

Vysoká škola ekonomická v Praze

Fakulta národohospodářská

DIPLOMOVÁ PRÁCE

2011

Lukáš Pfeifer

Vysoká škola ekonomická v Praze

Fakulta národohospodářská

Hlavní specializace: Hospodářská politika

Název diplomové práce:

**Současná finanční krize očima rakouské
školy**

Vypracoval: Lukáš Pfeifer

Vedoucí diplomové práce: doc. Ing. Tomáš Ježek, CSc.

Rok: 2011

Prohlašuji,

že diplomovou práci na téma **Současná finanční krize očima rakouské školy** jsem vypracoval samostatně.

Použitou literaturu uvádím v příloženém seznamu literatury.

V Praze, dne 20. 04. 2011

.....

Podpis

Na tomto místě bych rád poděkoval doc. Ing. Tomáši Ježkovi, CSc. za vstřícný přístup, věnovaný čas a cenné připomínky při vedení této diplomové práce.

Abstrakt:

Cílem diplomové práce je obhájit nezastupitelné místo rakouské teorie hospodářského cyklu ve vysvětlení současné finanční krize v USA. Pozornost je věnována také dosud aplikovaným opatřením americké hospodářské politiky a jejich vlivu na eliminaci očistného procesu recese. Dále se práce zabývá identifikací preventivních opatření, která by snížila pravděpodobnost výskytu hospodářských cyklů. Doporučení představitelů rakouské školy jsou na základě mnoha argumentů označena za těžko realizovatelná. V práci jsou proto navržena realističtější opatření k omezení fluktuací hospodářského cyklu, která vycházejí převážně z kompozitního cenového indexu, jehož konstrukce je předmětem tohoto textu. Index zohledňuje cenový vývoj ve všech stádiích výroby a měl by proto v měnově-politických otázkách nahradit v současnosti využívané cenové ukazatele, založené na nadhodnocené váze spotřeby, které zohledňují jen minimum důsledků monetární expanze. Práce se v neposlední řadě zabývá výpočtem kompozitního cenového indexu pro USA, k čemuž je využito vah Skounsenova ukazatele hrubého domácího výstupu. Vývoj kompozitního cenového indexu v USA je následně analyzován a porovnán s vývojem dalších makroekonomických veličin. Na základě tohoto zkoumání práce doporučuje využití kompozitního cenového indexu pro účely měnově-politického režimu cílování inflace a jeho zavedení do praxe monetární politiky FEDu.

Klíčová slova: Hospodářský cyklus, monetární politika, inflace

Abstract:

The thesis aims to defend the irreplaceable role of the Austrian business cycle theory in explaining the current financial crisis in the U.S.. Attention is also paid to applied measures of American economic policies and their impact on the elimination of the purification process of the recession. Furthermore, the work deals with the identification of preventive measures, which would reduce the likelihood of the occurrence of economic cycles. Recommendations by representatives of the Austrian School are described as difficult to implement on the basis of number of arguments. In the work are therefore proposed more realistic measures to limit the volatility of the economic cycle, which emanate mainly from the composite price index, which is the subject of this text. The index reflects the price development in all stages of production and should therefore in monetary policy matters replace the current use of price indicators, based on the inflated scale of consumption, taking into account only minimal effects of monetary expansion. The work deals with the calculation of the composite price index for the United States, which used the instrument of Skounsen indicator of gross domestic output. The development of the composite price index in the US is then analyzed and compared with the development of other macroeconomic variables. Based on this examination, we recommend the use of composite price index for monetary policy regime of inflation targeting and the implementation thereof by the Federal Reserve monetary policy.

Key words: Economic cycle, Monetary policy, Inflation

Obsah

1. Úvod	9
2. Metodologie	11
3. Teoretická část	14
3.1 Rakouská teorie hospodářského cyklu	14
3.2 Rakouská teorie hospodářského cyklu a přístup Hymana Minského	21
3.3 Rakouská teorie hospodářského cyklu a behaviorální ekonomie propojena s vlivem státních zásahů na investiční rozhodování jednotlivce.....	25
3.4 Syntéza rakouské teorie hospodářského cyklu, přístupu Hymana Minského a přístupu behaviorální ekonomie	30
4. Současná finanční krize	32
4.1 Hospodářský vývoj USA.....	32
4.1.1 <i>Současná finanční krize v USA pohledem rakouské teorie hospodářského cyklu</i>	32
4.1.2 <i>Hospodářský vývoj USA do roku 2001</i>	35
4.1.3 <i>Hospodářský vývoj USA v letech 2001-2004</i>	37
4.1.4 <i>Hospodářský vývoj USA v letech 2005 - 2008</i>	45
4.1.5 <i>Hospodářský vývoj USA od roku 2008 až po současnost</i>	50
4.2 Doposud aplikovaná hospodářsko-politická opatření a jejich důsledky.....	54
4.2.1 <i>Opatření monetární politiky</i>	55
4.2.2 <i>Opatření fiskální politiky</i>	58
4.2.3 <i>Vliv regulace a dohledu</i>	63
5. Návrh preventivních opatření snižujících fluktuace hospodářského cyklu	67
5.1 Polemika nad návrhy vycházejícími z rakouské teorie hospodářského cyklu.....	67
5.2 Vlastní návrh opatření snižujících fluktuace hospodářského cyklu	71
5.2.1 <i>Zpochybnění oficiálních cenových ukazatelů</i>	71
5.2.2 <i>Struktura Skounsenova ukazatele hrubého domácího výstupu</i>	76
5.2.3 <i>Konstrukce kompozitního cenového indexu</i>	80
5.2.4 <i>Využití kompozitního cenového indexu pro účely cílování inflace a volný průchod očištěného procesu recese jako dva body minimalizující výskyt hospodářských krizí</i>	86
6. Závěr	92

1. Úvod

Přijmeme-li tezi, že současná krize nebyla vyvolána selháním trhu, nýbrž tím, že funkce trhu byla oslabena vzrůstajícími zásahy do něj, pak nejpřesvědčivější vysvětlení a zdůvodnění vzniku krize dokáže poskytnout rakouská teorie hospodářského cyklu. Ta označuje za prvotní příčinu všech krizí dlouhodobou monetární expanzi. Silnou vypovídací hodnotu této teorie potvrzuje jednoznačně nejpočetnější množství autorů rakouské školy v bohužel celkově malém počtu ekonomů, kteří současnou krizi předpovídali, a do jisté míry také v současnosti silně vzrůstající zájem o tento způsob myšlení. Tento alternativní přístup k mainstreamové makroekonomii bohužel není doposud rozšířen ani v povědomí odborné veřejnosti. Důvodem může být i nedůvěra v jednoznačnost a jednoduchost řešení, které rakouská teorie hospodářského cyklu nabízí.

Ve své práci se pokusím analyzovat současnou finanční krizi očima rakouské školy a pokusím se tak obhájit vysokou vypovídací hodnotu výše zmíněné teorie. Rakouskou teorii hospodářského cyklu v rámci teoretické části práce doplním o další dva, dnes často zmiňované přístupy k otázce hospodářského cyklu. Je to přístup Hymana Minského vycházející z tržní nestability způsobené vzrůstajícím podílem spekulativního a ultraspekulativního financování aktiv a přístup behaviorální ekonomie založený na vlivu emocí, které ovlivňují i státní zásahy zvýhodňující určité aktivity.

Na základě tohoto teoretického konceptu se následně pokusím identifikovat pravé příčiny současné krize v USA a přehledně je objasnit. Analyzovat budu ekonomický vývoj USA v letech 1990 - 2010. Takto široký časový interval jsem zvolil proto, že krize nevznikla v určitý okamžik, ale postupnou kumulací jednotlivých nerovnováh na trhu. Data budu získávat z velké části z internetových stránek amerických institucí jako je Federální rezervní systém. Následně se zamyslím nad účinností doposud aplikovaných opatření hospodářské politiky, která byla zcela v rozporu s doporučeními rakouské školy. Aplikace fiskální a monetární expanze s sebou nese řadu vedlejších nákladů. Nejméně viditelným, avšak zároveň nejdestruktivnějším, je eliminace očistného procesu recese.

V poslední části práce se budu zabývat opatřeními, která by mohla omezit fluktuace hospodářského cyklu. Nejprve budu věnovat pozornost doporučením vycházejícím z rakouské teorie hospodářského cyklu. K realizaci opatření typu zrušení centrální banky, privatizace peněz, či obnova zlatého standardu se však budu stavět spíše skepticky. Jedná se sice o řešení

teoreticky správná, ale díky své razantnosti v současné době nezrealizovatelná. Proto se pokusím navrhnout vlastní preventivní opatření, založená také na rakouské teorii hospodářského cyklu, jejichž realizace by ovšem byla více pravděpodobná, neboť by nebyla podmíněna změnou celého bankovního systému. Tato preventivní opatření by měla vycházet z úpravy metodiky výpočtu míry inflace směrem k její maximální komplexnosti a tedy i maximální vypovídající hodnotě.

V průběhu poslední kapitoly se možnostmi této úpravy budu podrobněji zabývat. Pokusím se zkonstruovat cenový index, který by eliminoval negativa používaných makroekonomických ukazatelů a citlivěji by reagoval na narůstající množství peněz v ekonomice. Mezi nevýhody stávajících makroekonomických ukazatelů patří jejich úzké zaměření a nadhodnocení váhy spotřeby. Tyto slabé stránky oficiálních, zejména cenových ukazatelů mají rozsáhlé důsledky. Jedním z nich je právě slabá korelace mezi množstvím peněz v ekonomice a vývojem cenové hladiny, respektive slabá vypovídací hodnota cenového ukazatele.

V případě expanzivní monetární politiky se tak do ekonomiky dostává nadbytečné množství peněz. Jak ovšem učí rakouská teorie hospodářského cyklu, rostoucí množství peněz má vliv na nárůst cen aktiv zejména ve stádiích nejvzdálenějších od spotřeby. Tato stádia však v současnosti využívané cenové ukazatele buď vůbec nezohledňují, nebo jejich vliv přehlížejí z důvodu nadhodnocení váhy spotřeby. Centrální banky tak mají možnost snižovat úrokové sazby velmi nízko, neboť oficiálně zveřejňovaná inflace, na jejíž vývoj monetární politika reaguje, se pohybuje daleko níže než dnes neviditelná inflace skutečná.

Nově zkonstruovaný cenový ukazatel by měl zohledňovat vývoj cen ve všech stádiích výroby. Výsledná míra inflace by tak byla pravděpodobně v dobách úvěrové expanze podstatně vyšší a její vývoj daleko volatilnější, než je tomu u současných cenových ukazatelů. Jeho zveřejňováním případně cílováním by monetární politika centrální banky získala pevné ohraničení a vznik úvěrové expanze, respektive hospodářského cyklu, by tak byl méně pravděpodobný.

2. Metodologie

Během celé práce se budu snažit držet metodologického základu rakouské školy. Ekonomie je podle rakouské školy vědou apriorní, založenou na lidském jednání. Z axiomu lidského jednání dále plyne apel na metodologický individualismus a metodologický subjektivismus. Podle metodologického individualismu může být centrem ekonomického výzkumu pouze jednotlivce, neboť jen ten může jednat. V důsledku metodologického subjektivismu se poté hodnota každého statku odvíjí od konkrétního subjektivního pohledu jednotlivce na daný statek. Z metodologického subjektivismu tedy následně plyne nemožnost matematizace ekonomie, neboť hodnota jakéhokoliv statku se liší podle preferencí jednotlivce. Z toho dále vyplývá i nemožnost kvantitativní predikce. Ve své práci se budu skepticky stavět k různým dlouhodobým předpovědím, které predikují budoucnost na základě situací vycházejících z minulosti a opomíjejí tak komplexnost příčin vzniku těchto událostí. Tyto predikce v dobách hospodářských propadů určím dokonce jako škodlivé, neboť jejich nutná různorodost a následná neplatnost zvyšuje nejistotu budoucího vývoje. Daleko větší význam budu přikládat, co se budoucnosti týče, pojímům nejistota a emocionální jednání, které částečně reflektují též preference vlády a narušují tak hodnocení ekonomických subjektů.

Otázkou, kterou si klade dnešní ekonomická odborná veřejnost, je, jak je možné se se zmíněnou nejistotou vypořádat snadněji. Zda je to možné pouze na základě velkého množství nezávisle se rozhodujících podnikatelů, či za asistence vlády, případně centrální banky. Je to Kirznerova teorie podnikatelského objevování, která dává na tuto otázku jasnou odpověď. Ta praví, že je to právě podnikatel, který díky silnému motivačnímu charakteru svého jednání produkuje nejlepší možná rozhodnutí. "Konat znamená využít příležitosti a využít příležitosti znamená ji objevit, rozpoznat ji v nejednoznačnostech a zastřenostech nekonečného množství možných alternativních budoucností."¹ Podnikatel tak svojí činností objevuje nové příležitosti na trhu, tím využívá doposud podhodnocené a přehlížené zdroje. Tento akt podnikatelského objevování je založen na subjektivním dojmu podnikatele o nedocnění jisté hodnoty na trhu a na následném konání podnikatele. Informace o výhodnosti jisté tržní příležitosti je dána cenovým mechanismem, podle kterého se podnikatelé také rozhodují. Ceny tak ekonomickým subjektům dávají informace o relativní vzácnosti a výhodnosti daného statku.

¹ KIRZNER, Israel: Jak fungují trhu, Praha, Liberální institut 1998, str. 40, ISBN: 80-902270-5-8, přístup z internetu: <http://www.libinst.cz/etexts/kirzner.pdf>

Teorie podnikatelského objevování do značné míry vychází z konceptu Hayekových rozptýlených znalostí.² Tedy vychází z faktu, že každý jedinec disponuje jiným souborem specifických vědomostí a myšlenkových pochodů. Existence rozptýlených znalostí společnosti následně umožňuje velké množství objevených a zároveň rozličných podnikatelských příležitostí. Může se jednat o příležitosti pouhého nakoupení levnějšího statku na jednom místě a jeho prodeji za vyšší částku někde jinde. Využitím i této marginální jedinečné příležitosti na trhu však podnikatel dosahuje zisku, jehož vidina ho dále motivuje v podnikatelském objevování pokračovat. "Vyhledávání ziskových příležitostí navíc představuje silný motivační faktor pro učení se a pro zkoušení nových inovativních přístupů k chování na trhu, které v konečném důsledku vedou k většímu uspokojení zákazníků. Zároveň existuje účinný korekční mechanismus v situacích, kdy podnikatel učinil chybu a jeho předpovědi se ukázaly jako nesprávné."³

Z doposud zmíněného metodologického základu tedy plyne, že předmětem analýzy je jednotlivec. Dále je evidentní, že budoucnost je vždy nejistá. Podnikatelé pak v tomto prostředí latentní nejistoty jednájí pouze v případě objevení nějaké doposud přehlížené tržní příležitosti. Toto objevování založené na cenovém mechanismu je poháněno vidinou zisku a může se týkat naprosto marginálních záležitostí. Bývá také často náhodné. V případě objevení tržní příležitosti je v prostředí všudypřítomné nejistoty každý krok dopředu do značné míry pouhou spekulací a je tedy spojen s vysokou mírou rizika. Znalosti potřebné pro správné podnikatelské rozhodování jsou rozptýleny napříč celou ekonomikou, jako celek je však nikdo nevlastní.

Z výše uvedeného je zcela evidentní, že kvůli neúplnosti znalostí, ale i kvůli nedostatečnému motivačnímu a korekčnímu mechanismu aparát vlády nemůže být schopen podnikatelského objevování. Tento metodologický rámec také přináší jasné argumenty proti vládním zásahům do trhu. Zejména pak do tržních cen. Tím totiž dochází k pokřivení cenového mechanismu, na němž je proces podnikatelského objevování založen. Uměle vytvořené ceny vedou k neefektivní alokaci zdrojů. To platí zejména pro administrativně určované ceny peněz, tedy pro stanovování úrokových sazeb centrální bankou. Takto administrativně nastavené úrokové sazby bývají většinou naprosto v rozporu s přirozenou úrokovou sazbou, která by byla určena na trhu zápůjčních fondů prostřednictvím poptávky po úsporách a jejich nabídky.

² JEŽEK, Tomáš: Zásady liberálního řádu, Praha, Academia 2001, str. 110-121, ISBN: 80-200-0852-7

³ŠÍMA, Josef: Rozvíjející se rakouská tradice - od metodologického individualismu k hodnocení hospodářských politik, Liberální institut, přístup z internetu: <http://www.libinst.cz/clanky.php?id=568>

Administrativní stanovení ceny peněz centrální bankou tak negativně působí na podnikatelské objevování napříč celou ekonomikou, což následně vede k postupnému hromadění tržních diskoordinací.

Destruktivní aktivita státních zásahů se v silnějším měřítku objevuje v dobách hospodářských propadů. V situaci bez existence státních zásahů by byla krize doprovázena očistným procesem recese. Ten by způsobil pokles cen a odchod některých podnikatelských subjektů z trhu. To by vedlo k nárůstu podnikatelských příležitostí pro ostatní účastníky trhu. Nedocenená aktiva a nově vzniklé mezery by na trh přilákaly jiné podnikatele, kteří by prostřednictvím podnikatelského objevování tyto příležitosti využili. Poučení předchozími nezdary by se noví podnikatelé vyvarovali chyb svých předchůdců. Pokles cen i ekonomické výkonnosti by tak byl pouze přechodný. Neefektivní podniky, které si nízkou mírou prozíravosti o budoucí problémy říkaly, by byly nahrazeny efektivnější konkurencí. Výsledná situace by tak vedla k silnějším i stabilnějším hospodářskému růstu. V realitě posledních dekád však k poklesu nadhodnocených cen, ani k odstranění neefektivních podniků v dobách recese nedochází. Stát totiž prostřednictvím své "stabilizační" funkce přímo i nepřímo zachraňuje neefektivní podniky před bankrotem a drží ceny nadhodnocených aktiv uměle vysoko. Tím dochází k eliminaci očistného procesu recese a tedy i zmaření životně důležitého procesu podnikatelského objevování.

3. Teoretická část

V teoretické části této práce se pokusím podrobně popsat rakouskou teorii hospodářského cyklu. Dále navrhnu syntézu této teorie s přístupem Hymana Minského k otázce hospodářského cyklu a přístupem behaviorální ekonomie. K takovému doplnění rakouské teorie hospodářského cyklu mě přiměl jak zvyšující zájem o zmiňované přístupy, tak článek jednoho z vedoucích pracovníků Mezinárodního měnového fondu Williama Whita: Moderní ekonomie je na špatné cestě.⁴ Autor v tomto článku došel k závěru, že rakouská teorie hospodářského cyklu, přístup Hymana Minského a behaviorální ekonomie jsou v současné době v otázce teorie hospodářského cyklu neprávem opomíjeny. A do jisté míry doporučuje využití těchto tří teorií v budoucím makroekonomickém výzkumu.

Nejprve představím jednotlivé teorie, zejména rakouskou teorii hospodářského cyklu, a poté navrhnu jejich syntézu. Sloučím tedy tyto tři teorie do jedné ucelené teorie hospodářského cyklu, jejímž základním kamenem bude rakouská teorie hospodářského cyklu. Bude se jednat o doplnění této rakouské teorie.

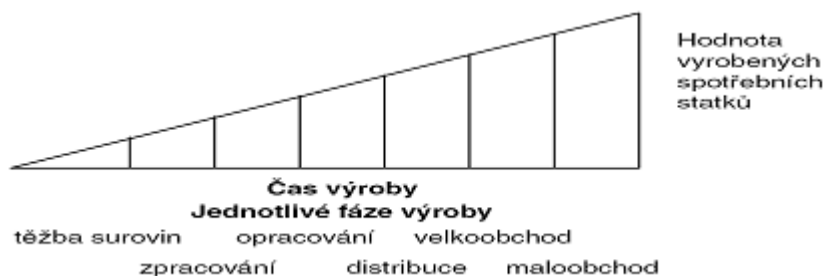
3.1 Rakouská teorie hospodářského cyklu

Tato teorie, nazývaná také teorie oběžného úvěru, byla vybudována zejména na základě prací Ludwiga von Misesa a F. A. Hayeka. Za svůj významný přínos ke vzniku této teorie byl v roce 1974 F. A. Hayek dokonce oceněn Nobelovou cenou za ekonomii. Rakouská teorie hospodářského cyklu se od ostatních odlišuje tím, že nevidí počátek hospodářského cyklu v nestabilitě kapitalismu a nevidí spásu v hospodářské politice státu. Hospodářský cyklus podle rakouské teorie vyvolávají tržní diskoordinace dané zásahy státu, zejména pak v důsledku úvěrové expanze způsobené centrální bankou. Inflační úvěrovou expanzí se ceny tržní mění na ceny umělé. V důsledku takto potlačené funkce cenového mechanismu dochází k hromadným omylům v investičním rozhodování. V okamžiku korekce těchto chybných investic dochází ke kontrakci celé ekonomiky.

Rakouská teorie hospodářského cyklu je založena na rakouském přístupu k teorii cen, teorii kapitálu a měnové teorii. Cenový systém funguje jako zdroj informací, který vyjadřuje preference spotřebitelů na trhu. Tyto informace následně ovlivňují investiční rozhodování

⁴ WHITE, William: Modern Macroeconomic Is on the Wrong Track, Finance & Development, International Monetary Fund, 12/2009, citace 15. 2. 2011, přístup z internetu: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2009/12/white.htm>

podnikatelů. Tento koordinační systém však může být znehodnocen manipulací s množstvím peněz v ekonomice. Subjektivní lidské jednání, které je základním stavebním kamenem metodologie rakouské školy, je vždy motivováno dosažením určitého cíle. V případě podnikatelské činnosti je tímto cílem vidina maximálního zisku. K dosažení tohoto cíle je nutné investovat do výrobních struktur, respektive do kapitálových statků. V tuto chvíli je nutné si uvědomit, že proces výroby trvá delší dobu a není ukončen v jednom okamžiku. Než se výrobek dostane ke spotřebiteli, prochází totiž jednotlivými výrobními stádii, která jsou s technologickým pokrokem stále složitější. Složitost výrobního procesu znázorňuje Hayekův trojúhelník⁵: Jedna odvěsna tohoto trojúhelníku znázorňuje peněžní hodnotu výdajů na spotřební zboží, druhá znázorňuje čas. Přepona znázorňuje výši úrokové míry. Ukazatel času poukazuje na fakt, že výstup každého stádia výroby je vstupem stádia následujícího. Proces končí nákupem spotřebního statku spotřebitelem.



Obrázek 1.1: Hayekův trojúhelník

Zdroj: ŠÍMA, Josef: Trh v čase a prostoru, str. 36

Investicemi dochází k rozšiřování stádií vzdálených od výroby či ke vzniku stádií nových. Ekonomický subjekt preferuje dosažení daného investičního cíle v co nejkratším časovém intervalu. Aby ekonomický subjekt mohl investovat, musí nejprve získat určité peněžní prostředky. Toho lze dosáhnout růstem úspor, respektive omezením spotřeby. Neboli, jak zní základní ekonomická poučka, vyšší budoucí spotřeba je možná, jen za předpokladu omezení spotřeby současné. Ekonomické subjekty se liší investičními příležitostmi i ochotou spořit, proto existuje trh zápůjčních fondů, kde se střetává poptávka po úsporách (investoři) s jejich nabídkou (střadatelé). Nabídka s poptávkou je na tomto trhu vyrovnána pomocí přirozené úrokové míry, což je cena, za kterou jsou střadatelé ochotni se vzdát své současné spotřeby a investoři jsou ochotni tuto cenu zaplatit za získání prostředků na své investice. Čím je více

⁵ ŠÍMA, Josef: Trh v čase a prostoru, Praha, Liberální institut 2000, str. 36, ISBN 80-86389-09-X, přístup z internetu: http://www.libinst.cz/etexts/sima_trhvcase.pdf

úspor, tím nižší je pak úroková míra. Nízká úroková míra tak investorům dává signál, že je na trhu dostatek prostředků k zahájení i dokončení jejich projektů a oni tak mohou výrazně investovat.

Proces investování na základě dobrovolných úspor probíhá následovně: vzrostou-li společenské úspory o čtvrtinu čistého důchodu, celková poptávka po spotřebních statcích ve stejném poměru poklesne, což je signál pro podnikatele, aby omezili svoje investice ve stádiích blízko spotřeby a nasměrovali je do stádií nejbližších od spotřeby, která nabízejí relativně vyšší zisky, neboť nejsou tolik zasažena poklesem spotřeby.⁶ Tím dochází k prohlubování kapitálu, neboť pokles úrokové míry vede k růstu diskontované hodnoty kapitálových statků. Růst dobrovolných úspor, tedy pokles spotřeby, navíc vede k poklesu cen finálních statků a tedy následně k růstu reálných mezd, což motivuje podnikatele nahrazovat práci kapitálem nebo nahrazovat kapitálové statky méně vzdálené od výroby kapitálovými statky vzdálenějšími od výroby. Tento proces je nazýván "Ricardovým efektem"⁷ a spolu s výše dvěma jmenovanými důsledky nárůstu dobrovolných úspor má podíl na prodlužování výrobních stádií výroby, neboť vede k preferenci kapitálových statků. Neprodané zboží, které vzniklo v důsledku poklesu spotřeby, dává výrobcům možnost se uživit během tvorby kapitálově náročnějších procesů. Jejich dokončení způsobí růst produktivity a následně růst národního důchodu.

V souhrnu řečeno, zvýšení investic ve stádiích nejdále od výroby a následně také zvýšení produkce je možné díky nárůstu dobrovolných úspor, respektive poklesu spotřeby. Předchozí větou vyvracíme známý paradox spořivosti, neboť zastáváme následující tvrzení: "Růst úspor sice vyvolá relativní pokles poptávky po výrobních statcích, navzdory tomu v konečném důsledku roste produktivita ekonomického systému, konečná produkce spotřebních statků a služeb i reálné mzdy."⁸ Jedině tento systém vede k plynulému hospodářskému růstu. Celý proces je možné ilustrovat na Hayekově trojúhelníku a jeho propojení s hranicí produkčních možností a trhem zápůjčních fondů. Tento proces je znázorněn na obr. č. 1.2. Hranice produkčních možností zde ilustruje existenci nákladů obětovaných příležitostí. Tedy fakt, že

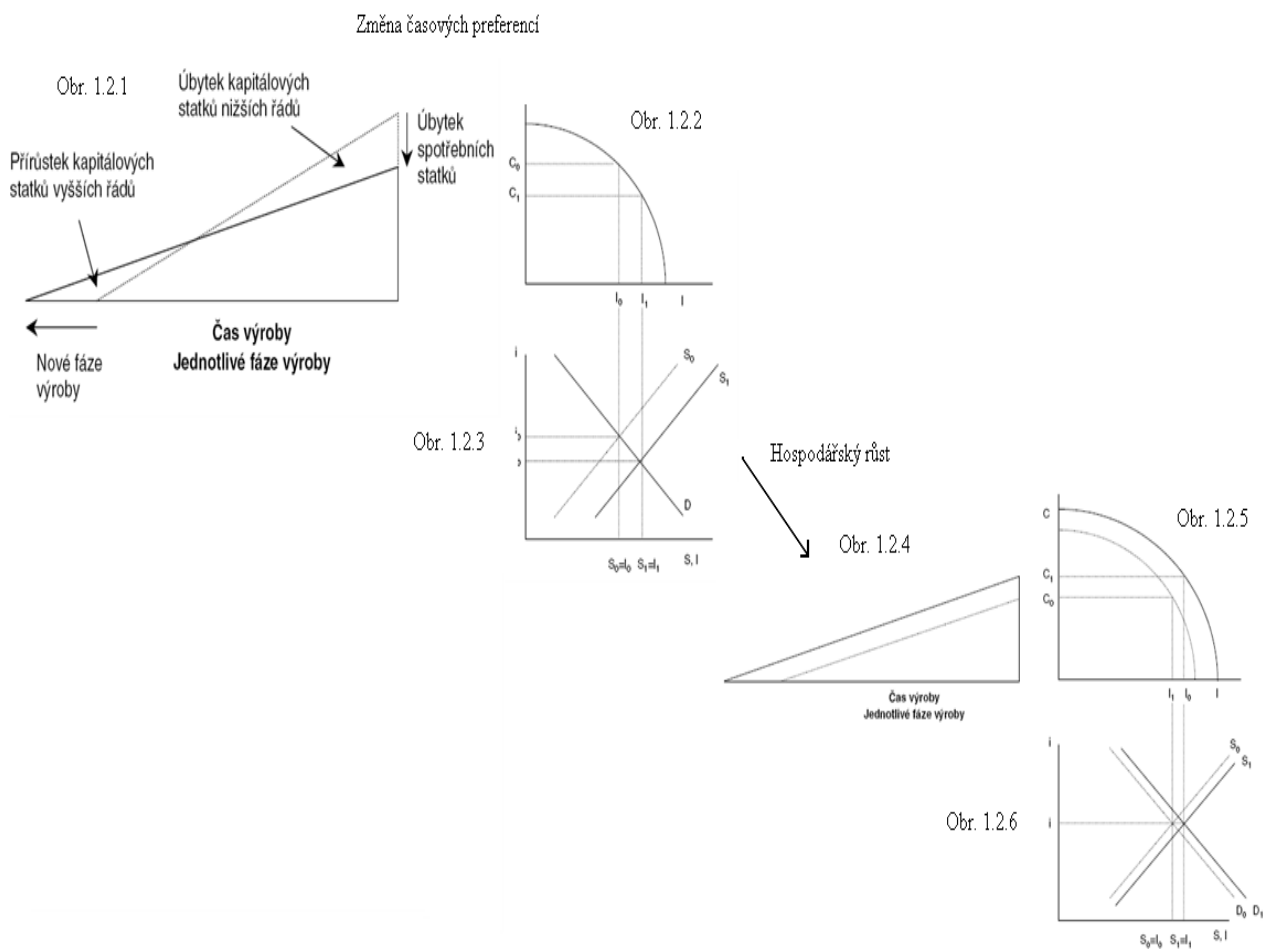
⁶ HUERTA de SOTO, Jesús: Peníze, bankovníctví a hospodářské krize, Praha, Liberální institut 2009, str. 310-313, ISBN 978-80-86389-54-7

⁷ HUERTA de SOTO, Jesús: Peníze, bankovníctví a hospodářské krize, Praha, Liberální institut 2009, str. 319-323, ISBN 978-80-86389-54-7

⁸ HUERTA de SOTO, Jesús: Peníze, bankovníctví a hospodářské krize, Praha: Liberální institut, 2009, str. 334, ISBN 978-80-86389-54-7

chceme-li zvýšit výrobu jednoho statku, je nutné snížit výrobu statku druhého, respektive, chceme-li zvýšit investice do kapitálových statků, je nutné snížit spotřebu. Jak již bylo zmíněno, výška Hayekova trojúhelníku je dána výší dostupných spotřebních statků, sklon přepony poté úrokovou mírou.

Celý obrázek je možné popsat následovně: Růst dobrovolných úspor (znázorněný posunem křivky úspor na trhu zápůjčních fondů - obr. 1.2.3) je způsoben změnou časových preferencí ekonomických subjektů (znázorněna na hranici produkčních možností 1.2.2). Růst dobrovolných úspor je zákonitě doprovázen poklesem poptávky po spotřebních statcích. Tento vývoj na trhu zápůjčních fondů následně povede k poklesu úrokové míry, což se na obrázku projeví plošší přeponou (1.2.1). Pokles úrokové sazby dává podnikatelům informaci o výhodnosti zahájení investičních projektů. Podnikatelé tak začnou investovat do nových výrobních stádií. Růst investic do kapitálových statků, následně vede k růstu produktivity, která v konečném důsledku způsobí nárůst budoucí spotřeby.



Obrázek 1.2: Změna časových preferencí vedoucí k hospodářskému růstu

Zdroj: ŠÍMA, Josef: Trh v čase a prostoru, str. 46 a 47

Celý proces tak vyústí v hospodářský růst. Ten ilustruje obrázek 1.2.5 znázorňující posun hranice produkčních možností, umožňující nárůst spotřeby i investic zároveň. Během takto nastíněného procesu dochází pouze ke změně struktury výdajů.

Současný bankovní systém částečných rezerv v čele s centrální bankou však funguje na jiném principu. Tento systém podle rakouské teorie hospodářského cyklu stojí za fluktuacemi ekonomické výkonnosti. V něm se úroková míra netvoří na trhu střetem nabídky a poptávky po zápůjčních fondech, ale prostřednictvím rozhodnutí představitelů centrálních bank. Rozhodnou-li o poklesu úrokové míry pod její přirozenou úroveň, pak nastává uměle vytvořená úvěrová expanze. Komerční banky jsou ze zákona povinny držet jen určité procento přijatých vkladů, zbytek mohou použít k poskytnutí úvěrů. Tím dochází k porušení majetkových práv vkladatelů a odklonu od svobodného trhu. Peníze jsou tak vytvářeny prakticky z ničeho, pouze připsáním na účet. Tento systém je velmi nestabilní a pramení z preference krátkodobých cílů bank a existence centrální banky jako věřitele poslední instance.

Účinky takovéto úvěrové expanze mají na výrobní strukturu zpočátku podobný dopad jako v případě úvěrové expanze založené na růstu dobrovolných úspor. Skutečnost, že úvěrová expanze byla zahájena bez předchozího růstu dobrovolných úspor a tedy bez předchozího snížení poptávky po spotřebních statcích se však musí projevit. Jedním z těchto projevů je investiční optimismus pramenící z domněnky, že je možné rozšířit výrobní strukturu bez poklesu spotřeby. Investoři si tak na trhu zápůjčních fondů půjčují více a střadatelé méně spoří, neboť ocenění jejich úspor klesá. Na trhu vzniká nerovnováha, která je z důvodu uměle vytvořené úvěrové expanze nepostřehnutelná. Trh zápůjčních fondů na danou situaci nemůže zareagovat, neboť úroková míra, která trh vyčišťuje, je pevně dána rozhodnutím centrálních bankéřů. Ti však o vznikající nerovnováze nemohou mít ani tušení.

Investiční rozhodnutí jsou tak ovlivněna úrokovou mírou, která neodpovídá situaci na trhu. Dochází k pokřivení cenového mechanismu, který ovlivňuje rozhodování podnikatelů. Slovy Ludwiga von Misesa: "Pokles úrokových měr podnikatelskou kalkulaci zkresluje. Některé projekty se tak zdají být výnosné a uskutečnitelné, i když správná kalkulace, založená na úrokové míře neovlivněné úvěrovou expanzí, by je odhalila jako neuskutečnitelné.

Podnikatelé takové projekty zahajují. Podnikatelská aktivita je povzbuzena. Začíná boom".⁹ Po nějakou dobu je možné žít v iluzi prosperity. Stav růstu spotřeby i investic je však dlouhodobě neudržitelný, neboť množství reálních zdrojů v ekonomice je nedostatečné a ekonomika se tak musí vrátit na udržitelnou úroveň.

