# Globální finanční krize a institucionální uspořádání finanční regulace

Petr Musílek[1]

**Abstrakt**

Cílem příspěvku je vysvětlit základní příčiny současné globální finanční krize, která zachvátila v letech 2008 a 2009 nejen vyspělé, ale i rozvíjející se trhy. Jsme toho názoru, že jednou z podstatných příčin globální finanční krize bylo i regulatorní selhání. Proto se nutně v rámci ozdravných programů a systémových změn začala intenzívně diskutovat reforma regulatorního rámce, a to jak na regionální, tak i na celosvětové úrovni.

**Klíčová slova**

Globální finanční krize, regulace finančních trhů, reformy institucionálního uspořádání regulace.

## 1 Globální finanční krize

Soudobá globální finanční krize se začala projevovat již v polovině roku 2007, kdy se začala šířit nejistota z amerického nemovitostního trhu. Na americkém nemovitostním trhu se na počátku nového tisíciletí vytvořila obrovská cenová bublina, kdy ceny nemovitostí vzrostly od začátku roku 2000 do podzimních měsíců 2006 zejména v jižních oblastech USA o více než 170 %. Tato cenová bublina však začala na přelomu let 2006/2007 pomalu splaskávat. Výrazný pokles hodnoty nemovitostí se přirozeně odrazil v poklesu cen cenných papírů, krytých hypotéčními úvěry. Investování do amerických postupovaných cenných papírů a $CDO_s$ se v novém tisíciletí stalo velmi populární mezi americkými a evropskými bankami, investičními institucemi, penzijními fondy a životními pojišťovnami. V polovině března 2008 se do problémů, spojených s podřadnými hypotéčními cennými papíry, dostala investiční banka Bear Stearns, kterou od bankrotu zachránilo pouze převzetí finanční skupinou JP Morgan. V následujících měsících na světových finančních trzích došlo k určitému přechodnému uklidnění situace.

Nové negativní informace se na americkém finančním trhu začaly opět objevovat na počátku září 2008. Nejdříve byla uvalena nucená správa na hypotéční agentury Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation) a Fannie Mae (Federal National Mortgage Association), které byly de facto zestátněny. Následně zkrachovala jedna z největších investičních bank Lehman Brothers, což byl šok pro světové finanční trhy. Zářijové problémy na světových finančních trzích dosáhly takového rozměru, že propukla **globální finanční krize**, projevující se výrazným zhoršením velké většiny finančních indikátorů. **Globální finanční systém se začal potýkat s nedostatečnou likviditou, 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**.

Globální finanční krize se začala projevovat nejen jako úvěrová (bankovní) krize, ale současně i jako krize likvidity a krize investiční. Zdá se, že základní příčinou současné

[1] Prof. Ing. Petr Musílek, Ph.D., Katedra bankovnictví a pojišťovnictví Fakulty financí a účetnictví, Vysoké školy ekonomické v Praze, nám.W.Churchilla 4, 130-67, Praha 3, musilek@vse.cz

globální finanční krize je vytvoření a následné splasknutí **cenové bubliny na americkém nemovitostním trhu**, což je evidentní z níže uvedené tabulky.

*Tab. č.1: Americká cenová bublina (USA, různé oblasti, 2000-2009, v bodech)*

| *Rok* | *Phoenix* | *Los Angeles* | *Miami* | *San Diego* |
|---|---|---|---|---|
| 1/2000 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 |
| 1/2001 | 105,93 | 110,88 | 110,28 | 117,54 |
| 1/2002 | 111,61 | 121,45 | 124,52 | 128,79 |
| 1/2003 | 117,10 | 144,27 | 143,78 | 155,40 |
| 1/2004 | 126,61 | 177,01 | 164,82 | 186,33 |
| 1/2005 | 155,49 | 219,41 | 205,42 | 233,78 |
| 1/2006 | 221,61 | 265,92 | 268,52 | 247,46 |
| 1/2007 | 220,27 | 268,68 | 279,42 | 235,53 |
| 1/2008 | 180,06 | 224,41 | 225,40 | 197,45 |
| 1/2009 | 117,11 | 166,54 | 159,04 | 148,25 |
| 5/2009 | 103,56 | 159,18 | 144,59 | 145,06 |

*Zdroj: S+P/Case-Schiller Home Price Indices, S+P, 2009, s.4.*

Poněvadž základní metodou oceňování na trzích nemovitostí je srovnávací metoda a jednotlivé národní nemovitostní trhy jsou v současnosti téměř plně liberalizovány, americká nemovitostí cenová bublina se bez větších problémů přelila i do dalších států (zejména Velké Británie a Španělska). Splasknutí cenové bubliny nemovitostí je obvykle spouštěcím mechanismem hluboké finanční krize, poněvadž dojde k prudkému poklesu hodnoty aktiv, což má značné dopady nejen na majitele nemovitostí, ale i na poskytovatele finančních zdrojů (banky a investory do cenných papírů spojených s hypotékami).

