

Z ekonomické literatury

OHLÉDNUTÍ ZA HISTORIÍ FINANČNÍCH KRIZÍ

Marek Loužek, Vysoká škola ekonomická v Praze

DOI: 10.18267/j.polek.1027

Reinhartová, C; Rogoff, K. Tentokrát je to jinak. Osm století finanční pošetilosti.

Praha : Argo : Dokořán, 2013. ISBN 978-80-7363-537-4.

Kniha dvou profesorů ekonomie Harvardovy univerzity Carmen Reinhartové a Kennetha Rogoffa je vynikajícím průvodcem dějinami finančních krizí. Bez ohledu na to, jak odlišně se nejnovější finanční šílenství nebo krize vždy jeví, existuje pozoruhodná podobnost s minulými zkušenostmi z jiných zemí i z dějin. Nadměrné hromadění dluhů, ať již vládami, firmami či spotřebiteli, často představuje větší systémové riziko, než se v době boomu zdá.

Autoři v knize zkoumají různé typy finančních krizí: státní dluhová selhání (neboli defaulty), kdy stát není schopen splácet svůj dluh domácí či zahraniční; bankovní krize, kdy podstatná část bankovního sektoru se stane insolventní po těžkých finančních ztrátách či bankovních panikách; krize měnové, kdy hodnota měny určité země prudce klesá, navzdory zárukám vlády, že to za žádných okolností nedovolí; a inflační krize.

První část knihy nabízí úvod do fungování finančních krizí. Druhá část zkoumá krize zahraničního státního dluhu. Třetí část diskutuje zapomenutou historii domácího

dluhu a na něj navazujícího defaultu. Čtvrtá část analyzuje bankovní krize, inflace a měnové krachy. Pátá část rozebírá kolaps amerických rizikových hypoték a druhou velkou kontrakci. Šestá část přináší závěrečné shrnutí a poučení.

Finanční krize nejsou ničím novým. Již celé věky sledují finanční krize rytmus růstu a pádu. Země, instituce a finanční nástroje se možná v čase mění, ale lidská povaha a víra v to, že bubliny neprasknou, nikoli. Poslední finanční krize konce prvního desetiletí 21. století, která začala v USA a rozšířila se po celé zeměkouli, je pouze nejnovějším projevem tohoto rytmu.

Reinhartová s Rogoffem upozorňují, že bankroty zemí nejsou v dějinách nic neobvyklého. Např. Francie nebyla schopna v prvních letech existence svého národního státu schopna dostát svým zahraničním závazkům celkem osmkrát, Španělsko v 19. století zažilo státní bankrot sedmkrát. Řecko bylo od roku 1800 do doby po druhé světové válce prakticky trvale v defaultu. Předkomunistická Čína opakovaně nedokázala splácet své meziná-

rodní dluhy, moderní Indie a Indonésie toho nebyly schopny v 60. letech 20. století, dlouho před prvním poválečným kolem latinskoamerických defaultů.

Státní bankrot je podle Reinhartové a Rogoffa věc výrazně odlišná od bankrotu firmy. Zbankrotuje-li firma či jedinec, věřitelé mají dobře definovaná práva, která jim obvykle dovolí převzít mnohé z aktiv dlužníka a uplatnit zadržovací právo na část budoucích příjmů. Při státním bankrotu mohou věřitelé udělat na papíře totéž, ale v praxi jsou jejich vynuocovací pravomoci velmi omezené.

Existuje důležitý rozdíl mezi ochotou a schopností platit. Dále je rozdíl mezi firmou či zemí, která čelí krátkodobému problému s financováním (nelikvidita), a tou, která není ochotna/schopna své dluhy hradit na neurčitou dobu (insolvence). Rozdíly mezi případem země, u níž default nastane, a té, kde default nenastane, mohou být někdy velmi malé. Víra, že státy vždy splatí nominální hodnotu domácího dluhu, je každém případě značně přehnaná, a to zejména pro rozvíjející se trhy minulosti i současnosti.

