

POPULARIZACE EKONOMICKÝCH BUBLIN

Kateřina Šimová^a

Dominik Stroukal: Ekonomické bubliny – kdo je nafukuje, proč praskají a jak v další krizi neztratit vše

Praha: Grada, a.s., 2019. 1. vydání, 240 stran. ISBN 978-80-271-2194-6.

Na začátku roku 2019 knižní trh obohatila publikace Dominika Stroukala, českého ekonoma a pedagoga, nacházející se na pomezí vědeckého a populárně naučného žánru, která je zaměřená na problematiku ekonomických (cenových) bublin. Vzrůstající trend seznamování široké veřejnosti s ekonomickými teoriemi a hospodářským vývojem lze pozorovat v celosvětovém měřítku. Knihami, články v novinách, blogy a podcasty se snaží veřejnosti přiblížit dění v ekonomice i celosvětově významní ekonomové jako např. nobelisté R. H. Thaler nebo P. R. Krugman.

Kniha D. Stroukala sestává z deseti kapitol mimo úvodní a závěrečné kapitoly. Autor se v knize zaobírá relativně širokým časovým úsekem, tj. významnými ekonomickými bublinami od Tulipánové horečky v 17. století až po poslední krizi v prvním desetiletí nového milénia. Hlavním motivem knihy je zkoumání vztahu mezi trhem peněz a ekonomickými bublinami. Autor v každé kapitole včetně té úvodní objasňuje základní ekonomické mechanismy a pojmy, záměrně místy poněkud zjednodušeně, tj. ve formě přijatelné pro čtenáře s neekonomickým vzděláním.¹ Ke kladům knihy patří zejména výklad opírající se o aplikované příklady „ze života“. Zajímavostí knihy je, že autor na konci úvodní kapitoly i následujících devíti kapitol uvádí vždy jedno poučení pro čtenáře, které vyplývá z předchozího obsahu kapitoly.

Úvodní kapitola stručně seznamuje čtenáře s bublinami v minulosti, mechanismy fungování ekonomiky, potřebnými pojmy a vyhlídkami do budoucnosti. V rámci úvodní kapitoly se dále autor věnuje např. transmisnímu mechanismu mapujícímu vliv

a Vysoká škola ekonomická v Praze, Fakulta financí a účetnictví, Praha, Česká republika
Email: katerina.simova@vse.cz

1 V publikaci je používán např. pojem „tisknutí“ peněz. Autor však sám uvádí, že se jedná o akademicky nekorektní vymezení problému.

změn úrokové sazby centrální bankou na ceny,² který – jak autor publikace zmiňuje – v poslední krizi selhal. Centrální banka však v režimu měnové politiky cílování inflace může primárně ovlivnit pouze krátký konec výnosové křivky, další přenos transmise je nejistý. Autor se sice zmiňuje o nutné reakci banky na zvýšení cen nad inflační cíl, avšak již blíže nespecifikuje, jakých aktiv či statků se růst cen týká – zda těch obsažených v (upraveném) indexu spotřebitelských cen či cen aktiv v podobě např. nemovitostí. Pro objasnění důvodu selhání nejsou v úvodní kapitole zmíněny další aspekty, ať již vyplývající ze stavu domácí ekonomiky, či situace v zahraničí. V závěru kapitoly se nachází poučení autora ohledně (ne)vhodnosti využití vnitřní hodnoty aktiva k identifikaci bubliny. D. Stroukal uvádí, že bublinu lze identifikovat pouze ex post, přičemž vychází z myšlenek Ch. Kindlebergera.

