální spekulativní bubliny jako příčiny finanční krize lze shrnout následovně:

Splasknutí racionální cenové bubliny → ↓Cena aktiv → Finanční krize.

Shleifer a Summers vysvětlují vytvoření a splasknutí cenových bublin teorií hlučného obchodování⁴¹. Tato teorie představuje alternativní přístup, a to zejména k teorii efektivního trhu. Je založena na dvou základních předpokladech:

³⁹ Blanchard, O.-Watson, M.: Bubbles, Rational Expectations, and Financial Markets. In.: Wachtel, P.: Crises in the Economic and Financial Structure. Lexington Books, 1982.

⁴⁰ Shleifer, A.-Summers, L.H.: The noise trader approach to finance. Journal of Economic Perspectives 4, Spring 1990, ss. 19-23.

⁴¹ Angl. noise trading theory.

- arbitráže na trzích lze realizovat pouze v omezeném rozsahu,
- všichni investoři se nechovají racionálním způsobem.

Shleifer a Summers se domnívají, že finanční trh se skládá ze dvou skupin účastníků: arbitrážerů („smart money“) a ostatních investorů („noise traders“). Arbitrážeri jsou investoři, kteří mají racionální investiční očekávání. Naopak „noise traders“ se často dopouštějí systematických chyb při svém investičním rozhodování. Arbitrážeri hrají rozhodující roli v teorii hlavního směru finanční ekonomie (tedy i v rámci teorie efektivního trhu). Jestliže dva finanční instrumenty mají stejné riziko, pak by měly mít i stejný očekávaný výnos. Pokud tomu tak není, pak arbitrážer dosáhne bezrizikového zisku tím, že prodá finanční instrument s nižším rizikově očištěným výnosem a koupí finanční instrument s vyšším rizikově očištěným výnosem. Arbitrážní transakce přispívají k tomu, že dva perfektní finanční substituty se musí prodávat ve stejném okamžiku za stejnou cenu. Hlavní směr finanční ekonomie je tedy založen na zákonu jedné ceny pro identická aktiva.

Podle teorie hlučného obchodování je však realizace arbitrážních obchodů spojena s určitými problémy. Praktická realizace arbitrážních obchodů není bezriziková. Pramenem prvního rizika jsou fundamentální faktory. Předpokládejme, že finanční instrument je podle názoru arbitrážera na trhu nadhodnocen (tržní cena finančního instrumentu je vyšší než současná hodnota budoucích příjmů), a proto arbitrážer spekuluje na pokles kursu tím, že realizuje prázdný prodej⁴². Arbitrážer je však vystaven riziku změny investičního očekávání, které se týká současné hodnoty budoucích příjmů. Druhým zdrojem rizika je nejistota týkající se budoucí tržní ceny finančního instrumentu. Arbitrážer spekulující na pokles kursů je vystaven nebezpečí, že při uzavírání pozice bude tržní cena vyšší než když byla pozice otevírána.

Na trzích s omezenými možnostmi provádění arbitrážních obchodů hrají výraznou roli nálady investorů. Pouze část investorů se na finančních trzích chová racionálním způsobem a přesně reaguje na nové kursotvorné informace. Část investorů však vykazuje iracionální chování, poněvadž jejich investiční strategie je založena na šumu a populárních modelech. Tuto část investorů označuje Black (1986)⁴³ jako „noise traders“. Chování „noise traders“ není ovlivňováno změnou kursotvorných fundamentálních veličin, ale především investičními chybami. Shleifer a Summers (1990) uvádějí, že „...mnoho strategií založených na pseudo-signálech, šumu a populárních modelech jsou korelovány, což způsobuje agregátní posun poptávky ...“⁴⁴.

Podle stoupenců teorie hlučného obchodování není teorie efektivních trhů adekvátním objasněním chování cen finančních instrumentů. Naopak finanční trhy jsou náchylné jak ke krátkodobým, tak i k dlouhodobým spekulativním vlnám, které způsobují „noise traders“ a které nejsou schopni zvrátit arbitrážeri. Převážení hlučného obchodování pak má negativní

⁴² Prázdný prodej (angl. short selling) je transakce, při které investor spekuluje na pokles tržních cen akciových instrumentů. Klasická investiční spekulace je založena na tom, že instrumenty se koupí za nízký kurs a za vysoký kurs se prodají. Při prázdném prodeji je procedura obrácená: nejdříve se prodá akcie za vysoký kurs a koupí se později zpět kurs nižší. Tento typ transakce je založen na prodeji za vysoký kurs a nákupu za kurs nízký.

⁴³ Black, F.: Noise. Journal of Finance. July 1986, ss.529-543.

⁴⁴ Shleifer, A.-Summers, L.H.: The noise trader approach to finance. Journal of Economic Perspectives, Spring 1990, s.23.

ekonomické dopady, poněvadž zvyšuje dodatečnou volatilitu⁴⁵ cen finančních instrumentů. „Noise traders“ jsou pro finanční trhy zejména nebezpeční tím, že vytvářejí iracionální spekulativní bubliny.

Teorie hlučného obchodování vysvětluje cenové bubliny na finančních trzích na základě iracionálního chování části investičního publika. Při vytváření bubliny dochází k odchýlení správné ceny finančního instrumentu a její tržní ceny. Samozřejmě, že nemůže existovat trvalá diskrepance, a proto musí bublina jednoho dne prasknout. Za klasickou spekulativní bublinu je např. považován rychlý růst akciových kursů v druhé polovině 20. let našeho století. Za druhou spekulativní bublinu je považován enormní nárůst akciových kursů od začátku roku 1987⁴⁶ a prasknutí této bubliny 19. října a propadání kursů v následujících dnech, kdy akcie na většině světových burz dramaticky poklesly. Posledním příkladem cenové bubliny je technologická bublina, která se postupně vytvořila v letech 1997-2000. Klíčový index NASDAQ dosáhl začátkem března roku 2000 hodnoty více než 5000 bodů. Vznik několika významných kursotvorných faktorů (zej. zvýšení inflačních rizik, obavy z cílování cen akcií některými centrálními bankami, restriktivnější politika FEDu, úvahy o rozdělení MICROSOFTu, varování předních analytiků⁴⁷, drastické zdražení ropy, zvýšení zadluženosti světových telekomunikačních společností, zpomalení ekonomického růstu nejvyspělejších ekonomik a nebezpečí ekonomické recese v USA) během několika měsíců zcela změnilo nálady světového burzovního publika. Ještě před pár měsíci nejvíce atraktivní tituly (např. Yahoo, Cisco, Lucent, Nokia, Deutsche Telecom, British Telecom) začala převážná většina investorů vyprodávat, což vedlo ke zhroucení světových technologických trhů. Např. index NASDAQ ztratil během 12 měsíců více než dvě třetiny své hodnoty a německý technologický index NEMAX poklesl o téměř 90 %. Krize technologických akcií se postupně promítla i do ostatních akciových segmentů včetně nově vznikajících trhů.

Splasknutí iracionální cenové bubliny jako příčiny finanční krize lze shrnout následujícím způsobem: ↑Hlučné obchodování → ↑Iracionální cenová bublina → Prasknutí iracionální cenové bubliny → ↓Cena aktiv → Finanční krize.

Cenové bubliny (např. tulipánové bubliny⁴⁸, bubliny cen podílů britské společnosti South Sea Company⁴⁹, bubliny v roce 1929, floridské nemovitostní cenové bubliny⁵⁰, akciových cenových bublin v letech 1929 a 1987) jsou v populární finanční literatuře často vysvětlovány na základě hypotézy „většího pitomce“ (greater fool hypothesis). Tato hypotéza tvrdí, že investoři pokračují v nákupech vysoce nadhodnocených akciových instrumentů, protože jsou přesvědčeni, že na trhu později najdou jiné investory, kteří budou ochotni od nich odkoupit

⁴⁵ Dodatečná volatilita (angl. excess volatility) je kolísání cen, které není vyvoláno změnou fundamentálních veličin.

⁴⁶ Např. na burze v New Yorku byly v říjnu ceny o třetinu vyšší než v lednu 1987, na londýnské burze dokonce o 75 %. Stejně růstové tendence byly zaznamenány na ostatních světových trzích, což lze dokumentovat tím, že světový akciový index vzrostl téměř o 40 %.

⁴⁷ Např. A.Cohen z Goldman Sachs.

⁴⁸ Tulipánová bublina se vytvořila v letech 1634-1637 na nizozemském trhu.

⁴⁹ Spekulativní cenová bublina ve 20. letech 18. století.

⁵⁰ Spekulace na trzích nemovitostí ve 20. letech 20.století.

instrumenty ještě za vyšší tržní ceny. Výstižně to charakterizuje Blake (1995), který uvádí: „... Mnoho investorů pokračuje v nákupech, i když vědí, že tyto cenné papíry jsou silně nadhodnocené, protože věří, že je budou moci prodat dalším investorům (ještě větším bláznům) s velkým ziskem. Potom náhle a bez zjevné příčiny bublina praskne. Od tohoto okamžiku již neexistuje žádný blázen, který by tyto papíry koupil. Nastává hromadná panika a každý se snaží zbavovat držení těchto cenných papírů. Ceny padají až na svoji vnitřní hodnotu. Když dosáhne hodnoty srovnatelné se svoji vnitřní hodnotou, je pak po bublině...“⁵¹. Blake dále tvrdí, že „... Mnoho lidí věří, že krach v roce 1987 může být vysvětlen tímto způsobem. Například Alan Greenspan, guvernér FEDu, řekl: „Krach byla nehoda, která musela přijít. Ceny akcií nakonec dosáhly hodnot, které vyšponovaly k nedůvěře, očekávání růstu reálných příjmů a poklesu diskontních sazeb. Něco se muselo stát. Kdyby se to nestalo v říjnu, stalo by se to o něco později“. Podobně Nicholas Goodison, předseda londýnské burzy cenných papírů, řekl: „Mnoho z nás říkalo během těchto nákupních měsíců, že na fundamentálním základě je světový trh akcií oceňován příliš optimisticky“....“⁵².

1.4.6 Finanční krize vyvolaná selháním trhu

V soudobé finanční a peněžní ekonomii existuje poměrně silný směr (např. Akerlof a Romer/1994/⁵³, Krugman /1998/⁵⁴ nebo Mishkin /1999/⁵⁵), spatřující příčiny finančních krizí v tržním selhání finančního systému. Tržní mechanismus nefunguje v tomto sektoru ekonomiky neoklasicky optimálně, ale naopak finanční systém je náchylný k tržnímu selhání, což se projevuje zejména výskytem informační asymetrie.

Efektivní fungování finančních trhů předpokládá participaci dokonale informovaných účastníků. Avšak na selhávajících trzích dochází k tomu, že různí účastníci disponují více či méně úplnými soubory informací nebo mají odlišnou schopnost informace vyhodnotit (informační asymetrie). Úplné informace jsou rozhodujícím předpokladem efektivní alokace úspor ve finančním systému. Informační asymetrie se na finančních trzích projevuje buď ve formě nepříznivého výběru⁵⁶, nebo výskytem morálního hazardu⁵⁷.

⁵¹ Blake, D.: Analýza finančních trhů. Grada, Praha, 1995, s.593.

⁵² Blake, D.: Analýza finančních trhů. Grada, Praha, 1995, s.593.

⁵³ Akerlof, P.-Romer, P.: Looting: The Economic Underworld of Bankruptcy for Profit. NBER, Working Paper, No. 1869, April 1994.

⁵⁴ Krugman, P. What happened to Asia? MIT Cambridge, January, 1998.

⁵⁵ Mishkin, F.S.: Lessons from the Asian Crisis. NBER, Working Paper, No.7102, April 1999.

⁵⁶ Nepříznivý výběr je proces, podmíněný existencí asymetrické informace na finančním trhu. Způsobuje, že méně žádoucí (méně kvalitní) subjekty se častěji zúčastní finančních operací než subjekty žádoucí (více kvalitní).

⁵⁷ Morální hazard je situace, kdy informovaný subjekt při maximalizaci svého užítku na finančním trhu snižuje užitek neinformovaných subjektů a nenese za to plné následky.

Akerlof a Romer jsou toho názoru, že finanční krize vznikají tehdy, jestliže banky jsou schopné získávat úvěrové zdroje na základě implicitní⁵⁸ nebo explicitní státní garance⁵⁹ těchto depozit. Pokud nejsou banky dostatečně kapitalizovány a/nebo neefektivně regulovány, mohou banky úvěrové zdroje používat na úvěrování vysoce rizikových nebo dokonce nelegálních aktivit. Akerlof a Romer se domnívají, že „ekonomie drancování“⁶⁰, ve které banky využívají státního krytí k odcizování depozit, je zcela běžná a hraje klíčovou roli při vzniku finančních krizí. Scénář finanční krize je podle Akerlofa a Romera jednoduchý: **Explicitní a implicitní státní garance za bankovní depozita → ↑Bankovní depozita → ↑Morální hazard bank → ↑Finanční krize.**

Krugman vysvětluje příčinu asijské finanční krize v selhání trhu. Nadměrná spekulace bank spojená s odcizováním depozit byla umožněna tím, že banky získaly rozsáhlý přístup k zahraničním a tuzemským vkladům na základě státní garance těchto depozit. A následující scénář je obdobný jako v modelu Akerlofa a Romera: **Explicitní a implicitní státní garance za bankovní depozita → ↑Bankovní depozita → ↑Morální hazard bank → Finanční krize.**

Rovněž **Mishkin** spatřuje primárně příčinu finančních krizí ve výskytu informační asymetrie. Masové rozšíření tržních nedokonalostí ve formě nepříznivého výběru a morálního hazardu ve spojitosti s finanční liberalizací se projevuje dramatickým zhoršením kvality aktiv bank a nebankovních institucí. Ekonomika může podle Mishkina upadnout do finanční krize jednou z následujících cest: a) snížení kvality úvěrového portfolia přinutí banky omezit poskytování úvěry v zájmu splnění pravidel kapitálové přiměřenosti, což se projeví v „chřupnutí úvěrů“⁶¹; zastavení úvěrování má katastrofální důsledky nejen pro dlužníky bank, ale i s určitým časovým zpožděním pro samotné banky; b) snížení kvality úvěrového portfolia vyvolá měnovou (devizovou) krizi. Poněvadž centrální banka obtížně brání fixní měnový kurs proti útoku devizových spekulantů slovními a přímými intervencemi, použije centrální banka razantnější nástroj ve formě úrokových intervencí a drasticky zvýší klíčové úrokové sazby. Vzestup úrokových nákladů však prohlubuje problémy dlužníků, čímž se dále zhoršuje kvalita úvěrového portfolia bankovních institucí. Vznik a průběh finanční krize podle Mishkina je následující:

Informační asymetrie + Finanční liberalizace → ↓Hodnota aktiv bank → :

Var. A: ... → „Chřupnutí úvěrů“ → ↓Finanční zdroje dlužníků bank → ↓Podnikání → ↓Bonita dlužníků → ↓Hodnota aktiv bank → Bankovní krize → Finanční krize.

Var. B: ... → Měnová (devizová) krize → ↑Úroky → ↑Finanční náklady dlužníků → ↓Bonita dlužníků → ↓Hodnota aktiv bank → Bankovní krize → Finanční krize.

⁵⁸ Implicitní státní garance depozit je dána spřízněností bank s mocenskými strukturami a realizovanou regulační nebo vládní politikou typu too-big-to-fail.

⁵⁹ Explicitní státní garance depozit vzniká v důsledku zavedení pojištění depozit.

⁶⁰ Angl. „economics of looting“.

⁶¹ Angl. „credit crunch“.

1.4.7 Finanční krize vyvolaná nadměrným přílivem zahraničního kapitálu

Převážná většina studií **Mezinárodního měnového fondu** (1997⁶², 1998⁶³, 1998⁶⁴) spatřuje základní příčinu asijských finančních krizí v **nadměrném přílivu zahraničního kapitálu**. Postižené země se do určité míry staly obětí vlastního úspěchu. Úspěšné ekonomické reformy a dlouhodobý ekonomický růst podporovaly masivní příliv zahraničního kapitálu. Avšak zejména způsob realizace měnové politiky a institucionální uspořádání ekonomiky výrazně zaostaly za požadavky, které na nově vznikající ekonomiky kladl obrovský příliv zahraničního kapitálu, což se plně projevilo v období zvýšené finanční nejistoty. K těmto základním faktorům se ještě připojily další faktory (přehřátí ekonomik, křehké finanční instituce, informační asymetrie, vládní selhání, podcenění rizik zahraničními investory), což přispělo k propuknutí finanční krize. Podle MMF je scénář finanční krize (zejména asijské finanční krize) následující: **↑Zahraněční kapitál + Měnové a institucionální problémy → ↑Finanční nejistota → Negativní faktory → Finanční krize**.