Fakt, že země někdy vyhlásí default na své dluhy, nedokazuje, že investoři si počínali iracionálně. Při poskytování půjček rizikovým zemím překračují rizikové prémie investorů někdy 5–10 % ročně. Tyto rizikové prémie znamenají, že investoři dostávají tímto způsobem kompenzaci za občasná defaulty, z nichž většina je stejně jen částečná. Ve srovnání s firemními dluhy bývá dokonce při defaultech zemí zachráněno více prostředků.

V praxi většina defaultů končí jako defaulty částečné, nikoli úplné, i když někdy až po dlouhém vyjednávání a značné hořkosti. Věřitelé nemusejí mít páky jakéhokoli typu, aby si vynutili plné splacení, ale obvykle mají dostatečně velké páky na to, aby dostali zpátky alespoň něco, často značný podíl toho, co jim dluží. K jednoznačným defaultům na domácí dluh dochází mnohem častěji, než si člověk dokáže představit, i když zase ne tak často jako k defaultům na zahraniční státní

dluh. Státy mohou provést default na domácí veřejný dluh prostřednictvím vysoké a neočekávané inflace, jako to USA a řada evropských zemí udělaly v 70. letech 20. století.

Ani default na zahraniční dluh (když nějaký stát není schopen splácet dluhy, které má vůči cizincům) není zřídka. Kromě období klidu existují dlouhá období s vysokým procentem zemí ve stavu defaultu či restrukturalizace. První takový vrchol nastal v době napoleonských válek, druhý mezi 20.–40. lety 19. století, kdy chvílemi byla v defaultu polovina zemí světa. Třetí nastal během let 1870–1890. Čtvrtý započal v době velké hospodářské krize na přelomu třicátých let a trval až do počátku 50. let 20. století, kdy se opět téměř polovina všech zemí nacházela v defaultu. Poslední cyklus defaultů zahrnuje dluhové krize 80. a 90. let v zemích rozvíjejících se trhů.

S ohledem na budoucí vývoj si nelze nevšimnout, že deset nebo dvacet let dlouhá období klidu nejsou vzácností, nicméně po každém takovém období nutně následuje nová vlna defaultů. Roky po druhé světové válce byly vrcholem zdaleka největší éry defaultů v moderních dějinách světa. V roce 1947 byly ve stavu defaultu nebo restrukturalizace země vytvářející 40 % celosvětového HDP. Pokles produkce bývá výrazně horší v případech náběhu k defaultu na domácí dluhy než na dluhy zahraniční.

Nejistota s ohledem na to, jak konkrétní stát splácel v minulosti své dluhy, spíše zvyšuje rizikové prémie u nových emisí dluhopisů či úvěru. Výše dluhu není nevinná nikdy. Jen u 16 % defaultů nebo případů restrukturalizace překročil zahraniční dluh 100 % HDP, více než polovina defaultů se odehrávala při zahraničním dluhu pod hranici 60 % HDP a v téměř pětině případů došlo k defaultu v situaci, kdy poměr zahraničního dluhu k HDP nebyl ani 40 % HDP.

Inflační podmínky se často zhoršují po defaultu na zahraniční dluh. Státy odříznuté od mezinárodních kapitálových trhů, jejichž příjmy se hroutí a ony nedokážou odpovídati

cím způsobem snížit svou spotřebu, se opakovaně uchylují k inflační dani (tedy o snížení svých dluhů prostřednictvím inflace), a to někdy i v její nejextrémnější hyperinflační formě. Jen málo zemí se dokázalo vyhnout opakujícím se vlnám vysoké inflace (a inflace se nevyhnula ani USA, která se v roce 1779 přiblížila 200 %).

V podstatě všechny země podle Reinhartové a Rogoffa vyhlásily minimálně jednou default na zahraniční dluhy a mnohé tak učinily několikrát, a to v době, kdy se jejich ekonomika nacházela ve stadiu rozvíjejícího se trhu, což je období, které obvykle trvá minimálně jedno nebo dvě století. Doba odděluje defaulty v novějším období (od druhé světové války) se zkracuje. Jakmile je dluh restrukturalizován, země svou dluhovou zátěž opětovně rychle zvýší.