Růst nemovitostní cenové bubliny je obvykle podporován **nadměrnou úvěrovou expanzí**. Značný a prakticky nekontrolovaný příliv imigrantů do USA v posledních dvou dekádách nutně expandoval poptávku po bydlení. Ekonomické a finanční úrovni nových (často ilegálních) obyvatelů USA by za normálních podmínek odpovídalo skromné nájemní bydlení, které bývá obvykle levnější než vlastnictví nemovitostí. Finanční a investiční rozhodování imigrantů bylo značně ovlivněno úrokovými sazbami a měkkými podmínkami pro získání hypotéčních úvěrů, a to zejména podstatnou liberalizací pravidel poskytování úvěrů (Community Reinvestment Act) v 90.letech minulého století. Enormně nízké úrokové sazby umožnily expanzi dluhového financování, a tak doslova roztočily spirálu na americkém nemovitostním a hypotéčním trhu. Níže uvedená tabulka demonstruje úvěrovou expanzi na americkém bankovním trhu.

*Tab. č.2: Úvěrová expanze (USA, roční nominální míra růstu úvěrů v procentech, 1990-2008)*

| Rok | Hypoteční úvěry domácnostem | Spotřebitelské úvěry | Úvěry korporacím |
|---|---|---|---|
| 1990 | 8,7 | 1,9 | 5,7 |
| 1991 | 6,9 | -1,1 | -2,1 |
| 1992 | 6,4 | 1,1 | 1,0 |
| 1993 | 5,5 | 7,4 | 1,2 |
| 1994 | 5,6 | 15,2 | 5,1 |
| 1995 | 4,8 | 14,4 | 8,8 |
| 1996 | 6,2 | 9,0 | 6,8 |
| 1997 | 6,1 | 5,5 | 10,6 |
| 1998 | 8,0 | 7,2 | 11,0 |
| 1999 | 9,4 | 7,8 | 10,0 |
| 2000 | 8,7 | 11,4 | 8,5 |
| 2001 | 10,5 | 8,7 | 4,6 |
| 2002 | 13,3 | 5,7 | 0,5 |
| 2003 | 14,2 | 5,2 | 1,8 |
| 2004 | 13,6 | 5,5 | 4,1 |
| 2005 | 13,3 | 4,3 | 6,4 |
| 2006 | 10,9 | 4,5 | 8,5 |
| 2007 | 6,6 | 5,5 | 13,4 |
| 2008 | -0,4 | 1,7 | 4,8 |

*Zdroj: Flow of Funds Accounts of the United States, Federal Reserve System, March 12, 2009, s.6.*

Jednou z dalších příčin globální finanční krize byla i **technologická akciová cenová bublina**, která dosáhla svého maxima 10.března 2000, kdy index NASDAQ dosáhl hodnoty 5048,6 bodu. Během jednoho měsíce však americký technologický trh ztratil více než 35 % a jeho volný pád pokračoval během následujících měsíců. Na technologických trzích tedy došlo ke splasknutí cenové bubliny, což vedlo ke zvýšení nejistoty a k následnému pádu světových akciových trhů. Během let 2001 a 2002 byly světové akciové trhy dále negativně ovlivňovány prudkým zpomalením americké a evropské ekonomiky, zvýšeným politickým (válečným) rizikem a účetními skandály (Enron, Worldcom). Během druhé poloviny roku 2003 začalo postupně docházet k opětovnému cenovému oživování světových akciových trhů, a to zejména díky politice Federálního rezervního systému, který extrémně snížil klíčovou úrokovou sazbu z federálních rezervních fondů z 6,5 % (březen 2000) na pouhé 1,0 % (březen 2004), což vedlo nejen k celosvětovému poklesu úrokových sazeb a k obnovení ekonomického růstu, ale i k expanzi poptávky po hypotéčních úvěrech a k vytvoření nové cenové bubliny, tentokrát nemovitostní.