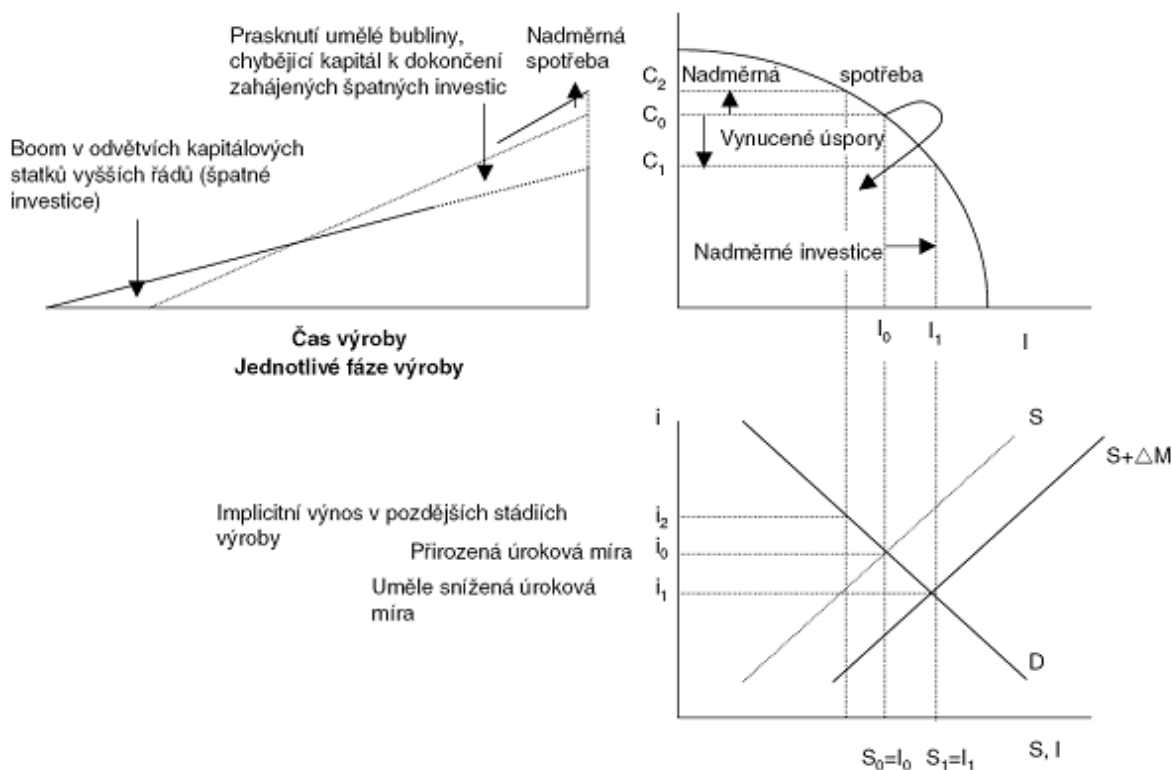
Spontánní reakci trhu na úvěrovou expanzi podrobně popisuje Heurta de Soto ve své knize Peníze, bankovníctví a hospodářské krize. Zmiňuje se zde o následujících mikroekonomických faktorech, které tento neudržitelný proces úvěrové expanze a přehnaného optimismu ukončí. Ty jsou následující¹⁰: Na základě poptávky po výrobních faktorech rostou ceny výrobních faktorů, tím rostou příjmy jejich vlastníků. Zároveň však dochází k růstu cen spotřebních statků. Zdražení spotřebních statků převyšuje zdražení výrobních faktorů, a tak dochází k poklesu reálných mezd, respektive k již zmíněnému "Ricardovu efektu". V tomto případě se "Ricardův efekt" projeví nahrazováním strojů prací. S rostoucí cenou spotřebních statků a snahou investorů za každou cenu dokončit své projekty roste úroková míra. Tento růst může převýšit výši úrokové míry před zahájením úvěrové expanze. Všechny tyto faktory následně vedou k objevení účetních ztrát ve stádiích výroby relativně vzdálenějších od spotřeby. V důsledku toho dochází k likvidaci chybně zahájených investičních projektů a přesunutí zbylých zdrojů co nejbližší spotřebě. Ne všechny zdroje je možné takto přesunout, určitá část zdrojů je tak ztracena. Dochází k likvidaci některých projektů a nárůstu nezaměstnanosti, kterou dále umocňuje rigidita trhu práce, daná institucionálními podmínkami dané ekonomiky. Přichází krach.

Krize byla způsobena přijetím příliš ambiciózních investičních projektů, vzhledem k množství reálných zdrojů. Celý proces je možné ilustrovat opět na Hayekově trojúhelníku rozšířeném o hranici produkčních možností a trh zápůjčních fondů. Plošší přepona trojúhelníku znázorňuje pokles úrokové míry, který je vyvolán nástroji měnové politiky, respektive růstem nabídky zápůjčních fondů. Časové preference se nemění. Nižší úroková míra, způsobená úvěrovou expanzí, podnítl růst investic do kapitálových statků. Stejně tak však motivuje k růstu spotřeby. Tím pádem na dokončení investičních projektů není dostatek zdrojů, což ilustruje čárkovaná část přepony trojúhelníku. Růstem investic i spotřeby se ekonomika dostává za

⁹ VON MISES, Ludwig: Lidské jednání – Pojednání o ekonomii, Praha, Liberální institut 2006, str. 495-496, ISBN 80-86389-45-6, přístup z internetu: http://www.libinst.cz/etexts/mises_lidske_jednani.pdf

¹⁰ HUERTA de SOTO Jesús: Peníze, bankovníctví a hospodářské krize, Praha, Liberální institut 2009, str. 352-363, ISBN 978-80-86389-54-7

hranici produkčních možností. Tento boom je však neudržitelný. Prvním korekčním krokem je pokles spotřeby. Nevyhnutelně však musí dojít také ke změně struktury kapitálových statků směrem ke stavu, který odpovídá preferencím spotřebitelů.



Obrázek 1.3: **Znázornění hospodářského cyklu**

Zdroj: ŠÍMA, Josef: Trh v čase a prostoru, str. 67

Ekonomický propad podporuje šířící se pesimismus ohledně budoucího vývoje, který oslabuje ekonomickou aktivitu jednotlivých ekonomických subjektů. Výrazně zasaženy jsou také banky, z důvodů částečného krytí svých depozit na požádanou. Důvodem je všeobecný pokles cen kapitálových statků, který se dále přenáší na aktiva bank. Z důvodu nezaměstnanosti navíc často roste poptávka po penězích. Takováto situace vede banky k poklesu nabídky peněz, což má za následek pokles investiční aktivity. Politici a představitelé centrálních bank mohou na ekonomický pokles reagovat ještě expanzivnější hospodářskou politikou, čímž mohou bankovní sektor donutit k aplikaci dalšího kola úvěrové expanze. Investoři tak budou moci dokončit část stávajících projektů a zahájit nové. Tím se však korekce trhu pouze oddálí a její důsledky budou závažnější, neboť růst tržních nerovnováh bude dále narůstat. Přechodné oživení bude stejně umělé jako předchozí boom. Důsledky takového postupu budou podrobně popsány ve třetí kapitole této práce, v části 4.2. Tím, kdo může napravit mylné alokace zdrojů a zajistit tak budoucí oživení, je pouze trh formou očištného procesu,

během nějž dojde k odstranění chybných investic, nejvíce zasažených podniků, propuštění nadbytečných zaměstnanců a odepsání špatných úvěrů.

3.2 Rakouská teorie hospodářského cyklu a přístup Hymana Minského

V odborných člancích vysvětlujících současnou finanční krizi^{11,12} se často objevuje jméno Hymana Minského a vysvětlení jeho hypotézy finanční nestability a ekonomického cyklu. Nyní se pokusím objasnit tento přístup spolu s prvky, které jej spojují s rakouskou teorií hospodářského cyklu.

Hyman Minsky (1919-1996) se narodil v Chicagu. Myšlení tamní ekonomické školy však nesdílel. Ve své práci navázal na dílo Johna Maynarda Keynesa. Minského teorie cyklu vychází z nestability finančního systému kapitalistické tržní ekonomiky. I přesto Minsky považoval kapitalistickou tržní ekonomiku za nejlepší možné uspořádání. Zmíněná nestabilita pramení zejména ze dvou lidských vlastností, kterými jsou chamtivost a strach. Jedná se tedy o teorii hospodářského cyklu založenou především na psychologických prvcích. Chování člověka, který je poháněn těmito dvěma pudy, vyvolává na trzích neustále se opakující spekulativní bubliny cen aktiv. Současný ekonomický systém je navíc charakteristický rostoucím podílem dluhového financování aktiv v nevládním sektoru. Jistou vinu za takovýto stav nese i kulturní vývoj, který by se dal charakterizovat výrokem slavného filmového finančníka Gordona Geka ve filmu Wall Street: "Chamtivost je dobrá". Materialistický pohled na svět je podporován zejména médii, kde je růst bohatství jednotlivce prezentován jako vrchol lidského snažení. Alternativní cíle lidské existence jsou takřka opomíjeny. Jistou vinu pak nese i postoj vlád, jejichž hlavním cílem je bezpochyby vysoký růst HDP, často za jakoukoliv cenu. Tématu slabé vypovídající hodnoty tohoto souhrnného ukazatele se budu věnovat v části 5.2.1.

¹¹ The Economist, The FED discovers Hyman Minsky, 7.1.2010, citace 20. 3. 2011, přístup z internetu: http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2010/01/the_fed_discovers_hyman_minsky

¹² LAHART, Justin: In Time of Tumult, Obscure Economist Gains Currency: Mr. Minsky Long Argued Markets Were Crisis Prone; His 'Moment' Has Arrived, The Wall Street Journal, 18.8.2007, citace 30. 3. 2011, přístup z internetu: <http://online.wsj.com/article/SB118736585456901047.html>

Minsky ve své teorii rozlišuje tři typy financování aktiv, podle vztahu mezi příjmy a dluhy ekonomických subjektů¹³:

- zajištěné (opatrné) financování - jedná se o takový typ financování aktiv, u něž jsou běžné příjmy subjektu po celou dobu dostatečné k uspokojení jeho splatných závazků. Solventnost dlužníka je tak velmi pravděpodobná. Riziko nesplacení zde spočívá pouze v razantním snížení budoucích příjmů, které může vyvolat například silná recese. Převaha tohoto typu financování aktiv zajišťuje stabilitu celého systému, neboť dlužníci jsou schopni splatit svůj dluh i s úroky prakticky kdykoliv.

- spekulativní financování - celkový úhrn budoucích finančních toků opět převyšuje úhrn celkových závazků. V určitých obdobích však může dojít ke krytí splatných závazků pomocí nových krátkodobých půjček. V těchto situacích ekonomické subjekty splácejí pouze úroky a vlastní dluh refinancují pomocí dalšího úvěru. Tím dluh narůstá. Solventnost dlužníka pak může ohrozit pouze zvýšení úrokových sazeb. Jedná se o typ financování aktiv vedoucí k nestabilitě finančního systému. Je logické, že nárůst tohoto typu financování může být způsoben stanovením příliš nízkých úrokových sazeb centrální bankou, neboť jejich následný růst může vyvolat problémy se splatností závazků ekonomických subjektů.

- ultraspekulativní financování - vychází z optimistického očekávání nárůstu budoucí hodnoty aktiv, pomocí níž bude následně závazek splacen. Solventnost dlužníka tak může, mimo růst úrokové sazby, ovlivnit i stagnace či pokles ceny daného aktiva, jímž ekonomický subjekt za dluh ručí. Tento typ financování je často šířen v době konjunktury, zejména pak na kapitálovém a nemovitostním trhu. Je spojen s postupným nárůstem cen aktiv, který k investicím na daný trh dále vybízí. Nárůst ultraspekulativního financování je pro budoucí vývoj ekonomiky velmi rizikový. V dobách poklesu trhu daných aktiv totiž může dojít k hromadné insolvenční ekonomických subjektů.

Podle Minského je stabilita ekonomiky závislá na tom, jakým způsobem byly investice a další aktiva v ekonomice financovány, respektive na podílu spekulativního a ultraspekulativního typu. Pokud se objeví velký počet nesolventních dlužníků, může situace přerůst ve finanční krizi a následně v hospodářskou recesi. Typickým příkladem takové situace byla podle Hymana Minského Velká deprese 30. let. Situace z let 1929-1933 by se podle něj však neměla

¹³ MINSKY, Hyman: Stabilizing an unstable economy, New York, McGraw-Hill, 2008, str. 230-238, ISBN 978-0-07-159299-4

opakovat, zejména pak z důvodu rozvinuté makroekonomické teorie a silné pozice státu v ekonomice.¹⁴ Expanzivní hospodářská politika může nepříznivou ekonomickou situaci stabilizovat. Velký účinek má z jeho pohledu zejména funkce centrální banky jako věřitele poslední instance. Cenou za tuto stabilitu je ovšem růst inflačních tlaků a nižší efektivnosti využívaných zdrojů. Důvodem je fakt, že v důsledku aplikace expanzivní hospodářské politiky nemůže proběhnout Schumpeterova tvořivá destrukce, respektive očistný proces recese. Tak nedojde k odstranění neefektivních firem z trhu. Tento proces je však podle Minského doprovázen příliš hlubokou depresí a proto upřednostňuje zásah státu.

Vzhledem k vrozené nestabilitě tržní ekonomiky byl Minsky také zastáncem tvrdé regulace. Regulace podle Minského měla vést k stabilizaci finančního sektoru a měla mít formu podpory zajištěného (opatrné) financování a znesnadňování přístupu k ultraspekulativnímu financování investic. Měla se týkat tedy zejména zpřísnování úvěrových standardů. Žádná regulace však podle něj nemůže odstranit vrozenou nestabilitu soudobé tržní kapitalistické ekonomiky. Cílem státních zásahů, zejména do finančního systému, je pouze snižovat pravděpodobnost vzniku krizí.

Současný vývoj na Wall Street směřuje k nabídce stále rizikovějších finančních produktů. Takovýto trend Hyman Minsky předpokládal, neboť i bankovní sektor je hnán vidinou maximalizace zisku. Výše zisku je závislá na inovacích, které směřují směrem k růstu složitosti "výrobního procesu". Rostoucí složitost finančních produktů doprovází větší nepřehlednost finančního trhu, která sebou nese hrozbu častějších finančních krizí. Tento inovační charakter bankovníctví a financí obecně, podle Minského zeslabuje platnost základního předpokladu kvantitativní teorie peněz, tedy konstantní rychlost peněz.¹⁵ Centrální banka tedy změnami peněžní báze ovlivňuje peněžní zásobu v menší míře, než jak předpokládají monetaristé. Minsky tedy neuznával kvantitativní teorii peněz a ve svých dílech vycházel z vlastního pojetí teorie endogenních peněz. V jeho interpretaci "není poptávka po penězích krátkodobě závislá na výši úrokových měr a peníze vstupují do ekonomiky

¹⁴ MINSKY, Hyman: The Financial Instability Hypothesis, Working Paper No. 74, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College 1992, str. 4, citace 20. 3. 2011, přístup z internetu: <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf>

¹⁵ MINSKY, Hyman: The Financial Instability Hypothesis, Working Paper No. 74, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College 1992, str. 6, přístup z internetu: <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf>

prostřednictvím úvěrů sloužících k financování investiční aktivity firem a dlouhodobé spotřeby domácností."¹⁶

Průběh hospodářského cyklu v podání Minského vypadá asi následovně: Dluhové financování aktiv se stává v počátcích růstové fáze cyklu stále výhodnější. Počáteční růst cen vyvolává důvěru v budoucí pozitivní vývoj a přitahuje další investory. Averse k riziku se snižuje a banky jsou ochotny financovat stále rizikovější investiční projekty firem. Boom je doprovázen optimistickým očekáváním. Podíl spekulativního a ultraspekulativního financování investic roste, čímž je systém postupně destabilizován. Reakcí na tento stav jsou rostoucí úrokové míry, které dále ohrožují splatnost takto financovaných investic. Ekonomické subjekty potřebnou likviditu na splácení úvěrů shánějí často prodejem aktiv. S rostoucí nabídkou aktiv, klesá jejich cena. Moment, kdy jsou dlužníci nuceni prodat i svá vlastní zisková aktiva, aby měli na své splátky, je znám jako Minského moment.¹⁷ S klesající cenou aktiv dochází i k poklesu hodnoty portfolia bank. Optimistická očekávání se mění v očekávání pesimistická.

Z předchozích řádků je snadné usoudit, že takto nastíněn průběh hospodářského cyklu se velmi přibližuje rakouské teorii hospodářského cyklu. Dokonce i alternativní označení rakouské teorie cyklu, tedy teorie oběžného úvěru, ihned vyvolává jistou podobnost s pojetím teorie cyklu od Hymana Minského. U obou přístupů je základním mechanismem šíření hospodářského cyklu úvěrová expanze. Spekulativní a ultraspekulativní financování, je navíc umožněno právě dlouhodobou úvěrovou expanzí. Během úvěrové expanze dochází k alokační neefektivnosti. Její příčinou je uměle stanovená úroková míra, tedy cena peněz. Pro nadbytečné peníze, vzniklé úvěrovou expanzí, není v ekonomice dost velké množství dlouhodobě ziskových projektů. Ekonomické subjekty jsou však ochotny si v době euforie levných peněz půjčit i na projekty méně ziskové. Tyto peníze pak z výše uvedeného důvodu proudí do extrémně rizikových projektů. Nadměrné množství peněz v ekonomice navíc vede k uvolnění úvěrových standardů a rizikovějšímu chování bank, neboť poptávka po úvěrech s nízkou mírou rizika již byla uspokojena.

¹⁶SOJKA, Milan: Máme se ještě bát velké deprese? Seminář Velká hospodářská krize - 75 let od Černého čtvrtku 16. 09. 2004, Centrum pro politiku a ekonomiku, citace 10. 03. 2011, přístup z internetu: <http://www.cepin.cz/cze/prednaska.php?ID=483%20class=>

¹⁷In praise of ... Hyman Minsky, The Guardian 22.8.2010, citace 22. 3. 2011, přístup z internetu: <http://www.guardian.co.uk/commentisfree/2007/aug/22/comment.business>

Rakouská teorie hospodářského cyklu a přístup Hymana Minského se zásadně liší v identifikaci základní příčiny cyklu i návrzích na opatření krizi předcházející i tlumící. Shodují se tedy pouze v mechanismu šíření krize, kterým je úvěrová expanze. Hyman Minsky vidí jako základní příčinu cyklu v nestabilitě finančního systému, kterou pohání chamtivost a strach člověka. Kdežto rakouská škola má jasno v původu krize, coby v uměle vyvolané úvěrové expanzi, umožněné finančním systémem založeném na centrální bance a soukromém bankovníctví, které pracuje s částečnými rezervami. V pojetí Minského tak bubliny vznikají bez zásahů státu, prostě jen ze samotného faktu nestability finančního systému. Přesto si troufám říct, že nalezení pravé příčiny hospodářského cyklu a přístup k jeho řešení jsou jedinými, přestože podstatnými, prvky, ve kterých se od rakouské teorie hospodářského cyklu nějak výrazně liší.

Vzrůstající podíl spekulativního a ultraspekulativního financování by se dal chápat jako přílišný hazard, tedy jako zcela "iracionální" chování. Důvod chybných investic jsme si již vysvětlili v předcházející části této práce. Myslím však, že bude vhodné detailněji rozebrat další faktory vedoucí k odklonu od správných investičních rozhodnutí, i to, jak snadno se ekonomické subjekty dají pohltnout optimistickým a pesimistickým očekáváním.

3.3 Rakouská teorie hospodářského cyklu a behaviorální ekonomie propojena s vlivem státních zásahů na investiční rozhodování jednotlivce

Snaha přebudovat ekonomii na vědu přírodní vedla zejména neo-klasické ekonomy k přijetí nereálných předpokladů, včetně konceptu homo oeconomicus. Ačkoliv se jedná o model, který je sám o sobě definován jako zjednodušení reality, předpoklad vždy racionálně jednajícího člověka vedl k příliš velkým nepřesnostem. Matematizací ekonomie, která byla důsledkem odklonu ekonomie k přírodním vědám, byl navíc konstruován fiktivní systém, ve smyslu dnešek je jako včerejšek a zítřek bude jako dnešek.¹⁸ S vědomím těchto pochybení je v ekonomické teorii věnována stále větší pozornost začleňování jiných společenskovedních oborů do ekonomie, zejména pak psychologie. Vznikl tak samostatný obor behaviorální ekonomie, který se mimo jiné zabývá rozhodováním ekonomických subjektů v podmínkách

¹⁸ MISES, von Ludwig: Společenské vědy a přírodní, Terra Libera 1/2005, str. 2, citace 10. 02. 2011, přístup k internetu: http://www.libinst.cz/tl/tl_01_2005.pdf

nejistoty a rizika.¹⁹ Tento obor se snaží pochopit a popsat chování zdánlivě iracionálně jednajícího jednotlivce.

V rámci této práce však pojem iracionální chování nebude používán, neboť chování člověka vždy směřuje k určitému subjektivnímu cíli a je tedy vždy racionální. Maximálně může ekonomický subjekt zvolit špatné prostředky k dosažení svého cíle. To se často stává pod vlivem emocí. "Emoce totiž narušují hodnocení. Člověk rozvášněný emocemi považuje cíle za daleko více žádoucí a cenu, kterou musí zaplatit, za nižší, než kdyby měl chladnou hlavu."²⁰ Mezi zásadní emoce mající vliv na investiční rozhodování patří již zmíněné vlastnosti člověka, tedy strach a chamtivost. Intenzita těchto emocí jde ruku v ruce s fází hospodářského cyklu. Člověku vrozená vlastnost chamtivosti může být umocněna rostoucí fází cyklu, neboť ekonomické subjekty všude kolem sebe vidí rostoucí množství zdánlivě výhodných investiční příležitosti a jejich snadnou realizaci. Chamtivost umocňuje někdy až slepá důvěra v budoucí vývoj. Tu podporují rostoucí ceny aktiv a také optimistické predikce jednotlivých organizací či odborníků. I přes zjevnou nemožnost přesné kvantitativní predikce vycházející z neuchopitelné komplexnosti a nekonstantnosti historických jevů se lidé o předpovědi budoucího vývoje neustále pokoušejí. Podle Daniela Gilberta je snaha predikovat zakotvena v lidské podstatě, neboť člověk je jediný tvor, který přemýšlí o své budoucnosti. Tuto svoji myšlenku Daniel Gilbert rozvíjí v knize Škobrtnout o štěstí - jak se chytá zlatá muška.²¹ Praktická nemožnost predikovat tak vede k nejistotě a časové náhodnosti budoucích situací. Nassim Nicholas Taleb takto míněnou budoucí nejistotu pojmenoval černou labutí a aplikoval ji na všechny milníky lidského života.²²

Hlavním problémem predikcí budoucího ekonomického vývoje je to, že jsou prezentovány a posléze i chápány jako definitivní a vždy platné. Stačí však, aby do predikce nebyla zahrnuta některá přehlížená data či se nepředvídatelně změnila data zahrnutá a skutečnost se vyvíjí v rozporu s danými odhady. Mises tak označuje všechny kvantitativní predikce za výsledek tzv.

¹⁹ KAHNEMAN, Daniel - TVERSKY, Amos: *Choice, Values and Frames*, Cambridge, Cambridge University Press 2000, ISBN 0-521-62749-4

²⁰ VON MISES, Ludwig: *Lidské jednání – Pojednání o ekonomii*, Praha, Liberální institut 2006, str. 16, ISBN 80-86389-45-6, přístup z internetu: http://www.libinst.cz/etexts/mises_lidske_jednani.pdf

¹⁸ GILBERT, Daniel: *Škobrtnout o štěstí – jak se chytá zlatá muška*, Praha, Dokořán 2007, ISBN 978-80-7363-127-7

¹⁹ TALEB, Nassim Nicholas: *The Black Swan - The Impact of the Highly Improbable*, London, Penguin Books 2008, ISBN 978-0-141-03459-1

rozumění, tedy subjektivních hodnotových soudů.²³ Podstatný je také vliv očekávání ekonomických subjektů na vnímání rizika. Důvodem je to, že nálada na trhu ovlivňuje averzi k riziku. Riziko pak představuje jednu ze složek úrokové míry, podle níž se podnikatelé rozhodují při přijímání podnikatelských projektů. Je-li totiž úroková míra v době rostoucí fáze cyklu podhodnocena, vlivem klesající averze k riziku, jsou přijímány takové investiční projekty, které by jinak přijímány nebyly.

V této práci však budu chápat behaviorální aspekty především jako impulzy ke změně investičního rozhodnutí, respektive jako určitá investiční doporučení. Jejich zásadní vliv bude tedy v určování trhů, kam poteče největší množství nadměrné peněžní zásoby vytvořené úvěrovou expanzí. Behaviorální prvky tedy ovlivňují investiční chování jednotlivých ekonomických subjektů a budou tak mít zásadní vliv na to, na jakých trzích vznikne největší spekulativní bublina. K největšímu nadhodnocení cen aktiv dojde na tzv. preferovaných trzích. Tyto trhy jsou investory upřednostňovány ze dvou základních důvodů:

- První z příčin je státní podpora privilegovaných odvětví. Už F. A. Hayek v posledních letech svého života věřil, že moderní hospodářské cykly se vyznačují různými formami špatných investic. Ty už se tak netýkají pouze investic do stadií nejvíce vzdálených od spotřeby, ale mají také podobu umělé stimulace spotřeby a všeobecně veřejných výdajů. "V předválečných podmínkách byla veškerá úvěrová expanze využita na soukromé investice a celou řadu průmyslových projektů. Od té doby však úvěrová expanze směřovala především tam, kam určila vláda, takže onou nesprávnou cestou už nemusí být přílišné investování."²⁴ Jinak řečeno, nadbytečné peníze vzniklé monetární expanzí proudí v současnosti převážně do sektorů, které se těší jisté státní podpoře. Státní podpora typu daňových úlev, politického tlaku na uvolňování úvěrových standardů, či státní dotace vedou k tomu, že investice do takto podporovaného odvětví se stávají výhodnějšími, než skutečně jsou. Ačkoliv se může zdát, že mezi státní podporou a behaviorální ekonomikou nemůže být příliš velká souvislost, opak je pravdou. Státní podpora na preferovaných trzích nejen zvýhodňuje danou investici, ale podporuje také důvěru v pozitivní vývoj daného trhu. Funguje zde tak jakýsi pomyslný prvek státní záruky, neboť stát danou investici do značné míry doporučuje. Nadbytečné peníze vyvolané úvěrovou expanzí tak v nepřirozené míře proudí do takto podporovaných sektorů, kde dochází k nafukování spekulativní bubliny. Tato státní privilegia poskytovaná určitým

²³ VON MISES, Ludwig: Lidské jednání – Pojednání o ekonomii, Praha, Liberální institut 2006, str. 46 a 47, ISBN 80-86389-45-6, přístup z internetu: http://www.libinst.cz/etexts/mises_lidske_jednani.pdf

²⁴ HAYEK F.A., Autobiografické rozhovory, Brno, Barrister & Principal 2002, str. 154, ISBN 80-86598-16-0

sektorům mění výrobní strukturu výroby. Nejedná se však o změnu trvalou, neboť neodpovídá přirozenému chování spotřebitelů.

- Druhým důvodem vzniku preferovaných trhů je vliv médií. Jak již jsem zmínil, značnou roli v investičním rozhodování ekonomických subjektů hraje nálada na trhu, tu tvoří veřejné mínění. "V moderní společnosti se jednotlivec dozvídá o tom, jaké úsudky převládají ve veřejném mínění, především skrz média, zejména pomocí rozhovorů s odborníky na dané téma či z výsledků výzkumů veřejného mínění."²⁵ V rostoucí fázi cyklu ovlivňují média náladu na trhu zejména různými investičními doporučeními, která jsou zde prezentována více či méně renomovanými odborníky. A lidé odborníkům důvěřují. I Mises tvrdil, že "obyčejný člověk nespekuluje o velkých problémech. Spoléhá se na autoritu ostatních lidí, je jako ovce ve stádu."²⁶ Mnoho lidí se odborníky nechá inspirovat. Když například Warren Buffett prohlásí, že investice do akcií je nejlepší dlouhodobou investicí²⁷, mnoho lidí tak skutečně učiní. Bohužel už si tito lidé neuvědomí, že nemají prostředky ani schopnosti Warrena Buffetta, které jsou pro zmíněný dlouhodobý zisk většinou nepostradatelné. Média tak do značné míry utvářejí veřejné mínění, které představuje silnou politickou i ekonomickou moc. Lidé, kteří tak chtějí investovat své volné prostředky, opět podpořeni všudypřítomnými optimistickými predikcemi budoucího vývoje, často dávají na rady odborníků prezentovaných v médiích. Problémem však je, že tito odborníci jsou často velmi zaujatí. Člověk pracující na akciovém trhu tak doporučuje především investice do akcií, ten co pracuje na nemovitostním trhu, doporučuje investice do nemovitostí a tak podobně. Tyto subjektivní myšlenky a specifické zájmy jsou v médiích často prezentovány jako názory odborné veřejnosti.

Nadbytečná část peněz tak v rostoucí fázi cyklu směřuje především do odvětví, která se těší největšímu vládnímu a mediálnímu zájmu. Díky narůstající poptávce rostou ceny aktiv na takto podporovaných trzích. Růst cen následně vyvolává další nárůst poptávky. Bublina se nafukuje. Její prasknutí a obecný hospodářský pokles je v budoucnu nevyhnutelný. Během kontrakce největší pokles zaznamenají opět ty sektory, které byly v době boomu nejvíce nadhodnoceny, respektive ty, které byly privilegovány státními zásahy a mediálním zájmem.

²⁵ JIRÁK, Jan: Masová média, Praha, Portál s.r. o. 2009, str. 197, ISBN 978-80-7367-466-3

²⁶ VON MISES, Ludwig: Lidské jednání – Pojednání o ekonomii, Praha, Liberální institut 2006, str. 43, ISBN 80-86389-45-6, přístup z internetu: http://www.libinst.cz/etexts/mises_lidske_jednani.pdf

²⁷ GRIFFITHS, Ian: Buffett sticks to his view that shares are best long-term investment, The Gardien 9. 4. 2009, citace 10. 4. 2011, přístup z internetu: <http://www.guardian.co.uk/business/2009/mar/09/warrenbuffett-dowjones>

Dosud jsem se věnoval pouze vzestupné fázi cyklu. Vliv připisovaný behaviorální ekonomii médiím je však větší v době sestupné fáze cyklu. V takovýchto dobách zprávy o konci blížícího se boomu vystřídají polemiky o možné hloubce propadu HDP. V médiích se objevují na rychlo vytvořené predikce od různých analytiků, ekonomů a institucí, které se jedna od druhé více či méně liší. Různorodost a zákonitá chybovost těchto predikcí, které zvláště v nestabilních dobách postrádají smysl, vede k prohlubování nejistoty a následně strachu z budoucího vývoje. Informace jsou navíc vždy předávány s jistými emocemi, v případě prohlubujících se ekonomických poklesů budou tyto emoce spíše pesimistické, ovlivněné strachem, což bude mít vliv i na jejich znění a na další reinterpetaci. V tento okamžik do jisté míry začíná působit sebenaplnující se proroctví: „Počátkem sebenaplnujícího se proroctví je nesprávná definice situace, jež vyvolává nové chování, díky kterému se původně mylná představa stane pravdivou.“²⁸ Jelikož horší zprávy či predikce mohou ekonomické subjekty více ohrozit, berou je na vědomí spíše než zprávy příznivé, zahrnují je do svých očekávání a tak se nesprávné předpovědi analytiků začínají naplňovat. Jednotlivé ekonomické subjekty začnou měnit svá očekávání, a to z důvodu nejistoty v budoucí vývoj, což původní výkyv nepřírozeně prohlubuje.

Vliv behaviorální ekonomie na hospodářský cyklus je zmíněn například v knize *Animal Spirits*, kterou napsali přední odborníci na tuto problematiku George A. Akerlof a Robert J. Shiller.²⁹ Zde autoři zmiňují, že příčinou hospodářského cyklu jsou především behaviorální aspekty typu důvěra, antisociální chování či vliv různých příběhů prezentovaných médii, které v souhrnu vedou ke spekulacím na jednotlivých trzích. Toto nadhodnocení jednotlivých trhů však musí mít nějakou příčinu. Tou je nadměrné množství peněz v ekonomice vyvolané úvěrovou expanzí. Samotnou příčinou hluboké recese může být tedy pouze dlouhodobá monetární expanze a z ní plynoucí fáze umělého růstu. V době růstu mají behaviorální prvky vliv na investiční rozhodování jednotlivců, respektive na směr, do jakých sektorů budou tyto investice proudit. Ovlivňují tak investiční preference jednotlivců, ale samotný hospodářský výkyv způsobit nemohou. Mohou pouze prohloubit výkyv preferovaných trhů. Jinak řečeno, behaviorální prvky mají na hospodářský cyklus vliv pouze díky nadbytečnému množství peněz v ekonomice (příčiny samotné krize) a pouze určují, do

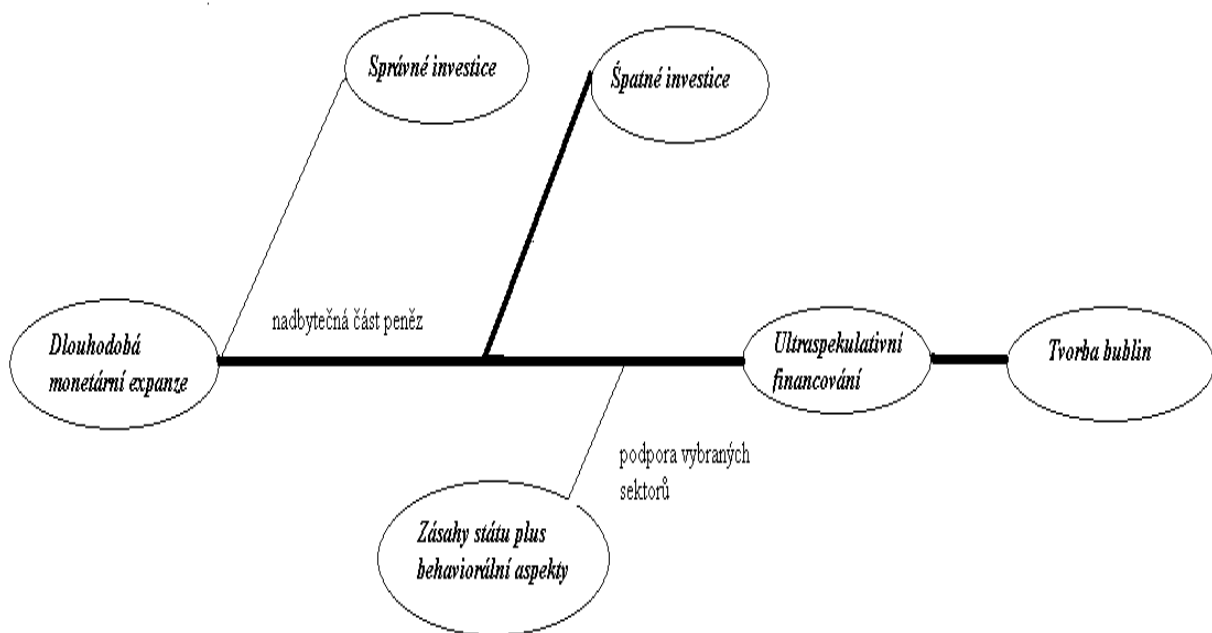
²⁸ MERTON R. K.: *Studie ze sociologické teorie*, Praha, Slon 2000, str.198, ISBN 80-85850-92-3

²⁹ AKERLOF, George A. - SHILLER, Robert J.: *Animal Spirits*, Princeton University Press 2009, ISBN 978-0-691- 14233-3

jakých trhů nejvíce těchto peněz poteče, a které trhy tak budou následně nejvíce nadhodnoceny. Dávají tak hospodářskému cyklu jakýsi směr největší fluktuace.

3.4 Syntéza rakouské teorie hospodářského cyklu, přístupu Hymana Minského a přístupu behaviorální ekonomie

Takto chápaný přístup behaviorální ekonomie k hospodářskému cyklu můžeme opět propojit s rakouskou teorií hospodářského cyklu a nyní již i s přístupem Hymana Minského. Pro ilustraci syntézy těchto teorií je možné použít následující diagram.



Obrázek 1.4: Příčiny vzniku hospodářského cyklu

Tento diagram lze popsat následovně. Základní příčinou hospodářského cyklu je dlouhodobá monetární expanze vyvolaná centrální bankou a umocněna systémem bankovníctví s částečnými rezervami. V jejím důsledku vzniká nadbytečná nabídka peněz. Ta z části proudí do správných investic. Jedná se o investice, jejichž realizace nebyla ovlivněna uměle nízkými úrokovými sazbami. Nepřirozeně nízké úrokové sazby však vedou část ekonomických subjektů k chybným investičním kalkulacím, respektive špatným investicím. Tyto investice je možné také označit za spekulativní, neboť byly investory realizovány především na základě nízkých úrokových měr daných monetární expanzí centrální banky. Velká část nadbytečných peněz dále směřuje do investic do státem zvýhodněných sektorů či do sektorů, jimž je věnován velký mediální zájem. Tedy do sektorů preferovaných. S růstem množství peněz v

ekonomice navíc postupně klesá opatrnost bank. Poptávka bonitních klientů po úvěrech na nejziskovější investice je již uspokojena. Banky se tak zaměřují na klienty méně bonitní či na klienty více bonitní s poptávkou po rizikovějších úvěrech. Takovéto úvěry jsou poptávány zejména na preferovaných trzích. Vzrůstající poptávka dána státními privilegii, mediálním zájmem ale i snadnou dostupností úvěrů vede k nárůstu cen na těchto trzích. Na růst cen reaguje poptávka dalším růstem a bubliny na těchto trzích se nafukují. Terminologií Hymana Minského tak na preferovaných trzích dochází k růstu ultraspekulativního financování aktiv.