První kapitolu autor neotřelým způsobem věnuje Tulipánové horečce, jedné z nejstarších spekulativních bublin, která proběhla v Nizozemí letech 1634–1637. V další části první kapitoly se autor zamýslí, zda se lidé chovají spíše jako ovce nebo jako roboti, tedy zdali se rozhodují intuitivně dle zvířecích pudů nebo racionálně na základě např. matematických vzorců. Rozhodování mu usnadňují doposud publikované materiály od autorů jako např. J. M. Keynes, F. E. Kydland a E. C. Prescott, zaměřené na teorii hospodářských cyklů. V poslední části kapitoly autor vyzdvihuje přínos H. P. Minskoho, L. von Misesa a K. H. Marxe. Spojení těchto tří jmen se může zdát zvláštní z důvodu jejich řazení k rozdílným názorovým proudům. Všichni tři však vnímali postavu jednotlivce jakožto rozumné bytosti se schopností se učit ze svých chyb, reagující na vnější motivace. Svůj zájem cílili spíše na rovnováhy než na nerovnováhy a především se snažili nalézt skutečné systematické příčiny krizí. V závěru kapitoly autor vyvozuje pro čtenáře poučení: Lidé se nechovají jako ovce, ale jako rozumní jedinci pouze a jedině tehdy, jsou-li za své činy odměňováni a „trestáni“ korektním způsobem (je zde tedy odraz problematiky morálního hazardu).

Ve druhé kapitole autor vypráví příběh tzv. Mississippské bubliny (1719–1720). Na začátku stála snaha založit francouzskou centrální banku, která by emitovala papírové peníze kryté drahým kovem a vysoký státní dluh Francie, který byl třeba profinancovat. Svoji roli sehrála též existence Mississippské společnosti mající vícenásobné monopolní postavení a rovněž nereálná očekávání, která v roce 1720 zkrachovala. Byla podložena důvěra jak investorů, tak důvěra občanů v papírové peníze. „Největší ctností je vzácnost“, uvádí autor jakožto další poučení pro čtenáře. Autor vidí pravděpodobnou příčinu problémů ve snaze panovníků krýt státní schodek umělým zlehčováním peněz. Zmiňuje klíčovou myšlenku, která se prolíná celou knihou, že hlavním problémem je

2 Tj. při růstu úrokové sazby by mělo docházet k zastavení růstu cen nebo dokonce k jejich poklesu, při poklesu úrokové sazby by tedy mělo docházet k růstu cen.

„umělé“ snížení úrokové míry (myšleno pravděpodobně pod úroveň přirozené reálné úrokové míry), které vyšle chybné signály veřejnosti, načež se tyto „levné“ peníze mohou dále přelít do investic, které by nevznikly nebýt onoho umělého snížení. Autor se domnívá, že „levné“, ničím nekryté peníze, které vznikají pomocí úvěrů, nafukují ceny všude, kudy protékají. Následně by mělo dojít přes růst cen a mezd k tlaku na růst inflace. Endogenita vzniku peněz však platí pouze omezeně, dlouhodobě emise nových peněz skrz nové úvěry může narážet na předluženosť subjektů, které i přes nízkou úrokovou sazbu nebudou mít zájem o další úvěry. Bublina podle autora splaskne ve chvíli, kdy centrální banky v souladu s hlavním cílem režimu cílování inflace začnou zvyšovat úrokové sazby jako reakci na (očekávanou) zvyšující míru inflace nad vytyčený cíl.

Ve třetí kapitole se autor přesouvá na území Anglie s cílem přiblížit čtenářům důvody vzniku, průběh a zánik Jihomořské bubliny v roce 1720. Na počátku stál opět značný státní dluh v důsledku války s Francií a snahy o jeho profinancování. Anglie experimentovala v podobě zlehčování mincí, vznikem centrální banky, založením státní loterie a následně Jihomořské společnosti (angl. South Sea Company) disponující monopolní silou. Všechny tyto experimenty přispěly určitým dílem k nafouknutí a splasknutí Jihomořské bubliny. Autor zmiňuje přínos R. Cantillona zastávajícího teorii o neneutralitě peněz, který svým dílem přispěl údajně k vůbec prvnímu popisu a vysvětlení cyklického vývoje ekonomiky. V závěru kapitoly D. Stroukal uvažuje nad vztahem mezi tvorbou nových peněz a rostoucí nerovností ve společnosti, a to jak příjmové nerovnosti („tokový pohled“), tak nerovnosti v bohatství („stavový pohled“) a ekonomickými důsledky tohoto vztahu. „Za vším hledej peníze“, tak zní poučení autora ve třetí kapitole knihy. Doporučení je v souladu se stěžejní myšlenkou knihy o „zlých“ nových penězích vznikajících ex nihilo a jejich vlivu na ekonomický vývoj.