Od počátku devadesátých let minulého století začal být finanční sektor poměrně přísně regulován. Finanční regulace kladla zvýšený důraz na dostatečnou kapitálové vybavenost, informační transparentnost a efektivní metody řízení rizik. Zpřísňování finanční regulace vedlo k nárůstu regulatorních nákladů, a to zejména v tradičních finančních centrech (on-shore) a v sektoru komerčního bankovnictví. Podstatně mírnější pravidla finanční regulace byla aplikována na investiční firmy, pojišťovny a rovněž v off-shore finančních centrech, což umožnilo diverzifikovaným a globálním firmám finančních služeb realizovat regulatorní arbitráže. Motivy obcházení regulatorního systému jsou přirozeně tím vyšší, čím vyšší jsou náklady na splnění regulatorních pravidel. Jednou z tržních odpovědí na zpřísněnou finanční regulaci se stala **sekundární sekuritizace**, kdy dochází ke sdružování jednotlivých strukturovaných aktiv (např. úvěrů, pohledávek, cenných papírů) do balíku, který je pak postoupen třetí osobě. Na balík, který je vytvořen z podkladových aktiv, jsou emitovány cenné papíry, jež jsou kryté peněžními příjmy z aktiv portfolia (angl. asset backed securities - ABS). Emisní proces nově vydávaných cenných papírů krytých aktivy je zpravidla zabezpečován investičními zprostředkovateli, které cenné papíry dále prodávají jak institucionálním, tak i drobným investorům. Na počátku nového tisíciletí došlo k enormnímu

rozvoji nového druhu ABS, a to ve formě **Collateralized debt obligations** ($CDO_s$), představující neregulovaný investičně-úvěrový strukturovaný produkt. $CDO_s$ jsou vytvářeny z portfolia důchodových aktiv, které jsou však podle ratingového hodnocení rozdělovány do různých tranší: senior tranše (AAA), mezzanine tranše (AA-BB) a akciová tranše (bez ratingu). Ztráty z podkladových aktiv jsou rozdělovány reverzním způsobem (nejdříve na akciové tranše, pak mezzanine tranše a v poslední řadě pak dopadají na držitele senior tranše). I když první $CDO_s$ se objevily již v roce 1987, jejich masový rozmach nastal až v novém tisíciletí, když v roce 2001 David X. Li publikoval článek, ve kterém nastínil ohodnocování model, umožňující poměrně jednoduché a snadné oceňování $CDO_s$.

Sekuritizace aktiv přináší určité výhody jak původním věřitelům, tak i investorům. Původní věřitelé na základě sekuritizace aktiv mění svoji rizikovou expozici a likviditní pozici, snižují své finanční náklady a zvyšují svůj přístup k finančním zdrojům. Naopak investoři získávají možnost přímého investování do přesně strukturovaných aktiv, jejichž bonita není ovlivněna celkovou úrovní původního věřitele, což výrazně snižuje riziko finančního investování.

Sekuritizace aktiv není spojena pouze s výhodami, ale přirozeně přináší i mnohé nevýhody. Nejnovější metody sekuritizace (zejména ve formě $CDO_s$) **podstatně zvyšují informační asymetrii mezi dlužníkem a investorem.** Realizace sekuritizace aktiv může rovněž narušit finanční hospodaření společnosti a výrazně změnit poměry mezi jednotlivými podílníky (zejména mezi věřiteli a majiteli společnosti). Sekuritizační proces je rovněž spojen s nemalými transakčními náklady (provize svěřenským správcům, administrátorům, investičním zprostředkovatelům, právním a účetním firmám), což znamená, že výhody ze sekuritizačních operací začnou převažovat až od poměrně vysoké hodnoty sekuritizovaných aktiv.

Zdá se, že obrovský rozmach sekuritizace v oblasti komerčního bankovnictví byl jednou z tržních odpovědí na přísnou bankovní regulaci, která je charakteristická neustálou snahou zvyšovat požadavky na minimální výši vlastního kapitálu bank. Přírůstek úvěrů musí být doprovázen nárůstem vlastního kapitálu, poněvadž se na banky vztahují pravidla kapitálové přiměřenosti. Vlastní kapitál je však dražší než cizí kapitál, a proto požadavky na minimální výši vlastního kapitálu zvyšují marginální náklady financování bank.