Touto syntézou třech výše zmíněných teorií jsem došel k závěru, že příčiny hospodářského cyklu určené Hymanem Minským a přístupem behaviorální ekonomie jsou důsledkem předešlé umělé úvěrové expanze vyvolané centrální bankou. Za jedinou prvotní příčinu hospodářského cyklu tedy můžeme považovat pouze úvěrovou expanzi vyvolanou centrální bankou, která není doprovázena nárůstem dobrovolných úspor. Předmětem příští kapitoly bude ilustrovat logický význam propojení těchto tří teorií vycházejících z prvotní příčiny rakouské teorie hospodářského cyklu na případové studii současné finanční krize ve Spojených státech amerických.

4. Současná finanční krize

4.1 Hospodářský vývoj USA

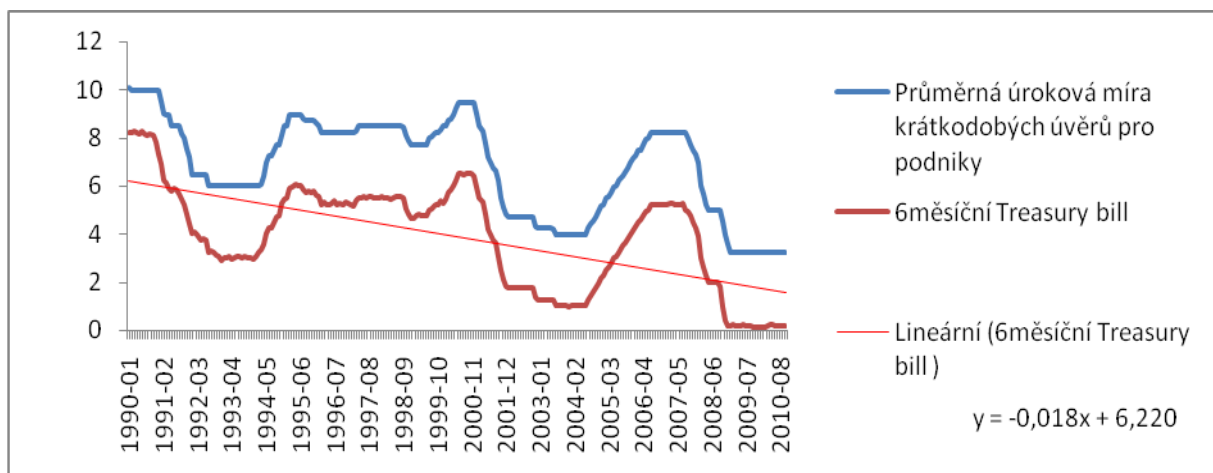
4.1.1 Současná finanční krize v USA pohledem rakouské teorie hospodářského cyklu

Většina obyvatel v dobách hospodářských krizí vzhlíží k představitelům státu a centrálních bank, aby danou situaci vyřešili. Stejně tak je tomu nyní. Tato slepá víra pramení z domněnky, že viníkem krize bylo selhání tržního hospodářství a dává představitelům státu do ruky zbraň ve formě důvěry společnosti ve státní zásahy. Nositelé hospodářsko-politických rozhodnutí tak mohou jednat. Při svých krocích vycházejí především z mainstreamové makroekonomické teorie. Ta však v současnosti nestojí na správných základech. Keynesiánci v dobách hospodářských poklesů doporučují fiskální expanzi, monetaristé expanzi monetární. Mimo společnost tedy podporuje státní zásahy také ekonomická teorie. Stát tak má prakticky volnou ruku, neboť jeho kroky jsou požadovány veřejností a do značné míry vždy ospraveditelné ekonomickou teorií. Státními zásahy je oslabována funkce trhu a prohlubovány tržní diskoordinace. Jedná se především o neznalost či úmyslné zkreslování správných kauzálních ekonomických vztahů, které umožňují narůstající moc jednotlivých vlád na úkor trhu.

Účelem makroekonomického výzkumu je tedy identifikovat správné ekonomické teorie. Jejich obhajobou je prosadit do mainstreamové ekonomie a posléze do povědomí společnosti. Tím zásahy představitelů státu a centrálních bank získají jisté mantinely. Teorií, která stojí na správných základech a klade si správné odpovědi na správné otázky, je rakouská teorie hospodářského cyklu. Jako jediná identifikuje správné prvotní příčiny vzniku hospodářského cyklu. Stejně tak tomu bylo u cyklu současného. Současná hospodářská krize tak dává tomuto, v současnosti přehlíženému směru, naději na obhajobu své nezpochybnitelné vypovídající hodnoty. V této kapitole se pokusím tuto příležitost využít a popsat vývoj hospodářského cyklu v USA na základě rakouské teorie hospodářského cyklu, doplněné o dvě, v první kapitole, zmíněné teorie. Pokusím se tedy převést logický význam teoretické syntézy z obr. č. 1.4 do praxe ekonomického vývoje americké ekonomiky. Jako časový interval analýzy zvolím roky 1990 - 2010, neboť již v průběhu 90. let se začaly hromadit jednotlivé tržní diskoordinace, jejichž následná kumulace se stala příčinou současného

ekonomického propadu. Po analýze hospodářského vývoje USA rozeberu dosud aplikovaná hospodářsko-politická opatření a jejich důsledky. V této kapitole využiji k ilustraci příčin i důsledků hospodářského cyklu velké množství grafů. Začnu prvotními příčinami.

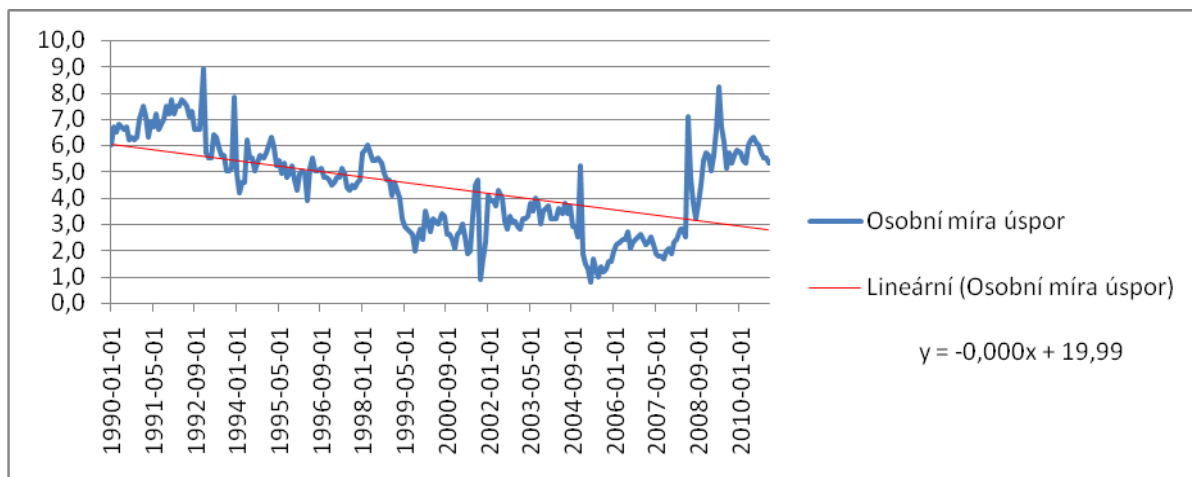
Jak jsem se již v této práci zmínil, základní příčinou hospodářského cyklu je dlouhodobá monetární expanze vyvolaná centrální bankou a umocněná systémem bankovníctví s částečnými rezervami. Nejprve se tedy zaměřím na kroky FEDu (Federální rezervní systém) v oblasti monetární politiky. Ty reprezentuje vývoj úrokových sazeb. V současné době v USA funguje systém bankovníctví s centrální bankou a komerčními bankami za režimu částečných rezerv. Je to tedy FED, kdo stanovuje výši úrokových sazeb. Ty se v analyzovaném období vyvíjely směrem, který je viditelný na obrázku č. 2.1. Zde můžeme vidět silné monetární expanze v letech 1990-1994 a především v letech 2000-2004. Nejsilnější monetární expanze probíhá v současnosti.



Obrázek 2.1: Úrokové míry v %

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

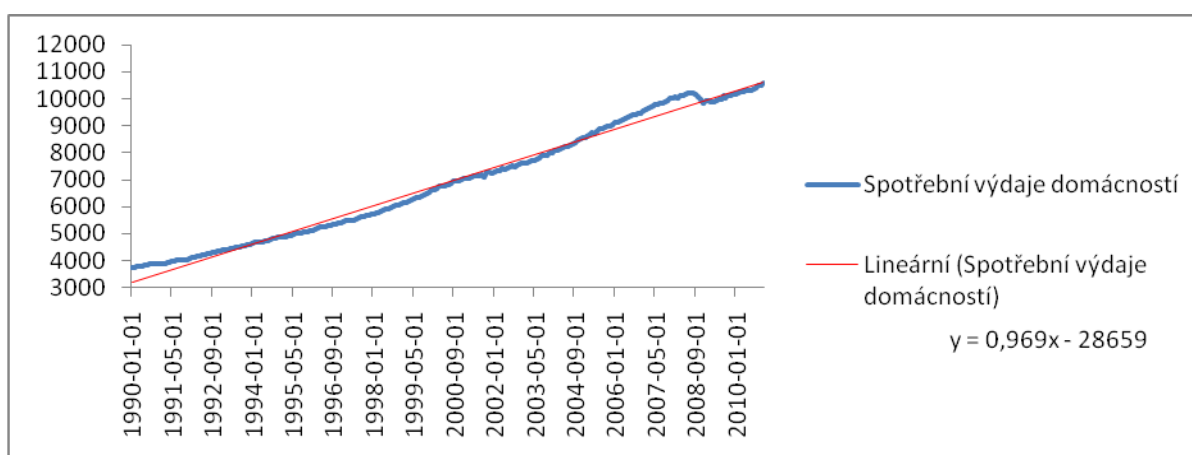
Z pohledu na další obrázky 2.2, 2.3 a 2.4 je zřejmé, že úroková míra v těchto obdobích klesla hluboko pod přirozenou úrokovou míru a to z důvodu silného poklesu úrokového měř, při strmém poklesu míry úspor (obr. 2.2).



Obrázek 2.2: **Osobní míra úspor v %**

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

Pokles úspor navíc zákonitě vedl k růstu spotřebních výdajů domácností (obr. 2.3).



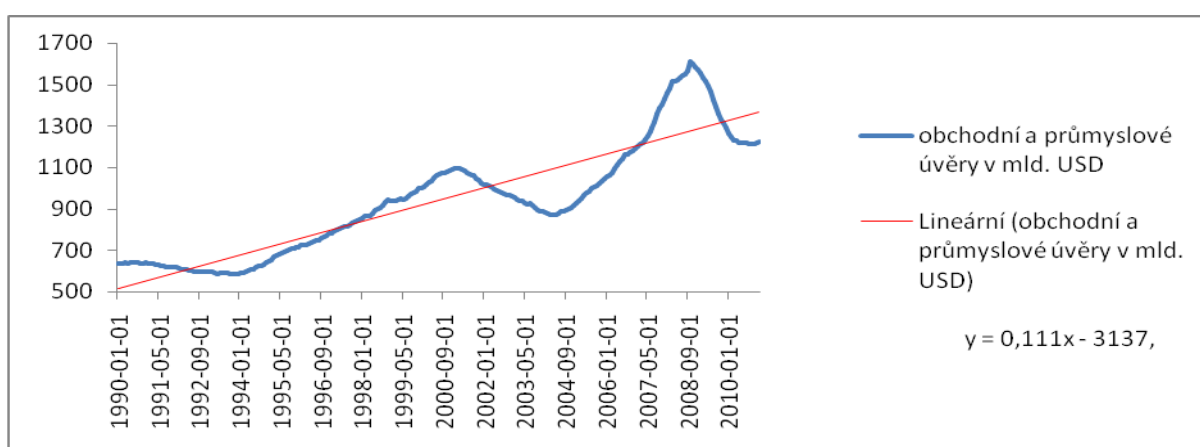
Obrázek 2.3: **Spotřební výdaje domácností v mld. USD**

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

Nízké úrokové míry způsobily nárůst poptávky po úvěrech (obr. 2.4), respektive poptávky po zápůjčních fondech. Poklesem míry úspor pak došlo k snížení nabídky zápůjčních fondů. Úvěrová expanze tak nebyla financována reálnými zdroji. Trend osobní míry úspor byl navíc silně klesající (důvod takového vývoje bude uveden dále v této kapitole). V letech, které následovaly po aplikaci prvních dvou monetárních expanzí, se míra úspor pohybovala dokonce pod trendovou linií tohoto ukazatele. Tento vývoj na trhu zápůjčních fondů, tedy pokles nabídky úspor doprovázený nárůstem poptávky po úsporách, tlačil na nárůst úrokové míry, ta ovšem v důsledku rozhodnutí centrálních bankéřů klesala. Investoři tak mohli zaznamenat dva rozporuplné informační signály. Tedy pokles úrokových měr, který je motivoval k zahájení dlouhodobých investičních projektů. A pokles míry úspor, respektive

nárůst spotřeby, který je mohl informovat o tom, že k dokončení těchto investičních projektů není v ekonomice dostatek reálných zdrojů.

Investoři se samozřejmě řídili podle uměle stanovené výše úrokové míry a pokles míry dobrovolných úspor tak nebrali v potaz. Investiční rozhodování tak bylo založeno na informacích nereflektujících situaci na trhu. Úrokové sazby se pohybovaly zejména v dobách monetární expanze příliš nízko. Je-li monetární expanze aplikována delší dobu, pak zákonitě musí dojít k umělé úvěrové expanzi. Následující obrázek ilustruje dvě poslední úvěrové expanze, které nechaly vzniknout technologické a posléze hypoteční bublině.



Obrázek 2.4: **Obchodní a průmyslové úvěry v mld. USD**

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

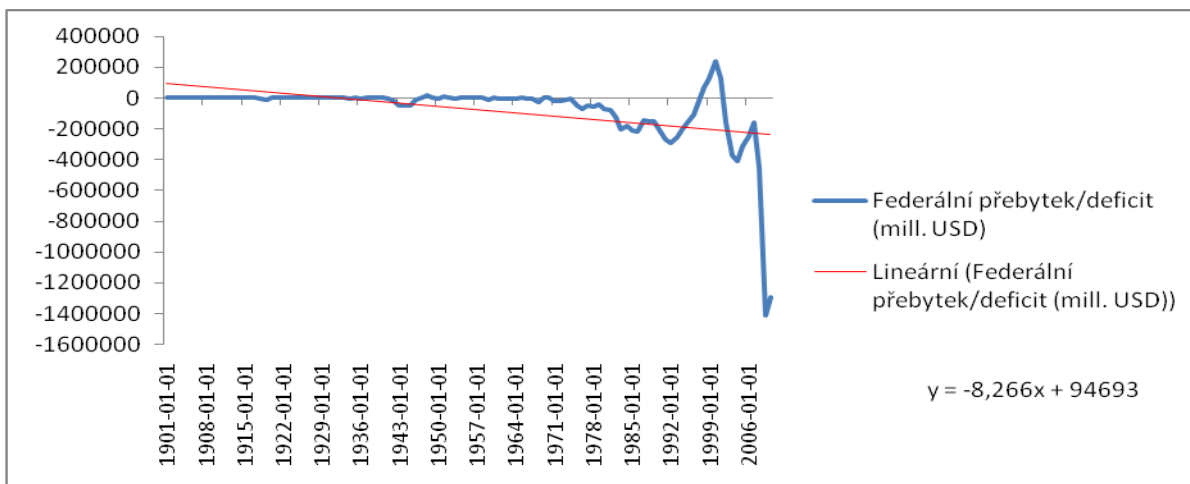
Takovýto ekonomický vývoj nemůže vyústit v nic jiného, než vznik hospodářského cyklu.

Tímto úvodem jsem chtěl zdůraznit nezpochybnitelnou přítomnost všech spouštěcích mechanismů krize v americké ekonomice po roce 1990, jak je předkládá rakouská teorie hospodářského cyklu. Nyní se již budu zabývat postupným vývojem americké ekonomiky. Nejprve budu analyzovat období mezi léty 1990-2001.

4.1.2 Hospodářský vývoj USA do roku 2001

V roce 1992 se stal prezidentem USA Bill Clinton. Zahájil úspěšnou fázi ekonomického vývoje USA, během níž rostl HDP a klesala nezaměstnanost i inflace. Velký vliv na tento vývoj měla revoluce v informačních technologiích umožňující silný růst produktivity práce a také globalizace. Inflace se tedy držela na nízkých hodnotách zejména v důsledku technologického pokroku a růstu objemu mezinárodního obchodu. Američané během 90. let

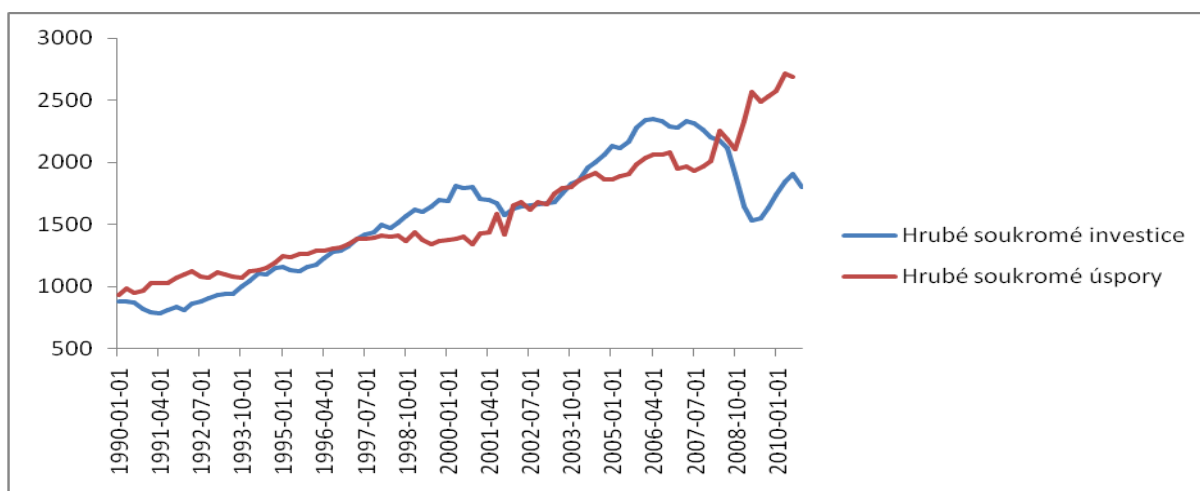
rychle bohatli. Rostla jejich spotřeba a s tím klesala míra úspor, která z téměř 9% v prosinci 1992 klesla až na pouhých 0,9% v říjnu roku 2001, jak je možné vidět na obr. č. 2.2. Pozitivní vliv na národní úspory měl za vlády Billa Clintona vývoj státního rozpočtu USA. Na obrázku č. 2.5 je vidět, že již s nástupem Billa Clintona do úřadu začal federální deficit klesat a v roce 2000 dosáhl dokonce přebytku ve výši 236,241 miliard dolarů.



Obrázek 2.5: **Federální přebytek/deficit v mil. USD**

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

Monetární expanze z počátku 90. let vyvolala silný nárůst poskytnutých úvěrů, který trval od roku 1994 až do roku 2001 a směřoval z podstatné části právě do sektoru informačních technologií, respektive do nákupu akcií technologických firem. Vývoj hrubých úspor a hrubých investic, z obr. č. 2.6 opět svědčí o tom, že se jednalo o expanzi uměle vytvořenou, neboť nárůst investic byl doprovázen poklesem úspor.



Obrázek 2.6: **Hrubé soukromé investice a hrubé soukromé úspory v mld. USD**

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

Na trhu informačních technologií, kam podstatná část nadbytečných peněz proudila, se vytvořila velká spekulativní bublina. Rostly zde ceny používaných výrobních faktorů i ceny akcií firem působících na tomto trhu. Index NASDAQ, který zobrazuje zejména kurzy akcií technologického sektoru, vzrostl jen mezi léty 1995 a 2000 z hodnoty pohybující se pod 1000 bodů na 5000 bodů.³⁰ Růst cen umocňovalo optimistické očekávání ohledně vývoje tohoto trhu. Optimistické očekávání bylo dáno předchozím vývojem cen akcií, doporučením analytiků i poklesem daně z kapitálových zisků. Pozitivní výhled se netýkal pouze technologického sektoru, ale i vývoje makroekonomické situace země. Tento optimismus vycházel z pojmu nová ekonomika. Ten vznikl z domněnky některých ekonomů, že přechodem ke znalostní ekonomice, založené na nových technologiích, vznikne stav trvalého hospodářského růstu, nízké nezaměstnanosti, imunní k hospodářským cyklům. Mezi zastánce tohoto pojmu patřil i Alan Greenspan.³¹

Všechny tyto faktory ovlivnily investiční rozhodování lidí směrem k preferenci akcií. O tom svědčí i průzkum Roberta Shillera, který se ptal náhodného vzorku amerických respondentů na otázku, zda souhlasí s tvrzením, že akciový trh je nejlepší investicí pro dlouhodobé investory, kteří mohou nakoupit a držet své portfolio přes nárůsty a propady trhu? V roce 2000 do jisté míry souhlasilo 97% dotazovaných, z nichž 67% bylo o pravdě tohoto tvrzení zásadně přesvědčeno. V roce 2002, tedy po prasknutí akciové bubliny, již bylo o pravdivosti tohoto výroku zásadně přesvědčeno jen 46% dotázaných.³²

4.1.3 Hospodářský vývoj USA v letech 2001-2004

V roce 2001 Billa Clintona na pozici prezidenta USA vystřídal George W. Bush. Ekonomiku USA začala negativně ovlivňovat krize technologického sektoru již počátkem roku 2001. Tu vyvolalo splasknutí bubliny na trhu internetových firem, takzvaná dot.com krize. Ceny akcií technologického sektoru prudce klesly. V roce 2002 hodnota indexu NASDAQ byla přibližně na úrovni z konce roku 1995. Kritici myšlenek nové ekonomie se tak cítili ospravedlněni. 11. zářím 2001 byl tento negativní ekonomický vývoj umocněn teroristickým útokem na USA. Ten vyvolal zejména pokles poptávky po letecké dopravě, cestovním ruchu a všeobecně

³⁰ MADSLIEN, Jorn: Dotcom bubble burst: 10 years on, BBC 9. 4. 2010, citace 20.2.2011, přístup z internetu: <http://www.bbc.co.uk/1/hi/business/8558257.stm>

³¹ GREENSPAN, Alan: Structural change in the new economy. Before the National Governors' Association, 92nd Annual Meeting, State College, Pennsylvania, 11. 07. 2000, citace 12. 03. 2011, přístup z internetu: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2000/20000711.htm>

³² SHILLER, Rober: Investiční horečka, Praha, Grada Publishing 2010, str. 84, ISBN 978-80-247-2482-9

celospolečenskou nejistotu. Tu dále prohloubily účetní skandály ve firmách Enron a Worldcom. Nežádoucí vliv těchto událostí na vývoj HDP je vidět na následujícím obrázku 2.7.



Obrázek 2.7: **Hrubý domácí produkt USA v mil. USD**

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

USA reagovalo na teroristické útoky z 11. září vyhlášením války terorismu. Zaútočilo na Afghánistán a poté i na Irák. Tím došlo k velkému navýšení státních výdajů, jak je možné vidět na následujícím obrázku 2.8.



Obrázek 2.8: **Hrubé soukromé a hrubé vládní úspory v mld. USD** Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

Trend růstu deficitu státního rozpočtu byl doprovázen poklesem růstu soukromých úspor. Soukromé úspory Američanů klesaly vlivem preference současné spotřeby. Vládní úspory klesaly v důsledku aplikace expanzivní fiskální politiky. Tento vývoj vedl k razantnímu snížení národních úspor. To byla pro další vývoj ekonomiky Spojených států amerických velmi negativní skutečnost. Trend poklesu národních úspor ve svém důsledku totiž vedl k poklesu reálných zdrojů na kapitálové investice soukromého sektoru. Tento stav by se

zákonitě musel projevit nižším budoucím růstem ekonomiky, kdyby však nezasáhla centrální banka. Zmíněná fiskální expanze po roce 2001 byla doprovázena expanzí monetární. Úrokové sazby byly sníženy na dosud rekordní hodnoty. Od prosince 2001 až do listopadu 2004 se efektivní úroková sazba federálních fondů pohybovala pod hranicí 2%, jak je možné vidět na obr. č. 2.1. Došlo tak k situaci, kdy byla recese roku 2001 potlačena následnou monetární a fiskální expanzí. K částečnému pročištění trhu ovšem došlo. Mnoho do té doby obdivovaných internetových společností zbankrotovalo, ty, co přežily, vesměs prosperují dodnes. Index NASDAQ se vrátil téměř na svoji předbublinovou úroveň a další nadhodnocený vývoj již prakticky nezaznamenal. Očistný proces recese však nemohl proběhnout zcela, neboť monetární expanze centrální banky přišla příliš brzy a byla příliš razantní.

V teoretické části této práce jsem věnoval hlavní část rakouské teorii hospodářského cyklu. Ta má na průběh recese jasný pohled. Recese podle tohoto přístupu slouží k odbourání špatných investic, které byly uskutečněny především kvůli chybné monetární politice centrální banky. Pokud je tento očistný proces recese potlačen, pak se v ekonomice jednotlivé nerovnováhy kumulují a zákonitě tak musí v budoucnu dojít k recesi hlubší. K potlačení očistné funkce recese roku 2001 došlo právě již zmíněnou aplikací fiskální (obr. 2.5) a především monetární expanze (obr. 2.1). Úrokové sazby klesaly od roku 2001. Velmi nízkých hodnot dosahovaly až do roku 2004. V tomto období došlo k nafukování jednotlivých bublin na trhu, které musely v budoucnu zákonitě prasknout. Obrovské množství nadbytečných peněz vzniklých úvěrovou expanzí muselo někam směřovat. Část těchto peněz směřovala do investic správných, kde byla jistota dokončení i jejich následné ziskovosti. Část peněz byla ovšem nasměrována do investic, které byly započaty pouze kvůli uměle nízkým úrokovým sazbám, a jejich následné navýšení poté vedlo k nesolventnosti některých dlužníků. Slovy Hymana Minského se jednalo o tzv. spekulativní investice.

Podstatná část peněz z úvěrové expanze navíc směřovala na preferované trhy. Směr těchto peněz určovaly behaviorální a politické vlivy, jak bylo vysvětleno v teoretické části této práce. Ty politické měly za následek nafukování bubliny na trhu nemovitostním, který byl vládou v průběhu času stále více podporován. Podpora začala založením polostátních hypotečních agentur Fannie Mae, Freddy Mac a Ginnie Mae. První z těchto napůl veřejných institucí byla založena Fannie Mae, a to již ve 30. letech v rámci tzv. New Dealu. Tyto organizace se od svého založení těší velkému množství státních privilegií. Jejich založení mělo za následek vznik sekundárního trhu hypoték. Banky tak mohly poskytnuté hypotéky

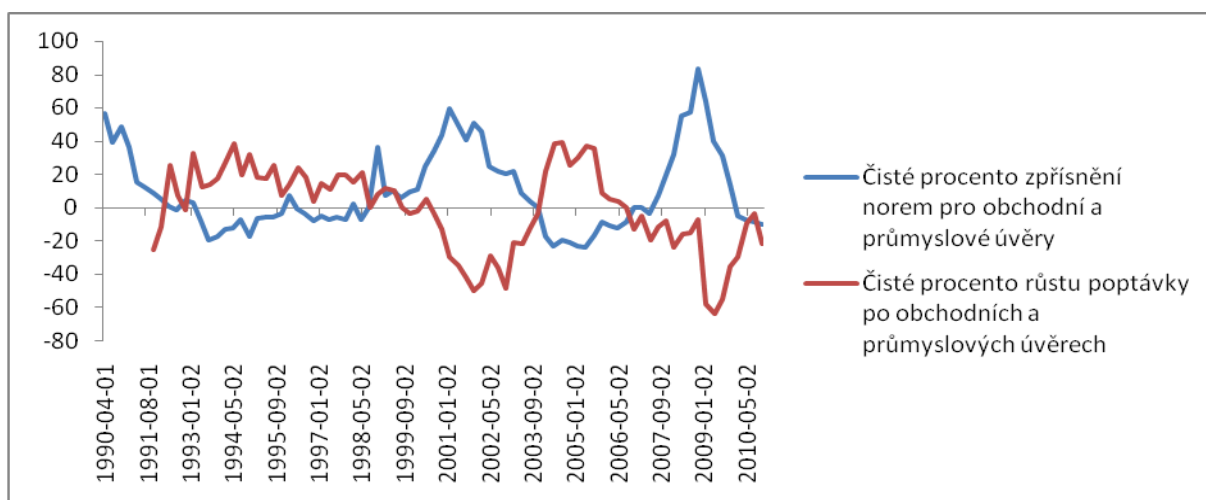
prodat těmto institucím, čímž získaly půjčené peníze ihned zpátky a mohly je půjčovat dál. Počet hypoték se tak obrovsky navýšil. Banky se díky sekundárnímu trhu také zbavily rizik spojených se svou hypoteční činností, čímž vnikl ohromný morální hazard. Hypotéky byly navíc daňově zvýhodněné, především možností odpočtu úroku z hypotéky od základu daně.

Zásadní vliv měl také politický tlak na uvolňování úvěrových standardů pro nízko-příjmové zákazníky, což následně vedlo i ke snazšímu přístupu k úvěrům ze strany spekulantů. Značný vliv na rozvolnění úvěrových standardů měla především agentura Fannie Mae, která na politický nátlak ohlásila, že snižuje nároky na bonitu hypoték vykupovaných od bank.³³ Tento krok zajišťoval bankám odbyť jakkoliv rizikových hypoték. Politický tlak na uvolnění úvěrových standardů byl završen Zákonem o komunitním reinvestování (CRA), který byl přijat Clintonovou administrativou a pro banky znamenal hrozbu masivních žalob za diskriminaci menšin při poskytování úvěrů.³⁴ Politici chtěli napomoci tomu, aby si každý splnil americký sen a pořídil si svůj vlastní dům. Po vypuknutí krize ti samí politici kritizovali ledabylé poskytování úvěrů ze strany bank.

S postupem času byly úvěry poskytovány stále méně bonitním klientům. Přestaly platit dříve běžně používané standardy typu maximální půjčka do 2/3 ročního příjmu dlužníka či odhad majetku vypůjčovatele před poskytnutím půjčky. Uchazeči o úvěr tak postupem času nemuseli vůbec dokládat své příjmy ani splácet určitou zálohu. Vývoj zpřísnování a uvolňování norem pro poskytování úvěrů ilustruje spolu s vývojem poptávky po těchto úvěrech následující graf č. 2.9.

³³ HOLMES, Steven: Fannie Mae Eases Credit To Aid Mortgage Lending, New York Times 30. 09. 1999, citace 20. 03. 2011, přístup z internetu: <http://www.nytimes.com/1999/09/30/business/fannie-mae-eases-credit-to-aid-mortgage-lending.html>

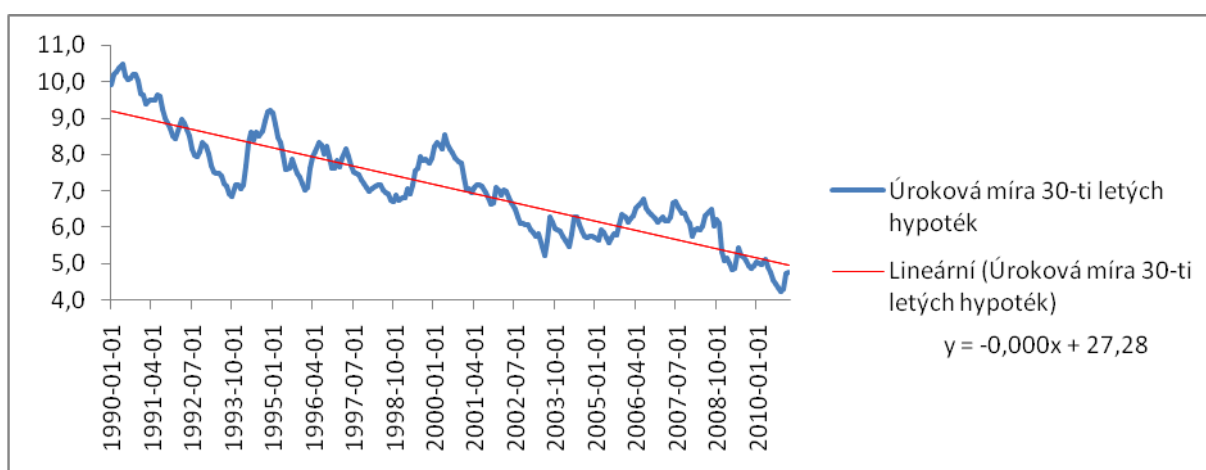
³⁴ WOODS, Thomas E. jr., Krach. Praha, Dokořán 2010, str. 36, ISBN 978-80-7363-273-1



Obrázek 2.9: **Zpřísnění norem a vliv na vývoj poptávky po obchodních a průmyslových úvěrech v %**
 Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

Úspěšná politická iniciativa zaměřená na uvolňování úvěrových standardů spolu s uměle nízkou úrokovou sazbou (která snižuje úvěrové standardy sama o sobě) vedla k růstu poptávky po nemovitostech, což vedlo k nárůstu jejich cen. Na tento fakt poukazují grafy následující.

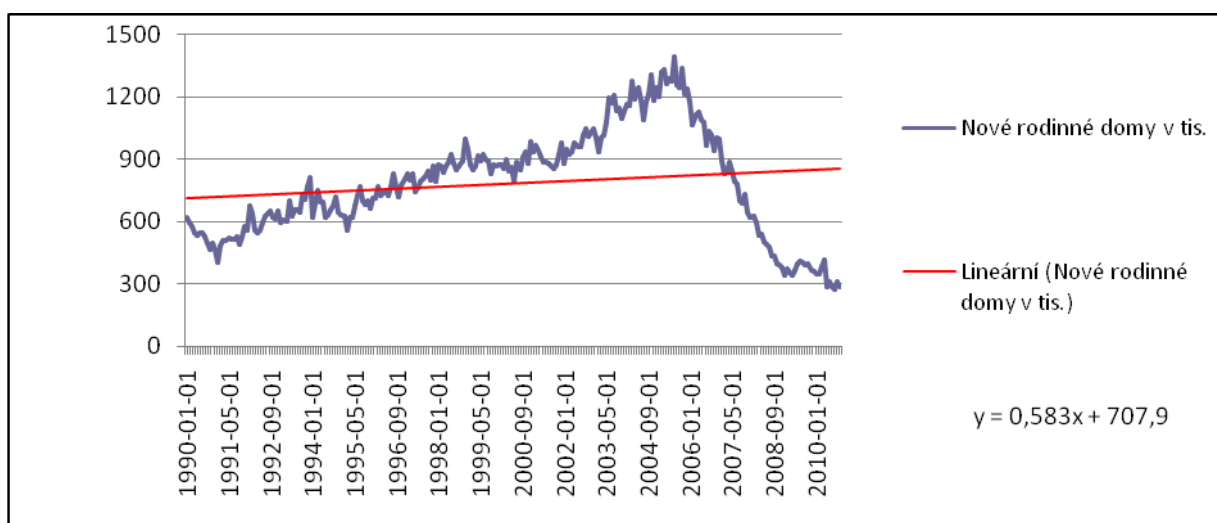
V důsledku státních privilegií tedy největší z bublin vznikla na nemovitostním trhu. Není divu, trend poklesu úrokové míry z hypoték na 30 let byl velmi motivující, jak je možno vidět na obrázku č. 2.10. Banky navíc hypotéky poskytovaly takřka každému, kdo o ně požádal. Zaprvé to měly takřka přikázáno vládou a zadruhé měly díky existenci sekundárního trhu zajištěn odbyt i těch nejrizikovějších hypoték.



Obrázek 2.10: **Úroková míra hypoték na 30 let v %**

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

Levné úvěry na bydlení spolu se státní podporou tohoto sektoru vedly k obrovskému nárůstu počtu nových rodinných domů v USA, a to především v době aplikace monetární expanze mezi léty 2001-2004. Hypoteční úvěry tak byly státem zvýhodněny jak pro dlužníky, tak pro věřitele v podobě poskytovatelů hypoték. Zaměstnanci těchto společností dále přesvědčovali potenciální dlužníky o výhodnostech koupi nemovitosti. Robert Shiller a Karl Case realizovali průzkum veřejného mínění u náhodného vzorku nových majitelů nemovitostí v USA. Ptali se na podobnou otázku jako dříve na vrcholu technologické bubliny. Ta zněla: "Souhlasíte s následujícím tvrzením: Nemovitosti jsou nejlepší investicí pro dlouhodobé investory, kteří mohou nakoupit a držet své reality přes nárůst a propad trhu? Například ve městě San Francisco mezi léty 2003 a 2004 s tímto výrokem určitou měrou souhlasilo 90% dotázaných."³⁵ Makléři, kteří tyto úvěry sjednávali, nebyli odměňováni za kvalitu dojednaných obchodů, nýbrž za pouhé číslo. Byli tedy motivováni uzavřít co nejvíce hypotečních úvěrů, a to jakkoliv rizikových. Počet rodinných domů tak prudce stoupl, jak je možné vidět na následujícím obrázku č. 2.11.