Deutsche Bank (1998)⁶⁵ vychází obdobného pojetí asijské finanční krize, přičemž však výzkumníci této německé banky berou v úvahu ještě další faktory. Za nejdůležitější příčinu asijské finanční krize spatřuje Deutsche Bank finanční nerovnováhu, což způsobilo nelikviditu bankovního a nebankovního průmyslu. Finanční nerovnováha vznikla tím, že:

Nastala prudká úvěrová expanze, vedoucí k výraznému zadlužení podnikového sektoru.

Příliv zahraničního krátkodobého kapitálu způsobil výraznou nerovnováhu v měnové a časové struktuře aktiv a pasiv bankovních a nebankovních subjektů.

Neefektivní regulace finančního sektoru snižovala účinnost efektivní alokace peněžních prostředků.

Znehodnocení domácích měn zvýšil kapitálové náklady tuzemských firem.

Deutsche Bank se tedy domnívá, že v případě asijské finanční krize platí, že: ↑Bankovní úvěry + ↑Zahraněční kapitál → Finanční nerovnováha → Finanční krize.

1.4.8 Finanční krize vyvolaná institucionální nedokonalostí ekonomiky

V moderní peněžní a finanční teorii jsou příčiny finančních krizí zkoumány také v oblasti **institucionální nedokonalosti ekonomického systému**. Postupně prozkoumáme souvislost

⁶² IMF: Capital Flow Sustainability and Speculative Currency Attacks. Finance & Development, December 1997.

⁶³ IMF: World Economic Outlook, May 1998.

⁶⁴ IMF: The Asian Crises - Causes and Cures. Finance & Development, June 1998.

⁶⁵ Deutsche Bank. Asia's Debt Crisis: Causes, Consequences and Lessons. Global Emerging Markets, Asia Special Crises, June 1998.

mezi ochranou práv vnějších investorů, neefektivním vypořádáním dluhů, „kamarádským“ kapitalismem⁶⁶ a finančními krizemi.

Johnson /1999/⁶⁷ je toho názoru, že existuje přímá souvislost mezi **ochranou vnějších investorů** a výskytem finančních krizí. Nedostatečná ochrana vnějších investorů a nepříznivá kursotvorná očekávání způsobují masivní výprodej finančních instrumentů vnějšími investory, což vede ke zhroucení tržních cen investičních instrumentů a problémům finančních a investičních zprostředkovatelů, čímž v ekonomice vypuká finanční krize.

Na finančních trzích jsou minoritní akcionáři a věřitelé vystaveni enormnímu riziku vyvlastnění ze strany majoritních akcionářů. Jestliže vnější investoři financují soukromou deficitní jednotku (firmu), pak se vystavují značnému nebezpečí, že výnos z jejich investic nebude nikdy efektivně realizován, poněvadž insideři (majoritní akcionáři a manažeři) si jej nelegálně přivlastní. Vyvlastnění se může uskutečnit jednou z následujících forem:

- zcizení zisku a aktiv,
- prodej aktiv spřátelené firmě pod tržní cenou,
- přeplácení manažerů nebo
- instalování spřátelených a nekvalifikovaných osob do správních orgánů firmy.

Výše uvedené formy však znamenají, že insideři sami využívají výnosy a aktiva firmy k vlastnímu prospěchu, a to na úkor vnějších investorů, kterým však užítky také částečně náležejí. Pokud dojde na finančních trzích k masivnímu vyvlastňování výnosů a aktiv vnějších investorů, pak se zcela ztrácí důvěra ve finanční systém. Jak lze omezit vyvlastňování vnějších investorů? La Porta, López-de-Silanes, Shleifer a Vishny (1999)⁶⁸ uvádějí, že „... klíčovým mechanismem ochrany vnějších investorů je právní systém (právní normy a jejich vynucování) ...“. Pokud práva investorů (např. hlasovací práva akcionářů, reorganizační a likvidační práva věřitelů) jsou rozsáhlá a současně efektivně vynutitelná privátními institucemi, regulatorními orgány nebo soudy, pak jsou vnější investoři ochotni financovat deficitní jednotky. Jestliže však právní systém nedostatečně chrání vnější investory, pak i trhy cenných papírů jsou nedostatečně rozvinuté. Neoklasická finanční ekonomie (např. Stigler /1964/⁶⁹ nebo Easterbrook a Fischel /1991/⁷⁰ se však domnívá, že účastníci na trzích cenných papírů jsou dostatečně sofistikovaní, a tudíž nepotřebují regulatorní vynucování privátních finančních kontraktů. Nejnovější empirické studie však vrhají stín pochybnosti na názory neoklasické finanční ekonomie. La Porta, López-de-Silanes, Shleifer a Vishny (1998)⁷¹ analyzovali klíčové právní normy a jejich vynucování, ochraňující vnější investory ve 49 zemích. Dospěli k závěru, že **nejúčinnější ochranu vnějších investorů poskytuje právní systém zvykového práva**. Naopak zcela nedostatečnou ochranu vnějších investorů zabezpečuje občanské právo v různých podobách. Souvislost mezi nedostatečnou ochranou

⁶⁶ Angl. „crony“ capitalism.

⁶⁷ Johnson, S.: Does Investor Protection Matter? Evidence from Germany's Neuer Markt, MIT, 1999.

⁶⁸ La Porta, R.-López-de-Silanes, F.-Shleifer, A.-Vishny, R.: Investor Protection and Corporate Governance. Harvard University, December, 1999.

⁶⁹ Stigler, G.: Public Regulation of the Securities Market. Journal of Business 37, 1964.

⁷⁰ Easterbrook, F.-Fischel, D.: The Economic Structure of Corporate Law. Harvard University Press, 1994.

⁷¹ La Porta, R.-López-de-Silanes, F.-Shleifer, A.-Vishny, R.: Capital Markets and Legal Institutions. Harvard University, May 1998.

práv vnějších investorů a finančními krizemi můžeme shrnout následujícím způsobem: **Nedostatečná ochrana práv vnějších investorů + ↑Negativní kursotvorné informace → ↑Prodej aktiv → ↓Cena aktiv → ↓Hodnota aktiv finančních a investičních zprostředkovatelů → Finanční krize.**

Negativní vliv **neefektivního vypořádání dluhů** na finanční systém zdůrazňuje zejména **Sachs (1995)**⁷². Neefektivní vypořádání dluhů se vyskytuje v situaci, jestliže nesolventní deficitní jednotka (dlužník) buď vyprovokuje chamtivé závody věřitelů, kteří se snaží zachránit co nejvíce zapůjčených peněžních prostředků, nebo vyvolá nucenou likvidaci, i když tržní hodnota dlužníka jako aktivně produkujícího podniku je vyšší než jeho likvidační hodnota. Neefektivní vypořádání dluhů je způsobeno špatně průchodným konkursním řízením, poněvadž nelze využít přínosu ze společného koordinovaného postupu většiny věřitelů. Kolaps vypořádání dluhů může vyústit až do finanční krize, což lze demonstrovat následujícím způsobem: **Neefektivní vypořádání dluhů → ↑Závody věřitelů → ↑Nucené likvidace → Finanční krize.**

Vliv „**kamarádkého**“ **kapitalismus** na finanční trh objasňuje **Dooley (1997)**⁷³. Implicitní státní garance na základě přátelských vztahů mezi státními institucemi a finančními firmami nejen způsobuje nevýkonnou správu podniků, ale zejména přispívá k alokační neefektivnosti. Alokace peněžních prostředků se neuskutečňuje na základě principů ziskovosti a návratnosti, ale především na základě „kamarádkých“ principů. „Kamarádká“ úvěrová politika bank a neúčinná regulace bank má negativní dopad na kvalitu úvěrového portfolia bank. Pokud „kamarádký“ kapitalismus nabude značného rozsahu, pak se tato skutečnost odrazí v nízké kvalitě úvěrového portfolia bank, což může vyústit až do hluboké finanční krize, což vyjádříme následujícím způsobem: **„Kamarádký“ kapitalismus + Neúčinná regulace → „Kamarádké“ úvěrové principy → ↓Hodnota bankovních úvěrů → Finanční krize.**

1.4.9 Finanční krize vyvolaná hospodářskými cykly a strukturálními problémy

Hutchinson a McDill (1999)⁷⁴ považují **kolísání reálného výstupu ekonomiky** za jeden z hlavních faktorů, ovlivňující zdraví finančního systému. Dlouhodobý ekonomický vývoj zpravidla probíhá v hospodářských cyklech, obsahující recesi, sedlo, expanzi a vrchol. I když průběh jednotlivých hospodářských cyklů není identický, lze vysledovat určité společné charakteristiky. Nás především zajímá, jak se chová ekonomika v období recese. Scénář bývá obvykle následující:

⁷² Sachs, J.: Do We Need an International Lender of Last Resort? Princeton, April 1995.

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

⁷⁴ Hutchison, M.-McDill, K.: Are All Banking Crises Alike? The Japanese Experience in International Comparison. NBER, Working Paper 7253, July 1999.

- prudce klesá poptávka po dlouhodobých statcích domácí spotřeby, zvyšují se jejich zásoby, producenti snižují jejich produkci, klesá reálný výstup ekonomiky, firmy omezují investice, klesá poptávka po úvěrech,
- firmy zkracují pracovní dobu a propouštějí, zvyšuje se nezaměstnanost,
- pokles reálného výstupu ekonomiky snižuje poptávku po komoditách a surovinách, čímž klesají jejich ceny,
- podnikové zisky prudce klesají, snižuje se platební schopnost podniků, klesá hodnota bankovních úvěrů, banky upadají do ztrát, zvyšuje se zranitelnost finančního systému.

Konjunktura je zrcadlovým obrazem recese, pouze uvedené veličiny se chovají opačně. Z předchozího scénáře je patrné, že **finanční odvětví patří mezi cyklická odvětví**, vykazující prosperitu v období expanze. Naopak do značných problémů se finanční průmysl dostává v období recese ekonomiky. Hluboká recese, vyznačující se výrazným poklesem reálného výstupu ekonomiky, velkým počtem bankrotů a dlouhou dobou trvání, je bezprostřední příčinou finanční krize.

Velmi užitečnou studii o chování akcií jednotlivých odvětví v jednotlivých fázích provedla makléřská firma Merrill Lynch⁷⁵. Mezi akcie finančního průmyslu byly zahrnuty akcie bank, pojišťoven a diverzifikovaných firem finančních služeb. Nejlepší výkonnost akcií finančního průmyslu byla pozorována v poslední fázi vzestupného trendu a v ranném sestupném akciovém trendu. Poměrně špatných kursových výsledků u těchto akcií je dosahováno v počáteční fázi vzestupného akciového trendu.

Pokud shrneme vliv hospodářského cyklu na finanční sektor, lze toto provést následujícím způsobem:

↓Spotřebitelská poptávka → ↑Zásoby → ↓Produkce podniků → ↓Reálný výstup → ↓Investice → ↓Poptávka po úvěrech → ↓Pracovní doba → ↓Počet zaměstnanců → ↑Nezaměstnanost → ↓Spotřebitelská poptávka → ↓Produkce podniků → ↓Zisky podniků → ↓Bonita dlužníků → ↓Hodnota bankovních úvěrů → ↓Finanční krize.

Finanční krize může být také vyvolána **strukturální (odvětvovou) krizí ekonomiky**. Nedostatečná odvětvová diverzifikace národní ekonomiky představuje potencionální nebezpečí vzniku dlouhodobé strukturální krize. Pokud podniky se převážně refinancují na domácích finančních trzích, pak propuknutí strukturální (odvětvové) krize se velmi rychle promítne v problémech finančního sektoru. Musíme si uvědomit, že odvětví procházejí určitými životními cykly. Grodinsky (1953)⁷⁶ rozděluje životní cyklus odvětví do 3 etap:

- pionýrská etapa,
- etapa rozvoje a
- etapa stabilizace.

V pionýrské etapě dochází k prudkému vzestupu poptávky po výstupu odvětví, což umožňuje dosahovat velmi vysoký dodatečný zisk. Ziskové příležitosti však způsobují příliv nových subjektů do odvětví. V odvětví se velmi rychle mění relativní postavení jednotlivých firem a značně kolísají jejich zisky.

⁷⁵ Merrill Lynch, Pierce, Fenner and Smith. In.: Cohen, J.B.-Zinbarg, E.D.-Zeikel, A.: Investment analysis and portfolio management. Irwin, 1982, s.258.

⁷⁶ Grodinsky, J.: Investments. Ronald Press, New York, 1953, ss.64-89.

V etapě rozvoje se již setkáváme pouze s firmami, které přežily pionýrskou etapu. Odvětví se stabilizuje, jednotlivé akciové společnosti se stávají silnější, a to jak podílem na celkovém výstupu odvětví, tak i na finančních zdrojích.

V etapě stabilizace získávají dominantní postavení zavedené společnosti, čímž jsou jejich zisky vysoce stabilní. Postupně však odvětví ztrácí schopnost dalšího růstu a dochází ke „skrytému zastarávání“. Odvětví buď definitivně zaniká, nebo pouze dočasně stagnuje před zahájením nové pionýrské etapy. Jestliže v ekonomické struktuře mají významné postavení zanikající odvětví, financované z domácích finančních zdrojů, pak se vytvářejí ideální předpoklady pro vypuknutí finanční krize.

Souvislost mezi strukturální (odvětvovou) krizí ekonomiky a finanční krizí ekonomiky můžeme shrnout následujícím způsobem: **Nedostatečná odvětvová diverzifikace ekonomiky → Zánik odvětví → Odvětvová krize → Finanční krize.**

1.4.10 Finanční krize vyvolaná skupinou faktorů

Nejen Goldstein a Turner (1996)⁷⁷, ale i další ekonomové /např. Caprio a Klingebiel (1996)⁷⁸ nebo Meltzer (1995)⁷⁹/ jsou toho názoru, že finanční krize nejsou vyvolány jedním nebo několika málo faktory, ale celou skupinou příčin.

Goldstein a Turner považují za nejdůležitější příčiny finančních krizí makroekonomickou volatilitu; úvěrovou expanzi, krach cen aktiv a útěk zahraničního kapitálu; odlišnou denominaci aktiv a závazků; neadekvátní přípravu na finanční liberalizaci; nadměrnou státní angažovanost; nedokonalosti v účetním, informačním a právním prostředí; nefunkční systém podniků; neadekvátní měnový režim. Většina těchto faktorů již byla objasněna v předchozím textu. V této části výzkumné studie proto vysvětlíme pouze vliv makroekonomické volatility a odlišné denominace aktiv a závazků na finanční sektor.

Finanční instituce jsou značně citlivé na *makroekonomickou volatilitu*, která se projevuje výrazným kolísáním směnných relací (angl. terms of trade), úrokových sazeb, reálných měnových kursů, inflace a hrubého domácího produktu. Zvýšená makroekonomická volatilita značně komplikuje finanční, investiční nebo úvěrové rozhodování, což může vyústit až do značných problémů finančních institucí. S vysokým kolísáním klíčových makroekonomických veličin se zejména potýkají finanční instituce na nově vznikajících trzích, o čemž svědčí některé údaje v níže uvedené tabulce.

⁷⁷ Goldstein, M.-Turner, P.: Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options. BIS, Economic Papers, No. 46, October 1996.

⁷⁸ Caprio, G.-Klingebiel, D.: Bank Insolvency: Bad Luck, Bad Policy, or Bad Banking? World Bank, Washington, April 1996.

⁷⁹ Meltzer, A.: Sustaining Safety and Soundness: Supervision, Regulation, and Financial Reform. World Bank, Washington, December 1995.

Tab. 4. Volatilita makroekonomických indikátorů a bankovních ukazatelů (1980-95)

Země	Volatilita (směrodatná odchylka v %)	HDP Volatilita (směrodatná v %)	inflace odchylka % z HDP)	Bankovní depozita (v % z HDP)
Argentina	5,5	860,0		23,5
Chile	5,8	7,5		20,9
Brazílie	3,7	767,6		20,7
Mexiko	4,2	39,4		33,2
Venezuela	4,9	21,9		12,7
USA	2,1	3,1		4,4
Japonsko	1,8	2,0		2,5
Německo	1,8	1,9		5,4

Pramen: Goldstein,M.-Turner,P.: Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options. BIS, Economic Papers, No.46, October 1996, s.12.

Výrazně odlišná *denominace aktiv a závazků* bank a nebankovních institucí je často spouštěcím mechanismem hluboké finanční krize. Financování bank a nebank prostřednictvím zahraničního krátkodobého kapitálu a nezajištěné měnové riziko je ideálním předpokladem pro vypuknutí hluboké finanční krize.

LITERATURA k 1. kapitole

Akerlof,P.-Romer,P.: Looting: The Economic Underworld of Bankruptcy for Profit. NBER, Working Paper, No.1869, April 1994.

Bankovní a finanční slovník. Nakladatelství Svoboda-Libertas, Praha, 1993.

Benston, G.J. - Kaufman, G.G.: Is the Banking and Payments System Fragile? Journal of Financial Services Research, 9, 1995.