**Jsme toho názoru, že masivní sekuritizace poskytnutých hypotéčních úvěrů americkými bankami výrazně přispěla ke zvýšení informační asymetrie na globálních finančních trzích.** Jak uvádějí např. Akerlof a Romer (1994) nebo Mishkin (1999) tržní mechanismus nefunguje ve finančním sektoru neoklasicky optimálně, ale naopak finanční systém je náchylný k tržnímu selhávání, 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, což způsobuje investiční chyby. Úplné informace jsou rozhodujícím předpokladem efektivní alokace úspor ve finančním systému, zohledňující výměnu mezi výnosem a rizikem. Sofistikovaná sekuritizační schémata, často domicilovaná v neregulovaných off-shore centrech, avšak vybavených vysokým ratingovým ohodnocením renomovaných ratingových agentur, uvedlo v investiční omyl i jinak vysoce kvalifikované institucionální investory a způsobilo zcela neefektivní alokaci finančních zdrojů na globálních finančních trzích.

Jak již bylo uvedeno, finanční trhy jsou náchylné k tržnímu selhávání, které se projevuje nejen výskytem informační asymetrie, ale i šířením záporných externalit. Ekonomické problémy významných účastníků finančních trhů (bank, investičních firem, pojišťoven, penzijních fondů, investičních nebo podílových fondů) přinášejí náklady ostatním účastníkům finančních trhů, kterým však nejsou uhrazeny. Typickým příkladem je šíření „finanční

nákazy“ z problémových institucí na ekonomicky zdravé účastníky finančního trhu. Hlavní směr teorie finanční regulace (např. Revenda /1999/ nebo Dvořák /1999/) je toho názoru, že státní regulace by měla zabránit šíření záporných externalit z problémových („nemocných“) finančních institucí na ekonomicky zdravé finanční instituce, a tím zamezit systémové nestabilitě a riziku selhání celého finančního systému. Mezi nástroje, zamezující vypuknutí finanční nestability, patří nejen stabilní makroekonomické prostředí a vhodná měnová politika centrální banky včetně efektivního fungování věřitele poslední instance, ale i včasné a adekvátní zásahy regulatorních orgánů.

Současná globální finanční krize je učebnicovým příkladem jistého **selhání pro-aktivního přístupu k regulaci** nejen ze strany amerických, ale i evropských regulátorů finančních trhů. Zřetelné projevy americké nemovitostní, hypotéční a finanční krize byly již evidentní v první polovině roku 2007. Během následujících 12-ti měsíců však nedokázali američtí a evropští regulátoři identifikovat účastníky finančních trhů, v jejichž portfolií se nacházejí tzv. toxická aktiva a tyto „nemocné“ účastníky důsledně separovat od zdravých účastníků. Místo toho regulátoři bezmocně přihlíželi výbuchu nedůvěry, která způsobila v polovině září 2008 globální finanční krizi.

Ratingové hodnocení bonity strukturovaných produktů a produktů typu $CDO_s$ nedokázalo rychle a adekvátně reagovat na měnící se tržní podmínky. Rizikové prémie obchodovaných korporátních dluhopisů obvykle reagují rychleji, než změny ratingového hodnocení ze strany ratingových agentur. Bohužel sekuritizované produkty nejsou zpravidla obchodovány na sekundárních trzích, což způsobilo závislost investorů na hodnocení ratingových agentur, které však nebylo adekvátní. Navíc trh ratingového hodnocení má charakter oligopolního odvětví, poněvadž existují poměrně vysoké vstupní bariéry do tohoto odvětví. I když v poslední letech na poli světových regulátorů kapitálových trhů existovala jistá diskuse o tom, zda a jak regulovat aktivity ratingových agentur, regulace a zejména efektivní dohled nad činnostmi ratingových agentur prakticky neexistoval.

## 2 Institucionální nedokonalost globálních finančních trhů

Jak již bylo v příspěvku dříve uvedeno, soudobá finanční krize má globální charakter. I když se krize zrodila na nemovitostním a hypotéčním trhu v USA, velmi rychle se rozšířila do dalších států, poněvadž v minulých letech bylo rovněž populární investování do sekuritizovaných úvěrových produktů, což bylo značně rozšířené mezi německými, belgickými nebo švýcarskými finančními institucemi.