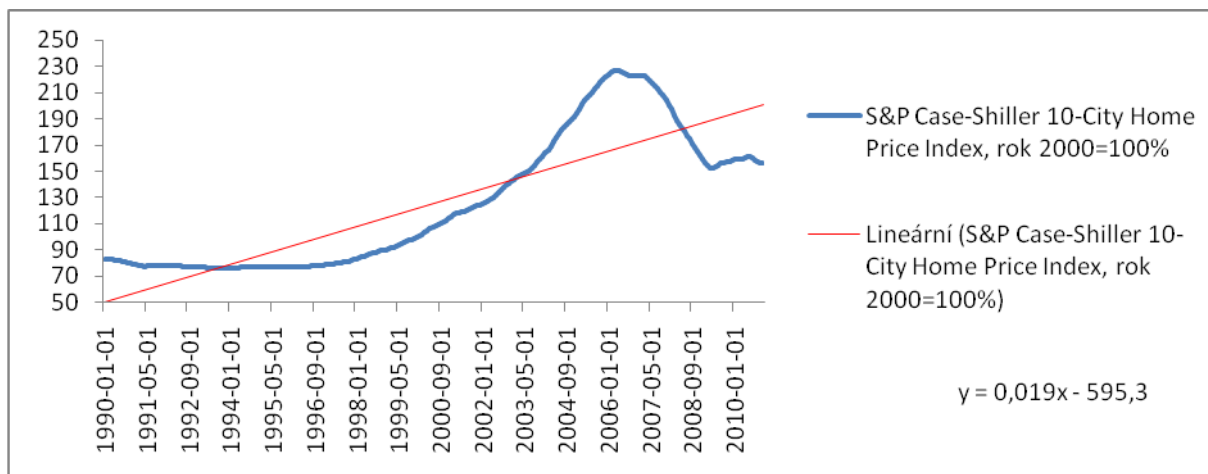
Obrázek 2.11: Počet nových rodinných domů v USA v tis.

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

Na dalším obrázku č. 2.12 je poté patrné, jak rostoucí poptávka vyhnala ceny nemovitostní do astronomických výšin - mezi léty 2002 a 2005 vzrostla cena nemovitostí podle Case-Shillerova indexu o 93%. Za pouhé čtyři roky se tak jedná o obrovské číslo. Růst cen v tomto období dosahoval téměř 25% ročně.

³⁵ SHILLER Rober, Investiční horečka. Praha, Grada Publishing 2010, str. 85, ISBN 978-80-247-2482-9

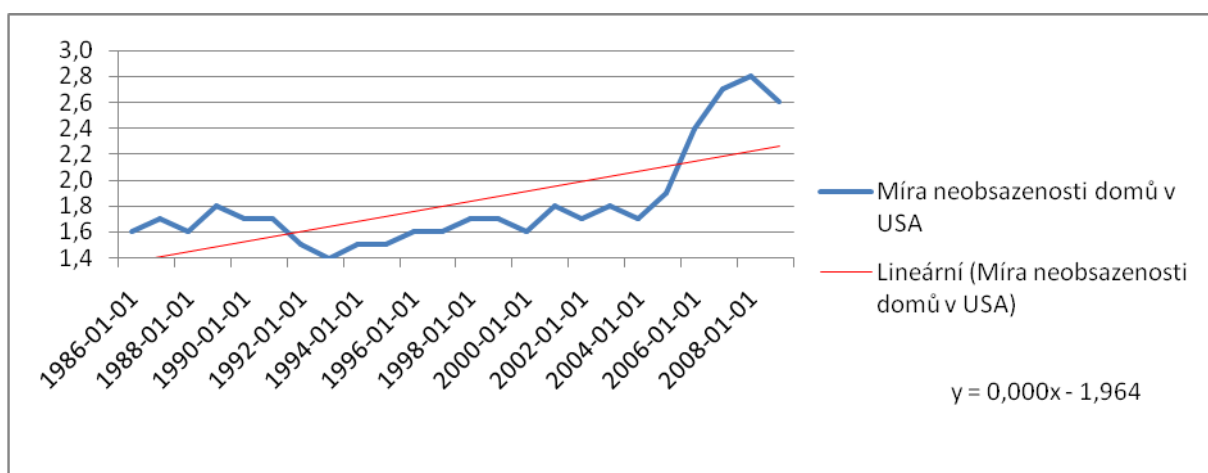
Na první pohled je tak evidentní, že se jedná o naprosto nepřirozený růst cen, respektive o spekulativní bublinu.



Obrázek 2.12: S&P Case-Shiller cenový index domů pro 10 největších měst USA

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

Podobný cenový vývoj byl v tomto období viditelný i na akciovém trhu. Reálné bohatství vlastníků těchto aktiv tak rostlo. Lidé se domnívali, že nárůst cen aktiv v jejich držení je jakýmsi substitutem úspor. Růst cen aktiv na preferovaných trzích byl však pouze krátkodobý. Podporoval ovšem zadlužování, které bylo naopak dlouhodobé. Lidé si na vrcholu nemovitostní bubliny často půjčovali s tím, že svůj dluh splatí pomocí nárůstu cen nemovitosti, na kterou si danou půjčku brali. V Minského podání se tak jedná o typické ultraspekulativní financování aktiv. Takto si často počínali zejména spekulanti. O jejich velké aktivitě během období nárůstu cen nemovitostí vypovídá obrázek 2.13. Na něm je patrný obrovský nárůst neobsazených domů, který činil v roce 2008 bezmála 3%.

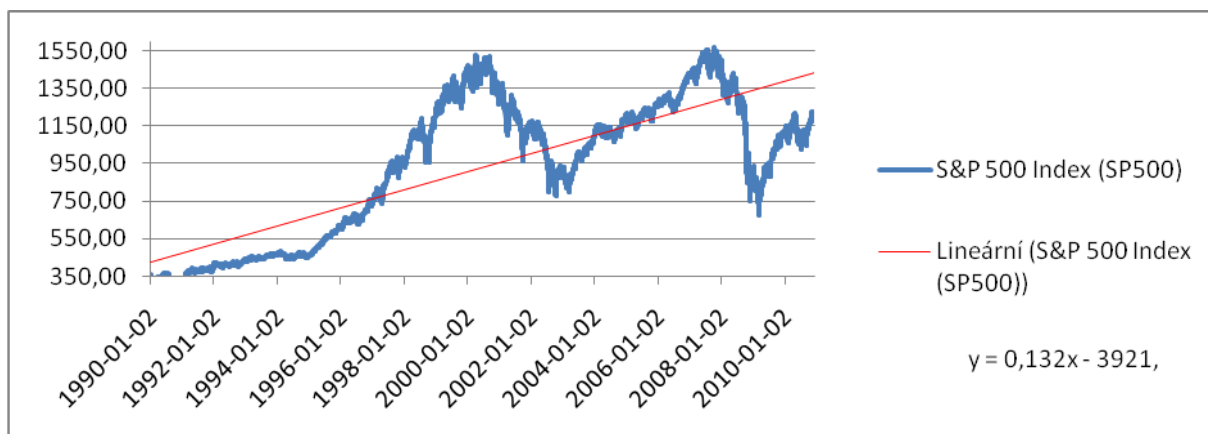


Obrázek 2.13: Míra neobsazenosti domů v USA v %

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

Obrovské nadhodnocení hypotečního trhu ilustrují následující čísla. "Americký hypoteční trh dosáhl na konci roku 2007 hodnoty neuvěřitelných 14557 miliard dolarů. Ke stejnému datu hodnota nemovitostí vlastněných americkými domácnostmi činila 20154 miliard dolarů. Poměr hypotečních úvěrů domácností k hodnotě nemovitostí domácností tak na vrcholu hypoteční bubliny činil 53%. Podíl hypotečních úvěrů na HDP na konci roku 2007 činil 103%."³⁶ Podle těchto čísel je evidentní, že bezesporu největší část nadbytečných peněz vzniklých úvěrovou expanzí let 2001-2004 přitekla právě na hypoteční trh.

Behaviorální aspekty ovlivňovaly investiční rozhodování jednotlivých ekonomických subjektů také formou investičních doporučení prezentovaných médií. Z úst různých analytiků a odborníků jsme se mohli často setkat s názory, že investice do nemovitostí a akcií jsou ideální dlouhodobou investicí. Lidé ovlivnění těmito doporučeními na těchto trzích skutečně investovali a bublina na akciovém a zejména na nemovitostním trhu se dále nafukovala. S rostoucí poptávkou po těchto produktech rostly logicky i jejich ceny, což opět zvyšovalo poptávku. Státní intervence a mediální tlak tak nechaly prostřednictvím monetární expanze vzniknout bublině dot.com a následně i bublině nemovitostní. Obrázek č. 2.14 poukazuje na opětovný nárůst akcií po propadu vyvolaném prasknutím dot.com bubliny. Tento opětovný nárůst byl evidentně způsoben aplikací monetární expanze v roce 2001.



Obrázek 2.14: **S&P 500 Index (SP500)**

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

Snaha dosáhnout zisku i v případě minima výhodných ziskových investic vedla do jisté míry také ke vzniku a rozšíření nových rizikových finančních produktů, typu ABS, CDS, či k investování pomocí pákového efektu. Podstata těchto finančních instrumentů bude vysvětlena dále v této kapitole. Investování pomocí pákového efektu mělo navíc opět parametry

³⁶ JÍLEK Josef, doslov ke knize: SHILLER Rober, Investiční horečka. Grada, Praha: Grada Publishing 2010, str. 258, ISBN 978-80-247-2482-9

ultraspekulativního financování aktiv, neboť investor si na nákup akcií bral úvěr s tím, že jej splatí prodejem zhodnocených akcií.

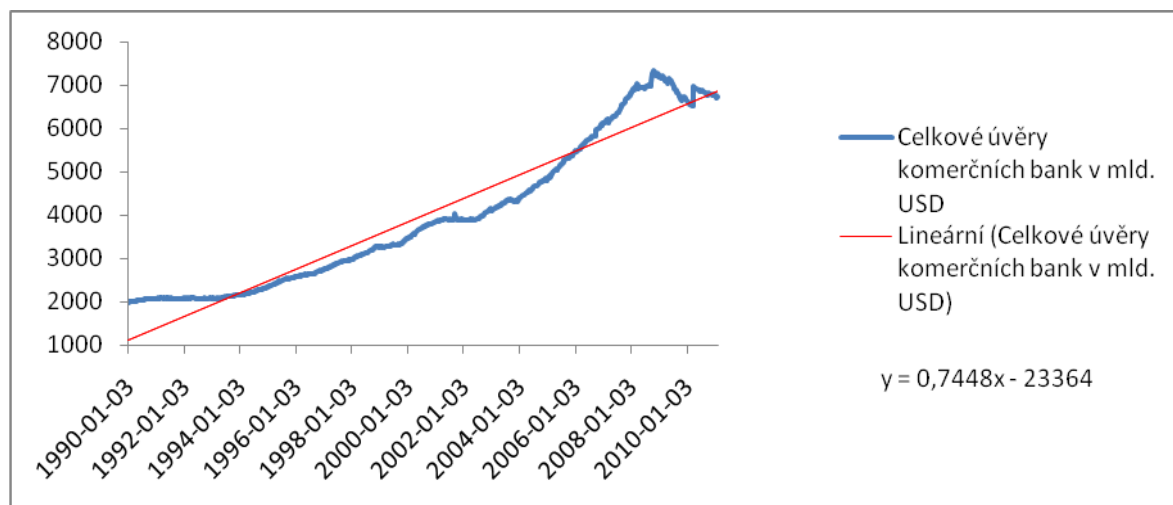
Před samým propuknutím současné krize byl tak nárůst spekulativního (možnost ohrožení razantním růstem úrokové sazby) a ultraspekulativního financování (splacnost ohrožena poklesem ceny dluhově financovaného aktiva) markantní. Doposud popsany vývoj ekonomiky USA naprosto odpovídá syntéze teorií probíraných v první kapitole, respektive obrázku č. 1.4, který zobrazuje jako příčinu hospodářského cyklu dlouhodobě udržovanou monetární expanzi vedoucí až k tvorbě bublin, respektive k jejich prasknutí. Bubliny poté podle tohoto obrázku vznikají na preferovaných trzích, které se těší státním privilegiím a mediálnímu zájmu. Tedy přesně tak, jak to vyplývá z dosavadní analýzy.

Nárůst úvěrů byl způsoben levnými penězi, vytvořenými především monetární expanzí z let 2001-2004. Levné úvěry k zadlužování přímo vybízely. Na nadbytečné množství peněz nebylo na trhu dostatek investičních příležitostí. Ty tak mířily do rizikových projektů. V případě, že by se úrokové sazby vyvíjely podle velikosti dobrovolných úspor, byly by vzhledem k poklesu národních úspor velmi vysoko. Úvěry by tak byly drahé a putovaly pouze do zajištěných investic. Nedošlo by k přehřátí jednotlivých trhů ani k hospodářskému cyklu.

4.1.4 Hospodářský vývoj USA v letech 2005 - 2008

Neudržitelného stavu vycházejícího z poklesu úrokových sazeb si všimli i nositelé hospodářsko-politických opatření a začali úrokové míry v průběhu roku 2004 postupně zvedat. Ekonomické subjekty se však vezli na optimistické vlně a nárůst sazeb příliš neregistrovali. Uspokojení z narůstajících cen aktiv (především nemovitostí a akcií) dále vedlo k dalšímu zadlužování, což dokládá následující obrázek. Na něm si můžeme všimnout toho, že strmý nárůst úvěrů sice začal s poklesem úrokových sazeb v roce 2001, ale ani jejich opětovný nárůst kolem roku 2005 tento růst nezastavil.

Vlna optimismu a spoléhání na další růst aktiv tak vedly k prohlubování ultraspekulativního financování aktiv.



Obrázek 2.15: Celkové úvěry komerčních bank v mld. USD

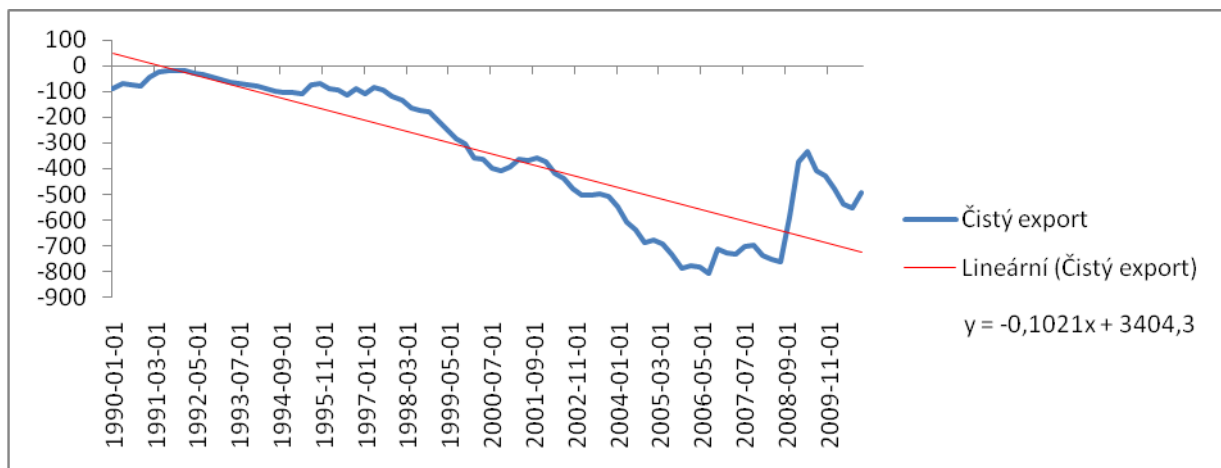
Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

V roce 2006 se začal prohlubovat další problém americké ekonomiky, a to deficit obchodní bilance. Příčinou byl již zmiňovaný růst spotřeby Američanů. Většinu spotřebních statků totiž USA dovážejí, a to především z Číny. Velkou část HDP USA navíc tvoří neproduktivní služby (například bankovníctví), výrobní kapacity tak klesají a s nimi i export země. Negativní vývoj obchodní bilance je zarážející především navzdory razantnímu znehodnocení dolaru. Značný vliv měl silný růst cen surovin, které USA převážně dovážejí. Největším vývozcem spotřebního zboží do USA je Čína. Vazba juanu na dolar skončila v červenci roku 2005, juan poté začal posilovat, s čímž rostly také dolarové ceny dováženého zboží. Peněžité vyjádření čistého exportu tak negativně ovlivnil silnější nárůst importovaných cen oproti cenám exportovaným a relativní oslabení dolaru.

Peter Schiff, který v knize *Crasch Proof* předpověděl současnou krizi, vidí v obchodní a finanční nerovnováze USA budoucí problém obrovských rozměrů. Současnou situaci přirovnává k následujícímu příkladu: "Na pustém ostrově ztroskotá pět Asiatů a jeden Američan. Trápí je hlad, a tak si rozdělí práci. Jeden Asiat bude rybařit, druhý lovit, třetí schrastí nějaké rostliny, čtvrtý uvaří večeři a pátý nasbírá dřevo na topení a bude udržovat oheň. Šestý Američan dostane za úkol jíst. Tráví celý den opalováním se na pláži a je zaměstnaný v něčem, co by se dalo přirovnat k sektoru služeb: provozuje opalovací salon, jehož jediným zákazníkem je on sám. Při večeři Američan dovolí Asiatům si vzít právě tolik jídla, aby mohli nadále strojit hostiny, a to ostatní zkonsumuje sám. Za spotřebované jídlo

následně Asiatům zaplatí vydáním dluhopisu."³⁷ Podle Petera Schiffa soudobá ekonomie hledí na tuto situaci tak, jako by byl motorem růstu celého ostrova Američan, neboť bez něj by byli všichni Asiaté nezaměstnaní. Peter Schiff je však přesvědčen, že Asiaté si v budoucnu uvědomí, že Američanovy dluhopisy jsou zcela bezcenné, neboť nejsou kryty žádným jídlem. Američana z obchodu odstříhnou a budou spotřebovávat více jídla sami.

Je zajímavé, jak tento jednoduchý příklad věrně popisuje vzrůstající problém amerického zahraničního obchodu, který je viditelný na následujícím obrázku č. 2.16.



Obrázek 2.16: Čistý export v mld. USD

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

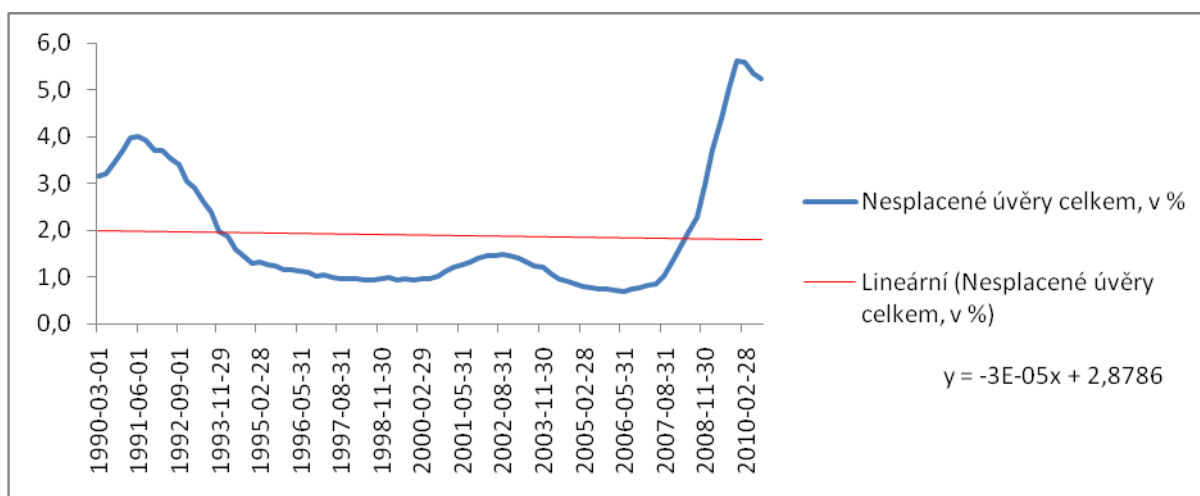
Vývoj amerického zahraničního obchodu je zářející, neboť roční deficit mezi lety 2005 až 2008 dosahoval cca 800 miliard dolarů. "To je v přepočtu zhruba polovina tržní kapitalizace poloviny společností, z nichž se skládá Dow-Jones index."³⁸ Američani tak výměnou za spotřební zboží dávají zahraničním subjektům tyto firmy do pomyslné zástavy.

Navyšující se úrokové míry měly zastavit nárůst úvěrové expanze a informovat vlastníky spekulativních a ultraspekulativních dluhů o hrozbě budoucí nesolventnosti. Dlužníci si zpočátku neuvědomili hrozbu platební neschopnosti v důsledku nárůstu úrokových měr a s jejich nárůstem se dále zadlužovali.

³⁷ SHIFF, Peter - DOWES, John: Crasch Proof: Krizi navzdory. Praha, Computer Press, a.s. 2009, str. 32-33
ISBN 978-80-251-2365-2

³⁸ SHIFF Peter D. and DOWES John: Crasch Proof: Krizi navzdory. Praha, Computer Press, a.s., 2009, str. 165
ISBN 978-80-251-2365-2

V roce 2007 dosáhly úrokové sazby svého maxima. Až v tuto chvíli začalo stoupat i procento nesplacených úvěrů, jak ukazuje následující obrázek 2.17. Trend tohoto nárůstu byl ovšem velmi strmý.



Obrázek 2.17: Nesplacené úvěry celkem, v %

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

Nárůst úrokových sazeb mezi léty 2004 - 2007 tak byl spouštěčem následné krize. Zasáhl především spekulativní a ultraspekulativní formy financování aktiv, založené na variabilní úrokové sazbě či na nových druzích hypotečních úvěrů. Mezi nejvíce rizikové typy těchto úvěrů patřily hypoteční úvěr pouze s úrokovými platbami (dlužník po určitou dobu splácí jen úrok a jistina zůstává nezměněna), následný hypoteční úvěr (dlužník prvního hypotečního úvěru si může vzít hypoteční úvěr druhý, s vyšší úrokovou mírou), či hypoteční úvěr se zápornou amortizací (dlužník splácí pouze část naběhlých úroků, zbývající část úroků se přičítá k jistině).³⁹

Symptomy krize již v ekonomice samozřejmě dlouho existovaly. Díky předchozí dlouhé úvěrové expanzi došlo k přehřátí americké ekonomiky, přebytečné peníze směřovaly do preferovaných trhů, kde nafukovaly bubliny. Ekonomické subjekty omámeny optimismem, krátkodobým růstem svého bohatství a levně dostupnými penězi se příliš zadlužily a to i pomocí velmi rizikových úvěrů. Firmy i domácnosti si ve chvíli prvních problémů se splácením úvěrů uvědomily, že jejich předchozí počínání nebylo prozíravé. Aby mohly své dluhy splatit, musely začít šetřit. Šetření firem je do značné míry spojeno se zastavením či zrušením některých započatých investičních projektů a také s poklesem mzdových nákladů. Ty firmy snižují buď snížením mezd svých zaměstnanců, nebo jejich propouštěním.

³⁹ JÍLEK, Josef: Finanční trhy a investování, Praha, GRADA Publishing, a.s. 2009, str. 479-481, ISBN 978-80-247-1653-4

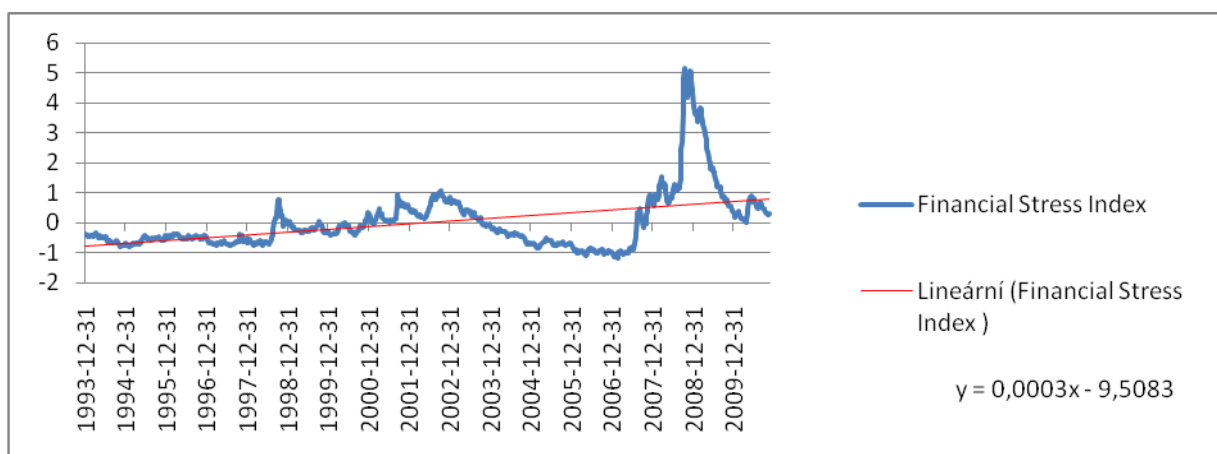
Snížení mezd však není z důvodu dnešní síly odborů příliš průchozí. Zaměstnavateli je tak často upřednostňováno propouštění zaměstnanců. Tím ovšem dochází ke snížení příjmů domácností, což vede k narůstající nesolventnosti. V takovou chvíli již ekonomika nezadržitelně míří do recese.

Jedním z prvních příznaků nastupující recese byl pokles cen nemovitostí viditelný na grafu č. 2.12, ten byl následován poklesem cen akcií, zejména firem podnikajících na nemovitostním a finančním trhu. Mezi těmito trhy totiž existoval spojující prvek v podobě specializovaných cenných papírů, známých jako MBS (mortgage-based securities). Jedná se o období českých hypotečních zástavních listů. Prostředníkem tohoto propojení byly již zmiňované agentury Fannie Mae a Freddie Mac spolu s Wall Street. Před prasknutím hypoteční bubliny byl celý finanční systém zaplaven těmito specializovanými cennými papíry MBS. Ty vznikaly následovně. Klient si vzal od banky hypoteční úvěr. Banka tento úvěr vzala a prodala jej na sekundární trh tvořený zmíněnými polostátními institucemi. Tyto instituce, typu Fannie Mae, poté svázaly několik hypotečních úvěrů do balíčku, který nazvaly MBS a prodaly jej na finanční trh. Investory byly především velké banky, které měly díky monetární expanzi dostatek peněz a investovaly tak bez důkladnějších analýz. Tito investoři, kteří si daný balíček koupili, tím získali podíl z měsíčních splátek vlastníků nemovitostí. Výhodou těchto cenných papírů měla být diverzifikace rizika, což spolu s vysokým hodnocením ratingových agentur (které bylo často stejné jako u státních dluhopisů) a vyšší výnosností než u obdobných cenných papírů vedlo k jejich rozšíření po celém světě.

Problém nastal ve chvíli, kdy došlo k celostátnímu poklesu cen nemovitostí a výhoda diverzifikace přišla vniveč. V tu chvíli většina MBS začala klesat na hodnotě a hypoteční krize tak uštědřila ránu i finančnímu trhu. Zasaženy byly převážně investiční banky. Problém nastal i v oblasti pojišťovnictví, neboť pojišťovny na MBS vydávaly tzv. swapy úvěrového selhání (CDS), jinak řečeno pojistky proti splátkové neschopnosti, které přenášejí kreditní riziko z jednoho subjektu na druhý. Na pokraji krachu se tak ocitly i některé pojišťovny. Tato propojenost nemovitostního sektoru, finančnictví a pojišťovnictví vyvolala ohromný morální hazard, neboť každý rizikový krok byl nějak zajištěn. Díky této propojenosti se však také jednotlivé firmy staly závislé jedna na druhé. Krach jedné tak znamenal ohrožení druhé. Jednotlivé nadnárodní korporace se tak staly too big to fail.

4.1.5 Hospodářský vývoj USA od roku 2008 až po současnost

Nástup Baracka Obamy do Bílého domu neznamenal žádný velký zlom ve fiskální politice USA. Jednalo se však o období, kdy se závažnost ekonomického propadu začala projevovat také v základních makroekonomických ukazatelích. Od roku 2008 si neudržitelnost situace postupně uvědomili i představitelé firem. Jak jsem se o tom již zmínil, začali šetřit, aby mohli splácet své dluhy, a také proto, aby je nezaskočila nevyhnutelná korekce ekonomického růstu. Důležitým faktorem růstu úspor byla také stále rostoucí nejistota, která dosahovala nejvyšších hodnot měsíc po překvapivém pádu investiční společnosti Lehman Brothers. Není divu, když stát zachraňuje všechny velké korporace a pak jednu nechá padnout. V takovou chvíli ekonomické subjekty nemohou předpovídat další chování státní autority. Na následujícím obrázku je velmi dobře vidět, jak na trhu v roce 2007, po pádu společnosti Lehman Brothers vlna pesimismu vystřídala vlnu optimismu (obrázek 2.18).



Obrázek 2.18: **Financial Stress Index**

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

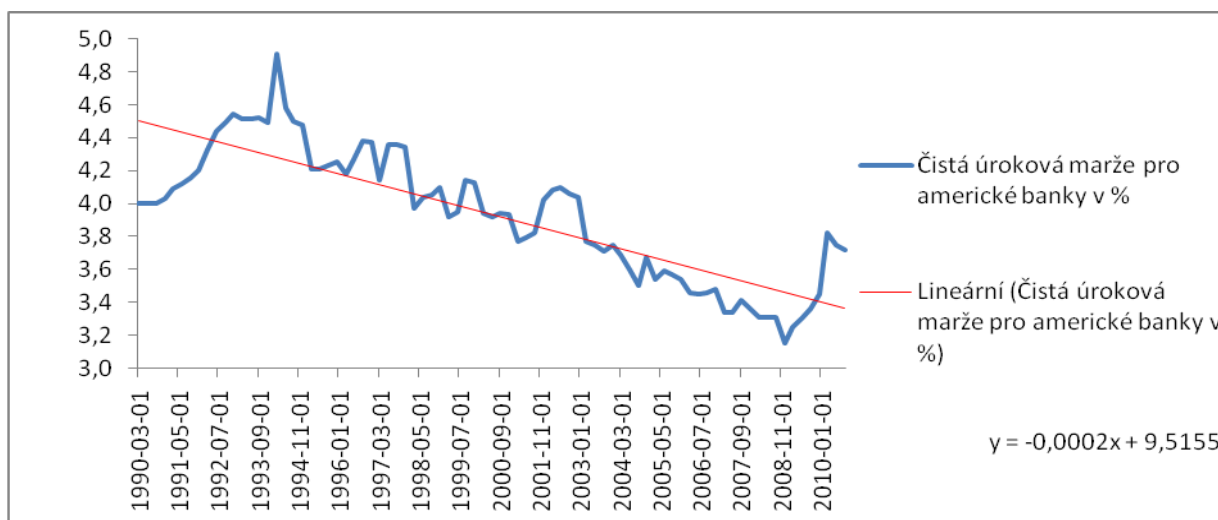
Stejně tak musí působit rozporuplná vyjádření představitelů státu, jak tomu bylo během února 2009, kdy se člověk jeden den v médiích dozvěděl od poradce prezidenta Spojených států amerických Paula Volckera, že „krize může být horší než ve 30. letech“⁴⁰ a pár dní na to šéf FEDu Ben Bemanke v médiích tvrdil naprostý opak, že „krize by mohla skončit na konci roku 2009“⁴¹, tedy krátce na to, co vůbec vypukla. Je evidentní, že pokud takovéto „špičky oboru“ přicházejí s takto diametrálně odlišnými vyjádřeními v jediném týdnu, pak nezasvěcený

⁴⁰ Krize může být horší než ve 30. letech, tvrdí Obamův poradce. Novinky 21. 02. 2009-Washington, citace 20. 2. 2011, přístup z internetu: <http://www.novinky.cz/ekonomika/162023-krize-muze-byt-horsi-nez-ve-30-letech-tvrdi-obamuv-poradce.html>

⁴¹ Krize by na konci roku mohla skončit, tvrdí nejvlivnější muž ekonomiky USA. Novinky 24.2.2009-Washington, citace 22. 2. 2011, přístup z internetu: <http://www.novinky.cz/ekonomika/162291-krize-by-na-konci-roku-mohla-skoncit-tvrdi-nejvlivnejsi-muz-ekonomiky-usa.html>

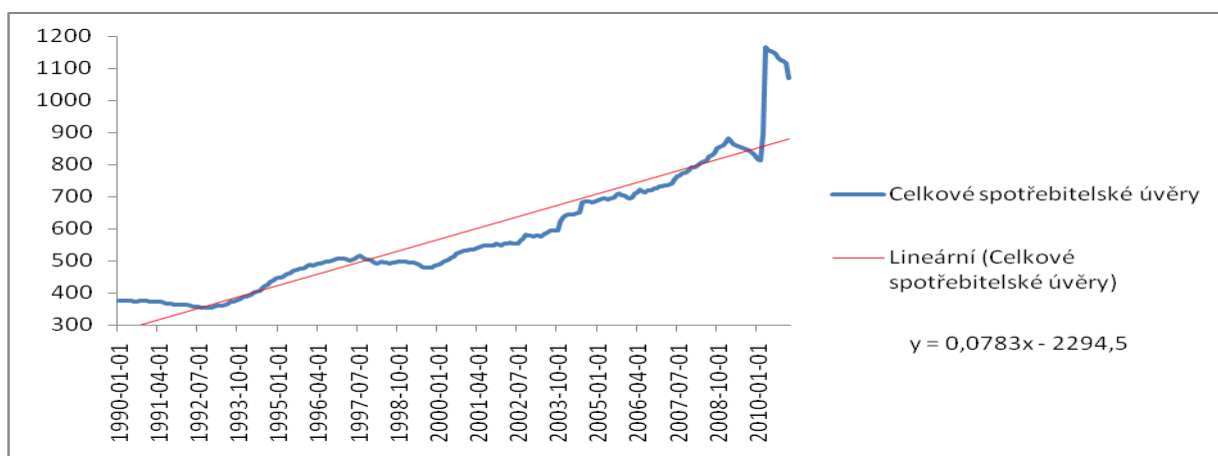
ekonomický subjekt musí cítit velkou nejistotu z budoucího vývoje, proti níž se začne jistou změnou svého spotřebního a investičního chování bránit. Tvrzení, že hlavním cílem státních zásahů je obnova důvěry v budoucí vývoj, pak ve stínu těchto vyjádření nevyzní příliš přesvědčivě.

Všudypřítomná nejistota postihla i banky, které začaly být při poskytování úvěrů daleko ostražitější. Jedná se o správnou reakci bank na negativní hospodářský vývoj a předchozí příliš riskantní obchody. Růst opatrnosti je viditelný na obrázku 2.19, který znázorňuje růst úrokové marže amerických bank po roce 2008.



Obrázek 2.19: Čistá úroková marže pro americké banky v % Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

Pokles úvěrové činnosti bank přesto nebyl příliš markantní. Vývoj spotřebitelských úvěrů dokonce zaznamenal v roce 2010 silný nárůst, jak je možné vidět na následujícím grafu. Stejně tak je zde patrný až zarážející trend zadlužování domácností za posledních 20 let.