Black,F.: Noise. Journal of Finance. July 1986.

Blake,D.: Analýza finančních trhů. Grada, Praha, 1995.

Blanchard,O.-Watson,M.: Bubbles, Rational Expectations, and Financial Markets. In.: Wachtel,P.: Crises in the Economic and Financial Structure. Lexington Books, 1982.

Bordo,M.D.: Financial Crises: Lessons from History. The Fifth Garderen Conference on International Finance. Erasmus Universiteit, Rotterdam, April, 1987.

Bosworth,B.: The Asian Crisis in Context. International Finance, Vol.1, No.2, December 1998.

Buch, C.M.: Creating Efficient Banking Systems: Theory and Evidence Eastern Europe. Kiel Institute of World Economics, 277, 1996.

Caprio,G.-Klingebiel,D.: Bank Insolvency: Bad Luck, Bad Policy, or Bad Banking? World Bank, Washington, April 1996.

Desai, R.: Large Bank Finance and the Limits of Mass Privatization in Eastern Europe: The Case of the Czech Republic. Harvard University, 1996.

Deutsche Bank: Asia's Debt Crisis: Causes, Consequences and Lessons. Global Emerging Markets, Asia Special Crises, June 1998.

Diamond,D.-Dybvig,P.: Bank Runs, Liquidity and Deposit Insurance. Journal of Political Economy, 91, 1983.

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

Dvořák,P.: Komerční bankovníctví pro bankéře a klienty. Linde, Praha, 1999.

Eastbrook,F.-Fishcel,D.: The Economic Structure of Corporate Law. Harvard University Press, 1994.

Eichengreen,B.-Portes,R.: The Anatomy of Financial Crises. In.: Portes,R.-Swoboda,K.: Threats to International Financial Stability. Cambridge University Press, Cambridge, 1987.

Finanční slovník. Nakladatelství Svoboda, Praha, 1973.

Fisher,I.: Booms and Depressions. Adelphi, New York, 1932.

Fisher,I.: The Debt Deflation Theory of Great Depressions. Econometrica, 1, 1933.

Goldstein, M. - Turner, P.: Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options. BIS Economic Papers, 46, 1996.

Goodhart, Ch. - Delargy, P.J.R.: Financial Crises. International Finance. December 1998.

Grodinsky,J.: Investments. Ronald Press, New York, 1953.

Hermes, N. - Lensink, R.: Financial System Development in Transition Economies. Journal of Banking and Finance, 24, 2000.

Hutchison,M.-McDill,K.: Are All Banking Crises Alike? The Japanese Experience in International Comparison. NBER, Working Paper, No.7253, July 1999.

IMF: Capital Flow Sustainability and Speculative Currency Attacks. Finance & Development, December 1997.

IMF: World Economic Outlook. May, 1998.

IMF: The Asian Crises - Causes and Cures. Finance & Development, June 1998.

Johnson, S. - La Porta, R. - Lopez, F. - Shleifer, A.: Tunneling. 2000, nepublikovaný text.

Johnson, S.: Does Investor Protection Matter? Evidence from Germany's Neuer Markt. Cambridge, 1999.

Jonáš, J.: Bankovní krize a ekonomická transformace. Management Press, Praha, 1998.

Jílek,J.: Finanční rizika. Grada, Praha, 2000.

Kaminsky,G.L.-Rienhart,C.M.: The Twin Crises: the Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems'. International Finance Discussion Papers, No.544. The Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 1996.

Kindleberger,Ch.P.: Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises. McMillan, London, 1996.

Kindleberger,C.P.-Laffargue,J.P.: Financial Crises: Theory, History and Policy. Cambridge University Press, Cambridge, 1982.

Krugman,P.: A Model of Balance of Payments Crisis. Journal of Money, Credit and Banking, 11, 1979.

Krugman,P.: What Happend to Asia? MIT Cambridge, January, 1998.

La Porta, R. - Lopez, F. - Shleifer, A.: Corporate Ownership around the World. Journal of Finance, 54, 1999.

La Porta, R. - Lopez, F. - Shleifer, A. - Vishny, R.: Investor Protection and Corporate Governance. Harvard University, 1999.

Meltzer,A.: Sustaining Safety and Soundness: Supervision, Regulation, and Financial Reform. World Bank, Washington, December 1995.

Mervart,J.: České banky v kontextu světového vývoje. Nakladatelství Lidové noviny, Praha, 1998.

Miles, C.M.: The Asian Crisis: Experiences and Lessons for Home and Host Supervisor. LSE, Financial Market Group, 1999.

Minsky,H.P.: Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster. Reappraisal of the Federal Reserve Discount Mechanism, 3, June 1972.

Minsky,H.P.: Financial Factors in the Economics of Capitalism. Journal of Financial Services Research, 9, 1995.

Mishkin,F.S.: Ekonomie peněz, bankovníctví a finančních trhů. Druhé vydání. Finance a úvěr, 1991, s.50.

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

Musílek,P.: Finanční trhy a investiční bankovníctví. ETC Publishing, Praha, 1999.

Obstfeld,M.: Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payments Crises. American Economic Review, March, 1996.

Pleskovic,B.: Annual World Bank Conference on Development Economics 1996. World Bank, Washington, 1996.

Radelet,S.-Sachs,J.: The Onset of the East Asian Financial Crisis. NBER, Working Paper 6680, August 1998.

Revenda,Z.: Centrální bankovníctví. Management Press, Praha, 1999.

Revenda,Z.-Mandel,M.-Kodera,J.-Musílek,P.-Dvořák,P.-Brada,J.: Peněžní ekonomie a bankovníctví. Management Press, Praha, 2000.

Rojaz, L. - Suarez, S. - Weisbrod, R.: Financial Fragilities in Latin America: The 1980s and 1990s. IMF Occasional Paper, 132, 1995.

Sachs,J.: Do We Need an International Lender of Last Resort? Princeton, April 1995.

Scholtens, B. Financial Regulation and Financial System Architecture in Central Europe. Journal of Banking and Finance, 24, 2000.

Shleifer,A.-Summers,L.H.: The Noise Trader Approach to Finance. Journal of Economic Perspectives 4, Spring 1990.

Simonson, D.: Czech Bank Privatization and Financial System Efficiency. University of New Mexico, 1999.

- Singh, A.: Financial Liberalisation, Stockmarkets and Economic Development. *Economic Journal*, 107, 1997.
- Slovník Bankovníctví, pojišťovnictví a kapitálových trhů. Nakladatelství Public History, Praha, 1998.
- Stigler, G.: Public Regulation of the Securities Market. *Journal of Business* 37, 1964.
- Wurgler, J.: Financial Markets and the Allocation of Capital. *Journal of Financial Economics*, 2000.
- Hoggart, G. - Reis, R. - Saporta, V.: Cost of Banking System Instability: Some Empirical Evidence. Bank of London, London, 2001.
- Goodhart, Ch. - Illing, Ch.: Financial Crises, Contagion, and the Lender of Last Resort. A Reader. Oxford University Press, Oxford, 2002.
- Fane, G.: Capital Mobility, Exchange Rates and Economic Crises. Edward Elgar, Cheltenham, 2000.
- Brunnermeier, M. K.: Asset Pricing under Assymmetric Information. Bubbles, Crashes, Technical Analysis, and Herding. Oxford University Press, Oxford, 2001.
- Dimson, E. - Marsh, P. - Stauton, M.: Triumph of the Optimists. Princeton University Press, Princeton, 2002.

2. MATEMATICKÉ MODELY BANKOVNÍCH KRIZÍ

Úvod

Když v roce 1983 uveřejnili D.V. Diamond a P. H. Dybvig svoji práci *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity* nastalo nové období zkoumání bankovních a finančních krizí. Oba autoři nezkoumali tradiční příčiny, jako jsou např. špatné bankovní půjčky, ale vycházeli ze systémových vztahů mezi bankami a investory. Banky jsou vždy zranitelné vůči neočekávaným výběrům a je otázkou, jaký systém minimalizuje možný krach banky. Ukazuje se však, že nejstabilnější systémy (např. autarky) vedou k velmi neefektivním řešením, zatímco systémy dávající paretoovsky optimální řešení jsou rovněž citlivé na náhlé změny priorit investorů ohledně výběru depozit.

V tomto příspěvku si ukážeme několik matematických modelů a budeme diskutovat jejich vzájemné vztahy ohledně maximalizace očekávaného užítku a rizika vedoucího k bankovním runům.

2.1 Popis modelu

Uvažujme ekonomiku s třemi časovými periodami, kontinuem agentů a jedním druhem zboží. Každý agent vlastní na počátku ($t = 0$) jednu jednotku zboží, kterou může konzumovat v čase $t = 1$ nebo v čase $t = 2$. Všichni agenti jsou na počátku identičtí tzn. mají stejnou užítkovou funkci. V čase $t = 1$ jsou však vystaveni šoku likvidity. To znamená, že s pravděpodobností p budou konzumovat dříve v čase $t = 1$ (netrpěliví spotřebitelé) a s pravděpodobností $q = 1 - p$ budou konzumovat později v čase $t = 2$ (trpěliví spotřebitelé). Užitek netrpělivých spotřebitelů tedy bude $u(c_1)$ a užitek trpělivých spotřebitelů bude $u(c_2)$. Na počátku však agent neví, jakým typem se stane, a proto jeho (očekávaný) užitek je

$$U = pu(c_1) + \rho qu(c_2), \quad (1)$$

kde $\rho < 1$ je diskontní faktor.

Zboží je možno mezi jednotlivými daty bez nákladů skladovat a nebo (dlouhodobě) investovat od času $t = 0$ do času $t = 2$ s výnosem $R > 1$. Pokud se však agent rozhodne investici přerušit v čase $t = 1$, bude jeho výnos $L < 1$.

Autarky

Autarky odpovídá situaci, kdy neexistuje trh mezi jednotlivými agenty. Každý agent nezávisle vybere v čase $t=0$ velikost investice I a zbytek $1-I$ skladuje. Pokud se rozhodne konzumovat v čase $t=1$, pak je investice likvidována (s výnosem L) a spotřeba

$$c_1 = LI + 1 - I. \quad (2)$$

Pokud agent zůstane trpělivý a bude konzumovat v čase $t=2$, pak

$$c_2 = RI + 1 - I. \quad (3)$$

Spotřebitelé vybírají (v čase $t=0$) I tak, aby maximalizovali očekávaný užitek (1) za podmínek (2) a (3).

Vidíme, že $c_1 \leq 1$ a $c_2 \leq R$, z nichž alespoň jedna nerovnost je splněna jako ostrá. Toto řešení je neefektivní a může být zlepšeno zavedením finančního trhu, což si ukážeme v další části.

2.2 Otevření finančního trhu

Nyní předpokládejme, že v čase $t=1$ se otevře trh dluhopisů. Každý investor má možnost směnit p jednotek zboží za příslib obdržení jedné jednotky zboží v čase $t=2$. Spotřeba v obou časech je následující

$$c_1 = pRI + 1 - I$$

$$c_2 = RI + \frac{1-I}{p}$$

Netrpělivý spotřebitel místo likvidace investice v čase $t=1$ prodá RI dluhopisů a trpělivý spotřebitel koupí (namísto skladování do příští periody) $1 - \frac{I}{p}$ dluhopisů. Jelikož $pc_2 = c_1$ a užitek spotřebitele může mít pouze netriviální maximum když $pR = 1$, bude optimální alokace

$$c_1 = 1$$

$$c_2 = R$$

což paretoovsky dominuje *autarky*. Toto řešení však není obecně paretoovsky optimální.

2.3 Optimální symetrické řešení

Optimální symetrická alokace je získána jako řešení následujícího problému

$$\max_{c_1, c_2, I} U = pu(c_1) + \rho qu(c_2)$$

za podmínek

$$pc_1 = 1 - I \tag{4}$$

$$qc_2 = RI \tag{5}$$

Dosazením za c_1 a c_2 z (4), (5) a derivováním podle I dostáváme podmínku prvního řádu pro optimum

$$-u'(c_1^*) + \rho Ru'(c_2^*) = 0$$

Až na speciální případ, tržní alokace $c_1^* = 1, c_2^* = R$ z předchozí části nevyhovuje této podmínce, a tedy optimální symetrické řešení dává vyšší očekávaný užitek. Navíc za rozumného předpokladu $u'(1) = \rho Ru'(R)$ dostane netrpělivý spotřebitel více než v tržní alokaci ($c_1^* > 1$) a trpělivý spotřebitel méně ($c_2^* < R$)

Realizace optimální alokace je následující: Banky shromažďují depozita od jednotlivých agentů a část dlouhodobě investují do času $t = 2$. Agentům nabízí depozitní kontrakt (c_1, c_2) značící spotřebu v odpovídajících časech $t = 1, 2$. Agent se může rozhodnout, zda bude realizovat spotřebu v čase $t = 1$ nebo v čase $t = 2$ (není možná spotřeba v obou časech). Konkurence mezi bankami vede k situaci, že nabízený kontrakt odpovídá optimální alokaci (c_1^*, c_2^*) .

Naskýtá se otázka stability tohoto systému (*fractional reserve banking system*). Je zřejmé, že závisí na důvěře trpělivých agentů, že banka bude schopna splnit své závazky. Pokud mezi trpělivými agenty však převládne pocit, že banka své závazky nesplní⁸⁰, budou všichni

⁸⁰ Není nutné, aby tento pocit sdíleli všichni trpěliví agenti. Postačuje, když trpělivý agent dojde k závěru, že ostatní trpěliví agenti budou vybírat v čase $t=1$. Teoreticky si lze představit situaci, kdy každý trpělivý agent (izolovaně) věří, že banka je schopna své závazky splnit, ale z nedostatku

vybírat (trpěliví i netrpěliví) v čase $t = 1$, banka bude muset likvidovat dlouhodobé investice a celkové množství zboží, které případně na jednoho agenta bude

$$pc_1^* + (1 - pc_2^*)L,$$

což je evidentně méně než c_1^* .

Existují tedy dva rovnovážné stavy :

1) Efektivní alokace, kdy trpěliví investoři věří, že banka splní své závazky, a proto budou vybírat až v čase $t = 2$.

2) Neefektivní alokace, kdy všichni investoři budou vybírat v čase $t = 1$.

2.4 Jak odstranit nestabilitu

Nejpřímější způsob odstranění nestability bankovního systému je požadovat, aby bankovní rezervy $1 - I$ byly alespoň tak vysoké jako maximální možný výběr v čase $t = 1$. Odpovídající optimalizační úloha je

$$\max_{c_1, c_2, I} U = pu(c_1) + \rho qu(c_2)$$

za podmínek

$$c_1 \leq 1 - I$$

$$c_2 \leq RI$$

Lze ukázat, že řešení této úlohy je jednak dominováno optimálním symetrickým řešením (což není překvapení), ale dokonce i autarkickým řešením.

Pokud zavedeme mírnější podobu tohoto systému (*narrow banking*), kdy je bance dovoleno likvidovat dlouhodobou investici, aby vyplnila neočekávané výběry, pak optimalizační úloha bude

$$\max_{c_1, c_2, I} U = pu(c_1) + \rho qu(c_2)$$

za podmínek

komunikace mezi nimi, převládne pocit, že ostatní budou předčasně vybírat. Potom nezbyvá trpělivému agentu, než udělat totéž.

$$c_1 \leq LI + 1 - I$$

$$c_2 \leq RI + 1 - I'$$

Srovnání s (1), (2), (3) vidíme, že dostáváme autarkické řešení.

2.5 Jacklinovo řešení

Ukázali jsme, že depozitní systém nabízí lepší alokaci rizika než finanční trh, ale na druhé straně je více zranitelný vůči runu na banku. Nabízí se otázka, zda nelze skloubit výhody obou systémů. C.J. Jacklin (1987) ukázal, že za určitých okolností to možné je.

Investoři se svým vkladem v čase $t = 0$ stávají akcionáři banky. Banka v čase $t = 1$ vyplácí dividendy o velikosti d . Ve stejném čase po výplatě dividend, jakmile každý agent zná svůj typ (trpělivý, netrpělivý), otvírá se trh s akciemi. Netrpěliví agenti budou prodávat své akcie trpělivým za cenu p určenou rovnováhou nabídky a poptávky (tato cena závisí samozřejmě na velikosti dividendy d , kterou si určí sami investoři v čase $t = 0$ tak, aby maximalizovali svůj očekávaný užitek).

Spotřeba netrpělivého agenta v čase $t = 1$ bude

$$c_1 = d + p$$

a spotřeba trpělivého agenta, který za svou dividendu d nakoupí $\frac{d}{p}$ nových akcií, bude v čase $t = 2$

$$c_2 = \left(1 + \frac{d}{p}\right)R(1 - d).$$

Jestliže dosadíme za cenu s ze vztahu

$$p = q \frac{d}{s},$$

který vyjadřuje rovnost nabídky a poptávky dostáváme

$$c_1 = \frac{d}{p}, \quad c_2 = \frac{R(1 - d)}{q}.$$

Eliminováním d v těchto omezeních dostáváme

$$pc_1 + q \frac{c_2}{R} = 1,$$

což je stejné omezení jako v depozitním kontraktu, a tedy lze dosáhnout i stejného optima. Jelikož agenti jsou akcionáři banky, pak run na banku je vyloučen⁸¹.