Počátkem 19. století vedl současný rozvoj mezinárodních kapitálových trhů a vznik celé řady nových národních států k explozi mezinárodních defaultů. Zatímco USA ani Británie default na zahraniční dluh nezažily, podíl let v defaultu nebo restrukturalizaci od roku 1800 činí v případě Portugalska 10,6 %, Rakouska 17,4 %, Rumunska 23,3 %, Španělska 23,7 %, Ruska 39,1 % a Řecka 50,6 %. Řada latinskoamerických zemí prožila v defaultu zhruba 40 % z doby své celkové existence, jako např. Kostarika, Dominikánská republika, Mexiko, Nikaragua a Venezuela.

Bankovní krize dopadají již dlouho na bohaté i chudé země zároveň. Představují runy na banky, které vedou k zavírání finančních institucí, jejich fúzím či jejich přebírání veřejným sektorem (např. Venezuela v roce 1993 či Argentina v roce 2001); pokud nedochází k runům, pak zavřením, fúzí či převzetím nějaké významné finanční instituce, jež doprovází události s podobnými výsledky (jako např. v Thajsku v letech 1996–1997).

Doposud žádné významnější země se nepodařilo vyvrát takovým způsobem, aby se vymanila z opakujících se bankovních krizí. Období vysoké mezinárodní mobility kapitálu

opakovaně produkují mezinárodní bankovní krize. V situaci finanční represe jsou banky nástrojem, který umožňuje vládám vymačkávat více nepřímých daňových příjmů z občanů, a to tím způsobem, že si vytvoří monopol na systém veškerých úspor a plateb, a nejen prostě na měnu.

Největší výskyt bankovních krizí lze nalézt za celosvětové Velké hospodářské krize 30. let 20. století. Během druhé poloviny 80. a první poloviny 90. let prodělaly bankovní krizi severské země. Problémy v Mexiku a Argentině (1994–1995) vystřídala „slavná“ asijská krize v letech 1997–1998 a pak mimo jiné problémy v Rusku a Kolumbii. Následující klidné období náhle skončilo v létě 2007, kdy v USA začala vážná krize rizikových hypoték, která brzy přerostla v celosvětovou finanční krizi.

Období před americkou finanční krizí vykazovalo všechny známky nehody, k níž nakonec muselo dojít. Bubliny jsou neskonale nebezpečnější, když jsou poháněny dluhy, jak tomu bylo v případě explozivního růstu celosvětových cen bydlení počátkem tohoto tisíciletí. Mezi lety 1996–2006 činil úhrnný nárůst reálných cen bydlení 92 %, což je více než trojnásobek nárůstu mezi léty 1890–1996. Přesvědčení, že „tentokrát je to jinak“, protože Spojené státy mají lepší systém než ostatní, se ukázal být falešným.

Reinhartová a Rogoff ukazují, že dějiny jsou zamořeny inflací (ačkoli existují i období deflace, a to v důsledku hospodářských cyklů, špatné úrody apod.). Ve 20. století po opuštění zlatého standardu vyletěla inflace prudce vzhůru. Inflační krize se v drtivé většině epizod v různých dobách a zemích vyskytovaly ruku v ruce s krizemi měnového kurzu. Měnové krachy bývají vážnějšími událostmi, když vlády explicitně nebo implicitně fixují (nebo téměř fixují) měnový kurz.

Reinhartová s Rogoffem konstatují, že státy, banky, jednotlivci i firmy se v dobrých časech znovu a znovu zadlužují a neberou přitom dostatečně na vědomí rizika, která budou

následovat, až udeří nevyhnutelná recese. Mnoho hráčů v globálním finančním systému si často vykope mnohem větší dluhovou past, než o jaké by mohli rozumně předpokládat, že se jim z ní podaří uniknout.