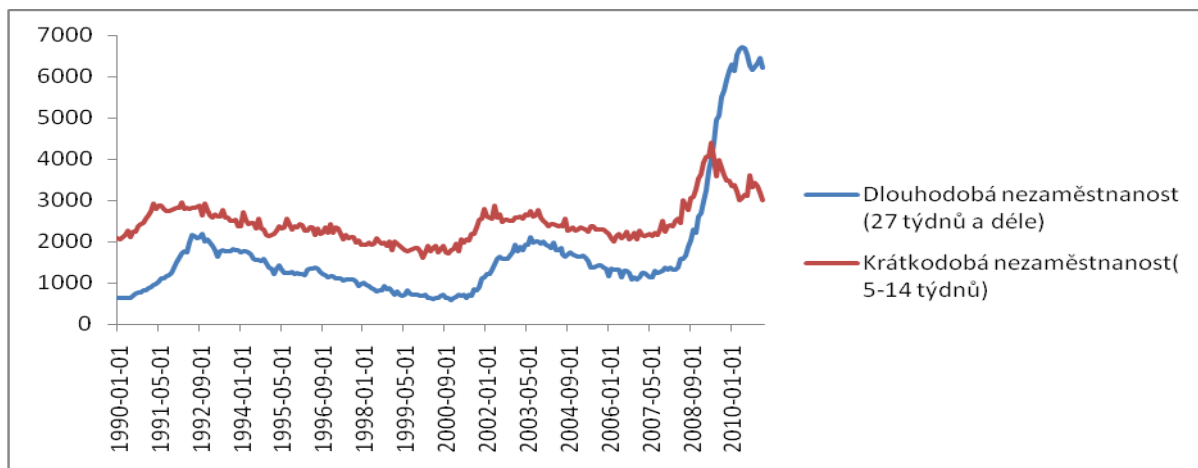


Obrázek 2.20: Celkové spotřebitelské úvěry v mld. USD Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

Spotřebitelské úvěry navíc znamenají neefektivní alokaci v Americe stále vzácnějších úspor. Ty tímto způsobem směřují do neproduktivní činnosti, takže jejich budoucí splacení bude možné pouze za předpokladu poklesu spotřeby v budoucnu. Podstatný vliv na silný nárůst spotřebitelských úvěrů v tomto období měl Wall Street, který vytvořil sekundární trh pro kreditní karty a půjčky na různá aktiva pomocí jejich sekuritizace. Z těchto půjček vytvořil podle jednotlivých skupin cenné papíry kryté různými aktivy (Asset Backed Securities - ABS), které byly poté prodávány na finančním trhu. Jednalo se o stejný postup jako v případě hypoték a emitování MBS.

S rušením špatných projektů docházelo od roku 2007 k propouštění nadbytečných pracovníků, a tedy k postupnému nárůstu nezaměstnanosti. Jistý vliv měla také změna chování bank i firem v důsledku vzrůstající nejistoty ohledně budoucího ekonomického vývoje. Ze 7 milionů nezaměstnaných v lednu 2007 se jejich počet zvýšil až na 15,5 milionů v říjnu 2009.⁴² Daleko silnější nárůst zaznamenala nezaměstnanost dlouhodobá, která doprovází převážně silné hospodářské recese. Ta má následně vliv i na psychiku jedince, a tedy i na jeho zdraví. V důsledku dlouhodobé nezaměstnanosti se navíc objevují prvky hysterze, kdy nezaměstnaní postupně ztrácejí své pracovní návyky, svoji kvalifikaci a své pracovní schopnosti. Tito dlouhodobě nezaměstnaní časem ztrácejí zájem o nalezení práce a spokojí se s životem závislým na sociálních dávkách. Stávají se z nich dobrovolně nezaměstnaní a v důsledku toho roste i přirozená míra nezaměstnanosti země. Výrazný vzestup dlouhodobé nezaměstnanosti v USA po roce 2007 lze tedy považovat za silný problém pro budoucí vývoj pracovního trhu USA. Nárůst dlouhodobé nezaměstnanosti v USA je viditelný na následujícím grafu č. 2.21.

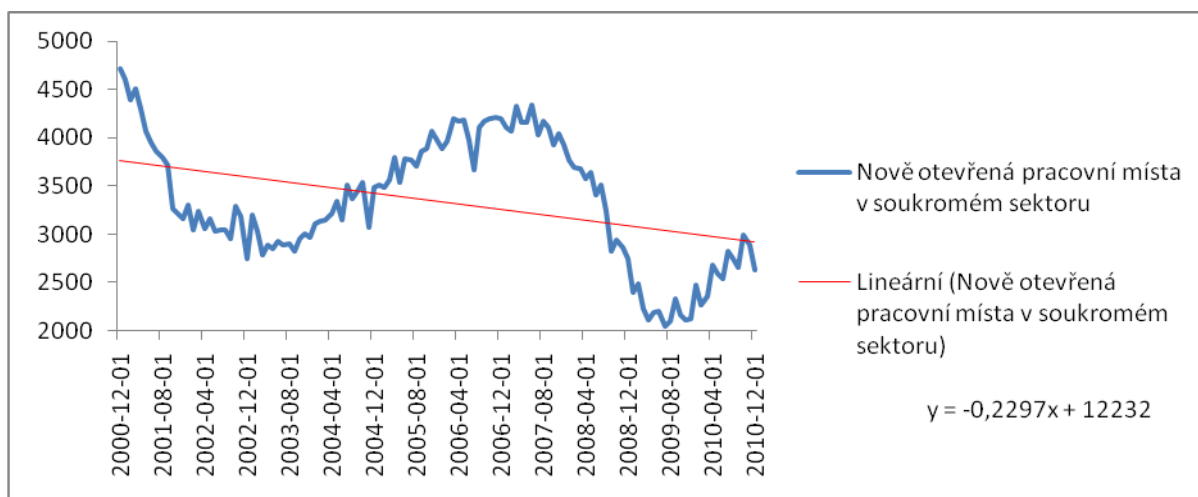
⁴² The Federal Reserve Bank of St. Louis, Federal Reserve Economic Data, citace 25. 2. 2011, přístup z internetu: <http://research.stlouisfed.org/fred2>



Obrázek 2.21: **Dlouhodobá a krátkodobá nezaměstnanost v tis.** Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

Jeho průběh navíc doslova kopíruje nárůst nesplacených úvěrů z grafu č. 2.17, a proto můžeme nárůst dlouhodobé nezaměstnanosti označit za jeden z hlavních důsledků nesolventnosti dlužníků.

V současnosti je patrný mírný pokles nezaměstnanosti. Ten byl zpočátku způsoben převážně politikou státu. V dubnu 2010 bylo totiž vytvořeno 627 000 pracovních míst pouze ve vládním sektoru.⁴³ V současné době již výrazněji roste i počet nově otevřených míst v sektoru soukromém, jak naznačuje následující graf č. 2.22. Znatelný pokles však je viditelný pouze u nezaměstnanosti krátkodobé. Navíc je velmi pravděpodobné, že se jedná o důsledek historicky nevídané monetární expanze, tedy o umělý a pouze dočasný trend.

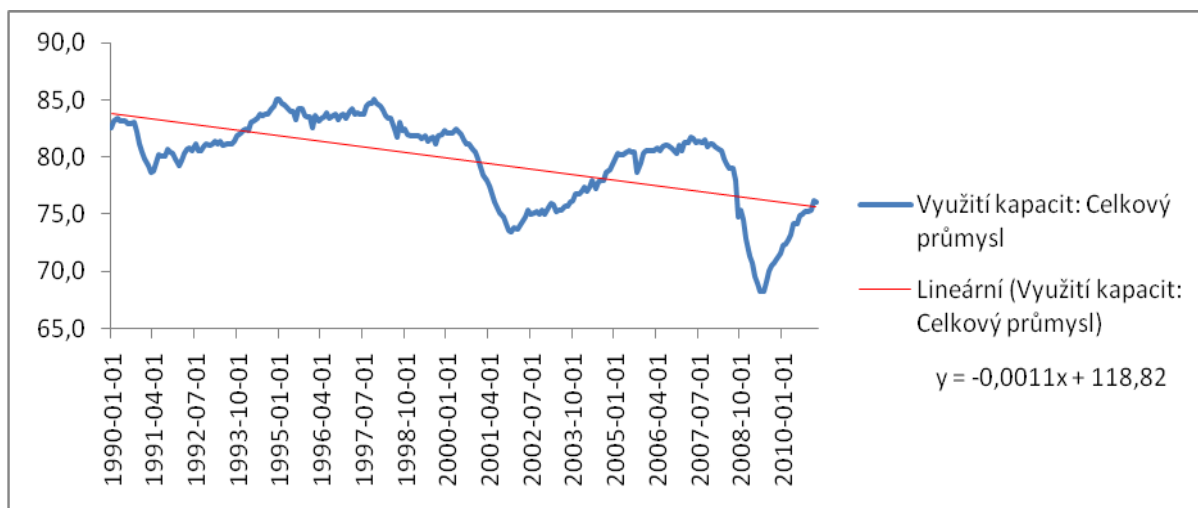


Obrázek 2.22: **Nově otevřená pracovní místa v soukromém sektoru v tis.**

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

⁴³ The Federal Reserve Bank of St. Louis, Federal Reserve Economic Data, citace 25. 2. 2011, přístup z internetu: <http://research.stlouisfed.org/fred2>

Dalším pozitivním prvkem současného vývoje je bezpochyby růst využití kapacit v průmyslu. V červnu 2009 bylo dosaženo dna, kdy průmyslové firmy využívaly pouze 68,2% svých kapacit. Poté se odrazily ode dna a nyní již využívají přes 75% svých kapacit (obrázek 2.23). Opět je však sporné, do jaké míry je tento vývoj udržitelný.



Obrázek 2.23: Využití kapacit v průmyslu v %

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

O ekonomickém propadu USA zhruba od roku 2008 vypovídají takřka všechny předchozí grafy. Ty poukazují na pokles produktu zhruba od poloviny roku 2008. Ten je doprovázen poklesem cen jednotlivých aktiv, poklesem aktivity úvěrového trhu, růstem nesplacených úvěrů, růstem nezaměstnanosti, poklesem zahraničního obchodu. Od roku 2008 je také znatelný nárůst míry úspor (obr. 2.2).

4.2 Doposud aplikovaná hospodářsko-politická opatření a jejich důsledky

Takto negativní ekonomický vývoj se samozřejmě nemohl obejít bez odezvy stabilizačních opatření hospodářské politiky. Pojdme se tedy seznámit se státními intervencemi, které americká vláda a FED během současné krize využily. Otázkou do jaké míry či zda vůbec aplikovaná hospodářsko-politická opatření ekonomický vývoj stabilizovala, se budu zabývat v této podkapitole.

4.2.1 Opatření monetární politiky

Na úvod by se možná hodil citát Alana Greenspana, za jehož funkce dal FED vzniknout největší spekulaci bublině v historii. Tato slova, které Greenspan napsal ve 40. letech, jsou naprosto v rozporu s jeho následnou činností ve FEDu.

"Když ekonomika Spojených států prožívala mírnou kontrakci v roce 1927, Federální rezervní systém vytvořil větší papírové rezervy v naději, že předejde jakémukoliv nedostatku bankovních rezerv. FED uspěl, zastavil odliv zlata, ale také při tom téměř zničil ekonomiku celého světa. Nadměrné rezervy, které FED napumpoval do ekonomiky, se přeměnily na úvěry, které přitekly na burzu a daly vzniknout fantastické spekulaci bublině. Opožděně se FED snažil stáhnout přebytek těchto rezerv a zabrzdit boom. Bylo už příliš pozdě: v roce 1929 byla spekulativní nerovnováha tak obrovská, že tento pokus pouze urychlil prudký pokles a následně demoralizoval obchodníky. Americká ekonomika zkolabovala."⁴⁴

Mladý Alan Greenspan kritizoval jednání FEDu během 20. let. Velká deprese podle jeho slov byla důsledkem spekulativních nerovnováh, způsobených nadměrnou likviditou. Tedy důsledkem aplikace monetární expanze. Zajímavé je, že poté co do FEDu nastoupil jako guvernér, reagoval Alan Greenspan na každou přicházející krizi stejně. Pouze snížil úrokové míry, čímž skutečné řešení krize oddálil, za cenu toho, že množství nerovnováh na trhu vzroste. Tento zastánce nízkých úrokových sazeb byl vystřídán Benem Bernankem, který si vysloužil přezdívku "vrtulník Ben", neboť při jednom svém projevu prohlásil, že ekonomiku lze vyvést z deflace pouhým tisknutím peněz a jejich následným rozhazováním z vrtulníku. Je tak patrné, že Bernanke by ve snaze odvrátit krizi postupoval stejně, jako jeho předchůdce. To se také stalo.

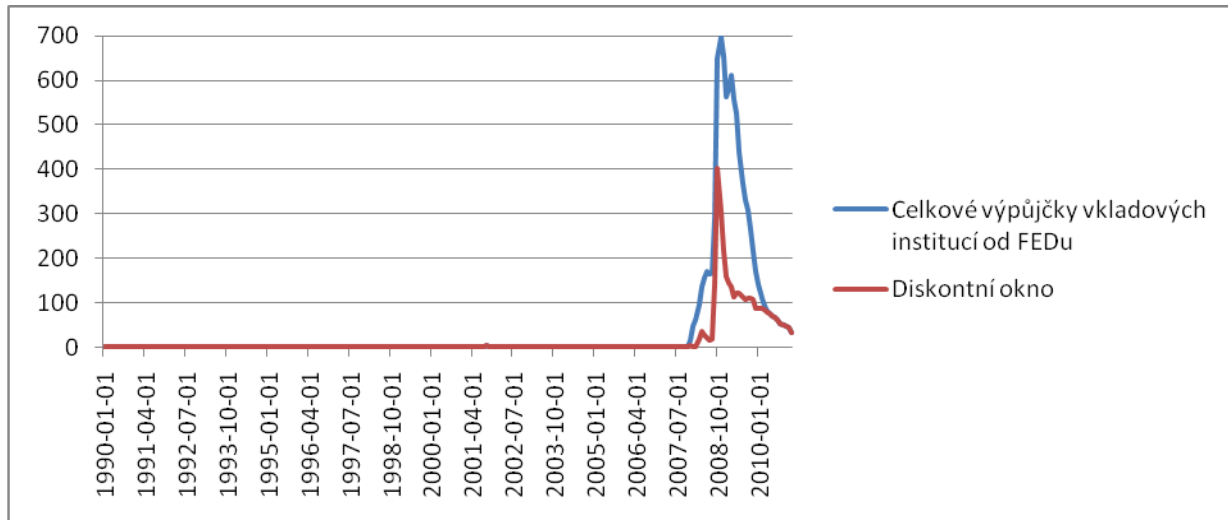
Ihned po propuknutí hypoteční krize FED začal snižovat úrokové míry (obr. 2.1), čímž chtěl vyvolat další a ještě silnější kolo úvěrové expanze. Prvním krokem záchrany se tedy měla stát samotná příčina krize. Mezi další opatření FEDu proti krizi patřilo obrovské poskytování úvěrů výměnou za kolaterál, o jehož hodnotě se však mohlo pouze spekulovat. K těmto transakcím sloužily především programy TAF⁴⁵, TSLF⁴⁶, PDCF.⁴⁷ Množství úvěrů od FEDu,

⁴⁴ SHIFF, Peter - DOWES, John: Crasch Proof: Krizi navzdory. Praha, Computer Press a.s. 2009, str. 15, ISBN 978-80-251-2365-2

⁴⁵ Board of Governors of the Federal Reserve System, Term Auction Facility, citace 1. 3. 2011, přístup z internetu: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/taf.htm>

⁴⁶ Board of Governors of the Federal Reserve System, Term Securities Lending Facility, citace 1. 3. 2011, přístup z internetu: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/tslf.htm>

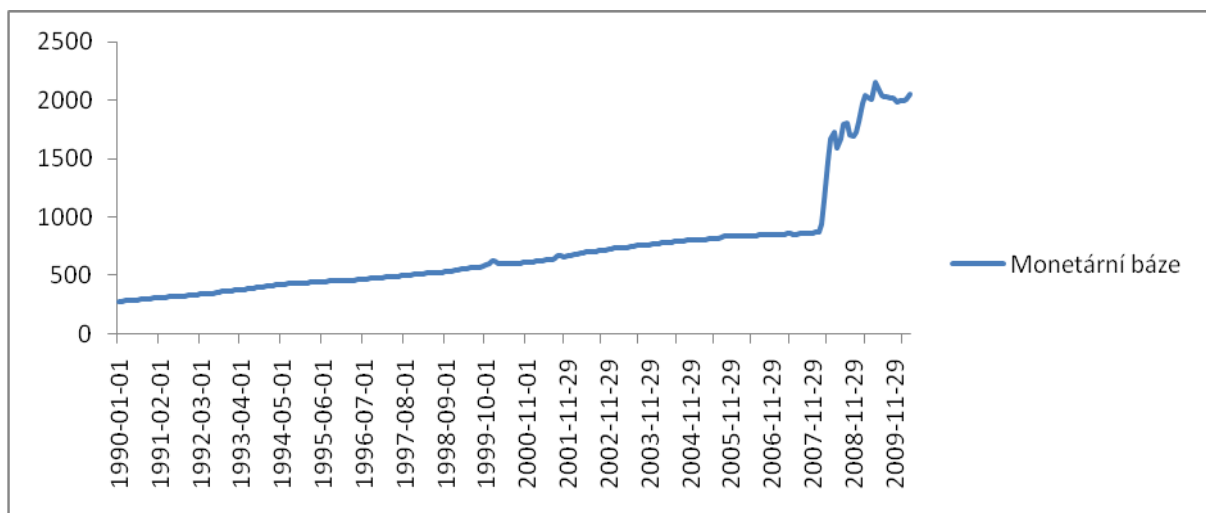
tak razantně stoupalo, viz následující obrázek č. 2.24. Největší zájem o tyto úvěry FED zaznamenal po pádu banky Lehman Brothers.



Obrázek 2.24: Výpůjčky vkladových institucí od FEDu, v mld. USD

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

FED rapidně navýšil také monetární bázi. Očekával tak, že bankovní sektor dalším nárůstem množství úvěrů bude stimulovat ekonomiku. To byl však omyl, neboť banky na tuto podporu příliš nezareagovaly.



Obrázek 2.25: Monetární báze v mld. USD

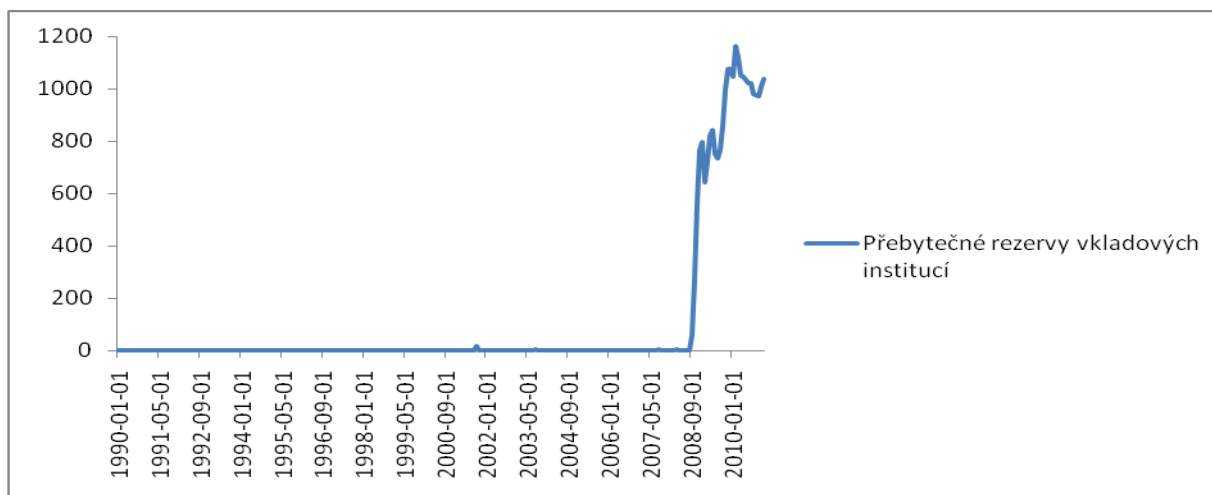
Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

Peněžní báze narůstá v okamžiku, kdy FED uvádí do oběhu dodatečné peníze. Peněžní báze je sumou oběživa a bankovních rezerv. Z ní poté v procesu multiplikační tvorby vkladů vzrůstá

⁴⁷ Board of Governors of the Federal Reserve System, Primary Dealer Credit Facility, citace 1. 3. 2011, přístup z internetu: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/pdcf.htm>

peněžní zásoba. V případě, že banky drží nadbytečné rezervy je multiplikační efekt menší. S růstem monetární báze banky značnou část nově vzniklých peněz držely v nadbytečných rezervách, jak je vidět na obr. č. 2.26.

Je však pouze otázkou času, kdy banky své přebytečné rezervy využijí k nárůstu své úvěrové činnosti.



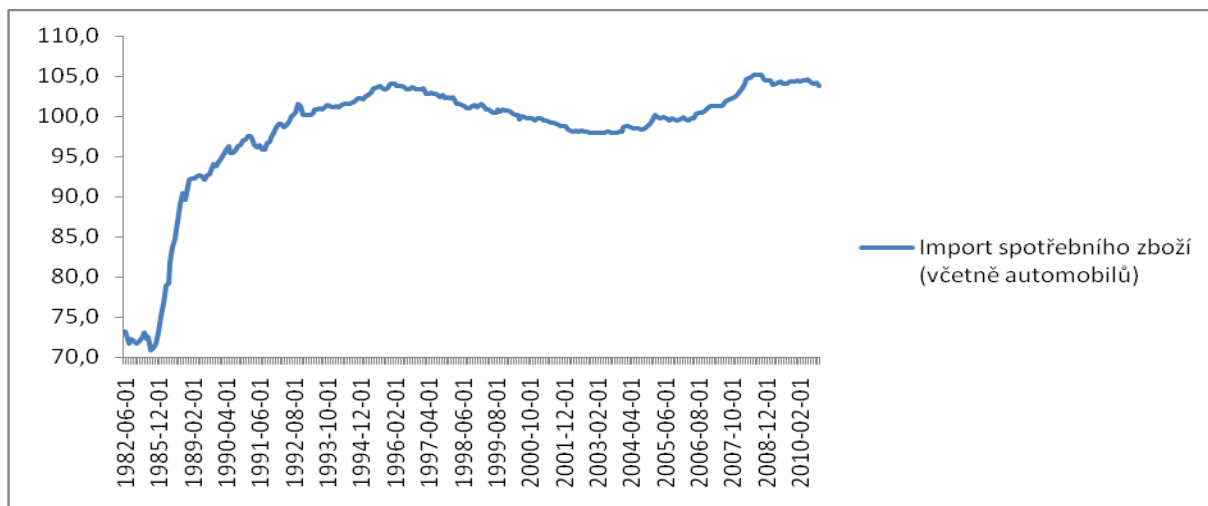
Obrázek 2.26: **Přebytečné rezervy vkladových institucí v mld. USD**

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

O důsledcích uměle vytvořené úvěrové expanze i jejich důsledcích jsem toho napsal již dost. Je tak naprosto jasné, že budoucí úvěrová expanze na sebe nenechá dlouho čekat, stejně tak jako následná kontrakce.

Jelikož úrokové sazby jsou prakticky na nule, nemá již FED možnost zasahovat standardními metodami do chodu ekonomiky. Přistoupil tak k metodě nestandardní, kterou zatracují snad všechny ekonomické učebnice, tedy ke kvantitativnímu uvolňování, respektive monetizaci dluhu. Prostřednictvím prvního kola kvantitativního uvolňování bylo do ekonomiky napumpováno 1,75 bilionu dolarů, v druhém kole se očekává částka kolem 500 miliard dolarů.⁴⁸ Tento krok Federálního rezervního systému byl prezentován jako snaha o oživení ekonomiky, nárůst zaměstnanosti a odvrácení deflace. Hlavním důvodem bylo však znehodnocení dolaru, které by stimulovalo domácí výrobce prostřednictvím exportu. Import spotřebního zboží do USA totiž rapidně rostl (obrázek 2.27). To následně snižovalo čistý export, respektive HDP USA.

⁴⁸ Federal Reserve to pump \$600bn into US economy, BBC, 2. 11. 2010, citace 3.3.2011, přístup z internetu: <http://www.bbc.co.uk/news/business-11678022>



Obrázek 2.27: Vliv vývoje importu spotřebního zboží do USA v % (rok 2000=100%)

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

Růst peněžní zásoby a jeho následný vliv na depreciaci dolaru má však pouze krátkodobý efekt na růst čistého exportu. V delším časovém období se rostoucí peněžní zásoba přelije do růstu cen, respektive do reálné depreciace dolaru. Tím ovšem aplikace kvantitativního uvolňování nijak nevybočuje z účinků předchozích stimulů FEDu, které se na udržení vysokých cen aktiv vesměs zaměřují. Znehodnocenými dolary by také vláda snadněji splácela své dluhy, což jistě v době enormního nárůstu vládního dluhu mělo také své opodstatnění. Tento krok FEDu však vyvolal silné napětí v oblasti mezinárodního obchodu. Znehodnocením své měny totiž země získává konkurenční výhodu, časem roste její přebytek obchodní bilance, což ovšem zákonitě znamená růst deficitu obchodní bilance v jiné zemi. Ostatní země tak mohou reagovat podobným způsobem. Aplikace kvantitativního uvolňování tak vedla k polemice o hrozbě měnových válek a nárůstu protekcionismu. Kvantitativní uvolňování tak současnou situaci příliš neuklidnilo.

4.2.2 Opatření fiskální politiky

Velký počet kroků vlády byl doprovázen spoluprací FEDu, takže nelze striktně rozlišovat mezi některými stimuly fiskální a monetární politiky. Prvním výraznějším krokem fiskální politiky bylo přijetí plánu daňových úlev a stimulačních pobídek o hodnotě 152 mld. dolarů.⁴⁹ Cílem tohoto programu byla stimulace spotřeby a snaha podpořit investice do podnikání. Jediným výraznějším důsledkem se však stalo pouze prohloubení federálního deficitu, o

⁴⁹WEISMAN Jonathan: Congress Approves Stimulus Package. The Washington Post 8. 2. 2008, citace 5. 3. 2011, přístup z internetu:

<http://www.washingtonpost.com/wpdyn/content/article/2008/02/07/AR2008020700630.html>

zmíněnou částku. Fiskální politika se poté soustředila na záchranu firem ohrožených bankrotem. Vláda ve spolupráci s Federálním rezervním systémem zachránila banku Bear Stearns tím, že FED poskytl úvěr bance JP Morgan výměnou za bezcenné MBS. JP Morgan pak prostřednictvím tohoto úvěru banku Bear Stearns odkoupila. Jednalo se o první podobný krok v historii FEDu, který vyvolal naprosto novou podobu morálního hazardu. Tento krok byl kritizován především proto, že se jednalo o záchranu banky investiční, respektive o záchranu investic bohatých osob a nikoliv záchranu vkladů drobných střadatelů. 7. září 2008 FED přebral hypoteční agentury Freddie Mac a Fannie Mae, které ve své rozvaze shromažďovaly závazky ve výši 5 bilionů dolarů. Kolik z těchto hypoték bylo bezcenných se bál kdokoliv odhadnout.

Ještě v září 2008 FED domluvil převzetí investiční banky Merrill Lynch komerční bankou Bank of America. Investiční banku Lehman Brothers však vláda padnout nechala. Její odlišnost od předchozích případů zřejmě zůstane navždy nepochopena. Lehman Brothers měla možná jen smůlu v tom, že vláda chtěla dát po vlně kritiky najevo, že každou banku nezachrání a výběr padl právě na Lehman Brothers. Tímto nekonsistentním jednáním vláda pouze prohloubila nejistotu veřejnosti v budoucí ekonomický vývoj.

Krátce na to již vláda opět neváhala se záchranou pojišťovny AIG vládním stimulem ve výši 85 miliard dolarů výměnou za 80% jejich akcií.⁵⁰ AIG se dostala do problémů kvůli propadu hodnoty MBS, na něž vydávala tzv. swapy úvěrového selhání (CDS). Veškeré tyto finanční sanace vláda odůvodnila tím, že se jednalo o firmy, jejichž případný bankrot by ohrozil celou ekonomiku. Jednalo se o společnosti, které tak byly podle rozhodnutí vlády too big to fail.

Na konci září 2008 byl sněmovně předložen souhrnný balík pro finanční sektor ve výši 700 mld. dolarů. Nesouhlasné projevy veřejnosti nebyly brány na zřetel. Především proto, že finančníci a investiční korporace jsou druhou nejštědřejší skupinou sponzorů volebních kampaní. Jejich záchrana tak byla "povinností" politiků. Zajímavý je fakt, že zákonodárci, kteří hlasovali pro schválení tohoto balíčku, dostali od bank a investičních holdingů o 54% více příspěvků na kampaně než ti, kteří hlasovali proti.⁵¹ Účelem této enormní podpory bylo pomoci finančním institucím od toxických aktiv a rozproudit tak mezibankovní úvěrový trh. Jinými slovy bylo účelem přimět banky, aby opět bezhlavě poskytovaly půjčky všem, kdo si o ně zažádá. Takto vláda USA vidí smysl stabilizace ekonomiky. Princip je jednoduchý, snížení

⁵⁰ WOODS Thomas E. jr., Krach. Praha, Dokořán 2010, str. 61, ISBN 978-80-7363-273-1

⁵¹ WOODS Thomas E. jr., Krach. Praha, Dokořán 2010, str. 25, ISBN 978-80-7363-273-1

úrokových sazeb centrální bankou se mine účinkem, pokud banky odmítnou laciné úvěry poskytovat. Přesně to se stalo po roce 2008. Centrální banka sice snížila úrokové míry až k nule, komerční banky však z důvodů nejisté situace na trhu zvýšily svoji úrokovou marži a snahu centrální banky tak částečně eliminovaly. Jak je vidět na předešlém grafu č. 2.19 znázorňující vývoj čisté úrokové marže pro americké banky. Podobným způsobem banky snížily účinnost aplikovaných opatření FEDu navýšením přebytečných rezerv, které takřka kopírovalo nárůst peněžní báze (viz. obr. 2.25 a 2.26). Banky tak nevyslyšely volání shora a nové peníze nezačaly obratem půjčovat. Do situace se tak vložila vláda, která se výše zmíněnou podporou pokusila motivovat banky k vyšší úvěrové aktivitě. Doposud byla "rozdána" zhruba polovina z celkové částky a to převážně velkým investičním bankám. Bohužel ani tato silná vládní intervence neměla postřehnutelný vliv na ekonomický vývoj země.

Mezi další zásahy, kterými vládní představitelé snížili funkčnost trhu, patřil například zákaz prodeje akcií na krátko (short-selling) či přechodný nárůst maximální výše státem pojištěných vkladů, ze 100 000 dolarů, na 250 000 dolarů.⁵² Účelem další finanční sanace byla záchrana tzv. Velké automobilové trojky, která zahrnovala General Motors, Chrysler a Ford. Opět se totiž, podle vlády, jednalo o firmy příliš velké na to, aby je stát nechal padnout. Zajímavé je, že nikoho nenapadlo, že pádem těchto společností by byly odstraněny pouze neefektivní části firem a ty ziskové by byly odkoupeny konkurencí.

Konečným cílem naprosté většiny zmíněných státních zásahů bylo udržet ceny aktiv co nejvýše. Stát se tak nesnažil odstranit příčiny krize, nýbrž potlačit její důsledky. Nepřirozený růst cen byl vyvolán dlouhodobou monetární expanzí FEDu, což byla jediná prvotní příčina krize. Léčba doposud probíhá tak, že FED monetární expanzi ještě mohutně prohloubil a vláda k ní přidala rozsáhlou expanzi fiskální. Ani jedna z těchto institucí bohužel nepochopila, že klesající ceny aktiv jsou projevem snahy trhu napravit nerovnosti, které se na trhu vyskytují. Investoři totiž začnou doposud nadhodnocená aktiva nakupovat až ve chvíli, kdy jejich cena klesne na úroveň, kam patří. Tedy na úroveň určenou pouze nabídkou a poptávkou na trhu.

⁵² The Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC Insurance Coverage Extension of Temporary Increase in Standard Maximum Deposit Insurance Amount 22. 05. 2009, citace 08. 03. 2011, přístup z internetu: <http://www.fdic.gov/news/news/financial/2009/fil09022.html>

Stát peníze určené na jednotlivé záchranné plány částečně získal pomocí růstu tiskařské aktivity FEDu. Jasným důkazem je ohromný nárůst rozvahy FEDu. Ta mezi zářím roku 2008 a říjnem 2010 narostla z 900 miliard na 2,5 bilionu dolarů.⁵³ Jak je možné vidět na obrázku č. 2.26, komerční banky tyto nově vzniklé peníze z důvodů nárůstu nejistoty v současnosti drží v přebytečných rezervách. Problém však nastane, až se tyto peníze začnou měnit v úvěry. Dojde k obrovskému nárůstu cen, vzniknou nové bubliny a posléze přijde další a hlubší krize.

Státních zásahů do ekonomiky bylo aplikováno dosud až příliš. Zejména v kontextu se studií, s níž přišli tři ekonomové Federální rezervní banky v Minneapolis.⁵⁴ V ní dokázali, že hlavní argumenty, které byly uváděny na podporu přijetí záchranných plánů, byly falešné. Jednalo se zejména o tyto argumenty.

1. Došlo k razantnímu poklesu bankovních úvěrů nefinančním podnikům a domácnostem napříč celou ekonomikou (chybovost tohoto argumentu potvrzují i obrázky 2.15, 2.20)
2. Mezibankovní půjčky téměř vymizely. Realita však opět byla jiná.
3. Banky plní nezastupitelnou roli při zprostředkování styku mezi vkladateli a příjemci úvěrů. I to studie vyvrací.

Ke stejnému závěru došla zpráva finanční poradenské společnosti Celent v prosinci téhož roku.⁵⁵ Po tomto odhalení zůstává otázkou, co bylo důvodem tak razantních zásahů do fungování trhu. Možná se jednalo o Higgsov "Záklopkový efekt".⁵⁶ Tedy stav, který podle tohoto ekonomy doprovází každé krize či války. Tedy situace, kdy se v myslích lidí hromadí obavy a strach z budoucího vývoje. Takovéto okamžiky jsou podle Roberta Higgse využívány zástupci státu k růstu svého významu a rozsahu pravomocí. Po odeznění krizí tyto pravomoci sice klesnou, ale nikdy ne na původní úroveň a stát tak z každé takto vypjaté situace vzejde jako vítěz. Zdá se, že současná krize nebude výjimkou.

⁵³ Board of Governors of the Federal Reserve System, Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet, citace 8. 3. 2011, přístup z internetu: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm

⁵⁴ CHARI V. - CHRISTIANO L. - KEHOE P.: Facts and Myths about the Financial Crisis of 2008, Working Paper 666, říjen 2008, Federal Reserve Bank of Minneapolis, citace 30.3.2011, přístup z internetu: <http://www.minneapolisfed.org/research/wp/wp666.pdf>

⁵⁵ WOODS Thomas E. jr.: Krach. Praha, Dokořán 2010, str. 71, ISBN 978-80-7363-273-1

⁵⁶ HIGGS, Robert: Politická ekonomie strachu, Praha, Liberální institut 2006, str. 49-62, ISBN: 80-86389-43-X

Zajímavé je také porovnat doposud aplikovaná opatření s Rothbardovým výčtem největších omylů hospodářské politiky v boji s krizí. Zmiňuje zejména tyto⁵⁷:

- *Zabránění nebo odložení likvidace neefektivních podniků.* Toho stát dosahuje přímo finanční sanací, půjčováním peněz podnikům na pokraji krachu či tlakem na banky, aby zvýšily objem půjček.

- *Pokračování inflace.* Monetární expanze brání návratu úrokových měr k vyšším hodnotám. Dochází tak k tvorbě nových špatných investic. Likvidaci takto postupně nahromaděných špatných investic se však ekonomika nevyhne.

- *Udržování vysokých mzdových sazeb* - Takováto politika vede pouze k hluboké a hlavně dlouhodobé nezaměstnanosti.

- *Udržování vysokých cen* - Bráněním poklesu cen stát brání návratu k prosperitě, neboť nenechá trh, aby vytvořil rovnovážnou cenu, která by vyrovnala poptávku s nabídkou. Umělé vysoké ceny vedou k potlačení poptávky po těchto nadhodnocených statcích.

- *Podpora spotřeby a odrazování od úspor* - Nepotlačený růst úspor by obnovu ekonomiky výrazně urychlil.

- *Podpora v nezaměstnanosti* - odrazuje nezaměstnané například od rekvalifikace a oni se tak nemohou přesunout do odvětví, kde dochází k tvorbě nových pracovních míst.

Rothbard doporučuje po vypuknutí krize vytvořit na trhu co nejflexibilnější podmínky a maximálně omezit vliv státu, aby očištný proces recese mohl zcela působit a jeho délka byla co nejkratší. Z předchozí analýzy hospodářsko-politických opatření aplikovaných během současné recese je patrné, že bylo dosaženo všech omylů, které Rothbard ve své knize *America's Great Depression* zmiňuje. Navíc došlo k razantnímu nárůstu vlivu státu v ekonomice a podmínky na trhu zůstaly strnulé.