2.6 Další modely

Gorton (1985) navrhl jednoduchý model, kde všichni agenti mají identické preference. Během první periody získají agenti informace o očekávaném výnosu depozit v periodě 2. Jestliže informace naznačuje nižší očekávaný výnos depozit než je očekávaný výnos krátkodobých vkladů nastává fundamentální run na banku. Solventní banka může (v Gortonově modelu) zabránit runu, jestliže na krátkou dobu zastaví výběry a je schopna zaplatit verifikační nezávislou analýzu o své způsobilosti.

Chari a Jagannathan (1988) uvažují model podobný modelu Diamonda a Dybviga. Náhodný výnos je pozorován pouze některými agenty typu 2. Jestliže signál, který tito agenti obdrží, ukazuje nízkou výnosnost, začnou tito preferovat krátkodobý vklad. Agenti jako celek pozorují celkový výběr a na základě této informace se rozhodují, zda vybírat nebo čekat. Neinformovaní agenti druhého typu však nejsou schopni rozlišit, zda větší výběry přicházejí od informovaných agentů typu dva nebo většího podílu agentů prvního typu. Rovnovážná situace pak kombinuje fundamentální bankovní run (run, který vyplývá ze špatné situace banky) a spekulativní run, který je spuštěn obavami ze špatného stavu banky očekávaným informovanými agenty.

Jacklin a Bhattacharia (1988) si položili již dříve zmíněnou otázku vztahu výkonnosti depozitního a akciového přístupu. V jejich modelu jsou agenti typu dva (trpěliví) informováni o budoucím výnosu. Ukazuje se, že v případě nízkého rozptylu výnosů je výhodnější depozitní ekonomika, zatímco při vysokém rozptylu by měla být preferována akciová ekonomika.

2.7 Centrální banka jako věřitel poslední instance

Předchozí úvahy vedou k závěru, že efektivnost bankovního systému bývá vykoupena větší zranitelností vůči bankovním runům. Proto se přirozeně nabízí zřízení instituce, která by za určitých podmínek poskytla pomoc ohrožené bance.

⁸¹ Tato skutečnost nevylučuje pád banky. Jenže na rozdíl od předchozích případů pád nastane pouze tehdy, jestliže banka provedla neproduktivní investice. Run na banku v případě ztráty důvěry (oprávněné či neoprávněné) ztrácí smysl.

Ve většině zemí je touto institucí centrální banka (CB), která slouží jako věřitel poslední instance. To znamená, že komerční banka mající problémy s likviditou se může obrátit na centrální banku s žádostí o krátkodobou půjčku. Zdůvodnění tohoto systému je, že tržní mechanismus není dostačující pro ochranění komerční banky před šokem likvidity. Základní principy role CB jako věřitele poslední instance byly zformulovány Bagehotem (1873) a jsou stále aktuální:

Role věřitele poslední instance je půjčovat nelikvidním ale solventním finančním institucím.

Tyto půjčky musí mít sankční úrokovou sazbu, aby finanční instituce nebyly schopny je použít na financování krátkodobých úvěrových operací.

Půjčky musí být přístupné solventním finančním institucím, za předpokladu dobrého zajištění.

Věřitel poslední instance musí v předstihu jasně deklarovat ochotu půjčit libovolné množství finanční instituci, která splňuje podmínky solventnosti a zajištění.

Samozřejmě, že v současné době existují rozdílné názory na roli centrální banky jako věřitele poslední instance. Goothart (1987, 1995) tvrdí, že rozlišování mezi nesolventností a nelikviditou je mýtem, neboť banka potřebující pomoc je již v podezření, že je nesolventní. Dále, že možnost nákazy je dodatečným argumentem pro systematickou záchranu jakékoli banky. Na druhé straně zastánci volného bankovníctví (*free banking*) tvrdí, že trh sám provede k lepší alokaci než může zajistit věřitel poslední instance.

Další téma, které rozděluje akademickou obec je, zda pravidla by měla být jasně stanovena. Centrální bankéři v USA vždy zdůrazňují, že se jedná o privilegium a nikoli o právo. To znamená, že CB má možnost sama rozhodnout kdy zasáhne. Odpůrci argumentují, že se pak zachraňují všechny velké banky (*too big to fail*) a (údajně) solventní banky mezi bankami malými, což vede k přesunu bohatství od malých bank k velkým.

Celkově se dá říci, že se jedná o maximalizaci funkce sociální bohatství (*social welfare maximization*) beroucí v úvahu asymetrickou informaci, všechny externality a rovněž morální hazard. CB jako věřitel poslední instance pak musí vážit sociální náklady pádu konkrétní banky a možnost paniky a nákazy.

Evidence získaná Mironem (1986) ukazuje, že vznik Fedu měl důležitý vliv na omezení bankovních runů. Miron odhaduje, že před jeho založením byla pravděpodobnost bankovní paniky v daném roce 0.316. Odtud pak vyplývá, že pravděpodobnost, že by panika nastala v létech 1914-1928 je pouze 0.005. Přitom v těchto letech, žádná celonárodní panika nebyla, přestože země prošla v tomto období čtyřmi recesemi, z nichž recese v letech 1920-21 byla velmi hluboká. Miron s 99%-ní spolehlivostí odmítá hypotézu, že zavedení Fedu jako věřitele poslední instance nemělo žádný vliv na frekvenci bankovních panik.

Krise v roce 1929 je však používána jako argument proti efektivnosti politiky věřitele poslední instance. Je však známo, že v tomto období Fed neprováděl operace na volném trhu nutné k zabezpečení bank nutnými rezervami. M. Friedman a A. Schwartz (1963) tak docházejí k závěru, že krizi šlo zabránit. A. Meltzer (1986) tvrdí, že k nejhorším bankovním krizím dochází, jestliže centrální banka nesleduje Bagehotovy principy.

M.D. Bordo (1990) zkoumal změny, které nastaly v USA a Velké Británii po zavedení věřitele poslední instance. Před rokem 1886 byly reakce Bank of England v počínajících

krizích chránit své zlaté rezervy, což často zhoršovalo paniku. Po tomto datu Bank of England přijala Bagehotovy principy, a tak zabránila začínajícím krizím v letech 1878, 1890 a 1914 propuknout v plné síle. Bordo ukazuje, že v letech 1870-1913, kdy ekonomické cykly Británie a USA měly podobný průběh, Británie neměla žádnou bankovní paniku, zatímco USA měly paniky čtyři.

LITERATURA ke 2. kapitole

- Bagehot, W. (1873): *Lombard Street: A Description of Money Market*. London: H.S. King
- Bhattacharia, S. , Gale, D. (1987). Preference Shock, Liquidity and Central Banking Policy. In *New Approaches to Monetary Economics*. Cambridge University Press.
- Bordo, M. D. (1986). Financial Crisis, Banking Crisis, Stock Market rashes and Money Supply: Some International Evidence 1887-1933. In *Financial Crisis and World Banking System*. London: Macmillan.
- Chari, V.V. - Jagannathan, (1988): *Banking Panics, Information and Rational Expectation*. *Journal of Finance*, vol.43 (3).
- Diamond, D.W. - Dybvig, P.H. (1983): *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*. *Journal of Political Economy*, vol. 91.
- Friedman, M. - Schwartz, A. (1963): *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton University Press.
- Goothart, C. (1987): *Why Do banks Need a Central Bank*. *Oxford Economic Papers*, vol 39(1).
- Goothart, C. (1995): *The Central Banks and Financial System*. Cambridge, Mass. :MIT Press.
- Gorton, G. (1985): *Bank's Suspension of Convertibility*. *Journal of Monetary Economics*, vol 15 (pp. 177-93).
- Jacklin, C.J. 1987. Demand Deposits, Trading Restrictions and Risk Sharing. In *Contractual arrangements for intertemporal trade*. University of Minnesota Press.
- Jacklin, C. J. - Bhattacharia, S. (1988): *Distinguishing Panics and Information-based Bank Runs: Welfare and Policy Implication*. *Journal of Political Economy*, vol. 96 (3).
- Meltzer, A. (1986): *Financial Failures and Financial Policies*. In *Deregulating Financial Services: Public Policy in Flux*. Cambridge Mass: Harper and Row.
- Miro, J.A. (1986): *Financial Panics, the Seasonality of the Nominal Interest Rates, and the Founding of the Fed*. *American Economic Review*, vol 76(1).

3. HISTORIE FINANČNÍCH KRIZÍ

3.1 Tulipánové šílenství 1634-1637

Jedná se o jeden z nejznámějších případů spekulativní bubliny na komoditním trhu. Je zároveň historicky nejstarším případem spekulativní bubliny, neboť se datuje do let 1634 - 1637. Jak již napovídá samotný název, bublina se vytvořila na trhu s tulipány a do té doby nevídanou silou zachvátila nakrátko nejen samotné Holandsko, ale i okolní země.

Tulipány byly v západoevropských zemích neznámé až do roku 1554, kdy do nich byly dovezeny přírodovědcem Busbeckem z jihovýchodu, z kraje kolem Adrianopolis. V Holandsku velice rychle zdomácněly, byly stále více pěstovány, šlechtěny a oblíbeny, a to všemi vrstvami obyvatelstva.

Převratnou módou se však staly až téměř o století později. Ve velice krátké době, doslova přes noc, se cibulky nejroztodivnějších květů tulipánů staly žádaným módním artiklem a jejich ceny, tlačeny bezmeznou spekulací, jak ze strany obchodníků, tak i šlechticů a dokonce i sedláků, vyletěly do závratné výše. Tak, jak rostla poptávka a věhlas holandských tulipánů, rostly postupně od roku 1634 i jejich ceny. Holandsko a posléze i okolní země ovládla prudká tulipánová mánie. Nejvíce zasaženými městy byla tato: Amsterdam, Utrecht, Rotterdam, Alkmaar, Leyden, Haarlem, Enkhuisen, Vianen, Horn a Medenblick. Cibulky tulipánů byly prodávány na váhu podle „assů“ obdobně jako obilí nebo jiné plodiny. Kdo neměl hotové peníze, mohl platit domy, pozemky, šperky, zvířaty, šaty či jiným majetkem. Zpočátku vcelku nevinná záliba v květinách přerostla do rozměrů zhoubného a ničivého šílenství, které na mnoho let zpustošilo celou zemi a ožebračilo všechny vrstvy obyvatelstva.

Je až k nevíře, kolik byla ochotna zaplatit tehdejší aristokracie či obchodníci za jednu cibulku holandského tulipánu, která pouze slibovala bez možnosti kontroly ex ante další budoucí zisky. Tak, jak sugestivní a hypnotické proudění davu zvyšovalo poptávku po cibulkách, bylo stále více klenotů, zlata, kočárů, koňských spřežení, ba dokonce i domů, směňováno za cibulky tulipánů. Spekulace na růst ceny cibulky tulipánu již dosáhla takových rozměrů, že se všichni, ať hrabě, tak kupec nebo služka, snažili nakupovat cibulky tulipánů ve víře, že jejich ceny budou stále růst, a tak jim při dalším prodeji přinesou závratné bohatství. Tulipánové šílenství způsobilo, že tulipány přestaly plnit svou původní roli květiny k okrase a potěšení a staly se výlučně předmětem přehnané, vášnivé spekulace. O síle této spekulace mohou mnohé napovědět konkrétní údaje o cenách, které kronikáři v době tulipánového šílenství zaznamenali. Kupříkladu tedy „čtyři sta assů odrůdy Admiral Liefken stálo 4 400 zlatých, 446 assů odrůdy Admiral van der Eyk 1 620 zlatých. Proti tomu byl Semper Augustus drahý, neboť 200 assů stálo 5 500 zlatých, kdežto 410 assů odrůdy Viceroy se cenilo na 3 000 zlatých. Roku 1637 město Alkmaar prodalo ve prospěch sirotčince 120 tulipánových cibulí za 50 000 zlatých“⁸².

Stejně neočekávaně a náhle jako ceny tulipánů vystřelily vzhůru, v únoru 1637 najednou zkolabovaly. Kupující jednoduše opustila víra v jejich další cenový růst. Tulipánové šílenství narostlo totiž do takového rozsahu, že podkopalo a zničilo základy a podstatu jakéhokoliv spolehlivého obchodu. Situace byla taková, že cena jedné cibulky tulipánu byla mnohem vyšší než cena zlata ve váze odpovídající váze cibulky tulipánu. Optimistické cítění a nálady

⁸² A. Mayer: *Spekulanti a finanční katastrofy*, TRANSAL BOOKS Praha, 1995, str. 12

pravu ovládaného vytvořenou spekulativní bublinou dostoupily svého vrcholu. Důvěra v další růst cen zmizela, následkem čehož bublina praskla. Sny o závatném bohatství zůstaly u překvapených spekulantů bez naplnění. Platnost veškerých uzavřených a dohodnutých termínových smluv na nákup či prodej tulipánových cibulek byla později Holandskem formálně zrušena a řada lidí přišla o své peníze, protože jim v rukou zůstaly téměř bezcenné a neprodejně cibulky tulipánů.

Veškeré pokusy o znovuoživení cen tulipánů vyšly naprázdno. V létě 1637 se cibulka tulipánu obchodovala za 5 - 10 % své ceny z února 1637. V současnosti se prodává za 1/1000 ceny z období vrcholu tulipánového šílenství.

3.2 Tichomořská bublina 1711-1720

Tichomořská bublina je historicky nejstarší bublinou, jež se vytvořila a následně praskla v září 1720 na akciovém trhu v Anglii. Východisko pro vznik bubliny bylo položeno v roce 1711. V tomto roce bylo ministerským předsedou lordem Oxfordem iniciováno založení společnosti South Sea Company (SSC) za účelem získání peněžních prostředků na úhradu dosud nezaplacených úroků z válečného dluhu pocházejícího z války o španělské dědictví. Později po několika letech nadměru úspěšné existence na sebe společnost SSC oficiálně převzala také část britského vládního dluhu, což předznamenalo její následný pád.

Zpět k založení a počátkům fungování společnosti SSC. Čím byla vyvolána ona zmíněná mohutná expanze společnosti trvající nepřetržitě až do roku 1720? Co stálo za závatnými zisky společnosti, které umožnily nárůst základního jmění společnosti do roku 1719 o 1,7 miliónu liber? Úspěch provázela společnost SSC již od jejího založení. Prvním impulsem k obrovskému zájmu o upisování akcií zakládané společnosti byla, jak jinak, vidina vysokých zisků. Část kapitálu upsaného společností byla totiž použita na úhradu již zmíněných úroků z válečného dluhu nikoliv bez protislužby, nýbrž právě výměnou za udělení exkluzivních privilegií pro obchod, nejprve pouze v oblastech západního i východního pobřeží Jižní Ameriky, ale později k nim přibývalo např. i povolení obchodovat se španělskou Západní Indií a právo na převzetí obchodu s otroky pro španělské kolonie v Americe do svých rukou. Motivováni vidinou lákavých zisků ze zlata, stříbra a vzácného koloniálního zboží dováženého z kolonií i nově zakládaných osad v oblastech, kam sahala privilegia udělená společnosti, neváhali někteří investoři okamžitě vložit do společnosti své peníze. V myslích mnoha kupujících akcií oživaly vzpomínky na dobrodružná vyprávění o Francisi Drakeovi a o dalších pirátech a admirálech, kteří byli v dobách Alžběty I. schopni ze svých úspěšných a nebezpečných podniků dosáhnout i tisíciprocentního zisku. Proč by se tedy historie nemohla zopakovat i o 150 let později? Entuziasmus prvních investorů se neustále rozšiřoval a rostl, a tak se po akciích společnosti SSC neustále zvyšovala poptávka, díky čemuž cena jedné akcie postupně v poměrně krátké době rostla o celé stovky liber. Značný zisk prvních investorů povzbudil zbývající zájemce o akcie SSC, kteří až doposud váhali. Růst cen podporován jejich poptávkou potom pokračoval závatným tempem.

Za nejvyšší ceny se akcie obchodovaly v roce 1720 poté, co byl vypracován a posléze po určitých průtazích ze strany horní sněmovny i schválen návrh, aby společnost SSC splatila část státního dluhu Anglie. Z původních 126 liber za akcii z doby před vytvořením a schválením zmíněného návrhu na převzetí státního dluhu cena akcie během několika málo týdnů vystřelila až k 890 libráům za akcii. Následnými prodejmi kurz sletěl k hranici 640 liber. Úspěšnost právě zrealizovaných prodejů, stejnětak jako již dosažené historické maximum 890

liber však způsobily, že se kurz na úrovni 640 liber dlouho nezdržel a opět se během krátké doby vyšplhal na úroveň 820 liber. Stále rostoucí spekulací, ale i nejrůznějšími podvody a úskoky se společnosti SSC v létě 1720 podařilo vyhnat kurz nejprve na 1 050 liber a posléze dokonce na 1 100 liber.