Globální finanční krize vypukla po dekádě multinacionalizace podnikání finančních institucí, a to jak v oblasti velkoobchodních, tak i maloobchodních produktů. Stačí si připomenout multinacionalizaci podnikání finančních institucí jako např. Deutsche Bank, UBS, Barclays Bank nebo HSBC. **Současná globální finanční krize však demonstrovala, jak dalece zaostal institucionální a regulatorní rámec soudobého globálního finančního trhu.** Národně orientovaní regulátoři, regulatorní a daňový dumping a neexistence akceschopného celosvětového věřitele poslední instance v období celosvětové finanční krize jsou nejen značnou překážkou efektivního řešení neustále se opakujících celosvětových finančních panik (Hongkongská chřipka /1997/, krize LTCMF /1998/, TMT krize /2000/), ale i jednou ze samotných příčin probíhající globální finanční krize. **Jsme toho názoru, že globálnímu finančnímu trhu byl měla také odpovídat globální architektura finančního trhu, reprezentovaná efektivním globálním regulatorním a dohlížecím systémem, omezenými možnostmi masové realizace regulatorních a daňových arbitráží a funkčním celosvětovým systémem věřitele poslední instance.** Roztříštěné institucionální finanční uspořádání v kontextu globálního finančního trhu může přispívat k málo účinné ochraně vnějších investorů. Jak uvádí Johnson (1999), existuje pak 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 eskaluje problémy finančních a investičních zprostředkovatelů, čímž vypuká finanční krize.

Nositeli finančního dohledu jsou však ve vyspělých státech různé národní orgány a instituce, které požívají nejen odlišný stupeň samostatnosti, ale jsou také různým způsobem financovány. Teorie finanční regulace /např. Abrahams a Taylor (2000), Čihák a Podpiera (2006)/ dosud nepřinesla výraznější a průkaznější vědecko-výzkumné důkazy, které by umožnily vytvoření ideálního modelu institucionálního uspořádání finančního dohledu. Z důvodu národních odlišností (historický vývoj, tradice, struktura finančního systému, velikost ekonomiky a finančního trhu) existují ve vyspělých státech i různé varianty institucionálního začlenění dohledu nad finančním trhem. I když nenajdeme jednotný přístup, lze uvést, že v posledním desetiletí celosvětově existují **trendy ke snižování počtu samostatně operujících dohledových institucí, vytváření jednotných integrovaných dohledových institucí, snižování role centrálních bank v oblasti obezřetnostního dohledu, zvyšování významu centrálních bank při zajišťování finanční stability a rozvoj ochrany finančních spotřebitelů.** Je patrné, že v současné době připravované změny v regulatorní architektuře globálních finančních trhů, a to jak na celosvětové, tak i na regionální úrovni (zejména v EU), jsou primárně založeny na **funkcionálním modelu** institucionálního uspořádání finančního dohledu. Tento model myšlenkově vychází z obecných mikroekonomických důvodů, které ospravedlňují vměšování státu do tržního mechanismu (šíření záporných externalit a z toho vyplývající nestabilita finančního systému, výskyt informační asymetrie, nepoctivé obchodní praktiky, nedokonalá konkurence). Primárně nejsou předmětem dohledu finanční instituce, ale jednotlivé funkcionální prvky regulace a dohledu, napravující selhávání trhu. Tento model např. doporučují Goodhart (1996, 1998) nebo Taylor (1995, 1996). Výhodou tohoto uspořádání dohledu je, že odpovídá soudobému vývoji na finančních trzích a umožňuje vyšší stupeň specializace institucí dohledu. Značnou nevýhodou tohoto uspořádání je nebezpečí překrývání kompetencí a činností dohledových institucí.

# 3 Konsolidace regulace a dohledu nad globálním finančním trhem

Představitelé nejvyspělejších států světa G-20 se v poslední době na několika summitech shodli, že je nutné vytvořit efektivní instituce regulace a dohledu nad globálním finančním trhem. Jsou toho názoru, že je nutné nejen **podporovat integritu finančních trhů** (omezováním nepoctivých praktik, zamezováním rozšiřování nečestných rizik z nespolupracujících jurisdikcí), ale i **zesílit mezinárodní spolupráci** (koordinaci regulace a dohledu, koordinaci záchranných programů a výměnu informací) a především podstatným způsobem **zreformovat mezinárodní finanční instituce,** a to zejména Mezinárodní měnový fond a Financial Stability Forum. Představitelé zemí G-20 mají představu, že tyto instituce budou disponovat takovými nástroji, že budou schopny včas identifikovat zranitelnost globálního finančního systému, anticipovat možné problémy a zejména pro-aktivně předcházet výskytu finančních krizí.