Čtvrtá kapitola čtenáře přesouvá mimo „starý“ kontinent do Ameriky a zabývá se objasněním příčin paniky v roce 1797. I tento příběh se v mnohem podobá předchozím, tedy snahou o profinancování státního dluhu (často se jednalo o dluh z války), založení centrální banky nebo komerční banky s monopolními privilegiemi a obecně vynucené přijímání nových „zlehčených“ peněz. Důležitou roli zde také hrála spekulace s pozemky Severoamerickou pozemkovou společností financovanou dluhem a nedostatečný příliv nových peněz. Následná ztráta důvěry veřejnosti a snižující se poptávka po úvěrech vyústila v pokles cen pozemků. Problémy se přelily do Anglie, která v důsledku toho vydala zákon o omezení výběru drahých kovů z bank, což způsobilo paniku a pokles cen nejen na trhu s nemovitostmi i v Americe. „V chatrném světě financí může být špendlíkem cokoliv“, poučuje autor ve čtvrté kapitole s příhodným názvem *Okamžik*. Pád totíž přichází po skocích, a tak je obtížné stanovit pouze jeden okamžik v čase, kdy k propichnutí bubliny došlo. Autor zastává názor, že je spíše třeba hledat příčiny vzniku bublin a vylepšit systém, než hledat možné špendlíky (tj. spouštěče paniky) v čase.

Pátá kapitola je věnována panice ve Spojených státech v letech 1819 a 1837. Autor opět vyzdvihuje vliv zvýšení peněžní zásoby emisí nekrytých peněz na vývoj v ekonomice. Panika v roce 1819 proběhla za účasti tehdejší obdobové centrální banky Spojených států, která po období umělého blahobytu v souladu s historickou zkušenosí následně raději přistoupila ke stahování peněz z oběhu. Došlo k celkovému ekonomickému útlumu, který zvrátil příliv kapitálu z Evropy. Panika v letech 1837 proběhla již bez účasti centrální banky (byla zrušena vlivem politických machinací). V roce 1834 byl ve Spojených státech schválen zákon, v jehož důsledku měly být vytvořeny zásoby zlata. Obchodní banky i bez centrální banky však pořád mohly vytvářet peníze ex nihilo, a tak namísto původně zamýšleného efektu posílení dodatečných zlatých rezerv oproti papírovým penězům docházelo k emisi nových peněz a k následnému růstu cen. Poučení autora z šesté kapitoly je následující: „Nejde o centrální banku, ale o systém tvorby peněz.“ Autor ve své knize tedy poukazuje na absurditu sanování ekonomického systému právě novými, ničím nekrytými penězi, které jsou dle autora onou přičinou nafukování bublin.

V šesté kapitole autor na příkladu Velké krize (1873–1896) ukazuje, že cesta k obecnému růstu a prosperitě nevede přes enormní národní dluh. Krizi opět předcházely nové úvěry, technologický pokrok a všeobecný optimismus. Situaci zhoršovala rozrůstající se spekulace založená na neustálém přísunu nově emitovaných peněz. Autor diskutuje náklady a výnosy inflace a deflace a s nimi spojené zkreslení o vypovídající informaci, které s sebou ceny nesou. „Inflace se umí schovávat“, zní sedmé doporučení autora, který varuje před skrytou inflací a nabádá ke sledování více ukazatelů, jako je například změna peněžní zásoby. Dále doporučuje zaměřit se na statky s rychle a pomalu rostoucími cenami.