Při kurzu 1 100 liber za akcii si náhle vedení společnosti SSC uvědomilo, že právě těchto 1 100 liber představuje nejen psychologickou, ale zejména kapacitní hranici, neboť počet ziskuchtivých kupujících akcií se začal povážlivě snižovat. Vedení společnosti vcelku správně usoudilo, že velkou část potenciálu kupujících odčerpávají drobné podvodné podniky, plány a projekty označované jako „bubbles“, které se v tomto období v Anglii a zejména v Londýně vyrojily jako houby po dešti a odlákávaly svými úpisy a vklady především peníze od chudší části obyvatelstva, protože právě pro tuto část obyvatelstva se investice do akcií společnosti SSC pro jejich vysokou cenu stala nedostupnou. Představitelé a osoby spojené s SSC rázně proti „bubbles“ zakročily, následkem čehož se „bubbles“ začaly hroutit a splaskávat. Psychologie davu však byla vedením společnosti SSC špatně odhadnuta. Nedůvěru v „bubbles“ dav vztáhl i k samotné SSC. Nejenže nezískala nové zájemce o akcie, nové kupující, ale naopak propukla prodejní panika. Do 29. září 1720 akcie SSC poklesly z 1 000 liber na pouhých 175. Obrovské ztráty postihly obchodníky i veřejnost. Negativní vlivy se přenesly i na trhy do zahraničí.

Akcie v rukou investorů okamžitě ztratily veškerou svou hodnotu a s jejich hodnotou odplula do nenávratna i vidina brzkého, lehce nabytého bohatství. Mnohé z kategorie postižených investorů lze označit za důvěřivce, kteří v souladu s teorií „Velkého blázna“ prostě věřili ve fakt, že ceny akcií porostou na věčné časy. Ovšem na druhé straně lze najít i menší skupinu investorů, kteří se tohoto pochybného a riskantního podniku zúčastnili i přesto, že identifikovali vytvářející se spekulativní bublinu. Věřili totiž, že se jim akcie podaří prodat s vysokým ziskem ještě dříve, než spekulativní bublina praskne.

Pro vyšetření pochybných a podvodných aktivit společnosti SSC byl vytvořen parlamentní výbor. Vyšetřování se však neúměrně protahovalo a výsledky nebyly uspokojivé především proto, že s osudy společnosti SSC bylo zapleteno příliš mnoho vlivných osob. Některé z nich uprchly, jiné si vzaly život, další byly diskrétní a mlčely nebo obratně mlžily a své postavení si díky tomu s většími či menšími ztrátami zachovaly. Je s podivem, že společnost SSC bezprostředně po pádu cen jejich akcií v září 1720 neukončila svou činnost, ale po určitém vyrovnání přežívala až do poloviny století, kdy teprve v tichosti zanikla. Její aktivity po roce 1720 se však od aktivit předchozích zcela odlišovaly. Zabývala se totiž lovem velryb.

3.3 Rakouská krize 1873

V druhé polovině 60. let a začátkem 70.let 19.století došlo v rakouské ekonomice k obrovské podnikatelské a investiční expanzi. Investiční boom byl zejména patrný v oblasti stavebnictví a výstavby železnic. Podnikatelé stále více zakládali podniky ve formě akciových společností, umožňující nashromáždit značné finanční zdroje. Od roku 1867 do roku 1873 bylo např. založeno více než 1 000 nových akciových společností. Podnikatelský a investiční boom byl přirozeně doprovázen značným rozmachem bankovníctví, trhů cenných papírů a burzovníctví. V roce 1867 existovalo v Rakousku pouze 11 akciových bank, avšak počátkem roku 1873 již to bylo 141 akciových bank. Enormně vzrostla nejen hodnota bilančních sum bank,

poskytnutých bankovních úvěrů, emitovaných cenných papírů a jejich tržních cen, ale i výrazně se zvýšila zadluženost podnikového sektoru. Rakouský ekonomický systém byl enormně předlužen. Tato skutečnost vyvolala obrovský tlak na Rakousko-Uherskou banku (Oesterreichisch-Ungarische Bank), která 8. května 1873 zastavila diskontování směnek, což vyvolalo paniku na Vídeňské burze, masivní výprodej cenných papírů a zhroucení jejich tržních cen. 9. května 1873 („černý pátek“) byla Vídeňská burza uzavřena. I když následující den (10. května 1873) ministr financí ve spolupráci s bankami založil „podpůrný výbor“, Vídeňská burza zůstala uzavřena až do 13. května 1873. Během této doby největší panika opadla. Dne 16. května 1873 byl vydán císařský dekret, který zrušil povinnost Rakousko-Uherské banky diskontovat směnky. Toto opatření platilo až do října 1874. Citelně byl však postižen bankovní sektor. Nejdříve zkrachoval velký počet „makléřských bank“, později se finanční krize rozrostla i na ostatní vídeňské banky. Na Vídeňské burze se během roku 1873 zhroutily akcie bank, což dokumentuje tabulka 1.

Tab.1. Zhroucení akcií vídeňských bank (Vídeňská burza, 1873)

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

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

V následujícím desetiletí zanikly čtyři pětiny vídeňských bank. Z mimovídeňských bank dokonce zkrachovaly dvě třetiny bank. V rakouské ekonomice propukla dlouhodobá hospodářská krize. Rakouská bankovní krize se nevyhnula ani českým zemím, kde v době krize a v následující finanční depresi ukončilo činnost 80 % bank⁸³ vzniklých před květnem 1873. Krach na Vídeňské burze se také projevil na nově založené Pražské burze pro cenné papíry a zboží⁸⁴, kde se zejména zhroutily akcie bankovních domů, což je patrné z následující tabulky.

⁸³ Z větších bank zanikly Prager Wechslerbank, Prager Wechselstubengesellschaft, Pražská burzovní banka, Všeobecná česká banka, Česká národní banka a Česká banka pro stavby a nemovitosti

⁸⁴ Pražská burza pro cenné papíry a zboží byla založena v roce 1871.

Tab. 2. Zhroucení akcií českých bank (Pražská burza, 1873)

Název banky	Kurs 31.12.1872 (zl.)	Kurs 31.12.1873 (zl.)	Kapitálová ztráta (%)
Všeobecná česká banka	211	16,0	92
Směnečná banka	221	25,8	88
Pražský bankovní spol.	107	26,0	76
Česká banka pro obchod	93	24,2	74
Česká banka Union	124	35,0	72
Český spořitelní spolek	85	26,8	69
Česká stavební banka	73	24,0	67
Stavební banka	73	24,0	67

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

3.4 Americká krize 1873

V období po skončení občanské války zažila americká ekonomika investiční expanzi (zejména železniční investice), která byla ve velké míře financována vydáváním železničních dluhopisů na rakouských a německých trzích. Příliv zahraničního kapitálu do americké ekonomiky umožnil vysokou úroveň dovozu. Po krachu na Vídeňské burze v květnu roku 1873 začali být evropské investoři více rizikově averzní a dramaticky revidovali své předchozí optimistické vyhlídky železničních investic. Omezený příliv zahraničního kapitálu omezil investiční aktivitu amerických železničních akciových společností, což snížilo jejich zisky a úroveň vyplácených dividend. 18. srpna 1873 zkrachoval hlavní finančník J.Cook & Co. pro železniční společnost Northern Pacific Railroad, což vyvolalo rozsáhlou krizi likvidity na bankovním trhu v New Yorku. Tato panika se přelila i na trh cenných papírů, kde začalo masivní vyprodávání cenných papírů. 20. září 1873 v 10 hodin dopoledne rozhodlo vedení New York Stock Exchange uzavřít obchodování. V bankovním systému se začaly používat clearingové certifikáty, umožňující kompenzaci pohledávek. Po překonání největší krize likvidity se 30. září 1873 uskutečnilo opětovné otevření burzovního trhu. I když v americkém finančním systému opadla největší panika, náklady finanční krize byly značné. Do konce roku 1874 zkrachovalo 14 národních bank, velký počet železničních akciových společností a ekonomika upadla do hluboké recese, ze které se dostala až v roce 1879.

3.5 Argentinská krize 1890

Ekonomická expanze argentinské ekonomiky v druhé polovině 80. let 19. století a zakládání velkého počtu zemědělských a železničních společností bylo většinou financováno ze zahraničních zdrojů. Zahraniční výpůjčky však začaly převyšovat efektivní investiční příležitosti. Stále častěji docházelo k neefektivní alokaci vypůjčených peněžních prostředků, ke korupci a k zesilování inflačních tlaků. V letních měsících roku 1890 vypukla v Argentině politická krize, což vyvolalo run vkladatelů na Banco Nacional. Likvidní situace se dále

zhoršila, když anglická banka Barings Brothers (sama ve značných problémech a zachráněna pouze díky vládním garancím) odmítla poskytnout úvěry argentinské Banco Nacional, která v roce 1891 zkrachovala společně s Bank of the Province of Buenos Aires. Argentinská ekonomika upadla do hluboké finanční a ekonomické krize, ze které se vymanila až v polovině 90. let 19. století.

3.6 Australská krize 1893

Začátkem 90. let 19. století nastal v australské ekonomice značný rozmach. Především byl patrný stavební boom, financovaný zejména stavebními spořitelny a bankami, které se refinancovaly v Anglii. Investice byly převážně koncentrovány v Melbourne a jeho okolí, což způsobilo výrazný vzestup cen půdy. Problémy anglické banky Barings Brothers značně omezily příliv anglického kapitálu do australského finančního systému, což vedlo k likvidním problémům a četným úpadkům australských stavebních spořitelen. Krize z průmyslu stavebních spořitelen se přelila do bankovního sektoru, což opět vyústilo v dlouhodobou finanční a ekonomickou krizi, trvající téměř 10 let.

3.7 Italská krize 1893

Pokles cen zemědělské produkce v druhé polovině 80. let 19. století uspořádal migraci nezaměstnané zemědělské pracovní síly z chudého italského jihu do severní a střední Itálie. V důsledku této skutečnosti začal v Římě a v severoitalských městech značný stavební boom. Konkurence ve financování stavebnictví se značně zvýšila zejména tím, že Banca Nazionale v roce 1885 vytvořila speciální nemovitostně-úvěrovou divizi, čímž vyčlenila ze své bilance nelikvidní hypotéky. V následujících letech nejen Banca Nazionale, ale i ostatní banky zněkolikanásobily svoji aktivitu v oblasti hypotéčního bankovníctví. V období expanze hypotéčního bankovníctví však nedokázaly banky dostatečně ohodnocovat riziko dlužníků, bankám začaly propadat zástavy, které však byly v aukcích prakticky neprodejně, což znamenalo, že bankám vznikaly obrovské ztráty. Již v roce 1889 se začalo dostávat turínské bankovníctví do krizové situace, avšak politický tlak vlády donutil Banco Nazionale k poskytnutí dodatečných úvěrů skupině turínských bank. Zahraniční investoři postupně ztráceli důvěru v italský bankovní systém a snižovali poskytování finanční zdrojů. Vznikající likvidní krize vyústila v roce 1893 v úpadek bankovní skupiny Banca Romana. Na trzích se začala rozšiřovat nedůvěra a investoři začali vyprodávat hypotéční dluhopisy, jejichž hodnota začala dramaticky ztrácet na hodnotě. V listopadu 1893 zkrachoval Credito Mobiliario Italiano, financovaný vydáváním hypotéčních dluhopisů. Úpadek této banky způsobil všeobecnou paniku v italském finančním systému. Tuto paniku ještě podpořila vládní zpráva komise vyšetřující úpadek bankovní skupiny Banca Romana, odhalující korupci vládních úředníků. Vypukla politická krize a další nejistota spojená s úpadkem další bankovní skupiny Banca Generale v lednu 1894. I přes rozsáhlé vládní zásahy, usilující o stabilizaci bankovního systému, upadla italská ekonomika, značně závislá na úvěrových zdrojích, do recese na období několika let.

3.8 Československá bankovní krize 1923-25

Začátkem dvacátých let 20. století probíhala v českých zemích mohutná hospodářská expanze. Kromě obnovování a rozšiřování tradičních výrobních podniků vznikaly i výroby zcela nové a vysoce moderní. Byly zakládány nové podniky, zpravidla ve formě akciových společností. Např. v roce 1918 bylo v českých zemích 605 akciových společností, avšak v roce 1922 počet registrovaných akciových společností přesáhl jeden tisíc. Hospodářský rozmach byl převážně financován investičními a provozními úvěry a zakladatelským bankovním kapitálem. Proto v československém bankovníctví v letech 1918-22 doslova vypukl zakladatelský boom; počet bank vzrostl z 22 na 38 a hodnota jejich akciového kapitálu vzrostla téměř čtyřikrát. Československá ekonomika byla nejen předlužená, ale byla také charakteristická majetkovým propojením bank a jejich koncernových podniků.

V roce 1922 začal investiční boom v ekonomice ochabovat. Zejména se začalo ukazovat, že hospodářská očekávání byla investory a podnikateli nadhodnocena a jejich krátkodobé zisky závisely pouze na mimořádných poválečných poměrech a v žádném případě nebyly dlouhodobě udržitelné. Podniky se začaly dostávat do finančních problémů, vzrostly bankroty a v ekonomice se začala potýkat s platební neschopností. Na přelomu let 1922-23 se do problémů nejprve dostaly buď nově založené, nebo rychle expandující banky. V říjnu 1922 zkrachovala Moravsko-slezská banka v Brně, což způsobilo zejména paniku na moravském bankovním trhu. Vznikl run vkladatelů na banky; došlo k výraznému výběru vkladů z moravských bank. V únoru následujícího roku vyhlásila platební neschopnost Banka Bohemia a v březnu téhož roku zkrachovala Pozemková banka. Na bankovním trhu vypukla panika, vedoucí k runu vkladatelů zejména na Českou banku, Agrární banku, Řeznicko-uzenářskou banku, Banku pro průmysl pivovarský, Banku stavebních živností a Moravskou agrární a průmyslovou banku. Poněvadž hrozilo rozšíření paniky na celý bankovní systém, vznikl v říjnu 1924 **Zvláštní fond pro zmírnění ztrát povstálých z poválečných poměrů**. Tento fond vytvořil sanační plán, znamenající záchranu 27 menších a středních bank. Sanační program však zcela nevyřešil problémy československého bankovníctví. V dalších letech organizovalo ministerstvo financí záchranné programy zejména ve formě nařizovaných fúzí (např. spojení České banky a Kupecké banky, Pražské úvěrní a Severočeské banky).

3.9 Velký krach 1929

Prasknutí spekulativní bubliny v roce 1929, jež se, živěna zdánlivě nevyčerpatelnou nadějí a vírou investorů v růst ekonomiky, vytvářela na americkém akciovém trhu téměř celá 20. léta, odstartovalo v ekonomické historii nechvalně známou „Velkou depresi“. Velký krach 1929 stál na počátku do té doby nejhlubší hospodářské krize, která postihla nejprve samotné USA, ale potom se s rychlostí i silou vichřice přehnala i zbytkem světa. Všude za sebou zanechávala spoušť v podobě nejen ekonomických, podnikatelských a politických tragédií, ale rovněž tragédií sociálních, protože s sebou neodmyslitelně přinášela i pokles hrubého domácího produktu (v USA až o 1/3) a rostoucí míru nezaměstnanosti (míra nezaměstnanosti v USA vzrostla od roku 1929 do roku 1933 ze 3 % na 25% práceschopného obyvatelstva, zhruba 100 000 podniků, více jak třetina bank a velké množství farem zkrachovalo, 12 miliónů lidí ztratilo práci).

Co předcházelo tomuto tragickému kolapsu zmiňované spekulativní bubliny? Rok 1924 lze považovat za první rok, kdy akciový trh v USA zahájil svůj soustavný, vzrušující růst, o jehož

intenzitě již mnohé napovídá hned pohyb indexu DJIA v letech 1924 a 1925. Zatímco zmíněný index DJIA dosahoval na počátku roku hodnoty 95,5 bodů, během roku 1925 jeho hodnota vzrostla na 156 bodů, což v procentuálním vyjádření znamená dosti příkrý nárůst o 63 %. Mohutný vzestup akciového trhu však rokem 1925 nekončil, ale spíše naopak. Již uvedený, nejznámější indikátor amerického akciového trhu index DJIA zaznamenával od uvedeného roku 1924, vyjma krátké, nevýznamné terciální poklesy zejména z první poloviny roku 1926, v primárním a sekundárním trendu neustálý vzestup. Konkrétně vzrostl ze 100 bodů dosažených na začátku roku 1924 na 386 bodů dosažených v září 1929.