Dosavadní zásahy hospodářské politiky ignorují příčiny samotné recese. Řešení problému se tak pouze odkládá a nerovnováhy na trhu se kumulují. Je však pouze otázkou času, kdy stát bude muset dát průchod očištnému procesu recese a distorze na trhu tak odstranit. Během hospodářského poklesu byly potlačeny pouze důsledky, nikoliv příčiny krize, stejně jako tomu

⁵⁷ ROTHBARD, Murray: *America's Great Depression*, The Ludwig von Mises Institute, str. 19-20, ISBN 0-945466-05-6, citace 31.3.2011, přístup z internetu: <http://mises.org/rothbard/agd.pdf>

bylo částečně u krize z roku 2001. Konečným důsledkem tak musí být recese budoucí. Viníkem budoucího propadu nebude nikdo jiný, než ten, kdo stál za propadem prvním - státní zásahy vlády a centrální banky. Netroufám si odhadnout, jaké bude časové rozmezí mezi tímto ekonomickým propadem a propadem budoucím. Možná to bude rok, možná pět let, možná více. Ke druhému poklesu ovšem zákonitě dojít musí. Mé přesvědčení je založené na jednoduché dedukci. Příčiny krize se opakují. Jediné, čím se dosud liší, je jejich razance. Monetární expanze nabrala takové úrovně, že úrokové sazby se nacházejí blízko nule. Aby to nebylo málo, FED rozjíždí druhé kolo kvantitativního uvolňování, jehož konečné důsledky jsou pro všechny prakticky neznámé. Jisté však je, že do ekonomiky tímto krokem bylo napumpováno velké množství nových peněz. Nesrovnatelně větší množství nadbytečných peněz, než vyvolalo krizi současnou. Až tyto peníze banky zcela využijí k úvěrové expanzi, dojde k růstu cen aktiv na jednotlivých trzích. Některé trhy budou těmito penězi zaplaveny a vzniknou tak nové bubliny. Možná se objeví na trhu potravin, komodit, či opět na akciovém trhu. Jisté je pouze to, že ke vzniku nových bublin dojde, kdy a na jakých trzích zůstává otázkou.

Mimo snahy řešit důsledky ekonomického propadu má stát ambice i předcházet budoucím ekonomickým krizím. Podle vládních představitelů lze četnost hospodářských krizí omezit správně nastavenou regulací trhu. V následné podkapitole se tedy zaměřím na změny regulace a dohledu, zavedené v reakci na současnou finanční krizi a na důsledky těchto opatření.

4.2.3 Vliv regulace a dohledu

S dosud zmíněnými státními zásahy do jisté míry souvisí i problém regulace a deregulace finančního trhu. Zástupci státu se totiž domnívají, že právě regulace je klíčem k zamezení budoucího hospodářského cyklu. V březnu 2008 s prvními návrhy na změny regulace finančního trhu přišel ministr financí Henry Paulsen.⁵⁸ Návrh prosazoval částečné posílení pravomocí Fedu a vytvoření centralizovaného dohledu. Regulaci podle něj měly nově podléhat i investiční banky, a to výměnou za umožnění přístupu k úvěrům. Zajímavé bylo, že FED měl dohlížet na investiční banky pouze v dobách, kdy tyto banky budou od něj čerpat úvěr. Tedy pouze v dobách problémů těchto bank. Návrh tak naprosto eliminoval samotnou funkci dohledu, tedy funkci preventivní. Dohlížet na banky v problémech je již zbytečné.

⁵⁸ SCHNEIDER, Ondřej: Jak Zregulovat Wall Street? Hospodářské noviny 17.4.2008, citace 9. 3. 2011, přístup z internetu: <http://hn.ihned.cz/c1-24088900>

Je evidentní, že každá deregulace finančního trhu vede k rizikovějšímu chování finančních institucí. To samé však způsobuje morální hazard spojený s vládní záchranou velkých korporací a státní pojištění vkladů. Morální hazard tak bujel zejména pod taktovkou vlády. Zájmem regulátorů by tak mělo být donutit představitele vlády, aby brali na zřetel, že končí doba záchran neefektivních podniků z peněz daňových poplatníků. Že nikdo již nebude natolik velký, aby nemohl padnout. Tento bod je obsažen v reformě regulace finančního sektoru. Po jejím schválení prezident Obama prohlásil: „Američané díky tomuto zákonu už nebudou nikdy žádáni, aby zaplatili účet za chyby Wall Streetu. Je konec záchranným balíčkům z peněz daňových poplatníků. Tečka. Pokud by ještě někdy zkrachovala velká finanční instituce, umožní nám tato reforma, abychom se s ní vypořádali a neohrozili přitom širší ekonomiku.“⁵⁹ V krizových případech bude FED zplnomocněn rozdělit příliš velké společnosti a umožnit tak jejich bankrot. Jaká bude realita, ukáže až čas. Reformní zákon dále povede k vytvoření zvláštní rady, která bude sledovat a řešit systémová rizika, ohrožující stabilitu celé ekonomiky. Zpřísní se kapitálové požadavky pro velké banky i bankovní dohled. Regulace bude nově zavedena i na trh s deriváty. Reforma zpřísňuje podmínky i pro ratingové agentury, kterým je vyčítáno, že na přicházející krizi neupozornily, a že naopak svým chybným hodnocením částečně způsobily neefektivní alokaci kapitálu. Mohlo by se zdát, že takto navržená regulace je dostatečná.

Nad účinností některých bodů této regulace však lze polemizovat. Otázkou je, kdo zaručí, že regulace je správně nastavena a že dohled bude správně vykonávat svoji funkci. V současné krizi vlastně banky dělaly pouze to, co po nich bylo žádáno od vlády a FEDu. Byla to vláda, která umožnila vznik sekundárního trhu s hypotečními úvěry a tlačila na pokles úvěrových standardů bank, aby si každý Američan mohl pořídit svůj vlastní dům. Stejně tak lze pochybovat o funkčnosti dohledu, který také neplnil svoji funkci vždy tak, jak měl. Příkladem za všechny může být skandál okolo Madoffovy investiční společnosti.⁶⁰ Madoffova firma podléhala dozoru americké Komise pro cenné papíry a burzy, její klienti tak předpokládali, že jsou jejich finance pod kontrolou a vnímali jen vysoké výnosy. Komise pro cenné papíry byla opakovaně upozorňována na praktickou nemožnost výsledků Madoffovy investiční firmy. Regulátoři však byli slepí. Nepřišli na to, že Madoff vysoké výnosy vyplácel

⁵⁹ MCGRANE, Victoria: Obama Signs Financial-Regulation Bill, The Wall Street Journal 21. 07. 2010, citace 9.3.2011, přístup k internetu:

<http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704684604575381120852746164.html>

⁶⁰ Bernard 'Bernie' Madoff, The Telegraph, přístup z internetu:

<http://www.telegraph.co.uk/finance/financetopics/bernard-madoff/>

z vkladů nově příchozích klientů stejně jako v roce 1919 zakladatel tohoto typu zpronevěry Charles Ponzi. Byli to tedy oni, kteří nechali vzniknout největší zpronevěře v dějinách USA, která dosahovala hodnoty kolem 65 miliard dolarů.

Podobný pohled na otázku regulace má i Thomas Woods, který ve své knize *Krach* uzavírá své zamyšlení nad vhodností větší regulace slovy: "V praxi se dosud vždy ukázalo, že řešení ve stylu více regulací pouze ochromí flexibilitu trhu a to kvůli několika notorickým hříšníkům. Je to obdoba protiteroristických opatření, které občany vždy spolehlivě chrání proti včerejším teroristickým útokům - další sebevrah s výbušninou v botě se už neobjeví, my jsme na něj však připraveni."⁶¹

Stejný problém existuje u nově se zpřísnujícího dohledu. Problém tak může nastat ohledně nově zřízené zvláštní rady zajišťující dohled nad systémovými riziky, neboť její členové mohou daná rizika přehlédnout, stejně jako tomu bylo u většiny odborníků před propuknutím krize současné. Vznik této rady i zpřísnění bankovního dohledu a regulace navíc povedou k tzv. Pelzmanovu efektu.⁶² Ten praví, že lidé často reagují na zabezpečující regulace zvýšením rizikovosti svého chování. Zákon příkazující užívání bezpečnostních pásů například vede k nárůstu počtu případů překročení povolené rychlosti. Zvýšení ochrany, podle tohoto efektu, snižuje rizika spojená s nebezpečnou jízdou tím, že zmírnilo důsledky havárie, jež je možné očekávat. Tato opatření stejně tak mohou vést ke kalkulaci jednotlivých bank o existenci záchranné brzdy. Jinak řečeno banky mohou s vědomím existence přísnějšího bankovního dohledu a zvláštní rady zajišťující dohled nad systémovými riziky navýšit objem svých rizikových a tedy i výnosnějších obchodů, neboť se mohou domnívat, že tyto instituce je na vzrůstající nebezpečnost situace dopředu upozorní. Vhodné by bylo naopak vliv Pelzmanova efektu snížit. Například zrušením či alespoň výrazným snížením státního pojištění vkladů, aby se lidé začali zajímat o to, komu svěřují své peníze a banky naopak o to, aby u svých vkladatelů nevyvolaly přílišným riskováním obavy a následný odchod.

Jestli se mi jeví nějaká regulace jako vhodná, pak by to bylo zrušení nově vzniklých sekundárních trhů s hypotečními a spotřebitelskými úvěry, respektive zrušení finančních nástrojů typu MBS a ABS. Jedná se o produkty, které vyvolaly obrovský morální hazard, neboť dovolily poskytovatelům těchto úvěrů zbavit se rizik spojených se svou činností. Další

⁶¹ WOODS Thomas E. jr., *Krach*. Praha, Dokořán 2010, str. 69, ISBN 978-80-7363-273-1

⁶² KLUSÁČEK, Jan: Hazard morálního hazardu, *Reveu politika* 9/2009, citace 10. 3. 2011, přístup z internetu: <http://www.revuepolitika.cz/clanky/1173/hazard-moralniho-hazardu>

smysluplná regulace by se mohla týkat chování bank komerčních. U nichž by měla být navýšena míra povinných rezerv. Regulace úvěrového trhu by mohla spočívat ve stanovení jistého úvěrového prahu například vůči HDP, který by znázorňoval nebezpečné přehřátí ekonomiky či jednotlivých sektorů. Rozpočtový deficit by měl být také ukotven do určitých mezí. Jako vhodný nástroj se mi jeví uzákonění jeho vývoje podle vývoje HDP. Saldo vládního rozpočtu by se podle zákona mohlo lišit maximálně například o 2% od vývoje HDP. Tedy pokud by růst HDP byl 5%, státní rozpočet by musel zaznamenat alespoň 3% přebytek. V případě, že by HDP klesal o 4%, pak by rozpočet mohl být v deficitu 6%. Tím by byla zajištěna dlouhodobá vyrovnanost státního rozpočtu a předešlo by se tak vysokým státním dluhům a posléze dluhovým krizím. Bezpochyby pozitivním jevem by bylo také postupné snížení velikosti a rozsahu pravomocí vlády.

Má-li však regulace skutečné ambice snížit pravděpodobnost hospodářského cyklu nebo hospodářský cyklus přímo odstranit, pak se musí snažit eliminovat samotnou příčinu vzniku krize. Regulace se tedy musí týkat chování centrální banky, neboť ta jediná hospodářský cyklus vytváří. Toto téma je předmětem příští a zároveň poslední kapitoly této práce.

5. Návrh preventivních opatření snižujících fluktuace hospodářského cyklu

5.1 Polemika nad návrhy vycházejícími z rakouské teorie hospodářského cyklu

Většina představitelů rakouské školy k regulaci chování centrální banky přistupuje radikálně. Převážně podporuje bankovníctví bez centrální banky, založené na požadavku 100% rezerv a svobodu ve vydávání a přijímání libovolné měny, respektive tzv. svobodné bankovníctví. Dále se shoduje v otázce plnohodnotnosti měny, respektive v tom, že peníze by neměly být pouhým papírkem, ale měly by být kryty určitou reálnou hodnotou. Jako reálná hodnota nejvhodnější ke krytí plnohodnotných peněz je autory zastávající svobodné bankovníctví nejčastěji zmiňováno zlato. V režimu svobodného bankovníctví by měl každý právo založit svoji banku a emitovat vlastní peníze. Emise peněz by tak z rukou státu přešla do tržního prostředí. Což je podle autorů rakouské školy, včetně F.A. Hayeka předpokladem zdravé peněžní politiky státu. "Skutečností je, že tam, kde nebyl výkon měnové politiky omezen nějakým automatickým mechanismem, jakým byl zlatý standard, státní monopol emise peněz byl zneužíván k okrádání lidu, prostřednictvím inflační hospodářské politiky vlád. Studium dějin peněz ukazuje, že žádné vládě, která měla přímo kontrolu nad množstvím peněz, nebylo možné trvale věřit, že ji nezneužije. Nebudeme mít dobré peníze, dokud jiní nebudou mít volnost nabídnout nám lepší peníze než úřadující vláda."⁶³

V režimu svobodného bankovníctví by měla každá banka právo emitovat vlastní měnu. Počet měn by se však časem redukoval podle jejich úspěšnosti. Lidé by totiž nebyli ochotni používat měny, které by ztrácely na kupní síle. Kupní sílu měny, respektive množství peněz v oběhu, by emitující banka mohla ovlivňovat buďto prodejem či nákupem své měny za jiné či změnou své aktivity na úvěrovém trhu, kde by byla nucena preferovat krátkodobou úvěrovou činnost.⁶⁴ Banky by tak byly motivovány vydávat spíše méně peněz. Stabilní by tak nebyla pouze emitovaná měna, ale i cenová hladina. Jakákoliv úvěrová expanze určité banky by totiž jistým způsobem znehodnotila její měnu, klienti by pak byli motivováni přejít k bance, jejíž měna si dokáže udržet svoji hodnotu.

⁶³ HAYEK, F. A.: Právo, zákonodárství a svoboda: Nový výklad liberálních principů spravedlnosti a politické ekonomie. Praha, Academia 1994, str. 317, ISBN: 80-200-0241-3

⁶⁴ HAYEK, F. A.: Soukromé peníze: Potřebujeme centrální banku? Praha, Liberální institut 1999, str. 78, ISBN: 80-902701-1-5 přístup z internetu: http://www.libinst.cz/etexts/hayek_penize.pdf

Jsou to právě problémy typu úvěrové expanze a rostoucí cenové hladiny, které jsou spojeny s problémy současného systému, kde emisi bankovek zajišťuje centrální banka. Změna na systém svobodného bankovníctví se tak zdá jako ideální volba. Vždyť, jak bylo zmíněno v první kapitole, je to právě úvěrová expanze způsobená centrální bankou, která způsobuje fluktuace hospodářského cyklu, respektive ekonomické krize. Navíc je tento systém plně v souladu se soukromým vlastnictvím. Jesus Huerta de Soto ve své knize Peníze, banky a hospodářské krize navrhuje následující sled kroků k uskutečnění výše nastíněné bankovní reformy.

Ty jsou následující:⁶⁵

1) Úplná svoboda výběru měny - nutnost odstranění ustanovení o zákonném platidle, konečný výčet přeživších měn zanechat na spontánně vyvíjejícím trhu.

2) Úplně svobodný bankovní systém - zahrnuje odvolání bankovní legislativy a odstranění centrální banky a všech vládní orgánů zasahujících do finančního a bankovního trhu. V tomto kroku již dochází ke vzniku svobodného bankovníctví.

3) Povinnost všech subjektů v systému svobodného bankovníctví dodržovat tradiční právní pravidla a principy. V kontextu bankovní reformy se jedná o povinnost bank držet 100% rezerv.

Nic však není tak jednoduché, jak na první pohled vypadá, ačkoliv by podle zastánců svobodného bankovníctví k zmíněné reformě stačilo jen těchto pár legislativních kroků. Existuje hodně pádných argumentů, které návrat k plnohodnotným penězům znemožňují. Budu se zabývat argumenty odmítajícími návrat k zlatému standardu, neboť se jedná o standard, který, jak už jsem zmínil, je nejčastěji obhajován. Jako první argument proti realizaci výše nastíněné reformy uvedu možná ten nejpodstatnější, který přednesl sám F.A. Hayek: "Dokud bude veřejnost nekriticky přijímat dogma o nutnosti vládního monopolu na emisi peněz a dokud nebude mentálně připravena na návrh na jeho zrušení, bude jeho realizace zcela neuskutečnitelná."⁶⁶ Podívám-li se kolem sebe, pak téměř nikdo nemá ani tušení, že teoretická alternativa bankovního systému bez centrální banky vůbec existuje.

⁶⁵ HUERTA de SOTO, Jesús: Peníze, bankovníctví a hospodářské krize, Praha: Liberální institut, 2009, str. 722 ISBN 978-80-86389-54-7

⁶⁶ Hayek, F. A. - Soukromé peníze: Potřebujeme centrální banku? Praha, Liberální institut 1999, str. 32, přístup z internetu: http://www.libinst.cz/etexts/hayek_penize.pdf

Vzhledem k tomu, že se s ní takřka nesetkáme ani v mainstreamových učebnicích ekonomie, je prozatím výše uvedená reforma zcela nerealistická.

Ostatní argumenty budu čerpat z knihy Zbyňka Revendy *Peníze a zlato*,⁶⁷ kde se autor zabývá právě praktickou nereálností návratu k zlatému standardu. Zmiňuje se například o stavu chaosu, který by svobodné bankovníctví vyvolalo. Podle tohoto autora by častým úkazem bylo šíření fám, kterými by chtěla daná banka poškodit svého konkurenta. V případě centrální banky existuje autorita, která dokáže fámu vyvrátit a navíc potrestat šířitele poplašné zprávy. Stejně tak se autorovi jeví jako nepřekonatelný problém absence centrální banky jako věřitele poslední instance, což by mohlo vyústit v případě problémů některých bank v dominový efekt. Zastánci svobodného bankovníctví kontrují možností existence soukromého bankovního dohledu i soukromého věřitele poslední instance, který by mohl být ve vlastnictví samotných bank. Další porci chaosu by mohlo uštvít nepřehledné účetnictví, které by v systému svobodného bankovníctví mohlo být vedeno v jakémkoliv měně.

Podle Zbyňka Revendy existuje také stav zlaté nespravedlnosti, a to jak v současném držení zlatých rezerv, tak v umístění nalezišť zlata. Množství zlatých rezerv se velmi liší, centrální banka USA například drží 261 499 tis. trojských uncí zlata, kdežto například Chile pouze 8 tis. trojských uncí. Možná ještě větší problém představují rozdílná rozložení nalezišť zlata. Například USA, Čína a Austrálie dohromady vytěží více než 31% světové těžby.⁶⁸ Zbyněk Revenda tuto situace přirovnává k oligopolu z hlediska rozložení nalezišť ropy a důsledkům, které to přináší. Jednotlivé země případně soukromé monopoly obdařeny bohatými nalezišti zlata, by manipulací s nabídkou tohoto kovu mohly ovlivňovat tržní cenu zlata a tedy i životaschopnost zlatého standardu. Jak je celkové i relativní množství zlata pro existenci zlatého standardu podstatné, ukazují dva následující příklady: Česká republika by vzhledem ke svým nízkým zásobám zlata v centrální bance mohla emitovat za současných cen zlata pouze 671 Kč na obyvatele a ani veškeré zlaté zásoby v centrálních bankách po celém světě by nestačily ke krytí oběživa a běžných vkladů v amerických dolarech jen ve Spojených státech amerických.⁶⁹

Je tedy evidentní, že pro zavedení zlatého systému by bylo nutné, z důvodů plného krytí peněz, administrativně zvýšit ceny zlata. A to velmi razantně. Na druhou stranu je zlato

⁶⁷ REVENDA Zbyněk: *Peníze a zlato*, Praha: Management Press 2010, ISBN 978-80-7261-214-7

⁶⁸ REVENDA Zbyněk: *Peníze a zlato*, Praha: Management Press 2010, str. 118-119, ISBN 978-80-7261-214-7

⁶⁹ REVENDA Zbyněk: *Peníze a zlato*, Praha: Management Press 2010, str. 124 a 242, ISBN 978-80-7261-214-7

používáno v mnoha odvětvích a rapidní nárůst cen by mohl tyto sektory ohrozit. Pokud by se nějakým způsobem podařilo zavést zlatý systém bez administrativního navýšení cen zlata, respektive mohla by být cena zlata ponechána tržním silám, pak by mohlo docházet k problémům s udržení fixního kurzu příslušné měny, vázané na zlatý kov. Opět proto, že se jedná o komoditu obchodovatelnou na zlatých trzích a využívanou k mnoha mimopeněžním účelům. Jinak řečeno, cena zlata by mohla silně fluktuovat spolu s poptávkou po zlatě.

Zbyněk Revenda dále předkládá následující příklad, kterým chce poukázat na fakt, že dlouhodobá deflace způsobená zlatým systémem by způsobila zhroucení úvěrů: "Předpokládejme, že si firma půjčí od banky prostředky na jeden rok ve výši 100 jednotek za úrokovou sazbu 5%. Za rok má tedy splatit 105 jednotek. Firma očekává disponibilní příjem ve výši 110 jednotek, respektive zisk 5 jednotek. Během roku však dojde k poklesu cen o 10%. Disponibilní příjmy klesnou na 99 jednotek a firma tak není schopna splatit ani jistinu. Ztrátu utrpí i banka."⁷⁰

Na tyto i podobné námitky však existuje mnoho smysluplných odpovědí zastánců svobodného bankovníctví, například v podání ekonomy Jesuse Heurty de Soto.⁷¹ Na již zmíněnou námitku ohledně nepřipravenosti společnosti na změnu systému však žádný argument existovat nemůže. Stejně tak nelze zpochybnit argument týkající se faktu, že autory této reformy by měli být představitelé jednotlivých vlád, tedy ti, kteří ze stávající podoby bankovního systému nejvíce těží. Současný dvoustupňový bankovní systém je spojen, díky upřednostňování nízkých úrokových měr, neoddiskutovatelně s inflací. Inflace mimo jiné přerozděluje bohatství od těch, kteří se k novým penězům dostanou až jako poslední (obyvatelé, firmy) k těm, kteří se k nim dostanou jako první (vlády a banky). Jsou to tedy právě vlády a banky, které mohou novými penězi platit za staré ceny. Tedy subjekty, které v současnosti bankovní systém tvoří. Jejich snaha o reformu nepřipadá v úvahu a snahu kohokoliv jiného jsou díky své moci schopni zašlapat do země.

Ačkoliv s ideou svobodného bankovníctví sympatizují, považují ji v dohledné době za nezrealizovatelnou. Skeptický jsem i k době vzdálenější, neboť nevěřím ani ve svět beze zbraní a následující přirovnání se mi bohužel zdá velmi trefné. "Lze konstruovat modely, ve kterých neexistuje centrální bankou regulované bankovníctví ani její snahy regulovat

⁷⁰ REVENDA Zbyněk: Peníze a zlato, Praha: Management Press 2010, str. 173, ISBN 978-80-7261-214-7

⁷¹ HUERTA de SOTO Jesús: Peníze, bankovníctví a hospodářské krize, Praha: Liberální institut, 2009, str. 744, ISBN 978-80-86389-54-7

množství peněz v oběhu a kde je množství peněz relativně stabilní. Takové modely však mají stejnou vypovídající hodnotu jako dejme tomu modely, které vycházejí z neexistence zbraní ve světě a nabízejí závěr, že takový svět by byl mnohem krásnější a bezpečnější. To ale nelze nijak dokázat, neboť současný svět je plný zbraní a nikdy zcela bez zbraní již nebude."⁷²

5.2 Vlastní návrh opatření snižujících fluktuace hospodářského cyklu

5.2.1 Zpochybnění oficiálních cenových ukazatelů

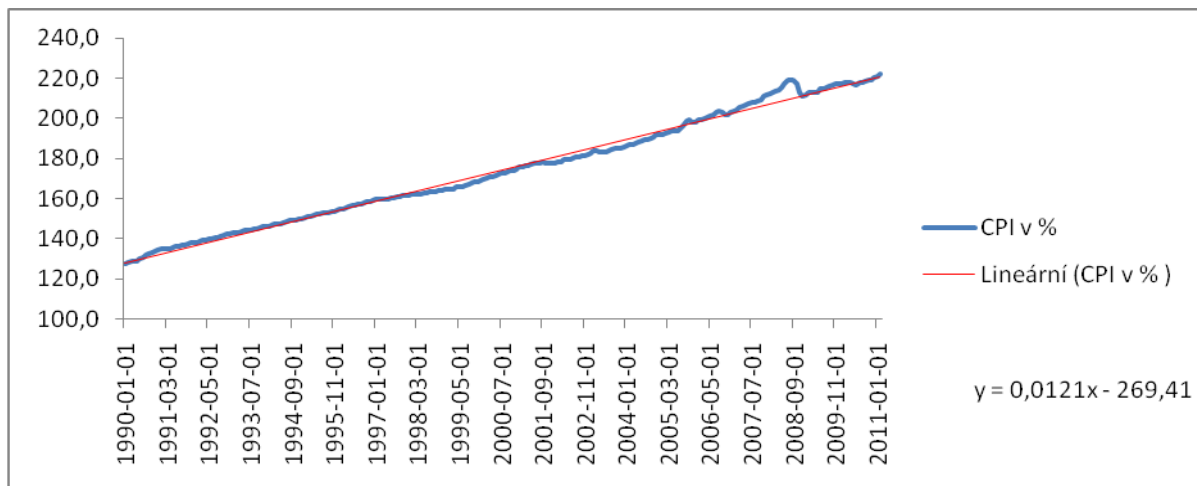
Pokud se chci v této kapitole zabývat reálnou možností snížení fluktuací hospodářského cyklu, musím, vzhledem k nereálnosti aplikace systému svobodného bankovníctví, navrhnout jistou reformu stávajícího systému, tedy dvoustupňové bankovníctví v čele s centrální bankou a komerčním bankovníctvím založeném na částečných rezervách.

Tuto reformu se pokusím vydedukovat z následujících faktů: Fluktuace hospodářského cyklu jsou vyvolány předcházející monetární a následnou úvěrovou expanzí, tedy aktivitou centrální banky. Úvěrová expanze se následně projeví v růstu cen jednotlivých aktiv. Hlavním cílem centrální banky, respektive FEDu, je stabilní cenová hladina. V analýze ekonomického vývoje USA mezi léty 1990-2010 došlo k největšímu nadhodnocení na akciovém a nemovitostním trhu. Aktiva spadající do těchto trhů se neobjevují v oficiálních číslech o inflaci, centrální banky tedy na vývoj jejich cen nemusejí nikterak reagovat. Reakce centrální banky, která v důsledku způsobuje hospodářské cykly, vycházejí převážně z vývoje míry inflace. Ta však v současnosti nezahrnuje aktiva, jejichž cena nejvíce fluktuuje, tedy nemovitosti a akcie, na jejichž trzích se také poslední bubliny objevily. Je tedy pravděpodobné, že chyba bude v oficiálních cenových ukazatelích, které slouží jako jisté mantinely monetární politiky FEDu.

Pojďme se tedy na jednotlivé ukazatele míry inflace podívat podrobněji. Hlavním ukazatelem cenového vývoje je všem známý CPI (Consumer Price Index). Ten měří změny cen spotřebního zboží a služeb nakupovaných domácnostmi v průběhu času. Zabývá se tedy spotřebou obyvatelstva. K jeho výpočtu se využívá spotřební koš, který se skládá z reprezentativních složek nakupovaného spotřebního zboží a služeb. Všechny položky spotřebního koše jsou ohodnoceny váhou reprezentující daný statek. Váha je určena podílem výdajů na daný statek na celkových výdajích domácnosti. CPI tedy srovnává náklady na

⁷² REVENDA Zbyněk: Peníze a zlato, Praha: Management Press 2010, str. 179, ISBN 978-80-7261-214-7

nákup relativně stálého souboru statků. v určitém časovém intervalu Tento index se používá pro valorizace platů či důchodů. Jedná se o jeden z nejsledovanějších a nejvyužívanějších makroekonomických ukazatelů. Existence indexu mapujícího vývoj spotřebitelských cen je samozřejmě důležitá, otázkou je, zda by se podle něj měla řídit monetární politika. Pokud ano, měl by tento cenový index signalizovat přehřívání ekonomiky, aby reakce monetární politiky mohla ztlumit následnou korekci růstu. Podívejme se tedy, jak tomu bylo během boomu, který předcházel krizi současnou. Na následujícím obrázku č. 3.1 je vidět vývoj CPI.



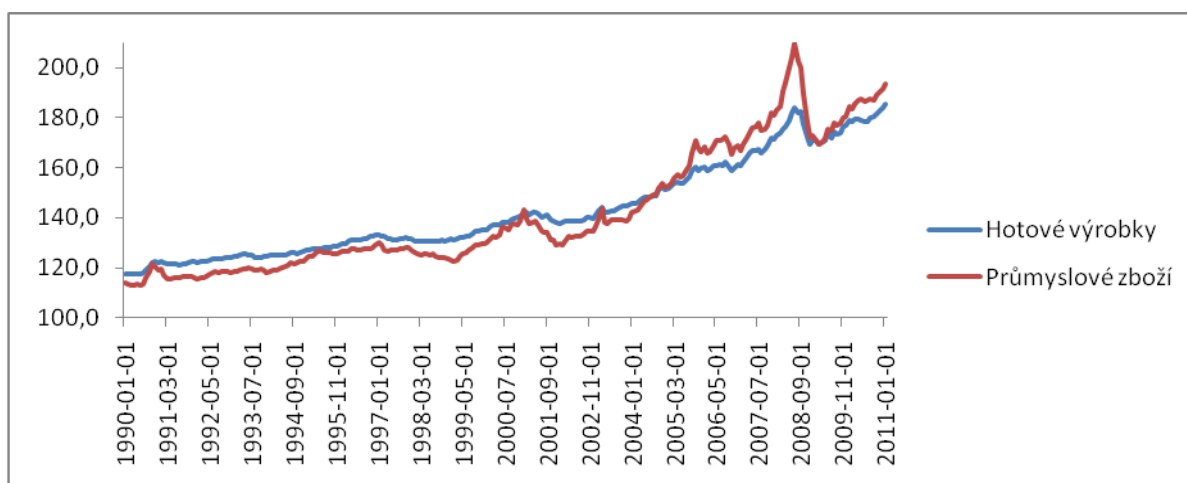
Obrázek 3.1: CPI v % (rok 1984=100%)

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

Od počátku roku 2007 až do poloviny roku 2008 je vidět slabší vychýlení od dlouhodobého trendu. To však nebylo příliš výrazné. Z předchozího grafu je patrné, že vývoj CPI příliš nereagoval na hospodářský vývoj ani na monetární politiku FEDu. Inflace však způsobuje celoplošné pokřivení investic i bez nárůstu spotřebitelských cen. Podle rakouské teorie se růst cen v průběhu boomu projevuje především u stádií výroby relativně vzdálených od spotřeby.

Cenovým ukazatelem vzdálenějším od spotřeby je index PPI (Production Price Index). Jedná se o index cen výrobců, který ilustruje změnu cen prodaných výrobků či služeb za určité časové období. Výpočet je obdobný jako u CPI, opět je využíváno vah, zde určených podle struktury tržeb a koše, který mimo jednotlivé statky a služby obsahuje i některé polotovary a suroviny. Existuje více typů tohoto cenového ukazatele, které se liší podle odvětví či podle stádií výroby.

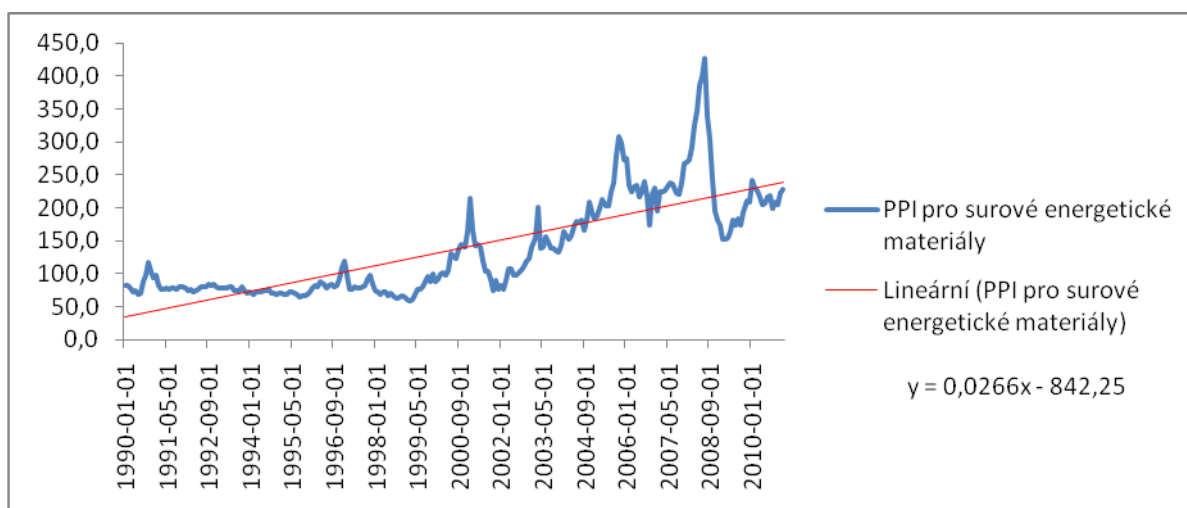
Vývoj PPI pro hotové výrobky a průmyslové zboží zobrazuje obr. č. 3.2.



Obrázek 3.3: PPI pro hotové a průmyslové výrobky, v % (100%=rok 1982)

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

Je patrné, že index PPI zaznamenal během analyzovaných let daleko větší nárůst cen, než tomu bylo u CPI a to zejména u průmyslového zboží. Jedná se tedy evidentně o ukazatel, který lépe reaguje na fluktuace ekonomického vývoje. Podíváme-li se na PPI pro surové energetické materiály (obr. č. 3.3), můžeme vidět ještě daleko větší volatilitu cenového ukazatele, a to zejména v letech, které následovaly po aplikaci monetární expanze. Co se PPI týče, lze konstatovat, že čím vzdálenějšími stádii od spotřeby se tento ukazatel zabýval, tím došlo k silnějším cenovým výkyvům. Index PPI mohl lépe upozornit na uměle vytvořený boom daný inflační peněžní politikou, než index CPI.



Obrázek 3.3: PPI pro nezpracované energetické materiály, v % (100%=rok 1982)

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

Díky dlouhodobé monetární expanzi započaté rokem 2001 došlo k neuvěřitelnému nárůstu cen. Měřeno indexem cen výrobců mezi léty 2002-2008 vzrostly ceny průmyslových výrobků o 58%. U nezpracovaných energetických materiálů ve shodném období se ceny zvýšily dokonce o téměř 350%. Nárůst cen nemovitostí, podle Case-Shillerovo indexu (obrázek 2.12) pak činil jen mezi léty 2002 a 2005 93%. Od roku října 2002 do července 2008 také velmi rychle rostly ceny akcií, konkrétně index S&P 500 o 91%, (obrázek č 2.14).

Hlavní cenový ukazatel CPI vzrostl mezi léty 2002 - 2008 pouze o 38%. To svědčí o dvou skutečnostech. Za prvé, o slabé vypovídající hodnotě tohoto cenového ukazatele. Jak cena akcií, tak cena nemovitostí či surovin se do CPI nezapočítává. Proto nebyl jeho vývoj monetární expanzí tolik ovlivněn. A proto také CPI nepoukázal na nepřirozený růst cen a centrální banka tak možná i nevědomky nechala vzniknout dvěma největším bublinám. Druhou skutečností, o které rozdílný vývoj cen svědčí, je fakt, že recese (i předchozí expanze) postihuje především producenty produkující ve stádiích nejvíce vzdálených od spotřeby. Největší růst a následný propad cen zaznamenaly ceny surovin, poté ceny nemovitostí, průmyslového zboží a naopak nejmenší fluktuace cen byly viditelné u hotových výrobků. Tento cenový vývoj dává opět za pravdu rakouské teorii hospodářského cyklu, (viz. 1. kapitola), která tvrdí, že uměle vytvořený boom se nejvýraznějším nárůstem cen projeví ve stádiích relativně nejvzdálenějších od spotřeby.