Nejvýraznější snahu o konsolidaci regulace a dohledu nad finančním trhem můžeme v současné době pozorovat především v **Evropské unii**. Návrh institucionálních změn finanční regulace vypracovala komise tzv. moudrých mužů pod vedením Jacquesa de

Larosiéra[2]. Tento návrh pak koncem května 2009 schválila jako diskusní dokument Evropská komise[3]. Předpokládá se, že v EU by v letech 2011-2012 vznikly:

- **Evropská rada pro systémové riziko** (European Systemic Risk Council - ESRC), monitorující stabilitu finančního systému jako celku a vysílající včasná varování o potencionálním systematickém riziko včetně adekvátních doporučeních.
- **Evropský systém finačních dohledů** (European System of Financial Supervisors - ESFS), skládající se ze tří nově vytvořených celoevropských a sektorově orientovaných institucí (European Banking Authority, European Securities Authority, European Insurance Authority) a z finančních dohledových úřadů členských států EU. Celoevropské instituce budou stanovovat standardy pro výkon dohledové činnosti, koordinovat činnost jednotlivých národních dohledových úřadů, koordinovat činnost kolegií dohledových institucí a vykonávat výlučný dohled ve vybraných oblastech (např. licencování a dohled ratingových agentur a vypořádacích systémů). Běžná a každodenní dohledová činnost by i nadále zůstala v pravomoci národních dohledových úřadů.

Rozsáhlá finanční krize a vlna skandálů v **USA** nutně otevřela diskusi o zásadní reformě institucionálního uspořádání finančního dohledu, který je v současné době odvětvově uspořádán. Bankovní dohled je v pravomoci jedné z několika bankovních dohledových institucí, dohled nad trhy cenných papírů vykonává specializovaná instituce a dohled nad pojistným trhem je v pravomoci specializovaných dohledových institucí. Přehled nejdůležitějších dohledových institucí na americkém finančním trhu shrnuje níže uvedená tabulka.

*Tab.č.3: Přehled hlavních finančních dozorových institucí (USA)*

| *Dohledová instituce* | *Finanční instituce* |
|---|---|
| Office of Comptroller of the Currency (OCC) | Národní komerční banky včetně zahraničních poboček, poboček zahraničních bank a korporací podle Edge Act. |
| Federal Reserve System / Federal Reserve Banks (FED) | Finanční holdingové společnosti / Bankovní holdingové společnosti, národní komerční banky (včetně zahraničních poboček), zahraniční banky, státní banky, které jsou členem FED. |
| Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) | Národní a státní banky, zapojené do systému pojištění depozit, které organizuje FDIC. |
| Office of Thrift Supervision (OTS) | Národní a státní spořitelny. |
| National Credit Union Administration (NCUA) | Národní a státní úvěrová družstva. |
| Dohledové instituce jednotlivých amerických států | Státní banky. |
| Federal Trade Commission (FTC) | Nepojištěné státní banky a spořitelny, úvěrová družstva, zahraniční pobočky amerických bank, pobočky zahraničních bank. |
| Securities and Exchange Commission (SEC) | Trh cenných papírů, investiční firmy, investiční poradci. |
| National Association of Insurance Commissioners (NAIC) | Koordinace regulace a dohledu nad pojišťovnami. |
| Department of Trade and Industry (DTI) | Pojišťovny. |

*Zdroj: Heffernan,S. (2006): Modern Banking. Chichester, John Wiley & Sons, , 2006, s.247.*

[2] Brief Summary of the de Larosiere report, 3/2009.
[3] Financial services: Commission proposes stronger financial supervision in Europe, 27/05/2009. IP/09/836, Brusel.