Prvotní impuls k nástupu mohutného býčího trhu daly v roce 1924 velmi příznivé předpoklady a podmínky, které v té době panovaly na americkém trhu. Akcie byly oceněny velmi nízko, což představovalo podnět pro jejich brzký, výhodný nákup. Volných prostředků v ekonomice byl relativní dostatek, přičemž zejména firemní sféra vykazovala jejich neustálý růst. Rostoucí primární trend na trhu, podložený příznivými podmínkami v ekonomice, trval zhruba do konce roku 1927.

V roce 1927 došlo k razantnímu nárůstu zájmu o obchodování s cennými papíry, který neutuchající měrou pokračoval i v letech následujících. Historická maxima týkající se počtu cenných papírů, které byly v jediném obchodním dni zobchodovány, byla v tomto období několikrát překračována. Číselný důkaz o nezanedbatelném růstu objemů obchodů s akciemi v letech 1927 – 1929 přináší tabulka 3., která zachycuje maximální denní objemy obchodů, celkové objemy obchodů a průměrné objemy obchodů s akciemi v letech před vytvořením spekulativní bubliny ve 20. letech a v roce následujícím po prasknutí této spekulativní bubliny.

V roce 1928 se ke slovu dostaly psychologické a politické faktory. Více jak čtyři roky trvající vzestup akciového trhu začal z psychologického hlediska přinášet své ovoce. Většina lidí totiž byla ve svém myšlení stále více a více ukolébávána velice příznivým minulým a právě probíhajícím ekonomickým vývojem. Také do budoucna pak tito lidé vesměs očekávali pokračování, popřípadě ještě další nárůst, ekonomické prosperity. V důsledku působení masové psychologie podlehl investoři v roce 1928 této optimistické vlně, která se velmi rychle šířila na trhu, a ještě znásobili svou poptávku po akciích. Tempo růstu trhu se následně značně zvýšilo. Oproti kontinuálnímu, plynulému vývoji v minulosti se nyní trh začal vyvíjet výrazně skokově, zcela neplynule.

Nálady a situace na trhu začínají být v této době podstatně ovlivňovány politickými událostmi a vystoupeními politiků, bankéřů, zástupců FEDu a dalších prestižních osobností. Přechodný pokles v polovině roku 1928, vyvolaný probíhajícími volbami, byl velmi rychle zažehnán poté, kdy byl příštím prezidentem zvolen zastávce poměrně přísné regulace a kontroly nad kapitálovými trhy H. C. Hoover, což bylo investorským publikem posuzováno jako pozitivní signál pro další zdárný „fair play“ vývoj na těchto trzích. Růst na trzích byl tedy pod vlivem této události opět nastartován a, protože nechyběla koupěschopná poptávka, spíše naopak, býčí trh pokračoval i nadále.

Tab. 3. Objemy zobchodovaných akcií v letech 1890 – 1930 (v kusech)

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

Pramen: J. K. Galbraith: The Great Crash of 1929, 1997

Na počátku roku 1929 se objevily hlasy, které varovaly před blížícím se vyčerpáním koupěschopné poptávky na akciových trzích. Vcelku však nenalezly žádnou odezvu a podporu. Politikům, finančníkům, FEDu ani investorům se totiž příliš nehodily. Jakékoliv úvahy a názory tohoto druhu by jim totiž přinesly pouze ohrožení, obtíže a ztráty, a proto k nim zůstávali hluchí. Aby hájili své různorodé zájmy, zaujali tito významní politici, finanční a firemní představitelé na veřejnosti povětšinou zcela protichůdné stanovisko. Při svých oficiálních vystoupeních ani po 5 letech trvání býčího trhu nešetřili slovy chvály a v situacích pochybností a neklidu uklidňovali veřejné mínění, což se jim až do října 1929 několikrát úspěšně podařilo.

Masy investorů si existenci vytvořené spekulativní bubliny a její stále větší pravděpodobnost prasknutí se všemi jeho tragickými důsledky v celé šíři neuvědomily nebo nepřipustily. Byly zcela zasaženy optimismem, který se na trhu uhnízdil a dále rostl již od první poloviny 20. let. Nikdo z nich se ani na chvíli vážně nezabýval historií mnohokrát ověřenou myšlenkou, že každá konjunktura bývá vystřídána ekonomickou stagnací a posléze krizí. Politici a ekonomičtí představitelé prezentovali jakousi nereálnou vizi o „budoucí a současné největší komerční expanzi v dějinách,“ které lidé uvěřili. Pohybovali se ve světě iluzí, zcela ovládnuti svými emocemi (a možná i volebním cyklem). O to tvrdší byl návrat do reality. Posledním varováním vyslaným k investorům před blížící se tragédií byl znatelný pokles na trhu v závěru března 1929, který byl ještě rychlým veřejným vystoupením bankéře a představitele FEDu Ch. E. Mitchella zažehnán.

Přes neustálé ujišťování známých politiků, finančníků a firemních představitelů o dalším nezvratném pokračování konjunktury akciový trh náhle ve čtvrtek 24. října 1929, po střeďečnīm poklesu indexu DJIA o 21 bodů a pondělnīm a úternīm nevýraznēm vývoji, zachvátila panika. Investoři ztratili svou naději a víru, zmocnil se jich strach, a tak se snažili prodat za jakoukoliv cenu. Ceny zkolabovaly. Situaci do konce týdne zachránilo 6 prominentních newyorských bank. Každá z nich vložila do nákupu akcií 40 miliónů dolarů. Panika a kolaps byly opět zažehnány. Pátek a sobota již proběhly ve znamení mírného růstu. Bohužel, situace se uklidnila pouze nakrátko.

V pondělí, 28. října 1929, trh opět poklesl, a to o 38 bodů. Okamžitě den poté, v tzv. „černé úterý“ 29. října 1929, byl obnoven panický výprodej v obrovských objemech. Na trhu v ten den kompletně chyběly nákupní příkazy. Trh se zhroutil. Index DJIA ztratil dalších 30 bodů. Bylo rozhodnuto, že v pátek a v sobotu bude burza uzavřena. Je s podivem, že kurzy po takovéto zprávě a předchozím vývoji ve středu 30. a ve čtvrtek 31. října vzrostly. Nicméně předchozí pokles tento nenadálý růst nevyrovnal. Politici a ekonomičtí představitelé neprodleně využili tohoto vývoje na trhu a rychle zahájili mohutnou přesvědčovací, optimisticky laděnou kampaň o zářivých perspektivách budoucího vývoje ekonomiky.

Pokud byli někteří investoři díky dramatickým zvrátům ve vývoji doposud zmatení a nerozhodní, pondělí 4. listopadu 1929 a vývoj na trhu v následujících dnech je již nenechal na pochybách. V pondělí totiž index DJIA klesl o 16 bodů a klesající trend na trhu pokračoval i v dalších dnech až do poloviny listopadu 1929, kdy se klesající trend nakrátko zastavil, aby nabral novou sílu. Poté pokračoval až do konce roku.

Ani v této dramatické situaci prezident Hoover neztrácel na veřejnosti optimismus a při každé příležitosti ujišťoval, že se trh vzkřísí v nejbližších nejprve dnech a posléze měsících. Nutno poznamenat, že se jeho předpovědi nenaplnily. Po kratičkém oživení v prvních měsících roku 1930, kdy se index DJIA znovu přiblížil 300 bodů, následoval už jen dlouhý, vleklý a mučivý pokles v primárním trendu, přerušovaný kratičkými vzestupnými terciálními pohyby až do července 1932, kdy index DJIA dosáhl hodnoty 42,84 bodů, což bylo pouze 11 % jeho hodnoty ze září 1929.

Vlekoucí se „Velká deprese“ v USA (obdobně, ale o něco později potom i v Evropě) byla definitivně překonána až díky výdajům a legislativním opatřením na obnovu a reformu ekonomického systému a výdajům na zbrojení, jež začala vláda s ohledem na probíhající II. světovou válku v rostoucí míře vynakládat. Index DJIA však potřeboval plných 27 let, tj. dobu až do roku 1956, aby dosáhl a překonal svůj vrchol ve výši 386 bodů ze září 1929.

Příčin, jež mohly napomoci vzniku a prasknutí spekulativní bubliny na trhu a následnému dlouhotrvajícímu krajně nepříznivému, tragickému vývoji v ekonomice, je vyslovováno hned několik. K nejčastěji diskutovaným patří zejména tyto:

- nadměrný a nereálný investiční boom po roce 1926,
- nebezpečná, nadměrná spekulace ze strany investičních trustů (ale nejen trustů), které svou potřebu volných zdrojů k investování do rizikových akcií na finančním trhu nebo do akcií jiných investičních trustů kryly např. emisí vlastních obligací nebo prioritních akcií a využívaly tak pákového efektu, který však může působit oběma směry: buďto přinést vysoký zisk nebo katastrofální ztrátu,
- klamavá, přehnaně optimistická vystoupení politických a ekonomických představitelů zaměřená na zvýšení osobní prestiže a prospěchu často na úkor nebo bez ohledu na veřejnost,

- obrovský nárůst objemu obchodů na úvěr a naprostá nedostatečnost marže skládané u obchodníků s cennými papíry,
- nedostatečná regulace obchodů na finančním trhu a z ní vyplývající nadměrný rozvoj nelegálních obchodů, jako např. insider trading nebo transakce vedoucí k manipulaci s kurzy,
- run na banky neboli řetězová reakce útoků na banky ze strany vkladatelů vyvolaná jejich nedůvěrou v bankovní systém,
- příliš laxní, pomalé, nedostatečné a neúčinné reakce FEDu na vzniklou situaci,
- velmi úzké propojení a vzájemná provázanost průmyslových firem s investičními trusty umožňující rychlé šíření krize a nadměrnou spekulaci na finančním trhu,
- příliš velká závislost ekonomiky USA na spotřebě luxusního, zbytečného zboží.

3.10 Chilská bankovní krize 1982-83

1970-73	1974-76	1977-80	1981-83	1984-89
Hospodářství je z větší části kontrolováno vládou: většina bank a podniků je vlastněna státem, klíčové ceny jsou stanovovány vládou, ekonomika je charakterizována velkými rozpočtovými deficity a vysokou inflací	<u>Ekonomická liberalizace:</u> banky a podniky jsou privatizovány, ceny a úrokové sazby jsou uvolněny, cla a různé poplatky prudce klesají, významně se snižuje také deficit státního rozpočtu	<u>Ekonomický boom:</u> finanční sektor (zejména úvěry) prudce roste (rychleji než HDP), ekonomika zaznamenává velký příliv kapitálu, ceny rostou, tempo růstu HDP stoupá, zvyšuje se deficit běžného účtu	<u>Finanční krize:</u> 19 finančních institucí představujících 60 procent aktiv finančního sektoru země je převzato vládou nebo zavřeno nebo sloučeno. HDP ve dvou po sobě následujících letech poklesl o 15 procent.	<u>Zotavení ekonomiky:</u> banky, které díky vládní pomoci přežily, jsou privatizovány, jsou schváleny nové bankovní a daňové zákony, orgánům dohledu jsou dány větší pravomoci. Hospodářství zaznamenává trvalejší oživení.

V posledních 150 letech zaznamenala Chile celou řadu podobných období výrazných recesí, což pokaždé vládu donutilo přestat s expanzivní hospodářskou politikou. Recese v letech 1982-83 byla čtvrtou největší v historii země po světové hospodářské krizi ve třicátých letech, po ropné krizi v polovině sedmdesátých let a konečně po krizi na začátku I. světové války. Celkový reálný výstup ekonomiky ve zmiňovaném období poklesl o více než 20 procent (mezi třetím čtvrtletím roku 1981 a stejným čtvrtletím roku 1983). Na konci roku 1983 míra nezaměstnanosti přesáhla třicet procent a podíl obyvatel žijících v bídě vzrostl na 55 procent ve srovnání se 30 procenty v roce 1981. Země byla zasažena také prudkým nárůstem inflace, když index spotřebitelských cen se více než zdvojnásobil z průměrné hodnoty za rok 1981. Tehdy jeho nárůst činil 9,5 procenta.

Rozsah recese v letech 1982-83 byl ovlivněn především vývojem hospodářství v předcházejících měsících. Od poloviny roku 1979 do poloviny roku 1981 v Chile velice rychle stoupala soukromá spotřební poptávka a také investiční výdaje a obě tyto veličiny postupně dosáhly rekordních hodnot. Tato expanze ve spotřebě a investicích byla umožněna především náhlým přístupem k domácím i zahraničním finančním zdrojům. Jako

zprostředkovatelé sloužily zejména soukromé domácí banky, zahraniční peněžní ústavy v té době zaujímaly v Chile pouze malý podíl na trhu.

Dalším klíčovým faktorem, který stál za vypuknutím bankovní krize v Chile, byl také špatný stav bankovních úvěrových portfolií, který byl výsledkem podstupování nadměrného rizika při umísťování bankovních aktiv. Tato skutečnost nebyla před vypuknutím krize patrná, teprve až s prudkým zhoršením hospodářské situace v roce 1982 se naplno projevila.

Třetím důvodem byla výrazná změna v relativních cenách, kterou vyvolal boom v letech 1980-81. Konkrétně šlo o podstatné zvýšení reálných mezd, což byl výsledek indexace nominálních mezd na minulou inflaci a redukce nákladů na pracovní síly (snížení daní z mezd). V okamžiku, kdy však hospodářský boom skončil, bylo velice obtížné tyto změny odbourat, neboť nominální mzdy byly rigidní ve směru dolů a tedy chilská vláda našla řešení v rychlé devalvaci chilského pesa.

A konečně čtvrtým faktorem byl nepříliš pružný přístup chilských úřadů. Přestože v roce 1980 vznikly nové vládní instituce, které měly mimo jiné dohlížet na bankovní sektor, jejich pravomoci byly zpočátku velmi omezené. Proto trvalo poměrně dlouhou dobu než vláda opustila svou politiku udržování fixního měnového kursu a svoji zásadu nepomáhat sektorům postiženým krizí (tedy i bankovnímu) a začala aktivněji intervenovat proti recesi.

V polovinu roku 1981 již nebyla rekordní úroveň spotřební poptávky a investičních výdajů dále udržitelná. Růst reálných úrokových sazeb v prvních šesti měsících roku a pokles kursu směnných relací v posledních dvanácti měsících vyvolával tlak na snížení jak spotřebních, tak i investičních výdajů. Pokles se odehrál převážně v roce 1982, vyvrcholení však nastalo až v roce 1983. Výsledkem byl dramatický propad HDP, který se ve srovnání s úrovní na konci šedesátých let snížil o 25 procent. Chilská vláda zpočátku na zhoršující se situaci nijak nereagovala, neboť se řídila zásadou minimálních zásahů státu do ekonomiky. Postupně však vývoj přestával být udržitelný, a proto se 14. června 1982 chilská vláda rozhodla intervenovat. Prvním krokem bylo zrušení politiky fixního měnového kursu, jehož výsledkem byla dramatická devalvace pesa. To během následujících tří měsíců oslabilo o šedesát procent. Záměrem vlády bylo oslabením domácí měny pomoci oblastem, které byly negativně poznamenány výrazným zhoršením směnných relací. Tento krok však na druhou stranu také znamenal podstatné zvýšení zátěže pro dlužníky, kteří měly své úvěry denominovány v zahraničních měnách. Tyto problémy postihly celý finanční sektor a pro banky znamenaly okamžitě problémy se solventností. Chilská vláda si hrozící kolaps bankovního sektoru uvědomila a v lednu roku 1983 přikročila k jeho restrukturalizaci. Některým ústavům finančně pomohla, některé donutila ukončit svou činnost, řadu bank převzala. Peníze na financování této pomoci si vláda opatřila emisí státních dluhopisů. Jejich kupci se rekrutovali zejména z řad nově vznikajících domácích penzijních fondů, neboť stejně jako ostatní země Jižní Ameriky neměla Chile v té době přístup k zahraničním investorům. Současně vláda také vyjádřila záruky za veškeré vklady v bankách, aby zabránila runům na peněžní ústavy.

Přestože chilská bankovní krize byla výsledkem makroekonomické situace, začala vláda od roku 1982 reformovat bankovní zákony s cílem zlepšit regulaci sektoru a definovat způsob, jak nakládat s problémovými bankami. Proces stabilizování sektoru byl poměrně zdlouhavý, trval až do roku 1989. Po celou tuto vládu silně kontrolovala peněžní domy a v obavách z kvality úvěrů bankám prakticky znemožnila poskytování dalších půjček. Spolu s ožíváním ekonomiky se sice situace postupně zlepšovala a vláda začala peněžní ústavy, které během krize převzala, postupně privatizovat, bankovní sektor však zůstal ještě řadu let velice křehký.