V předcházejícím textu jsme potvrdili slabou vypovídající hodnotu CPI a jeho nevhodnost pro tvorbu monetární politiky. Proč tedy centrální banky CPI využívají? Tvrdím, že je to právě díky tomu, že se v něm odráží jen minimum důsledků uměle vytvořené úvěrové expanze. Takovýto ukazatel představitelům státu plně vyhovuje. Jejich cílem je udržovat vysokou úroveň skutečné inflace a nízkou míru inflace zveřejňované. Vlády totiž profitují z rostoucí inflace. "Jedná se o velmi lukrativní zločin, který, pokud je spáchán monopolním emitentem peněz a zvláště vládou, je všeobecně tolerován a zůstává nepotrestán, protože jeho důsledky zůstávají nepochopeny."⁷³ Díky nižší oficiální než skutečné inflaci stát vyplácí nižší důchody i platy státních zaměstnanců. FED přitom udržuje oficiálně deklarovanou stabilní cenovou hladinu. V důsledku existence inflace také klesá hodnota státního dluhu. Příkladem může být vývoj v USA mezi léty 1968 a 1978. "V desetiletí od roku 1968 do roku 1978 vykazovala federální vláda souhrnný deficit vyšší než 260 miliard dolarů, přesto státní dluh v roce 1968

⁷³ HAYEK, F. A.: Soukromé peníze: Potřebujeme centrální banku? Praha, Liberální institut 1999, str. 137, ISBN: 80-902701-1-5, přístup z internetu: http://www.libinst.cz/etexts/hayek_penize.pdf

činil 30% a v roce 1978 jen 28% národního důchodu."⁷⁴ Připomínám, že takto snížila federální dluh vůči národnímu důchodu inflace oficiální. Ta se však zcela určitě pohybovala pod úrovní inflace skutečné, zohledňující všechna stádia výroby. Vyšší inflace navíc vyvolává iluzi hospodářského růstu, který se stal hlavním cílem vlád. Nové peníze totiž podporují spotřebu. Novými penězi vyvolaná depreciační dolaru navíc snižuje schodek běžného účtu.

Stát má tak enormní zájem na vyšší inflaci, stejně tak na tom, aby se inflace projevovala v růstu cen aktiv, které se v oficiálních ukazatelích neobjevují. CPI je tedy z hlediska politiky vlády naprosto ideální, neboť nezohledňuje vývoj cen stádií výroby nejvzdálenějších od spotřeby, respektive stádií, kde je nárůst cen během expanzivní monetární politiky nejsilnější. Aby vláda dokončila svoji propagandistickou akci, snaží se lidi přesvědčit, že mírná inflace znamená ideální vývoj cenové hladiny. Jako přesvědčovací prvek slouží nafukování hrozby deflace. Deflace je tak podle vládních představitelů příčinou krizí a hospodářských problémů a je nutno ji předcházet. Samozřejmě jak jinak, než inflační politikou. Deflace je však hrozbou pouze tehdy, je-li doprovázena silným poklesem příjmů, tedy během hlubokých depresí. V ostatních případech se jedná pouze o jev, kdy nabídka převyšuje poptávku po určitém statku. Deflace je tak často způsobena růstem produktivity, respektive rychlým vývojem technologií, jako je tomu v posledních letech například u elektroniky.

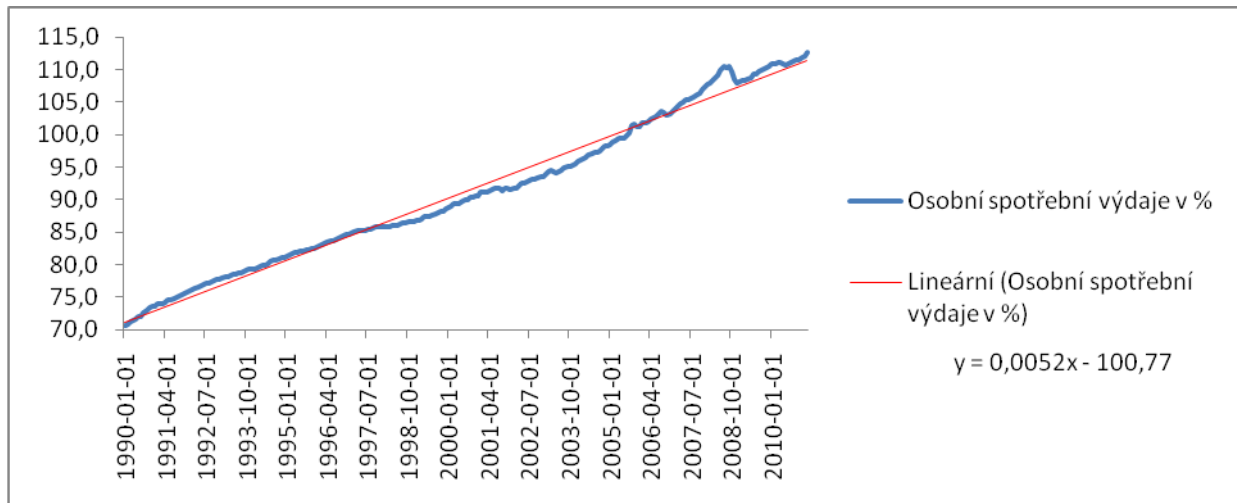
Zaslepenost spotřebou se netýká pouze hlavního ukazatele cenové hladiny, podobně je konstruován také ukazatel hospodářského růstu, tedy HDP. I ten ignoruje veškerá stádia vzdálená od spotřeby. Navzdory jeho názvu se jedná spíše o čistý národní produkt, neboť nezahrnuje hodnotu všech meziproduktů. Tím dochází k nadhodnocení spotřeby, jejíž váha v USA činí téměř 70% HDP, ostatní položky zahrnují vládní výdaje či investice.⁷⁵ Spotřeba je tak v těchto ukazatelích silně nadhodnocena. Nepřesnost ukazatele, která z nadhodnocení spotřeby vyplývá, se poté odráží i v ukazatelích, které z HDP vycházejí. Proto ani deflátor, který podle definice zahrnuje změnu cen všech statků v ekonomice, nelze brát příliš vážně, protože se počítá právě pomocí HDP. Zjevná preference spotřeby u používaných makroekonomických ukazatelů je zřejmě pozůstatkem keynesiánského vlivu.

Opět se nemůžeme divit tomu, že vlády od využívání ukazatele HDP doposud neupustily. Odůvodnění je snadné, spotřeba je totiž velmi stabilní položkou. Podíváme-li se na obrázek 3.4 mapující vývoj spotřeby v posledních 20 letech, je evidentní, že se jedná o velmi stálý

⁷⁴ FRIEDMAN Milton a Rose: Svoboda volby, Praha, Liberální institut 1992, str. 266, ISBN 80-85467-85-2

⁷⁵ SKOUNSEN, Mark: The Structure of Production, New York University 1990, str. 306, ISBN 0-8147-7895-X

ukazatel. Mírná recese v průběhu 90. let ani prasknutí dot.com bubliny rostoucí trend spotřeby nijak viditelně neovlivnily. Během současné krize došlo k pouhé korekci nadspotřeby způsobené boomem předkrizových let.



Obrázek 3.4: **Osobní spotřební výdaje v % (rok 2005=100%)**

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

Problém je však ten, že mezi spotřebou a skutečným hospodářským růstem příliš silná vazba neexistuje. To dokumentuje také příklad Fritze Machlupa, který ve svém článku poukázal na marnou snahu rakouské vlády po první světové válce stimulovat růst pomocí podpory spotřeby: "Rakousko mělo nejobdivuhodnější výsledky v pěti směrech: zvýšilo veřejné výdaje, zvýšilo mzdy, zvýšilo sociální dávky, zvýšilo objem bankovních půjček, zvýšilo spotřebu. Po všech těchto úspěších bylo na pokraji bankrotu."⁷⁶

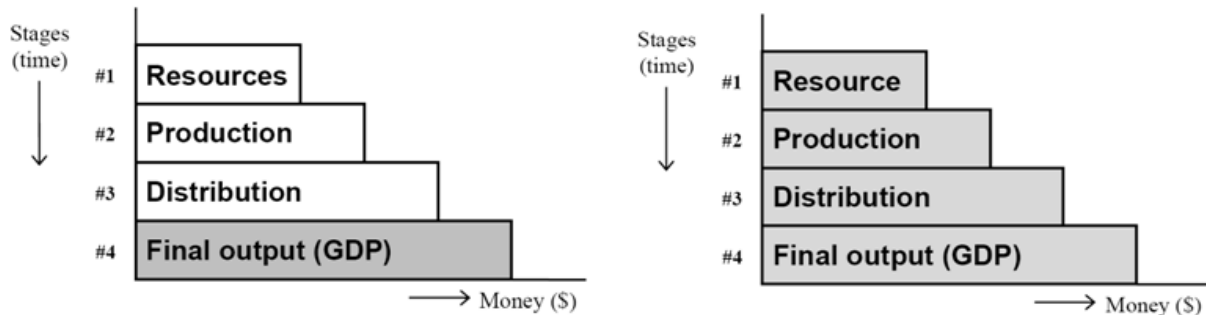
Závěr rozboru oficiálních makroekonomických ukazatelů je jednoduchý. Chci-li vykazovat mírnou a stabilní inflaci, stačí používat cenový ukazatel založený na spotřebě, tedy CPI. Chci-li vykazovat stabilní růst bez hlubších propadů, stačí používat ukazatel měření hospodářského růstu založený na spotřebě, tedy HDP.

5.2.2 Struktura Skousenova ukazatele hrubého domácího výstupu

Americký ekonom Mark Sounsen si záměrného klamu takto konstruovaných makroekonomických ukazatelů povšiml a pokusil se do výpočtu ekonomického růstu začlenit různá stádia výroby. Hrubý domácí produkt nahradil indikátorem, který nazval hrubý národní

⁷⁶ MACHLUP, Fritz: The Consumption of Capital in Austria, Review of Economic Statistics 17, č. 1 1935, str. 13-19, citace 31.3.2011, přístup z internetu: <http://www.jstor.org/pss/1928519>

výstup (HDV). Ten se snaží pojmut produkci zboží od surových materiálů až po spotřební produkty. Následující obrázek č. 3.5 ilustruje rozdíl mezi tím, jaké údaje zahrnuje ukazatel HDP (vlevo) a jaké ukazatel HDV (vpravo).



Obrázek 3.5: Rozdíl v měření výstupu ekonomiky u HDP (vlevo) a HDV (vpravo)

Zdroj: SKOUNSEN, Mark: Centre for Comparative Economics

Zatímco se HDP počítá pouze z údajů o finální produkci, HDV bere v potaz všechny stádia výroby. První tři stupně, o které se oba ukazatele liší, se skládají z tzv. výdajů na meziprodukty (IE) či jinak řečeno z výrobků v procesu. HDV proto můžeme vyjádřit následovně:

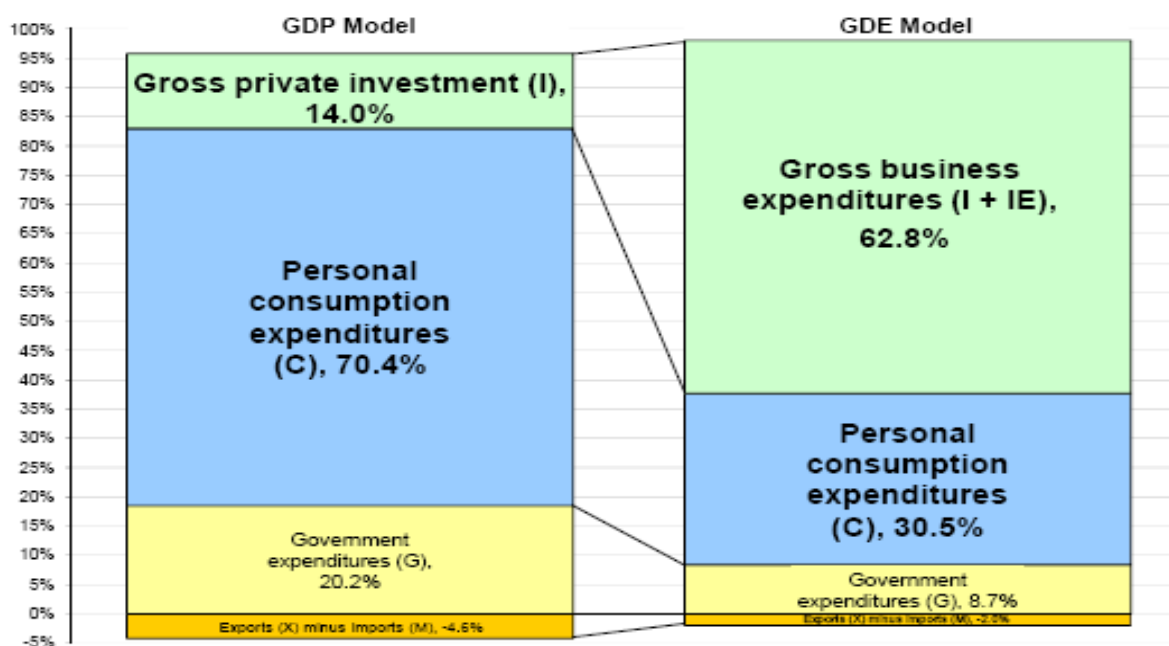
$$\text{HDV} = \text{IE} + \text{HDP}.$$

HDP v rámci ekonomické výkonnosti měří pouze spotřebu vlád, podniků a domácností. Je to odůvodňováno tím, že pokud by byly zahrnuty i ostatní stupně, došlo by k tzv. chybě dvojího či trojího započtení, neboť hodnoty statků z předchozích stupňů jsou zahrnuty v hodnotě statku finálního. Skounsen však poznamenává, že chce-li firma zvýšit přidanou hodnotu určitého statku, musí zvýšit své investice na pořízení daného statku i všechny následné činnosti s ním spojené a to nehledě na stádium rozpracování daného statku.⁷⁷ S prvními údaji o hrubém domácím výstupu je možné se setkat v knize Marka Skounsena *The Structure of Production*. "Hrubý národní výstup byl v roce 1982 téměř jednou takový, než hrubý národní produkt. Zcela jiná byla také struktura tohoto ukazatele. Spotřeba, která měla v roce 1982 v HDP váhu 66%, měla v tomtéž roce v HDV váhu pouze 34%. Podnikové výdaje v hrubém národním výstupu zahrnují nejen hrubé soukromé investice, ale také meziprodukty a v rámci

⁷⁷ SKOUNSEN, Mark: *Gross Domestic Expenditures (GDE): the Need for a New National Aggregate Statistic*, Economics Working Paper No.113, Centre for Comparative Economics, 11/2010, přístup z internetu: http://www.ssees.ucl.ac.uk/publications/working_papers/wp113.pdf

HDV jsou největším sektorem s váhou 56%. V HDP měla podobná položka pouze 14% zastoupení. Vládní výdaje poté reprezentují pouze 11% HDV."⁷⁸

Problém nadhodnocení spotřeby se netýká pouze americké ekonomiky, jde o problém konstrukce ukazatele. Při výpočtu HDP má na jeho vývoj jednoznačně nejsilnější vliv spotřeba i v ostatních zemích. V USA váha spotřeby dosahuje téměř 70% HDP, ve Velké Británii je to 65%, v Německu a Japonsku poté 58% HDP.⁷⁹ Tato mýlka ohledně nadhodnocení spotřeby pak způsobuje rozsáhlé chyby také v krocích hospodářské politiky, neboť nositelé hospodářsko-politických rozhodnutí snažící se navýšit ukazatel hospodářské výkonnosti, jsou nuceni přistoupit ke krokům podporujícím spotřebu. Ostatní opatření by totiž HDP, symbolizující úspěšnost ekonomiky, příliš neovlivnila. Váhy jednotlivých sektorů se samozřejmě mění v čase. Následující obrázek č. 3.6 ilustruje nejaktuálnější rozložení vah obou zmíněných ukazatelů, tedy HDP (GDP) a HDV (GDE). Z nových čísel je patrné, že v HDV v čase poklesla váha spotřeby a vládních výdajů. Naopak vzrostla váha hrubých podnikových výdajů, které z převážné většiny tvoří právě meziprodukty.



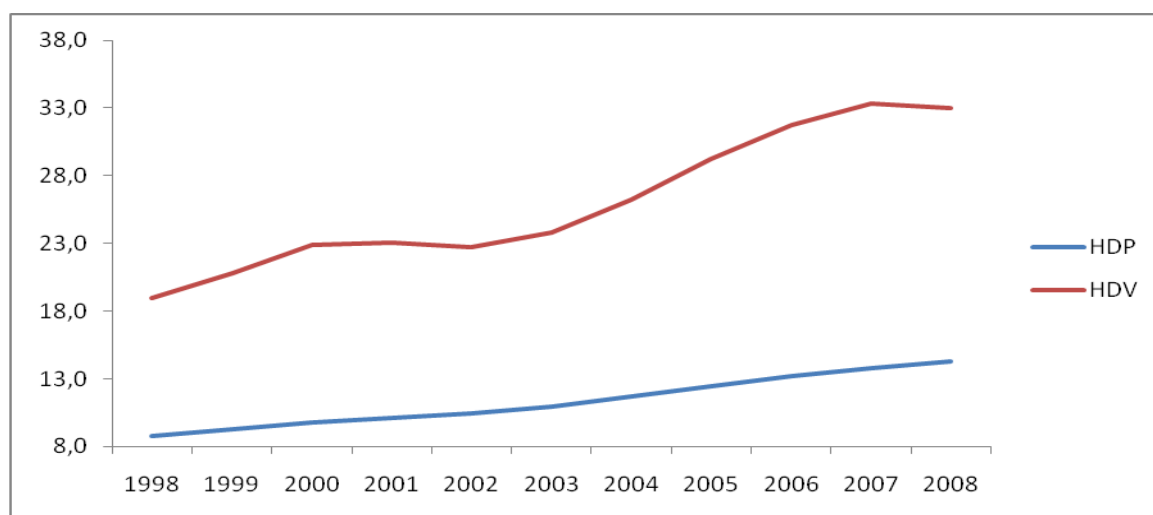
Obrázek 3.6: Váhy jednotlivých sektorů v rámci hrubého domácího produktu a hrubého domácího výstupu
Zdroj: SKOUNSEN, Mark: Centre for Comparative Economics, str., 24

⁷⁸ SKOUNSEN, Mark: The Structure of Production, New York University 1990, str. 192, ISBN 0-8147-7895-X

⁷⁹ SKOUNSEN, Mark: Gross Domestic Expenditures (GDE): the Need for a New National Aggregate Statistic, Economics Working Paper No.113, Centre for Comparative Economics, 11/2010, str. 7, přístup z internetu: http://www.ssees.ucl.ac.uk/publications/working_papers/wp113.pdf

Podíváme-li se na váhy obou ukazatelů, můžeme Skounsenův ukazatel považovat za daleko realističtější popisující skutečnou strukturu ekonomiky. Z odlišného rozložení vah se dá také usuzovat, že HDV bude daleko více fluktuovat kolem svého trendu, než HDP.

K ilustraci rozdílného objemu a volatility těchto dvou ukazatelů slouží následující graf č. 3.7. Z něj plyne několik skutečností. HDV je ukazatel daleko volatilnější. Mark Skounsen dokonce tento rozdíl kvantifikuje. Podle jeho výzkumu se v průběhu historie ukázalo, že HDV je dokonce 3,66x volatilnější, než široce rozšířený ukazatel HDP⁸⁰. Jelikož se tedy jedná o ukazatel citlivěji reagující na vývoj ekonomiky, je jistě vhodnějším ukazatelem pro účely makroekonomické analýzy, než používaný ukazatel HDP. Z obrázku je také patrné, že se jedná o ukazatel zohledňující větší objem výstupu, který navíc v průběhu času roste rychleji, než HDP. Zatímco v roce 1998 se oba ukazatele lišily o přibližně 10 bilionů, v roce 2008 to bylo již o téměř 20 bilionů dolarů.



Obrázek 3.7: **Porovnání velikosti a volatility HDP a HDV, v mld. USD**

Zdroj: Centre for Comparative Economics

Začlenění HDV do makroekonomické analýzy a jiných národních statistik může být podle Skounseny velmi jednoduché, neboť se jedná o jakýsi předstupeň HDP. HDV lze tedy rozložit na HDP + IE, poté následují již používaná členění na ukazatele čistého národního produktu, národního příjmu, osobního příjmu a podobně.

Skounsenův úspěšný pokus o konstrukci ukazatele, který by zohledňoval vývoj hospodářského růstu ve všech fázích výroby, respektive, který by realističtěji zaznamenával

⁸⁰ SKOUNSEN, Mark: Gross Domestic Expenditures (GDE): the Need for a New National Aggregate Statistic, Economics Working Paper No.113, Centre for Comparative Economics, 11/2010, přístup z internetu: http://www.ssees.ucl.ac.uk/publications/working_papers/wp113.pdf

skutečný hospodářský vývoj, mně vnikl myšlenku, že podobný ukazatel je nutné konstruovat i v rámci výpočtu cenové hladiny.

5.2.3 Konstrukce kompozitního cenového indexu

V následné a zároveň poslední části práce se tedy pokusím zkonstruovat kompozitní cenový ukazatel, který by zachytil co největší množství vzrůstajících cen aktiv v důsledku úvěrové expanze. A to od nejdálkových fází výroby až po spotřebu. Pro jeho konstrukci a následný výpočet pro USA využiji již stávajících cenových ukazatelů. Ty následně upravím váhami vycházejícími z vah Skousenem používaných pro výpočet HDV. Do výpočtu kompozitního cenového ukazatele zahrnu existující indexy měřící vývoj cen na komoditním trhu, na trhu nemovitostí, dále indexy mapující ceny akcií, průmyslového zboží i ceny spotřebitelské. Pro výpočet kompozitního cenového ukazatele tedy využiji následující ukazatele: Consumer price index (CPI) pro zohlednění změn cenové hladiny u spotřebních statků, Production Price Index (PPI) pro výrobu měřící vývoj cen průmyslového zboží, Standard & Poors 500 index (S&P 500) pro zahrnutí vývoje cen akcií, Case-Shiller Home Price Indices index (C-S HPI) mapující vývoj cen rezidenčních nemovitostí a Goldman Sachs Comodity Index (GSCI) pro zohlednění vývoje cen komodit.

Nejprve stručně popíši jednotlivé cenové ukazatele. O CPI i PPI jsem se již v této kapitole zmiňoval. S&P 500 je index mapující cenový vývoj akcií čítající 500 nejčastěji obchodovatelných společností na americkém trhu. Tyto firmy jsou obchodovatelné na jedné ze dvou největších amerických burz tedy na NYSE či NASDAQ. Vzhledem ke své komplexnosti a dostupnosti se jedná o ideální index pro účely výpočtu kompozitního cenového ukazatele. Case-Shiller Home Price Indices je index sloužící jako hlavní měřítko změn cen rezidenčních nemovitostí v USA. Existují různé typy tohoto ukazatele podle rozsahu měření. Pro konstrukci komplexního cenového ukazatele použiji S&P Case-Shiller 10-City Home Price Index. Jedná se o index měřící vývoj cen nemovitostí v 10 největších amerických městech. Goldman Sachs Comodity Index je ze všech indexů nejméně známý, proto jeho strukturu znázorním v následující tabulce č. 3.1.

Jedná se zřejmě o nejrozšířenější index měřící vývoj cen komodit.

Tabulka 3.1: S&P GSCI™ Komponenty a váhy

Komponenty	Váhy
Energie	78%
Průmyslové kovy	6%
Vzácné kovy	2%
Zemědělství	11%
Živá zvířata	3%

Zdroj: Goldman Sachs

Další otázkou, kterou budu nucen před konstrukcí kompozitního cenového indexu vyřešit, je otázka vah, které v něm přisoudím jednotlivým sektorům. V ideálním případě by tyto váhy měly korespondovat s váhami jednotlivých sektorů v rámci celé ekonomiky, respektive s váhami toho nejlepšího ukazatele pro měření hospodářského růstu. Z HDP vycházet nemohu, neboť se jedná o ukazatel, kde je velmi nadhodnocena váha spotřeby na úkor ostatních. Vhodným ukazatelem k těmto účelům je hrubý domácí výstup. Budu tedy vycházet z vah Skounsenova hrubého domácího výstupu, které si pro své potřeby trochu upravím. Ačkoliv se pokusím určit váhy co nejpřesněji, bude se spíše jednat o můj vlastní odhad konfrontovaný s vahami HDV v USA v roce 2008, viz. obrázek č. 3.6.

Smyslem této kapitoly, zabývající se konstrukcí kompozitního cenového ukazatele, však není ani tak vypočítat přesná čísla mapující vývoj komplexního cenového ukazatele v USA, jako zkonstruovat takový cenový ukazatel, který zohledňuje všechna stádia výroby, aniž by byl ovlivněn nadhodnocenou vahou spotřeby, respektive zkonstruovat cenový ukazatel, který doposud není k dispozici. Jeho zpřesnění či mírná úprava může být předmětem jiné práce. Následující tabulka shrnuje všechny důležité informace, které jsou pro konstrukci kompozitního cenového ukazatele nutné.

Tabulka 3.2: Údaje potřebné pro konstrukci komplexního cenového ukazatele

Sektor	Index	Výpočet	Váha
Spotřeba	CPI	% změna	30%
Výroba	PPI	% změna	50%
Nemovitosti	C-S HPI	% změna	10%
Finanční aktiva	S&P 500	% změna	5%
Komdity	GSCI	% změna	5%

Výpočet kompozitního cenového ukazatele by tedy vypadal následovně:

$$\text{Kompozitní cenový ukazatel} = (\% \text{změna CPI} \times 0,3) + (\% \text{změna PPI} \times 0,5) + (\% \text{změna C-S HPI} \times 0,1) + (\% \text{změna S\&P 500} \times 0,05) + (\% \text{změna GSCI} \times 0,05)$$

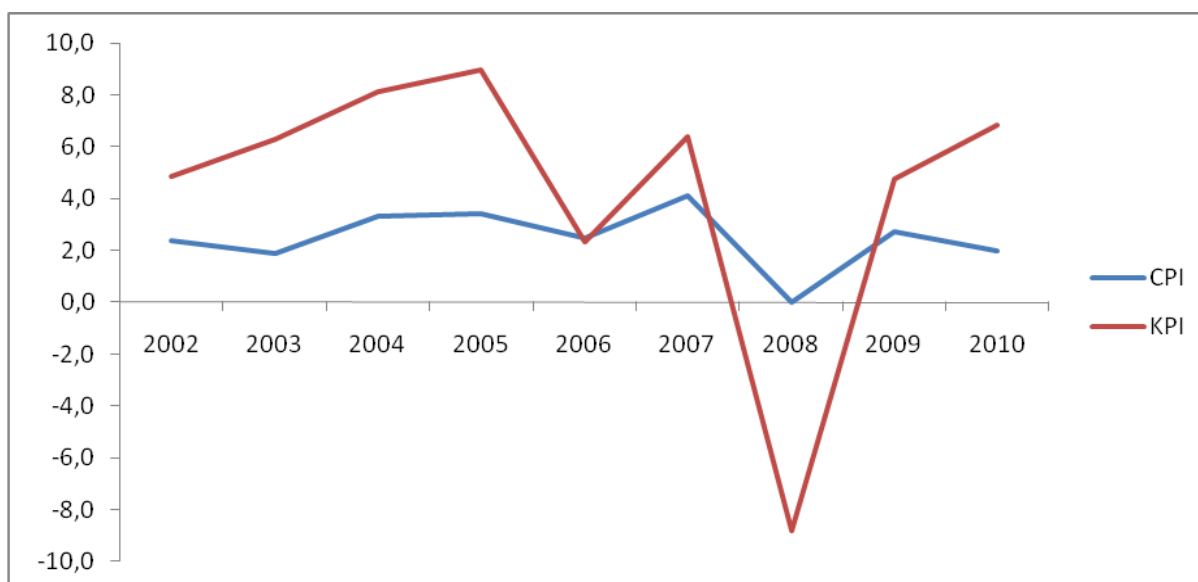
Konkrétní výpočet kompozitního cenového indexu pro ekonomiku USA mezi léty 2002-2010 je uveden v následující tabulce.

Tabulka 3.3: Výpočet komplexního cenového ukazatele v USA za léta 2002-2010

Rok	Vývoj jednotlivých ukazatelů					Zohlednění vah					KPI
	CPI	PPI	C-S	SaP	GSCI	CPI	PPI	C-S	SaP	GSCI	
2002	2,4	3,7	15,0	-23,4	39,5	0,7	1,9	1,5	-1,2	2,0	4,9
2003	1,9	5,0	13,5	26,3	10,8	0,6	2,5	1,4	1,3	0,5	6,3
2004	3,3	7,7	18,7	9,0	19,3	1,0	3,9	1,9	0,5	1,0	8,1
2005	3,4	8,5	15,9	3,0	38,8	1,0	4,3	1,6	0,2	1,9	9,0
2006	2,5	1,7	0,1	13,6	0,3	0,8	0,9	0,0	0,7	0,0	2,3
2007	4,1	7,9	-9,9	3,5	40,6	1,2	4,0	-1,0	0,2	2,0	6,4
2008	0,0	-4,3	-19,3	-38,5	-56,7	0,0	-2,2	-1,9	-1,9	-2,8	-8,8
2009	2,7	4,2	-2,5	23,5	18,7	0,8	2,1	-0,3	1,2	0,9	4,8
2010	2,0	6,6	-1,2	12,8	48,7	0,6	3,3	-0,1	0,6	2,4	6,9

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis a Econstats, vlastní výpočet - uvedené hodnoty se vztahují k prosinci daného roku

Převědeme-li čísla z druhého sloupce tabulky (CPI) a posledního sloupce (kompozitní cenový index), dostaneme následující graf č. 3.8.



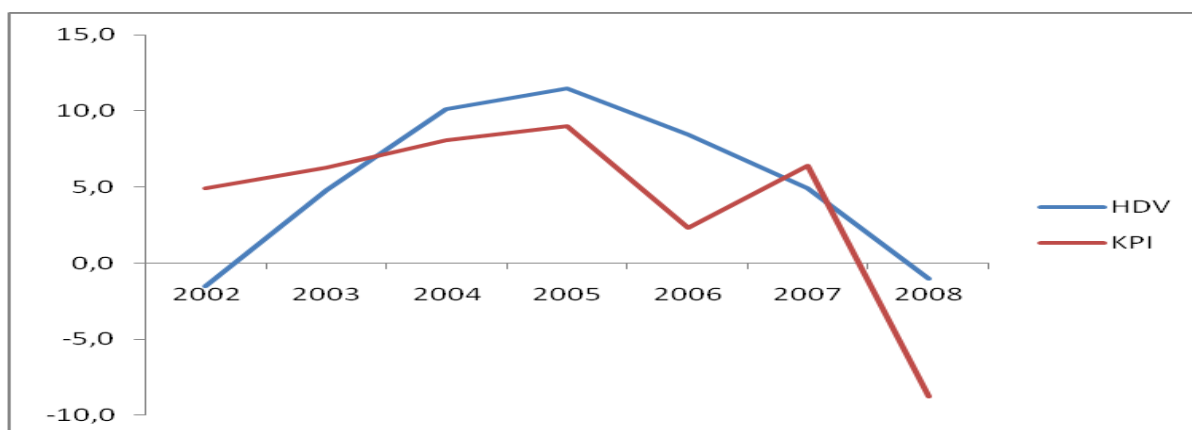
Obrázek 3.8: Srovnání vývoje kompozitního cenového ukazatele a vývoje indexu spotřebitelských cen, v %

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis a Econstats, vlastní výpočet

Z něj je zcela zřejmé, že jsem vytvořil kompozitní cenový ukazatel, který reaguje mnohem citlivěji na množství peněz v ekonomice, respektive na monetární politiku FEDu, než oficiální cenový ukazatel CPI. Podíváme-li se na vývoj jednotlivých let, je patrné, že po reakci FEDu na prasknutí dot.com bubliny, respektive po aplikaci silné monetární expanze FEDu po roce 2001, začal kompozitní cenový ukazatel rychle růst. Z podobné úrovně jako CPI v roce 2002, se kompozitní cenový ukazatel do roku 2005 v důsledku úvěrové expanze vyšplhal téměř o 6% výše, než oficiální cenový ukazatel CPI. V polovině roku 2004 FED zareagoval na rostoucí nerovnováhy na trhu restriktivní monetární politikou, která trvala do poloviny roku 2006. Kompozitní cenový index opět ihned na tento vývoj reagoval, jeho růst poklesl o téměř 7% oproti roku 2005. Vývoj CPI rostoucí úrokové míry téměř vůbec nezaznamenal.

Počátkem roku 2007 se v americké ekonomice začaly projevovat již nepřehlédnutelné prvky recese. FED reagoval snížením úrokových sazeb, čímž se pokusil recesi znovu odvrátit. S počátečním poklesem úrokových sazeb, respektive rostoucím množstvím peněz v ekonomice, začal kompozitní cenový ukazatel nejprve růst opět daleko silněji než CPI. V roce 2007 však nad vlivem monetární expanze převládla přítomnost recese, která se pokusila prostřednictvím svého očištného procesu nadhodnocené ceny aktiv dostat zpět na reálnou úroveň. To se v jisté míře také stalo. V roce 2008 poklesl kompozitní cenový ukazatel na úroveň -8,8%, přičemž ještě v předcházejícím roce rostl o 6,4%. Jak už jsem se o tom v této práci několikrát zmínil, očištný proces byl poté ukončen aplikací bezprecedentně silné monetární expanze, kterou podpořila fiskální expanze podobného rozsahu. Očištný proces recese tak byl oddálen, nadhodnocené ceny některých aktiv nepoklesly, naopak nadbytečné množství peněz v ekonomice v současnosti vede k jejich dalšímu růstu. Kompozitní cenový index již koncem roku 2010 vykazoval téměř 7% nárůst. Největší množství peněz proudilo do komodit, index GSCI koncem roku 2010 vzrostl meziročně téměř o 50%. Komodity se tak staly bezpečným přístavem pro investory. Není divu, neboť ceny nemovitostí stále zaznamenávají pokles a ani u akcií není budoucí růst nikterak jistý.

Další graf č. 3.9 poukazuje na velmi podobný vývoj kompozitního cenového ukazatele a Skounsenova hrubého domácího výstupu, a to ačkoliv jde o ukazatele počítající vývoj odlišných makroekonomických veličin, tedy ukazatel cenový a ukazatel hospodářské výkonnosti. Důvodem je fakt, že oba tyto ukazatele zohledňují všechny fáze výroby.

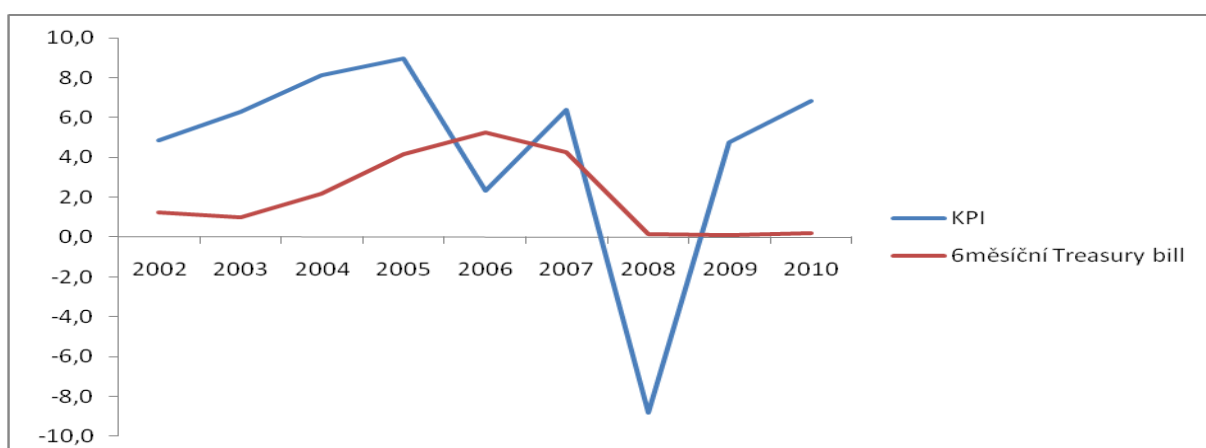


Obrázek 3.9: Srovnání vývoje kompozitního cenového vývoje a HDV, v %

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis, Econstats, Centre for Comparative Economics, vlastní výpočet

Jak jsem se o tom již zmínil, předností Skounsenova hrubého domácího výstupu je bez pochyby fakt, že se jedná o ukazatel 3,66x volatilnější, než ukazatel HDP, tedy ukazatel, který velmi citlivě reaguje na vývoj ekonomiky a jednotlivé fáze hospodářského cyklu. Jedná se tak o ukazatel reálněji zachycující skutečný stav ekonomiky a tedy o ukazatel vhodnější k analýze hospodářského cyklu. Podíváme-li se na předchozí graf č. 3.9, je zřejmé, že kompozitní cenový index, který jsem zkonstruoval, je ještě volatilnější než HDV a tedy ještě vhodnější pro analýzu hospodářského cyklu a pro účely tvorby monetární politiky.