Finanční krize bývají nepředvídatelné a zároveň ničivé. Ačkoli v řadě z nich hrají klíčovou roli rovněž soukromé dluhy, státní dluh je neskonale častěji oním společným jmenovatelem široké škály finančních krizí. Když jeden poskytne záruku všem a všude, bez stanovení podmínek, někteří hráči se začnou chovat špatně. Kdyby Mezinárodní měnový fond půjčil příliš mnoho za příliš shovívavých podmínek, sám by velmi rychle zbankrotoval a finanční krize by neměl kdo tlumit.

Finanční trhy, které se spoléhají na pákový efekt (mají málo vlastního kapitálu ve srovnání s množstvím aktiv, které jsou v sázce), jsou dost křehké a stávají se obětí krizí důvěry. Je to právě vrtkává povaha důvěry, včetně její závislosti na očekávání veřejnosti ve vztahu k budoucnosti, co činí předpovídání dluhových krizí tak obtížným. Když se nějaká nehoda očekává, tak k ní nakonec dojde.

Finanční krize jsou obvykle vleklé. Je pro ně typické nejdříve zhroucení cen aktiv – reálných cen bydlení v průměru o 35 %, zatímco ceny akcií padají v průměru o 56 %. Následuje hluboký pokles výroby a zaměstnanosti. Stoupá nezaměstnanost a začíná růst hodnota státního dluhu (po druhé světové válce reálný dluh roste v průměru o 86 % ve vztahu k předkrizovému dluhu).

Tradiční literatura věnovaná veřejným financím varuje před krátkozrakostí vlád, které volí rozpočtový schodek a opakovaně nejsou schopny si uvědomit tíhu břemene v podobě správy dluhu, jež dopadne na jejich občany. Ve stínu „dluhové tolerance“ je třeba ke stimulačním balíčkům přistupovat opatrně, neboť

prohlubující se deficit přivádí tyto země příliš blízko dluhovým prahům, které jsou spjaty s nejhlubšími obtížemi v oblasti správy dluhu.

Předčasné gratulace mohou vést k pocitu sebeuspokojení a následnému sestupu do nižší kategorie. Několik dluhových krizí, jejichž součástí byl default nebo téměř default, se odehrálo těsně po zvýšení ratingů některých zemí po jejich vstupu do OECD (např. Mexiko, Korea, Turecko) anebo poté, co začaly být vykreslovány jako vzorové děti mezinárodního společenství (např. Argentina koncem 90. let).

Podstata syndromu „tentokrát je tomu jinak“ je prostá. Je zakořeněna v pevně zastávaném přesvědčení, že finanční krize jsou věci, které se stávají jiným lidem, v jiných zemích a v jiných dobách. Krize nehrozí nám, tady a teď. My děláme věci lépe, jsme chytřejší a poučili jsme se z minulých chyb. Stará pravidla stanovování cen už neplatí. Aktuální boom je vystavěn na pevných základech.

Podle Reinhartové a Rogoffa nejde o problém, který by se dal jednoduše vyřešit. Žádná země, bez ohledu na svůj globální význam, se vůči němu nezdá být imunní. Paměť dlužníků i věřitelů, tvůrců hospodářské politiky i akademiků a veřejnosti je bohužel děravá. Defaults tu jsou přítomny minimálně od roku 1800, v některých částech zeměkoule dokonce dříve. Není tedy vůbec jasné, proč by měly někdy v blízké budoucnosti končit.

Poučením z historie tedy je, že i když se instituce a tvůrci hospodářské politiky zlepšují, stále tady bude nutkání zkoušet, kam až lze zajít. Stejně jako jedinec či firma mohou zbankrotovat, ať jsou jakkoli bohatí, rovněž jakýkoli systém se může zhroutit pod tlakem chybné politiky, ať už se zisky zdají jakkoli dobře regulované. Knihou dvou harvardských ekonomů bychom měli číst pozorně.