3.11 Krach 19. října 1987

V důsledku boje proti rostoucí inflaci FED aktivizoval a důsledně uplatňoval v letech 1979 – 1982 restriktivní měnovou politiku. Uvedené období je někdy také nazýváno monetaristickým experimentem. Boj FEDu s inflací byl v těchto třech letech vcelku úspěšný (inflaci se podařilo stlačit ze 13 % na 3,9 %), ale problémy se projeví v jiných oblastech ekonomiky. Jedním z těchto vážných problémů se ukázala být prohlubující se a trvající recese ekonomiky doprovázená stále rostoucí nezaměstnaností (na konci monetaristického experimentu dosahovala míra nezaměstnanosti až 10,5 %). Tyto a ještě další problémy posléze v roce 1982 donutily FED, aby monetaristický experiment zastavil, a tím od restriktivní měnové politiky upustil.

Brzy poté byla zmíněná opatření FEDu následována poklesem úrokové míry a míry nezaměstnanosti. To odstartovalo býčí trh, který trval, vyjma některé terciální poklesy, celých 5 let. O značné síle býčího trhu ostatně dobře vypovídá hodnota indexu DJIA. V srpnu 1982 se DJIA pohyboval kolem 780 bodů. Do srpna 1987 se jeho hodnota více jak ztrojnásobila, neboť DJIA právě v tomto měsíci uvedeného roku 1987 přesáhl hranici 2720 bodů. Opět, jako i v předcházejících případech, je zřejmé, že se na trhu vytvořila spekulativní bublina.

Poněkud paradoxní je, že ještě než tato bublina praskla, veřejnost o její existenci, a tudíž i o nebezpečí prasknutí, věděla. Již na přelomu let 1986 a 1987, když index DJIA dosáhl 2 000 bodů, totiž všeobecně panoval mezi investory názor, že jsou kurzy instrumentů na trhu nadhodnocené, ale přesto nikdo své nákupy, svou poptávku, na trhu neomezoval. Investoři stále nakupovali, poněvadž věřili, že se jim podaří prodat ještě dříve, než bublina zkolabuje, a tak dosáhnout za situace, kdy budou kurzy vyhnány co nejvýše, velkých zisků.

Tato uplatňovaná strategie většiny ziskuchtivých investorů vůbec není iracionální, ale evidentně je vysoce nebezpečná. Odhadne-li totiž investor špatně okamžik kolapsu bubliny a ten přijde dříve, než investor očekával, místo závratného zisku se dostaví tragická ztráta.

Někdy je však na trhu možné pozorovat jisté příznaky, jež signalizují, že krach spekulativní bubliny se blíží. Tyto příznaky bylo možné pozorovat i v případě kolapsu bubliny v roce 1987 týden dopředu. Ve středu 14. října 1987 spadl index DJIA o rekordních 95 bodů. Tento pokles potom dále pokračoval i ve čtvrtek. Index spadl o dalších 58 bodů. Alarmování nepříznivou situací znásobili někteří investoři v pátek, 16. října 1987, prodeje svých akcií. DJIA poklesl o dosud nevídaných 108 bodů. Zobchodováno bylo 338 miliónů akcií.

Popsané události, k nimž došlo na trhu v týdnu od 12. do 18. října, byly skupinou analytiků interpretovány různě. Jedna skupina zastávala názor, že trh překonal svou krizi a pokles byl již vyčerpán, a tudíž že je možné v budoucnu opět očekávat nástup býčího trhu. Vedle této první skupiny se však ještě vytvořila i skupina druhá s protichůdným názorem. Ta tvrdila, že „dav je blízko“, což naznačovalo, že výprodeje se budou násobit a pokles kurzů tak pokračovat.

Odpověď na dilema, která skupina měla pravdu, přineslo v dalším týdnu tzv. „černé pondělí“ a následující tzv. „hrozný úterý“. V pondělí, 19. října 1987, byl při otevření trhu naprostý přebytek prodejních příkazů nad nákupními. Obchodování s 8 společnostmi ze 30, které tvoří DJIA, tak muselo být na hodinu přerušeno. Objem realizovaných obchodů se v pondělí oproti pátečnímu objemu zobchodovaných akcií téměř zdvojnásobil na 604 miliónů zobchodovaných akcií. DJIA spadl střemhlav dolů o bezprecedentních 508 bodů, což relativně představovalo necelých 23 % (přesně 22,6 %) jeho hodnoty. Tržní hodnota akcií, jejichž kurzy spadly, se pohybovala okolo 500 miliard dolarů. Jiný indikátor akciového trhu,

index Standard and Poor's 500, zaznamenal v tento den pokles o 57,6 bodů, tedy o 21 % své hodnoty.

Další den, v tzv. „hrozný úterý“ 20. října 1987, tragédie na trhu nekončila, nýbrž dále pokračovala a vyžádala si další oběti. Otevírací kurzy byly stanoveny příliš vysoko, a proto se prodávalo velice obtížně. Obchodování s řadou známých akcií bylo díky nepoměru nákupních a prodejních příkazů přerušováno (např. obchodování s akciemi IBM na 2 hodiny a obchodování s akciemi Merck na 4 hodiny). Institucionální investoři vesměs pociťovali mnohdy díky řetězové reakci problémy s nedostatkem hotovosti, ať už se jednalo o velké banky, firmy cenných papírů nebo fondy. Několik velkých finančních institucí zkrachovalo. Burzovní specialisté se dostávali do závažných problémů při opatřování si hotovosti pro své povinné odkupy.

Ve snaze zabránit zhroutení celého finančního systému zahájil FED sérii opatření, jež měla investorům napomoci vzniklou krizi překonat. Pro záchranu padajícího trhu začal sám nakupovat obligace, aby tlačil úrokové sazby dolů a kurzy nahoru. Dále vyvíjel tlaky na banky, aby pro uvedené účely půjčovaly peníze. Ty skutečně půjčování peněz investorům, kteří se ocitli v důsledku krachu v obtížích, zahájily, ale vydržely s tím pouze krátce. Přesto však stačily rozpůjčit 5,5 miliard dolarů. K částečnému řešení vzniklé situace přispěly dozajista i sliby FEDu týkající se dalších půjček hotovosti a sliby některých velkých firem, podpořených investičními bankami, ohledně plánovaného odkupu svých akcií. Trh se uklidnil a zbavil se částečně paniky a strachu. Finanční systém se udržel pohromadě. Pokles indexu DJIA byl zastaven. Index DJIA začal v úterý ještě před ukončením obchodování růst a rostl i další den. Kolaps dále nepokračoval.

Prasknutí bubliny v roce 1987 mělo dalekosáhlé důsledky. Krutě postihlo většinu investorů. Velká část z nich se zapřísalaha, že své peníze do akcií již nikdy nevloží. Mnozí z těchto investorů však na své předsevzetí po několika týdnech či měsících opět, zasažení lákadlem velkých zisků, zapomněli.

Co však prasknutí spekulativní bubliny způsobilo? Z psychologického hlediska to samozřejmě bylo ochabnutí a ztráta víry investorů v další růst kurzů akcií na trhu. Ovšem pro tuto náhlou změnu svých očekávání museli mít investoři nějaký důvod. Oněch možných důvodů, představujících tedy možné příčiny krachu 19. října 1987, se nabízí hned několik:

- diskuse na úrovni Kongresu o restrikcích týkajících se firemních převzetí (fúzí a akvizicí),
- slabý růst úrokové míry a očekávané inflační tlaky,
- deficit obchodní bilance přinášející depreciační tlaky na dolar se všemi důsledky na zdražení importu a zlevnění exportu zboží,
- zvýšená potřeba hotovosti u některých fondů, která je přinutila prodat část svého portfolia,
- pojištění portfolia jako jeden z druhů programového obchodování, které bylo vyvinuto v roce 1980 a v letech následujících jako výhodnější náhrada za mechanická pravidla obchodování typu stop-loss,
- cenové propojení trhů pro akcie, opce a finanční futures, které způsobuje že jakékoliv výkyvy v cenách na jednom trhu se velmi rychle přenáší i na trhy zbývající. Bradyho komise zkoumající příčiny krachu 1987 dokonce tvrdí, že tyto tři uvedené trhy jsou vlastně trhem jediným.

Pravděpodobných příčin vysvětlujících krach spekulativní bubliny v roce 1987 je tedy uváděno několik. Ani jedna však sama o sobě není schopna zcela objasnit událost krachu v celé jeho šíři. Do dnešních dnů totiž ještě není zkoumání příčin zhroucení trhu u konce. K prasknutí spekulativní bubliny pravděpodobně přispělo paralelní spolupůsobení všech příčin najednou, což znásobilo jejich impulsy k poklesu kurzů.

Prezident Reagan, SEC, jednotlivé burzy a další významné finanční instituce vytvořili odborné komise, jejichž úkolem bylo objasnit okolnosti krachu 19. října 1987 a zároveň navrhnout opatření, která by zabránila dalšímu obdobnému kolapsu v budoucnosti. Komise přišly s různými závěry a hodnoceními krachu. Diskuse nad příčinami a okolnostmi krachu a jejich výzkum pokračuje i nadále. V souladu s doporučeními zmíněných komisí a dalších odborníků došlo na NYSE k zavedení určitých opatření, která mají zabránit opakování dramatické situace z roku 1987. K těmto opatřením patří přerušení obchodování na 1 hodinu, pokud DJIA klesne o stanovený (s ohledem k vývoji indexu průběžně upravovaný) počet bodů během jednoho obchodního dne a přerušení na další 2 hodiny, jestliže DJIA spadne o další stanovený počet bodů ještě též obchodní den. Jiným opatřením zavedeným na NYSE po krachu 1987 je regulace přístupu k programovému obchodování. Tento je znemožněn v situaci, jakmile dojde k podstatnější, přesně stanovené změně DJIA. Nicméně možnost manuálního zadávání příkazů se investorům nabízí i v této situaci.

3.12 Norská bankovní krize 1988-91

Norská bankovní krize začala 18. března 1988, když Sunnmørsbanken, menší obchodní banka ze západní části Norska, varovala před ztrátou, která ji připravila prakticky o celé vlastní jmění. Tímto okamžikem odstartovalo čtyřleté období, během kterého třináct bank představujících více než 95 procent celkové bilanční sumy v tamním bankovním sektoru bylo těžce zasaženo nebo dokonce zkrachovalo.

Kořeny krize zasahují až do první poloviny osmdesátých let, konkrétně do roku 1984. Před tímto rokem totiž norské úřady omezovaly jak množství finančních prostředků, které mohly banky půjčovat, tak i výši úrokových sazeb. V roce 1984 byly tyto limity odstraněny, peněžní ústavy mohly začít počítat podřízený dluh do bankovního kapitálu a norské banky byly vystaveny konkurenci jak od zahraničních, tak nově vzniklých domácích ústavů. Během následujících dvou let norská vláda ještě více uvolnila restriktce kladené na vstup zahraničních bank do země a shrnula veškerou odpovědnost za tento sektor pod Banking, Insurance and Securities Commission (BISC). Na takto deregulovaném trhu se stávající norské banky dostaly do velkého konkurenčního tlaku. Aby zabránily poklesu svého tržního podílu, začaly agresivně půjčovat. V letech 1984 až 1986 objem půjček poskytnutých finančními institucemi firmám a domácnostem rostl očištěn o inflaci o 12 procent ročně, tj. přibližně třikrát rychlejším tempem než v předcházejících letech. Největší podíl tohoto nárůstu pocházel od nově vzniklých bank, menších peněžních ústavů a spořitelien.

Rychlý nárůst půjček se zastavil v roce 1987, kdy se již začaly ztráty bank nebezpečně zvětšovat. Celou situaci navíc výrazně zhoršil vývoj na komoditních trzích, když během roku 1986 cena severomořské sírné ropy Brent spadla na 14,50 USD za barel z předcházejících 27 USD za barel. Při známé závislosti norské ekonomiky na cenu této suroviny následoval logicky prudký pokles celé ekonomiky. Na tento vývoj nemohl úvěrový sektor nezareagovat. Tempo růstu objemu půjček v reálném vyjádření se zpomalilo na 3,6 procenta v roce 1988 a na 2,8 procenta v roce 1989. Existující úvěry především společnostem citlivým na fázi hospodářského cyklu se dostaly do ohrožení. Norsko zasáhla řada bankrotů, když jejich počet

vzrostl z 1 426 v roce 1986 na 3 891 v roce 1988 a na 4 536 v roce 1989. Krachy se soustředily především na realitní, stavební, hotelový, rybářský sektor, maloobchod a dopravu. Spolu s těmito událostmi se začaly dramaticky zvyšovat také ztráty obchodních bank z poskytnutých úvěrů. V roce 1986 činil podíl ztrát na objemu celkových aktiv bank ještě pouze 0,47 procenta, v roce 1988 to však již bylo 1,57 procenta a v roce 1989 již 1,60 procenta. Rychlý přechod norského bankovního sektoru z přísně regulovaného na místo výrazně uvolněnější a otevřenější pro konkurenci totiž způsobil, že banky postupovaly nepřiměřeně velké riziko, byly charakterizovány špatným rozhodováním a příliš benevolentním přístupem při zvažování o poskytnutí úvěru.

Jak již bylo zmíněno v úvodu, fakticky norská bankovní krize začala v březnu 1988 pádem Sunnmorsbanken. Během let 1988 až 1989 vyhlásily nesolventnost další tři menší banky a také čtyři spořitelny. Všechny tyto ústavy se nacházely v severní a v západní části Norska, tedy v oblasti, kde zbankrotovalo také nejvíce firem. V prvních fázích bankovní krize neměla norská vláda žádný program jak kapitálově pomoci ohroženým bankám, neboť zpočátku neexistoval ani žádný institut pojištění vkladů. Bankovní sektor si totiž organizoval vlastní systémy pojištění depozit. Byly to právě tyto systémy (Commercial Bank Guarantee Fund - CBGF, Savings Bank Guarantee Fund - SBGF), které jako první poskytly finanční injekci problémovým bankám. Pod patronací BISC vložila CBGF 1,3 miliardy norských korun (65 miliónů dolarů) a zasloužila se také o spojený ohrožených bank se zdravějšími. Tento zásah byl alespoň zpočátku úspěšný a bankovní sektor se zdál být stabilizovaný. Úplná likvidace totiž proběhla pouze u jednoho ústavu – u nově vzniklé banky Norion, které CBGF odmítla finančně pomoci, neboť se byla v květnu 1989 vyšetřována BISC pro podezření z defraudace. Po šesti měsících pak vláda tento peněžní ústav zavřela a její aktiva přesla pod správu státních úřadů. Na jaře roku 1990 se tak všeobecně považovala norská krize za ukončenou.

Optimismus byl však předčasný. Nejistota vyvolaná krizí v Perském zálivu, propady na světových finančních trzích a hospodářská recese v sousedním Švédsku a Finsku značně snížila schopnost norských bank půjčovat si v zahraničí. V prosinci 1990 třetí největší domácí obchodní banka Fokus oznámila velké ztráty, jejichž příčinou bylo především špatné úvěrové portfolio, neboť Fokus krátce předtím pohltit dvě problémové banky. Ještě ve stejném měsíci Christiania Bank, druhá největší norská banka, také oznámila hrozivé ztráty a požádala CBGF o kapitálovou pomoc. Také tento finanční ústav předtím převzal krachující banku, konkrétně již zmíněnou Sunnmorsbanken. Během dvou týdnů přišla na řadu také největší domácí banka – Den norske Bank. Příčinou kolapsu všech tří zmíněných ústavů byla ztráta možnosti půjčovat si finance v zahraničí nebo tyto zdroje byly neúnosně drahé. Krize kulminovala v únoru roku 1991, kdy CBGF oznámila, že již téměř vyčerpala všechnen svůj kapitál, který měla k dispozici. Bez další pomoci tak stál norský bankovní sektor na pokraji zhroutilí. 5. května 1991 norský parlament schválil vložení pěti miliard norských korun do nově vzniklého Government Bank Insurance Fund (GBIF). Peníze v GBIF byly okamžitě k dispozici pro CBGF, vzhledem však ke obrovským ztrátám tří největších domácích ústavů však bylo brzy jasné, že tato částka není dostatečná.

Po šesti měsících debat jak vyřešit horšící se krizi zvýšil norský parlament výši prostředků v GBIF, vytvořil nový fond nazvaný Government Bank Investment Fund a pozměnil existující zákony tak, aby přinutil problémové banky odepsat svůj akciový kapitál. To umožnilo norské vládě převzít kontrolu nad zmíněnými největšími třemi bankami. V druhé polovině roku 1991 vzrostl objem vládních fondů na pomoc bankovnímu sektoru 20 miliard norských korun, což představovalo 3,4 procenta hrubého domácího produktu. Norská vláda kompletně převzala peněžní ústavy Fokus a Christiania a získala 55procentní podíl v Den norske Bank.