Ministerstvo financí USA připravilo **návrh na reformu finanční regulace a dohledu**, který je založen na následujících principech:

- institucionální uspořádání finanční regulace by nemělo mít pouze specifický národní charakter, ale mělo by mít i obdobný charakter v dalších částech světa,
- snížení systémového rizika vypuknutí nové finanční krize a efektivnější spolupráce specializovaných regulátorů vytvořením nového úřadu **Financial Services Oversight Council**, skládající se ze zástupců jednotlivých specializovaných regulátorů, jehož hlavním cílem je zabezpečovat kooperaci mezi jednotlivými regulátory a pečovat o finanční stabilitu. Výboru bude předsedat ministr financí USA a dalšími členy bude např. guvernér Federálního rezervního systému nebo předseda Komise pro cenné papíry a burzy.
- zvýšení efektivnosti ochrany spotřebitelů vytvořením nového úřadu **Consumer Financial Protection Agency**, který převezme pravomoce v oblasti ochrany spotřebitelů od Federálního rezervního systému a od dalších regulátorů,
- vytvoření nového úřadu **National Bank Supervisor (NBS)**, umístěného v nezávislé části organizační struktury Ministerstva financí USA a přebírající pravomoce Office of Comptroller of the Currency (OCC) a Office of the Thrift Supervision (OTS), které budou zrušeny,
- vytvoření nového úřadu **Office of National Insurance (ONI)**, umístěného v nezávislé části organizační struktury Ministerstva financí USA a zajišťující koordinaci regulace nad sektorem pojišťovnictví,
- povinná registrace správců hedgeových fondů, dalších správců privátních portfolií a ratinových agentur u Komise pro cenné papíry a burzy,
- posílení pravomocí Federálního rezervního systému dozorovat všechny takové významné finanční instituce, mající podstatný vliv na finanční stabilitu.

V současné době probíhá v USA bouřlivá odborná a zákonodárná diskuse o předloženém návrhu. Rozdílné názory jsou patrné nejen v oblasti zřízení nových dohledových institucí (zejména úřadu na ochranu spotřebitelů), ale zejména v oblasti výrazného posílení pravomocí Federálního rezervního systému. Předmětem značné kritiky je riziko konfliktu zájmů mezi výkonem měnové politiky a dohledovou činností centrální banky a rozptylování kapacit managementu centrální banky

# Literatura

[1] ABRAHAMS,R. K.-TAYLOR,M.W.: *Issues in the Unification of Financial Sector Supervision.* Washington, IMF working paper, No.213, 2000.

[2] AIZENMAN,J: *Financial Crisis and the Paradox of Under- and Over-Regulation*. NBER, Working Paper, No. 15018, May 2009.

[3] AKERLOF, P.-ROMER,P.: *Looting: The Economic Underworld of Bancruptcy for Profit.* NBER, Working Paper, No.1869, April 1994.

[4] ČIHÁK, M.-PODPIERA,R.: *Is one watchdog better than three? International experience with integrated financial sector supervision.* IMF Working Paper, 57, March, 2006.

[5] DE LAROSIÉRE, J.: *Brief Summary of the De Larosiere Report*. EU, March, 2009.

[6] DVOŘÁK, P.: *Komerční bankovnictví pro bankéře a klienty*. Linde, Praha, 1999.

[7] EC: *Financial services: Commission proposes stronger financial supervision in Europe*. Brusel, IP/09/836, May 2009.

[8] GOODHART,C. A. E.: *Financial Regulation: Why, How and Where Now?* London, Routledge, 1998.

[9] GOODHART, C.A.E.: *The Organisational Structure of Banking Supervision.* Basel, Financial Stability Institute, No.1, 2000.

[10] HEFFERNAN, S.: *Modern Banking.* Chichester, John Wiley and Sons, 2006.

[11] JOHNSON, S.: *Does Investor Protection Matter?* Evidence from Germany´s Neuer Markt. Cambridge, 1999.

[12] MISHKIN, F. S.: *Lessons from the Asian Crisis*. NBER, Working Paper, No.7102, April 1999.

[13] REVENDA,Z.: *Centrální bankovnictví*. Management Press, Praha, 1999.

[14] TAYLOR, M.: *Twin Peaks: A Regulatory Structure for the New Century.* London, Centre for Study of Financial Inovation, 1995.

[15] TAYLOR, M.: *Peak Practice: How to reform the UK´s Regulatory System.* London, Centre for Study of Financial Inovation, 1996.

## Summary

**Global financial crises and institutional arrangement of the financial regulation**

This paper surveys the causes of the current global financial crisis in the developed and emerging markets. We can identify these as follows: real estate bubble, credit overexpansion, regulation-failure, and imperfect institutional arrangement of global financial market.

There are many variants of the institutional arrangement of the regional and global financial regulation and supervision. Financial theory indicates a wide variety of institutional arrangements, suggesting that is no universal ideal model.