Sedmá kapitola je věnována Velké hospodářské krizi (1929–1938), již předcházela panika v roce 1907, doprovázená runem na banky. Události z tohoto roku i přes úspěšné znovuobnovení důvěry v peněžní systém podnítily debaty o jeho reformě. Následně došlo k založení moderní centrální banky a tvorbě tzv. elastických peněz (přináší možnost emitovat v recesi peníze ex nihilo a nakupováním např. akcií zabraňovat dalšímu propadu, zároveň také v konjunktuře výše zmíněné akcie prodávat a krotit tak bublinu). Bankovní systém se vlivem změn dostával stále blíže systému, jak ho známe dnes. „Sledujme kroky centrálních bank a vlád“, zní osmé poučení. Autor uvádí, že hospodářský cyklus může kopírovat politický cyklus. Částečným klíčem k pochopení hospodářského cyklu je porozumění motivacím politiků v jednotlivých fázích politického cyklu. Ke konci kapitoly je diskutována efektivnost vládních zásahů a zásahů centrálních bank.

Osmá kapitola vypráví příběh Internetové horečky (1997–2001). Hlavní příčinu autor spatřuje opět v přílivu „levných“ peněz (umožněný politikou FEDu – politikou snižujících se úrokových sazeb), proudících především směrem k internetovým start-upům.

V souvislosti s touto bublinou spojenou s inovací se do centra zájmu akademického zkoumání začala navracet teorie N. D. Kondraťjeva o tendenci ekonomiky vyvíjet se v dlouhých technologických cyklech. J. A. Schumpeter se při tvorbě teorie o „kreativní destrukci“ inspiroval právě z teorie N. D. Kondraťjeva. Ne všechny firmy, které byly součástí internetové bubliny, po jejím splasknutí zanikly. V závěru kapitoly autor přidává dovětek o tzv. „držácích“, tj. firmách, které ustály propad provázející splasknutí bubliny a které dnes vykazují excelentní výsledky. Některým investorům se na bublině podařilo vydělat, jiní však utržili významné ztráty. Z výše uvedeného vyplývá deváté ponaučení: „Bubliny mají vítěze a poražené“, a to vždy.

Devátá kapitola je z větší části věnována poslední finanční krizi – Velké recesi (2007–2015). Vždy „záleží na příběhu“ zní desáté poučení autora, který následně prezentuje čtyři příběhy o možných příčinách této krize. Nejprve vypráví příběh o bublině tvořené hypotečními úvěry z nových „levných“ peněz, poskytovaných za nízkou úrokovou sazbu a za akceptování vyššího rizika. Druhý příběh vypráví o finanční spekulaci, která ale podle autora není příčinou, ale pouhým symptomem bubliny. Hojně využívaným instrumentem ke spekulaci byl Credit Default Swap (CDS), který se stal neodmyslitelným symbolem této krize. Třetí příběh vypráví o ratingových agenturách, o jejich mechanismech fungování a o tom, jaký podíl na krizi plynul z jejich selhání. Čtvrtý příběh je vyprávěním o Alanu Greenspanovi (tehdejší guvernér FED) a aplikované politice FEDu předcházející krizi, nutnosti zvyšovat úrokové sazby z pohledu zajištění primárního cíle FEDu a diskuse ohledně celkového podílu na vývoji výše zmínované bubliny.

Desátá, poslední kapitola knihy je věnována tzv. „všebubble“. Z knihy D. Stroukala vyplývá, že světová ekonomika se od skutečného dna nikdy neodrázila. Nacházíme se tedy v jedné velké, centrálními bankami neustále dofukované bublině. Závěrečná kapitola je autorovým výhledem do možné budoucnosti, prezentované prostřednictvím všech deseti doporučení plynoucích z kapitol knihy v aktualizované formě, včetně rad čtenářům, jak se na krizi v budoucnu lépe připravit.

Z celé knihy je zřejmý autorův široký rozhled a nadhled nad daným tématem. Autor se opírá o významné publikace od známých ekonomů jak z dávné minulosti, tak z aktuálního období. Místy navrstvuje různé – na první pohled mezi sebou nesouvisející – příběhy, z čehož si méně zběhlý čtenář může vyvodit mylné závěry. Ačkoliv moje recenze obsahuje některé připomínky ke struktuře i obsahu knihy, považuji tuto publikaci, seznamující širší veřejnost s ekonomií populárně naučným způsobem, za přínosnou. Podobné knihy přispívají ke zvýšení finanční gramotnosti společnosti a jejímu povědomí o ekonomickém vývoji a mohou také přilákat nové zájemce o hlubší studium ekonomie.