V roce 1992 se již tato bankovní krize neomezovala pouze na norský bankovní systém, ale rozšířila se také na další skandinávské země. V Norsku zůstalo v „provozu“ pouze osm bank a 85 procent bankovního sektoru se nacházelo pod kontrolou státu. Velké spořitelny, hypoteční ústavy a další finanční společnosti pokračovaly ve ztrátách i v roce 1993. Přestože po převzetí problémových bank státem se krize postupně uklidnila, její následky se stále ještě nepodařilo úplně odstranit. Ještě v září letošního roku totiž vláda vlastnila významné podíly ve dvou největších domácích obchodních bankách. Navíc norský akciový trh se dostal na úroveň před krizí až v létě roku 1997.

3.13 Mexická krize 1994-95

Na počátku 90. let vykazovala mexická ekonomika velmi dynamický ekonomický růst, avšak financovaný z velké části prostřednictvím přílivu zahraničního kapitálu. Centrální banka Banco de Mexico používala systém pevného měnového kurzu vůči americkému dolaru s cílem efektivněji kontrolovat inflační nebezpečí. Do mexické ekonomiky proudilo obrovské množství zahraničního kapitálu spekulativního typu. Tento systém funguje tak dlouho, dokud požívá centrální banka dostatečnou důvěryhodnost. Avšak centrální banka postupně podlehla politickým tlakům a umožnila během roku 1994 výraznou měnovou expanzi, vyvolávající nejistotu investorů ohledně budoucí inflace. Navíc zvyšující se deficit běžného účtu platební bilance, dosahující 8 % hrubého domácího produktu a politická nejistota definitivně podkopaly důvěru zahraničních investorů v mexickou měnu, kteří začali vyprodávat mexická aktiva. 20. prosince 1994 nezbylo centrální bance nic jiného než devalvovat mexické peso o 12,7 % a přejít k volně pohyblivému měnovému kursu. Peso okamžitě ztratilo dalších 15 %. Do března následujícího roku ztratilo peso vůči dolaru dalších 25 %. Masivní odliv zahraničního kapitálu způsobil nejen dramatické zhroucení mexické měny, ale také prudké zvýšení úrokové hladiny. Úrokové sazby z krátkodobých státních mexických dluhopisů vzrostly od listopadu 1994 do března 1995 ze 14 % na 70 %. Bez včasného záchranného programu USA ve výši 52 mld. amerických dolarů by pravděpodobně došlo k úplnému zhroucení mexického finančního systému.

3.14 Lotyšská bankovní krize 1995

Velmi příznivým klimatem pro vznik bankovních krizí jsou období transformace ekonomiky, jak velice názorně ukázal v posledních letech přechod centrálně plánovaných ekonomik k tržnímu hospodářství. Z transformujících se ekonomik se v devadesátých letech minulého století odehrála nejhlubší bankovní krize v Lotyšsku na jaře roku 1995, kdy ztráty tamních bank dosáhly hodnoty 40 procent všech aktiv v lotyšském bankovním systému. Významný byl také dopad krize na reálnou ekonomiku, neboť do té doby slibně se oživující hospodářský růst byl zastaven a státní finance se dostaly do velkých problémů. Nezanedbatelný byl i vliv na politiku. Traumatizovaná veřejnost ztratila důvěru nejen v bankovní systém ale také v dosud vládoucí strany středu, které byly na tři roky vystřídány krajně pravicovými a levicovými stranami.

Kořeny lotyšské bankovní krize lze hledat ve velmi liberální politice ohledně vstupu subjektů do bankovního sektoru. Této skutečnosti začala využívat řada společností, které zakládáním bank řešily svoji potřebu finančních prostředků pro podnikání. Prostřednictvím založení bank totiž bylo možné získat půjčky laciněji než úvěrem ve fungujících peněžních ústavech.

Výsledkem byl prudký nárůst počtu bank. Jen za rok 1993 dostalo v Lotyšsku bankovní licenci 60 subjektů. Nově vznikající peněžní ústavy charakterizovala velice agresivní marketingová politika na získávání nových klientů a jejich vkladů, která byla postavena především na atraktivní úrovni nabízených úrokových sazeb z depozit. Pod tímto vlivem vzrostl podíl nově vzniklých bank na celkových aktivech v lotyšském bankovním sektoru z 47 procent v prosinci 1992 na 85 procent v prosinci 1994. Ještě výrazněji byl tento trend patrný v oblasti poskytování úvěrů, kde za stejné období zaznamenaly nově vzniklé banky nárůst ze 23 procent na 89 procent.

Mezi nově vzniklými bankami se začala postupně nejvýrazněji prosazovat Bank Baltija. Bez ohledu na svoji neurčitou strukturu majitelů dokázala díky extrémně vysokým nabízeným úrokovým sazbám z depozit přilákat vysoké procento vkladů od veřejnosti i od podniků. Například v roce 1993 se její úroková sazba na jeden rok pohybovala kolem 90 procent, ostatní nově vzniklé banky nabízely 18 až 52 procent, peněžní ústavy navazující na subjekty ještě z éry Sovětského svazu pak pouze 14 až 20 procent. Bank Baltija se v roce 1994 stala největší lotyšskou bankou podle objemu aktiv, depozit i poskytnutých úvěrů.

Právě krachem Bank Baltija na konci března roku 1995 začala lotyšská bankovní krize. Postupně začaly svoji insolventnost oznamovat další tamní peněžní ústavy a již brzy bylo jasné, že v sektoru chybí stovky milionů dolarů. Celkové ztráty byly vyčísleny na 320 milionů amerických dolarů, což představovalo 40 procent aktiv v bankovním systému a sedm procent HDP očekávaného na rok 1995.

Při řešení bankovní krize se vláda spolu s centrální bankou nejprve rozhodly pro jednání s představiteli Bank Baltija s cílem zajistit její rekapitalizaci. Tato jednání však pouze poskytla manažerům insolventní banky čas převést do zahraničí další její aktiva. Nakonec tak centrální banka převzala kontrolu nad všemi problémovými bankami.

Příčiny lotyšské bankovní krize je možné shrnout do následujících bodů:

- Transformační proces – Lotyšsko doplatilo na nezkušenost manažerů bank, bankovního dohledu a dlužníků z řad podniků. Banky nepostupovaly dostatečně obezřetně při poskytování úvěrů, bankovní dohled nebyl schopen plnit svoji roli a podniky vysokým zadlužením stupňovaly riziko svého bankrotu.
- Korupce – zakladatelé nově vznikajících bank nevstupovaly do odvětví s cílem poskytovat bankovní služby pro veřejnost a podniky. Ve většině případů šlo pouze o získání finančních zdrojů pro své podnikání. Peníze byly využívány na vysoce rizikové projekty. Krátkodobý zisk byl stavěn před dlouhodobé zájmy banky.
- Stabilizace ekonomiky – podobně jako například v zemích Jižní Ameriky byla i v Lotyšsku jednou z příčin bankovní krize stabilizace ekonomiky. Vláda se totiž v roce 1992 rozhodla rázně zakročit proti extrémně vysoké inflaci (cca 500 procent), jejímž důsledkem byly záporné reálné úrokové sazby. Restriktivní monetární politika skutečně snížila inflaci, úrokové sazby však zůstaly poměrně vysoké. Výsledkem byl dramatický nárůst reálných úrokových sazeb, které se dostaly do výrazně kladných čísel. Podniky, jenž dosud při splácení svých dluhů spoléhaly na inflaci, která jejich úvěry rychle znehodnocovala, náhle přestaly být schopny své závazky splácet.
- Ztráta důvěry v sektor – v okamžicích, kdy se začaly objevovat první signály bankovní krize, vláda nevydala žádnou informaci, zda ohroženým bankám pomůže či ne. Zneklidnění vkladatelé, zejména z řad podniků, tak uspořádaly run na banky.
- Podstupování nepřiměřeného úrokového rizika – Bank Baltija spolu s některými dalšími bankami používaly velmi riskantní strategii. Vklady přijímaly v domácí měně

za velice vysoké úrokové sazby a úvěry poskytovaly v dolarech v přesvědčení, že lat zaznamená výrazné oslabení kursu. Bohužel v letech 1994 až 95 naopak lat poměrně výrazně posílil a banky čelily prudkým ztrátám.

3.15 Ruská krize 1998

V polovině devadesátých letech 20. století využívala ruská vláda stále více zahraniční finanční trhy pro financování deficitu státního rozpočtu. V období vypuknutí asijské krize (podzim 1997) se začala zvyšovat i nejistota zahraničních investorů, investujících do ruských cenných papírů. Ruský rubl se poprvé dostal pod silný tlak devizových spekulantů na konci října roku 1997, podruhé začátkem ledna roku 1998. I když Ruská centrální banka udržela pevný měnový kurs vůči americkému dolaru, ztratila od října 1997 do března 1998 více než 8,8 mld. USD devizových rezerv a celkové devizové rezervy klesly na 10 mld. USD. A to nebylo vše. Úrokové sazby na mezibankovním trhu vzrostly ve stejném období z 20 % na téměř 40 % a ceny ruských akcií ztratily ze své hodnoty téměř 50 %. Odhaduje se, že z Ruska mezi říjnem 1997 a únorem 1998 odplynul zahraniční kapitál v celkové hodnotě 7 mld. USD. Expozice zahraničních investorů v ruských cenných papírech však zůstala poměrně značná.

V letních měsících roku 1998 dále poklesla důvěra zahraničních investorů v ruskou ekonomiku, pokračoval výprodej ruských finančních instrumentů, což vedlo nejen k poklesu jejich cen, ale také k tlakům na devalvaci rublu. Panika vypukla 17. srpna 1998, kdy ruská vláda devalvovala ruský rubl, vyhlásila moratorium na splácení státních cenných papírů a omezila pohyb kapitálu. Prakticky se jednalo o vyhlášení bankrotu ruského státu. Hlavní příčinou kolapsu ruského finančního systému byla chybná hospodářská politika, vedoucí k neudržitelnému deficitu státního rozpočtu a k nárůstu veřejného dluhu a dluhové služby na takovou úroveň, která již byla neudržitelná. Ruská finanční krize se velmi rychle rozšířila na vyspělé a nově vznikající finanční trhy.

3.16 Turecká finanční krize 2000

V listopadu 2000 vznikla na tureckém finančním trhu značná nejistota, poněvadž policie začala vyšetřovat manažery desítky bank, na které byla uvalena nucená správa. Ztráty bank pod nucenou správou jsou odhadovány na 7 mld. USD. Krachy těchto bank vyvolaly likvidní krizi v bankovním sektoru, vzestup jednodenních úrokových sazeb až na 1 950 % (pondělí 4. prosince 2000) a run depozitorů na banky. V turecké ekonomice vznikla finanční panika. Nejistota se rozšířila i na turecké akciové trhy. V poslední listopadový týden nastal masový výprodej tureckých akcií, jejichž hodnota poklesla o čtyřicet procent. Přišlo zhroucení soukromé banky Demirbank, na kterou byla rovněž uvalena nucená správa. Nebezpečí rozvratu turecké ekonomiky donutilo Mezinárodní měnový fond k rychlé výpomoci. Mise Mezinárodního měnového fondu přicestovala do Ankary 3. prosince 2000 a již o dva dny později Mezinárodní měnový fond vydal příslib masivní finanční výpomoci, umožňující jak Turecké centrální bance doplnit devizové rezervy, tak vládě pokračovat v započatých ekonomických reformách. Finanční výpomoc však Mezinárodní měnový fond podmiňuje:

- urychlením privatizace,

- ozdravením bankovního sektoru,
- zrušením mimorozpočtových vládních fondů,
- zřízením zvláštního úřadu pro boj s korupcí.

Po několikátýdenním uklidnění finanční krize znovu vypukla v únoru 2001. Turecký premiér Bulent Ecevit 19.2. 2001 neočekávaně opustil zasedání Národní bezpečnostní rady, poněvadž ho turecký prezident Necdet Sezer tvrdě kritizoval za neúčinný boj proti korupci. Reakce finančních trhů byla okamžitá: útěk finančního kapitálu, zhroucení akciového trhu a prudké znehodnocení turecké liry. Záchrana tureckého finančního systému se opět realizovala standardní cestou: masivní intervence Turecké národní banky na záchranu domácí měny ve výši 3 mld. USD, prudké zvýšení krátkodobých úrokových sazeb na 6 200 % a mezinárodní finanční pomoc.

LITERATURA ke 3. kapitole

- Bordo, M.D.: Financial Crises: Lessons from History. The Fifth Garderen Conference on International Finance. Erasmus Universiteit, Rotterdam, April, 1987.
- Bosworth, B.: The Asian Crisis in Context. International Finance, Vol.1, No.2, December 1998.
- Buch, C.M.: Creating Efficient Banking Systems: Theory and Evidence Eastern Europe. Kiel Institute of World Economics, 277, 1996.
- Caprio, G.-Klingebiel, D.: Bank Insolvency: Bad Luck, Bad Policy, or Bad Banking? World Bank, Washington, April 1996.
- Desai, R.: Large Bank Finance and the Limits of Mass Privatization in Eastern Europe: The Case of the Czech Republic. Harvard University, 1996.
- Dooley, M.P.: A Model of Crises in Emerging Markets. NBER, Working Paper, No.6300, December 1997.
- Eastbrook, F.-Fishcel, D.: The Economic Structure of Corporate Law. Harvard University Press, 1994.
- Eichengreen, B.-Portes, R.: The Anatomy of Financial Crises. In.: Portes, R.-Swoboda, K.: Threats to International Financial Stability. Cambridge University Press, Cambridge, 1987.
- Fisher, I.: Booms and Depressions. Adelphi, New York, 1932.
- Fisher, I.: The Debt Deflation Theory of Great Depressions. Econometrica, 1, 1933.
- Fleming, A.-Talley, S.: The Latvian Banking Crisis: Lessons Learned.
- Goldstein, M. - Turner, P.: Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options. BIS Economic Papers, 46, 1996.
- Goodhart, Ch. - Delargy, P.J.R.: Financial Crises. International Finance. December 1998.
- Grodinsky, J.: Investments. Ronald Press, New York, 1953.
- Hermes, N. - Lensink, R.: Financial System Development in Transition Economies. Journal of Banking and Finance, 24, 2000.
- Hutchison, M.-McDill, K.: Are All Banking Crises Alike? The Japanese Experience in International Comparison. NBER, Working Paper, No.7253, July 1999.

IMF: Capital Flow Sustainability and Speculative Currency Attacks. Finance & Development, December 1997.

IMF: World Economic Outlook. May, 1998.

IMF: The Asian Crises - Causes and Cures. Finance & Development, June 1998.

Jílek,J.: Finanční rizika. Grada, Praha, 2000.

Kaminsky,G.L.-Rienhart,C.M.: The Twin Crises: the Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems'. International Finance Discussion Papers, No.544. The Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 1996.

Kindleberger,Ch.P.: Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises. McMillan, London, 1996.

Kindleberger,C.P.-Laffargue,J.P.: Financial Crises: Theory, History and Policy. Cambridge University Press, Cambridge, 1982.

Krugman,P.: A Model of Balance of Payments Crisis. Journal of Money, Credit and Banking, 11, 1979.

Krugman,P.: What Happend to Asia? MIT Cambridge, January, 1998.

Meltzer,A.: Sustaining Safety and Soundness: Supervision, Regulation, and Financial Reform. World Bank, Washington, December 1995.

Mervart,J.: České banky v kontextu světového vývoje. Nakladatelství Lidové noviny, Praha, 1998.

Miles, C.M.: The Asian Crisis: Experiences and Lessons for Home and Host Supervisor. LSE, Financial Market Group, 1999.

Minsky,H.P.: Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster. Reappraisal of the Federal Reserve Discount Mechanism, 3, June 1972.

Minsky,H.P.: Financial Factors in the Economics of Capitalism. Journal of Financial Services Research, 9, 1995.

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

Obstfeld,M.: Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payments Crises. American Economic Review, March, 1996.

Pleskovic,B.: Annual World Bank Conference on Development Economics 1996. World Bank, Washington, 1996.

Radelet,S.-Sachs,J.: The Onset of the East Asian Financial Crisis. NBER, Working Paper 6680, August 1998.

Rojaz, L. - Suarez, S. - Weisbrod, R.: Financial Fragilities in Latin America: The 1980s and 1990s. IMF Occasional Paper, 132, 1995.

Sachs,J.: Do We Need an International Lender of Last Resort? Princeton, April 1995.

Scholtens, B. Financial Regulation and Financial System Architecture in Central Europe. Journal of Banking and Finance, 24, 2000.

Shleifer,A.-Summers,L.H.: The Noise Trader Approach to Finance. Journal of Economic Perspectives 4, Spring 1990.

Simonson, D.: Czech Bank Privatization and Financial System Efficiency. University of New Mexico, 1999.

Singh, A.: Financial Liberalisation, Stockmarkets and Economic Development. *Economic Journal*, 107, 1997.

Wurgler, J.: Financial Markets and the Allocation of Capital. *Journal of Financial Economics*, 2000.