Aby bylo zřejmé, jak moc kompozitní cenový ukazatel koreluje s monetární politikou FEDu, tedy jak množství peněz dané výší úrokových sazeb rychle a silně ovlivňuje kompozitní cenový ukazatel, uvádím níže ještě graf znázorňující vývoj kompozitního cenového ukazatele spolu s vývojem úrokových měr v USA.



Obrázek 3.10: Znázornění korelace mezi vývojem kompozitního cenového ukazatele a úrokových sazeb, v %

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis, Econstats, vlastní výpočet

Z grafu je patrné, že kompozitní cenový ukazatel reagoval na razantní pokles úrokových měr, v blízkém časovém horizontu v řádu několika měsíců, velmi silným nárůstem (období mezi léty 2001 - 2005, 2006 - 2007, 2008 - 2010). Naopak na růst úrokových měr (roky 2004 - 2006) a na zahájení očištného procesu recese (rok 2008) reagoval silným propadem.

Z posledních tří grafů je tedy zřejmé, že kompozitní cenový ukazatel, který jsem vytvořil, velmi rychle a velmi výrazně reaguje na kroky monetární politiky FEDu. Zároveň se jedná o velmi volatilní index, který silně reaguje na vývoj hospodářského cyklu. Průkazný je zejména výrazný pokles kompozitního cenového ukazatele v roce 2008 v důsledku recese až na téměř -9%. Jedná se přesně o dvě nutné vlastnosti, které musí mít cenový ukazatel, od kterého se odvíjí rozhodování představitelů centrální banky o změnách úrokových sazeb a dalších krocích monetární politiky.

Vývoj cenového indexu by měl korelovat s kroky monetární politiky a být tak jakousi brzdou pro neomezené pumpování peněz do ekonomiky. V případě, že cenový ukazatel na vývoj množství peněz v ekonomice příliš nereaguje, pak je takový ukazatel pro účely monetární politiky nevhodný. To je případ CPI i jádrové inflace, tedy ukazatelů, které se v současnosti pro účely monetární politiky používají. Tyto cenové ukazatele mají ještě další slabou stránku a tou je již zmíněný fakt, že spotřební koš, pomocí něž se CPI vypočítává, se skládá jen ze spotřebitelských statků. Jak už bylo zmíněno, tak v období boomu rostou ceny zejména ve stádiích vzdálenějších od výroby. Bubliny se tak často projevují v oblastech, jejichž cenový vývoj není zahrnut v oficiálních číslech. Centrální banka tak nemusí reagovat na nárůst cen bublinových aktiv. Svoji nečinnost poté odůvodňuje tím, že se jedná o aktiva, jejichž ceny FED svoji aktivitou nemůže ovlivnit. To však není pravda, neboť množství peněz v ekonomice, které určuje právě FED, ovlivňuje ceny všech aktiv.

Doposud zmíněný vliv vývoje cenových ukazatelů na kroky centrální banky v oblasti monetární politiky státu platí zejména v případě, že centrální banka využívá měnově politického režimu cílování inflace. Ačkoliv FED necílí jen inflaci, má vývoj cenové hladiny velký vliv i na jeho kroky, zejména při stanovování úrokových sazeb. Americký FED je povinen ze zákona vedle inflace ovlivňovat i hospodářský růst. Jeho cíl je tedy duální. Založen na stabilní cenové hladině a maximální zaměstnanosti. Konkrétní cíl měnové politiky není u FEDu tedy nijak definován. To může vést k neprůhlednosti a nepředvídatelnosti jeho kroků. S přistoupením nového guvernéra, Bena Bernankeho, dochází k vzrůstajícímu vlivu vývoje cenové hladiny na kroky monetární politiky FEDu. Ukazatelem nárůstu tohoto vlivu je

daleko větší příklon k využívání jednotlivých prognóz. "Prognózy jsou přitom nepostradatelným aspektem cílování inflace. Prognóza inflace, která bude brát v potaz reakce měnové politiky, by vždy měla skončit u cíle, ať už je explicitně stanoven jako při cílování inflace, anebo jen odráží implicitní preferenci tvůrců měnové politiky."⁸¹ V případě FEDu se tak již dnes jedná o jakýsi implicitně stanovený cíl inflace, nikoliv však o jasně deklarovaný a explicitně stanovený cíl, který je znakem inflačního cílování.

5.2.4 Využití kompozitního cenového indexu pro účely cílování inflace a volný průchod očistného procesu recese jako dva body minimalizující výskyt hospodářských krizí

V této kapitole jsem se zavázal, že se pokusím, kvůli nereálnosti aplikace svobodného bankovníctví navrhnout jistou reformu stávajícího bankovního systému. Tedy reformu dvoustupňového bankovníctví v čele s centrální bankou a komerčním bankovníctvím založeném na částečných rezervách. Tato reforma bude vycházet ze dvou základních závěrů, respektive ze dvou zásadních problémů současného systému, ke kterým jsem v průběhu práce došel. Prvním z nich je fakt, že centrální banky a vlády jednotlivých zemí reagují na přicházející hospodářský propad vždy aplikací silné monetární a fiskální expanze, tedy kroky, které samotný hospodářský propad zavínily. Tím dochází k eliminaci ozdravných účinků očistného procesu recese. Eliminací očistného procesu recese a pumpováním nových peněz do ekonomiky dochází ke kumulaci nerovnováh na trhu. Narůstající diskoordinace následně způsobují častější a hlubší krize. Druhou slabinou současného systému je zaslepenost spotřebou a z ní vycházejícími makroekonomickými ukazateli. Nadhodnocení váhy spotřeby u dnes používaných makroekonomických ukazatelů, vede jak k nepřesné analýze vývoje ekonomické situace, tak k aplikaci chybných kroků hospodářské politiky a pumpování nadbytečných peněz do ekonomiky. Všechny tyto důsledky mají velmi destabilizující vliv na vývoj ekonomiky. Návrh reformy současného bankovního systému se pokusím postavit na dvou jednoduchých pilířích, vyplývajících ze zmíněných problémů.

Pilíře jsou následující:

1) Nositelé hospodářsko-politických opatření by se měli zavázat, že při prvním náznaku recese nebudou zasahovat do fungování trhu a nechají volný průchod očistnému procesu recese.

⁸¹TůMA, Zdeněk: Měnová politika ve 21. století, Česká národní banka 12/2007, přístup z internetu: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/tuma_200711_MP_21-century.pdf

2) Centrální banky by měly přijmout měnově politický režim cílování inflace. Tímto cílem již však nesmí být úzce chápaný cenový ukazatel typu CPI, založený pouze na spotřebních cenách, nýbrž ukazatel zohledňující vývoj cen ve všech stádiích výroby. Tedy buďto zpřesněný kompozitní cenový ukazatel navržený v této práci (váhy tohoto ukazatele jsou pouze odvozeny od vah HDV a neodpovídají tak přesně skutečnosti) či ukazatel podobně konstruovaný. Takovýto ukazatel by měl být také integrován do standardních makroekonomických analýz.

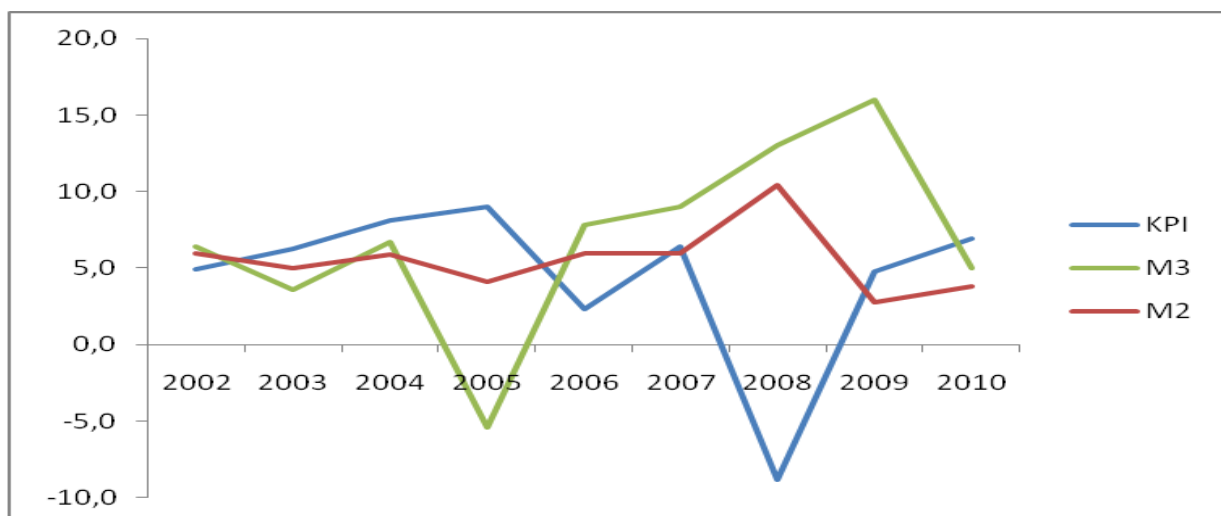
Zkráceně řečeno se jedná pouze o preferenci očištění procesu recese a o aplikaci cílování inflace založeném na široce chápaném cenovém ukazateli. Jedná se tedy o méně ambiciózní změny, zejména v porovnání s bankovní reformou navrhouvanou zastánci svobodného bankovníctví, viz. začátek této kapitoly. I tyto menší změny by však mohly mít některé podobné účinky, jako právě dosud nereálná aplikace svobodného bankovníctví. Podívejme se tedy, jak by navržená reforma asi ovlivnila vývoj americké ekonomiky. Představme si, že by v průběhu roku 2008 vládní autority a FED rozhodly přijmout reformu založenou na uvedených dvou pilířích. FED by tak přijal měnově-politický režim založený na cílování široce chápaného cenového ukazatele a spolu s vládou by se obě autority zavázaly, že nebudou na hospodářský propad již reagovat aplikací monetární a fiskální expanze, respektive že nechají prostor očištěnímu procesu recese.

Krátce po přijetí této reformy by došlo k prohloubení stávající recese. Ta by způsobila razantní pokles cen nadhodnocených aktiv, odstranila by z trhu neefektivní firmy. Jak dlouho by tento očištění proces trval a jak hluboký pokles by vyvolal, je těžké odhadnout. Pravděpodobně by jej zkrátily doprovodné reformy zpružňující trh práce. Touto jedinou recesí by však došlo k odstranění všech, do té doby se pouze kumulujících nerovnováh. Začalo by se vlastně od nuly.

Druhý bod reformy by poté měl zajistit, aby se, co se týče tržních diskoordinací, u nuly také zůstalo. V systému bez cílování kompozitního cenového indexu by opětovně došlo k postupnému hromadění jednotlivých nerovnováh na trhu, neboť by neexistoval žádný mantinel pro pumpování množství peněz centrální bankou do ekonomiky. V případě, že by byla cílována inflace podle CPI či podle jádrové inflace, pak by byl výsledek podobný. Jak ukazuje graf č. 3.1, CPI reaguje jen minimálně na změny množství peněz v ekonomice. Centrální bance, respektive FEDu, by takto stanovený cíl tedy nikterak nesvazoval ruce při jeho snaze pumpovat do ekonomiky nové peníze.

Pokud by se však centrální banka zavázala, že nastaví svoji monetární politiku tak, aby se kompozitní cenový ukazatel pohyboval v pevně stanoveném pásmu, například od -2 do 2%, byla by aktivita centrální banky v oblasti monetární politiky velmi silně omezena. Podíváme-li se na vývoj kompozitního cenového ukazatele v letech 2002 - 2010, je vidět, že tento index mimo recesní rok 2008 neklesl ani jednou pod cílovou hodnotu 2%. Naopak mimo roky 2006 a 2008 se hodnota kompozitního cenového indexu v tomto časovém intervalu pohybovala vždy nad 4%. V roce 2005 dosáhl tento ukazatel dokonce úrovně 9%.

Z těchto čísel je evidentní, že zavedením takto stanoveného inflačního cíle by musela být monetární politika FEDu daleko restriktivnější než doposud. Z důvodu již zmíněné velmi silné volatility kompozitního cenového ukazatele by navíc musela být monetární politika FEDu velmi stabilní a na jakémkoliv překročení stanoveného cílového pásma by muselo být reagováno velmi mírnými změnami množství peněz v ekonomice, neboť komplexní cenový ukazatel na množství peněz v ekonomice reaguje velmi silně. To dokazuje následující graf č. 3.11 znázorňující vývoj kompozitního cenového ukazatele a peněžních agregátů M2 a M3. Korelace je značná zejména se širším peněžním agregátem M3.

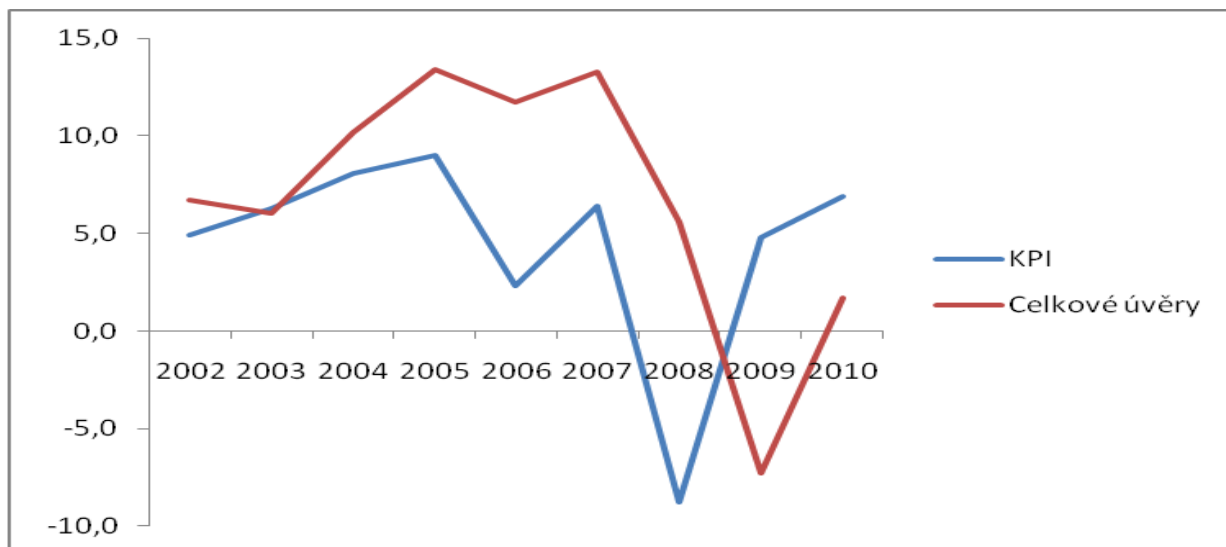


Obrázek 3.11: Porovnání vývoje kompozitního cenového ukazatele a peněžních agregátů M2 a M3, v %
Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis, Econstats, vlastní výpočet, Shadow Government Statistics

Vývoj amerického měnového agregátu M3 se bohužel od roku 2006 již nezveřejňuje. Uvedená čísla jsou tak pouhým odhadem.⁸² I přesto je vidět, že kompozitní cenový index reagoval na množství peněz v ekonomice velmi rychle. Je tedy evidentní, že ukotvení monetární politiky FEDu pomocí kompozitního cenového ukazatele by znemožnilo aplikaci

⁸² WILIAMS, John: Shadow Government Statistics: Analysis Behind and Beyond Government Economic Reporting, přístup z internetu: http://www.shadowstats.com/alternate_data/money-supply-charts

dlouhodobé monetární expanze a tedy i expanze úvěrové, čímž by se omezil výskyt hospodářských cyklů. To dále potvrzuje následující graf č. 3.12.



Obrázek 3.12: Srovnání vývoje kompozitního cenového indexu a celkových úvěrů, v %

Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis, Econstats, vlastní výpočet

Na něm je zcela patrné, že monetární expanze se dříve projeví ve vývoji kompozitního cenového indexu než v úvěrové expanzi. Tento graf je zcela zásadní obhajobou užitečnosti cílování kompozitního cenového ukazatele centrální bankou. V průběhu této práce jsme totiž došli k závěru, že jedinou příčinou hospodářského cyklu může být pouze monetární a následná úvěrová expanze. Graf č. 3.12 znázorňuje, že kompozitní cenový ukazatel se ve sledovaném období vyvíjí naprosto shodně jako celkové množství úvěrů v ekonomice, pouze s přibližně ročním předstihem. Časová posloupnost důsledků monetární expanze je tedy následující: v důsledku aplikace monetární expanze centrální bankou dojde nejprve k růstu množství peněz v ekonomice, to následně povede k růstu kompozitního cenového ukazatele a až poté poroste množství poskytovaných úvěrů v ekonomice. Z toho plyne jasný závěr, že ukotvením kompozitního cenového ukazatele dojde zároveň k ukotvení množství poskytovaných úvěrů. Jinak řečeno, cílování kompozitního cenového indexu centrální bankou by znemožnilo vznik úvěrové expanze, neboť centrální banka by na výkyv kompozitního cenového ukazatele musela reagovat změnou monetární politiky, čímž by zabránila budoucímu výkyvu množství úvěrů v ekonomice.

Aplikací těchto dvou menších změn hospodářské politiky by podle výše uvedené argumentace logicky došlo k výraznému omezení vzniku hospodářských cyklů a ke stabilnímu cenovému i hospodářskému vývoji. Aplikaci oněch dvou opatření, jejichž důsledky jsem rozvedl výše,

jsem označil za méně ambiciózní změny. To proto, že nečinnost vlád a centrálních bank při hospodářském poklesu by rozhodně nebyla těžko technicky realizovatelná a že cílování inflace je dnes nejčastěji využívaným měnově-politickým režimem, o jehož zavedení se již uvažuje i v USA. Jeho realizace je zde možná už jen proto, že současný guvernér FEDu je příznivcem tohoto měnově-politického režimu.⁸³ U druhého navrhovaného opatření by tedy byla hůře prosaditelná spíše změna typu cenového ukazatele, který slouží jako inflační cíl, než samotná změna měnově-politického režimu.

Technicky vzato se tedy jedná opravdu o změny menší. V otázce jejich realizace jsem však opět mírně skeptický. Nositelé hospodářsko-politických opatření by totiž jejich aplikací ztratili velkou část svého vlivu. Možnost ovlivnění množství peněz v ekonomice ze strany centrálních bankéřů by bylo minimální. Stát by nemohl těžit z výhod vysoké inflace, neboť inflace, tak jak ji známe dnes, by takřka neexistovala. Moc vlády by v průběhu času klesala, neboť z důvodu preference očistného procesu by vláda nemohla využívat záklopkového efektu k nárůstu svých pravomocí. Navíc by došlo k jakési degradaci některých vládních organizací a FEDu, neboť by vyšlo najevo, že všechna snaha, kterou věnovaly prevenci vzniku hospodářského cyklu a odstranění následků recese, byla naprosto kontraproduktivní.

Jak jsem se již zmínil, funkce centrální banky by aplikací těchto opatření byla výrazně omezena. Časem by bylo zřejmé, že toto omezení možnosti zasahování centrálních bankéřů do trhu má na vývoj hospodářství spíše pozitivní vliv. Po aplikaci této reformy by si tak veřejnost možná uvědomila, že existence centrální banky není tak úplně nutná, jak se domnívala. Mohla by se tak otevřít otázka jejího zrušení. Aplikace reformy, kterou jsem nastínil, by tak do jisté míry mohla sloužit jako předstupeň bankovní reformy směřující ke svobodnému bankovníctví.

Oba dva zmíněné návrhy jsou ve shodě s myšlením rakouské školy. U preference očistného procesu recese je to evidentní. U cílování široce chápaného cenového ukazatele se tak na první pohled nezdá, neboť samotné cílování inflace nebo podobné kroky vedoucí k stabilizaci cenové hladiny jsou často rakouskými ekonomy chápány jako ospravedlnění oficiálně mírné inflace a hromadění peněz v ekonomice. Tyto námitky se ovšem nemohou týkat kompozitního cenového ukazatele, jehož samotná existence ukončí zastírání skutečného stavu vývoje cenové hladiny. Cílování tohoto cenového ukazatele zohledňujícího všechna stádia výroby by

⁸³ BERNANKE, B. - MISHKIN, F.: Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?, National Bureau of Economic Research, Cambridge, leden 2007, přístup z internetu <https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/w5893.pdf>

naopak vedlo k odstranění problémů spojených s nárůstem peněz v ekonomice a následnou vysokou inflací. Z důvodu velice omezené působnosti centrální banky v otázkách měnové politiky by v případě cílování kompozitního cenového ukazatele byla znemožněna aplikace dlouhodobé monetární expanze, která je podle rakouské teorie hospodářského cyklu jedinou příčinou všech hospodářských cyklů.

K aplikaci těchto opatření však může dojít zřejmě až poté, co bude rakouská teorie hospodářského cyklu začleněna do mainstreamové ekonomie, ze které kroky hospodářské politiky do značné míry vycházejí. V současné době, v důsledku probíhající finanční krize, dochází k nárůstu zájmu o rakouskou teorii hospodářského cyklu. K jejímu začlenění do učebnic ekonomie bude však zapotřebí hodně času a především snahy zastánců rakouské školy vysvětlit jedinečnost a nenahraditelnost této teorie. Pevně doufám, že i tato diplomová práce je jedním z možných střípků do mozaiky tohoto snažení.

6. Závěr

V první kapitole diplomové práce jsem předložil teoretický koncept založený na rakouské teorii hospodářského cyklu, kterou jsem dále doplnil o přístup Hymana Minského a přístup behaviorální ekonomie. Na jejich základě jsem následně identifikoval příčiny i mechanismy šíření současné finanční krize. Jejich správnost jsem ilustroval na vývoji jednotlivých ekonomických ukazatelů v USA v letech 1990 - 2010. Na základě analýzy současné finanční krize jsem poté došel k závěru, že jedinou prvotní příčinou této krize byla dlouhodobá expanzivní monetární politika FEDu, čímž jsem potvrdil závěry rakouské teorie hospodářského cyklu.

Nadměrné množství peněz vytvořené jednotlivými koly monetární expanze proudilo ve formě levných úvěrů především do preferovaných trhů, kde se vytvářely největší bubliny. Tyto preferované trhy vznikaly na základě mediálního zájmu a zejména pak na základě vládních preferencí, které ovlivňovaly investiční rozhodování jednotlivých ekonomických subjektů. V průběhu analyzovaného období tímto způsobem došlo v USA k nafouknutí technologické bubliny a poté bubliny nemovitostní. Po jejich nevyhnutelném prasknutí následovala ekonomická recese.

Reakce nositelů hospodářsko-politických rozhodnutí na ekonomický propad byla v průběhu analyzovaného období vždy založena zejména na expanzivní monetární a expanzivní fiskální politice. Tím docházelo k eliminaci očistného procesu recese a tedy oddálení řešení samotné krize. Stejně tak tomu je během finanční krize současné. V důsledku současné bezprecedentně expanzivní hospodářské politiky nejenže nedošlo k odstranění jednotlivých nerovnováh na trhu, počet tržních diskoordinací bude v budoucnu naopak dále růst. Jinými slovy, prostřednictvím současné fiskální a zejména monetární expanze bylo k léčení krize použito pouze téhož a ještě zvýrazněného stimulu, který samotnou krizi vyvolal. To podle rakouské teorie hospodářského cyklu může vést pouze k budoucí a ještě hlubší krizi.

Příliš expanzivní monetární politika byla během analyzovaného období do značné míry umožněna oficiálními cenovými ukazateli, v nichž se nijak výrazně neprojevovalo narůstající množství peněz v ekonomice. Makroekonomické ukazatele typu CPI ale i HDP jsou vládními autoritami využívány zcela záměrně, ačkoliv jejich vypovídající hodnota je minimální. Jedná se o ukazatele založené na spotřebě, která je v průběhu času velmi stabilní. Logicky tak i vývoj těchto ukazatelů musí být stabilní. Pro vládní autority, jejichž cílem je udržovat mírnou

a stabilní inflaci a stabilní ekonomický růst bez hlubších propadů, jsou tyto makroekonomické ukazatele ideální volbou. Tím ovšem dochází k dezinformování veřejnosti. Například v roce 2005 se lidé z cenového ukazatele CPI dozvěděli, že míra inflace je mírně nad třemi procenty, přičemž skutečná inflace se pohybovala na úrovni devíti procent. Pro vládní autority opět ideální stav, neboť oficiální čísla týkající se míry inflace se pohybují v přiměřených hodnotách, přičemž vláda těží z vysoké skutečné inflace, která je pro ostatní neviditelná.

Pro účely proticyklické funkce monetární politiky FEDu je však využívání CPI a podobně konstruovaných cenových ukazatelů zcela nevhodné. Důvodem je fakt, že odráží pouze minimum důsledků uměle vytvořené úvěrové expanze. To následně umožňuje centrální bance dlouhodobě udržovat monetární expanzi, na jejímž základě vzniká hospodářský cyklus.

V průběhu poslední kapitoly jsem se proto zabýval konstrukcí cenového ukazatele, který by zohledňoval vývoj cen ve všech stádiích výroby až po spotřebu a vyjadřoval tak skutečnou míru inflace. Zkonstruoval jsem kompozitní cenový ukazatel pro USA, vycházející ze současných cenových indexů měřících vývoj cen vždy jen v jediném stádiu výroby. Pro určení vah jednotlivých sektorů jsem použil Skousenův ukazatel hrubého domácího výstupu, který měří ekonomickou výkonnost americké ekonomiky a též zohledňuje vývoj všech stádií výroby.

V poslední kapitole jsem dokázal, že mnou zkonstruovaný kompozitní cenový ukazatel rychle a velmi výrazně reaguje na množství peněz v ekonomice a velmi volatilně se vyvíjí také s fází hospodářského cyklu. Výsledná míra inflace je tak v podání kompozitního cenového ukazatele v době boomu výrazně vyšší než u CPI a v době recese výrazně nižší. V závěru poslední kapitoly jsem pomocí dat dokázal, že kompozitní cenový index ve sledovaném období reagoval na vývoj množství peněz v ekonomice naprosto shodně jako celkové množství úvěrů v ekonomice, pouze s přibližně ročním předstihem. Přijmeme-li tezi, že jedinou možnou příčinou vzniku hospodářského cyklu je dlouhodobá monetární, respektive úvěrová expanze, pak výše zmíněný závěr implikuje možnost a nutnost značného využití kompozitního cenového indexu pro účely monetární politiky.

Na základě této skutečnosti jsem navrhl využití kompozitního cenového ukazatele pro účely měnově-politického režimu cílování inflace a zavedení tohoto měnově-politického režimu do praxe monetární politiky FEDu. Díky vlastnostem kompozitního cenového indexu by v případě jeho cílování byly možnosti dosavadní monetární politiky velmi limitovány. Aplikace dlouhodobé monetární expanze, respektive expanze úvěrové, by byla prakticky nemožná,

čímž by se výrazně omezil výskyt hospodářských cyklů. Doporučil jsem dále doplnit tento bod přijetím závazku, který by vládním autoritám při prvním náznaku recese zakazoval zasahovat do fungování trhu, čímž by byl nechán volný průchod očištnému procesu recese. Tím by došlo k odstranění jednotlivých nerovnováh na trhu, které by následně díky cílování kompozitního cenového ukazatele již v takové míře dále ani nevznikaly.

Literatura:

Knižní monografie:

- AKERLOF, George A. - SHILLER, Robert J.: Animal Spirits, Princeton University Press 2009, ISBN 978-0-691- 14233-3
- DE SOTO, H. J.: Peníze, bankovníctví a hospodářské krize, Praha, Liberální institut 2009, ISBN 978-80-86389-54-7
- FRIEDMAN, Milton a Rose: Svoboda volby, Praha, Liberální institut 1992, ISBN 80-85467-85-2
- GILBERT, Daniel: Škobrtnout o štěstí – jak se chytá zlatá muška, Praha, Dokořán 2007, ISBN 978-80-7363-127-7
- HAYEK, F. A.: Soukromé peníze: Potřebujeme centrální banku? Praha, Liberální institut 1999, ISBN 80-902701-1-5, přístup z internetu: http://www.libinst.cz/etexts/hayek_penize.pdf
- HAYEK, F. A.: Právo, zákonodárství a svoboda: Nový výklad liberálních principů spravedlnosti a politické ekonomie. Praha, Academia 1994, ISBN: 80-200-0241-3
- HAYEK, F.A., Autobiografické rozhovory, Brno, Barrister & Principal 2002, ISBN 80-86598-16-0
- HIGGS, Robert: Politická ekonomie strachu, Praha, Liberální institut 2006, ISBN: 80-86389-43-X
- JEŽEK, Tomáš: Zásady liberálního řádu, Praha, Academia 2001, ISBN: 80-200-0852-7
- JÍLEK, Josef: Finanční trhy a investování, Praha, GRADA Publishing, a.s. 2009, ISBN 978-80-247-1653-4
- JIRÁK, Jan: Masová média, Praha, Portál s.r. o. 2009, str. 197, ISBN 978-80-7367-466-3
- KAHNEMAN, Daniel - TVERSKY, Amos: Choice, Values and Frames, Cambridge, Cambridge University Press 2000, ISBN 0-521-62749-4
- KIRZNER, Israel: Jak fungují trhy, Praha, Liberální institut 1998, ISBN: 80-902270-5-8, přístup z internetu: <http://www.libinst.cz/etexts/kirzner.pdf>
- MERTON R. K.: Studie ze sociologické teorie, Praha, Slon 2000, ISBN 80-85850-92-3

- MINSKY, Hyman: Stabilizing an unstable economy, New York, McGraw-Hill, 2008, ISBN 978-0-07-159299-4
- REVENDA, Zbyněk: Peníze a zlato, Praha, Management Press 2010, ISBN 978-80-7261-214-7
- ROTHBARD, Murray: America's Great Depression, The Ludwig von Mises Institute, ISBN 0-945466-05-6, přístup z internetu: <http://mises.org/rothbard/agd.pdf>
- SHIFF, Peter - DOWES, John: Crasch Proof: Krizi navzdory. Praha, Computer Press, a.s. 2009, ISBN 978-80-251-2365-2
- SHILLER, Rober: Investiční horečka, Praha, Grada Publishing 2010, ISBN 978-80-247-2482-9
- SKOUNSEN, Mark: The Struktura of Production, New York University 1990, ISBN 0-8147-7895-X
- ŠÍMA, Josef: Trh v čase a prostoru, Praha, Liberální institut 2000, ISBN 80-86389-09-X, přístup z internetu: http://www.libinst.cz/etexts/sima_trhvcase.pdf
- TALEB, Nassim Nicholas: The Black Swan - The Impact of the Highly Improbable, London, Penguin Books 2008, ISBN 978-0-141-03459-1
- VON MISES, Ludwig: Lidské jednání – Pojednání o ekonomii, Praha, Liberální institut 2006, ISBN 80-86389-45-6, přístup z internetu: http://www.libinst.cz/etexts/mises_lidske_jednani.pdf
- WOODS, Thomas E. jr., Krach, Praha, Dokořán 2010, ISBN 978-80-7363-273-1

Internetové zdroje:

- BERNANKE, B. - MISHKIN, F.: Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?, National Bureau of Economic Research, Cambridge, leden 2007, přístup z internetu: <https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/w5893.pdf>
- GREENSPAN, Alan: Structural change in the new economy. Before the National Governors' Association, 92nd Annual Meeting, State College, Pennsylvania, 11. 07. 2000, citace 12. 03. 2011, přístup z internetu: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2000/20000711.htm>
- CHARI V. - CHRISTIANO L. - KEHOE P., Facts and Myths about the Financial Crisis of 2008, Working Paper 666, říjen 2008, Federal Reserve Bank of Minneapolis,

citace 30.3.2011, přístup z internetu:
<http://www.minneapolisfed.org/research/wp/wp666.pdf>

- MACHLUP, Fritz: The Consumption of Capital in Austria, Review of Economic Statistics 17, č. 1/1935, citace 31.3.2011, přístup z internetu:
<http://www.jstor.org/pss/1928519>
- MINSKY, Hyman: The Financial Instability Hypothesis, Working Paper No. 74, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College 1992, str. 4, citace 20. 3. 2011, přístup z internetu: <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf>
- SKOUNSEN, Mark: Gross Domestic Expenditures (GDE): the Need for a New National Aggregate Statistic, Economics Working Paper No.113, Centre for Comparative Economics, 11/2010, přístup z internetu:
http://www.ssees.ucl.ac.uk/publications/working_papers/wp113.pdf
- SOJKA, Milan: Máme se ještě bát velké deprese? Seminář Velká hospodářská krize - 75 let od Černého čtvrtku 16. 09. 2004, Centrum pro politiku a ekonomiku, citace 10. 03. 2011, přístup z internetu:
<http://www.cepin.cz/cze/prednaska.php?ID=483%20class>
- ŠÍMA, Josef: Rozvíjející se rakouská tradice - od metodologického individualismu k hodnocení hospodářských politik, Liberální institut, přístup z internetu:
<http://www.libinst.cz/clanky.php?id=568>
- WHITE, William: Modern Macroeconomic Is on the Wrong Track, Finance & Development, International Monetary Fund, 12/2009, citace 15. 2. 2011, přístup z internetu: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2009/12/white.htm>
- TŮMA, Zdeněk: Měnová politika ve 21. století, Česká národní banka 12/2007, přístup z internetu:
http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/tuma_200711_MP_21-century.pdf
- VON MISES, Ludwig: Společenské vědy a přírodní, Terra Libera 1/2005, str. 2, citace 10. 02. 2011, přístup k internetu: http://www.libinst.cz/tl/tl_01_2005.pdf
- WILIAMS, John: Shadow Government Statistics: Analysis Behind and Beyond Government Economic Reporting, přístup z internetu:
http://www.shadowstats.com/alternate_data/money-supply-charts
- Goldman Sachs, S&P GSCI™ Components and Weights, citace 15. 4. 2011, přístup z internetu: <http://www2.goldmansachs.com/services/securities/products/sp-gsci-commodity-index/tables.html>
- The Federal Reserve Bank of St. Louis, Federal Reserve Economic Data, citace 25. 2. 2011, přístup z internetu: <http://research.stlouisfed.org/fred2>

- Board of Governors of the Federal Reserve System, Monetary Policy, přístup z internetu: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy>
- The Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC Insurance Coverage Extension of Temporary Increase in Standard Maximum Deposit Insurance Amount 22. 05. 2009, citace 08. 03. 2011, přístup z internetu: <http://www.fdic.gov/news/news/financial/2009/fil09022.html>
- EconStats, Goldman Sachs Commodity Index, citace 05. 04. 2011, přístup z internetu: http://www.econstats.com/fut/xcmi_ea14.htm

Články v časopisech:

- KLUSÁČEK, Jan: Hazard morálního hazardu, Revue politika 9/2009, citace 10. 3. 2011, přístup z internetu: <http://www.revuepolitika.cz/clanky/1173/hazard-moralniho-hazardu>
- The FED discovers Hyman Minsky, The Economist 7. 1. 2010, citace 20. 3. 2011, přístup z internetu: http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2010/01/the_fed_discovers_hyman_minsky

Novinové články:

- GRIFFITHS, Ian: Buffett sticks to his view that shares are best long-term investment, The Gardien 9. 4. 2009, citace 10. 4. 2011, přístup z internetu: <http://www.guardian.co.uk/business/2009/mar/09/warrenbuffett-dowjones>
- HOLMES, Steven: Fannie Mae Eases Credit To Aid Mortgage Lending, New York Times 30. 09. 1999, citace 20. 03. 2011, přístup z internetu: <http://www.nytimes.com/1999/09/30/business/fannie-mae-eases-credit-to-aid-mortgage-lending.html>
- MADSLIEN, Jorn: Dotcom bubble burst: 10 years on, BBC 9. 4. 2010, citace 20. 02. 2011, přístup z internetu: <http://www.bbc.co.uk/1/hi/business/8558257.stm>
- MCGRANE, Victoria: Obama Signs Financial-Regulation Bill, The Wall Street Journal 21. 07. 2010, citace 09. 03. 2011, přístup k internetu: <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704684604575381120852746164.html>
- LAHART, Justin: In Time of Tumult, Obscure Economist Gains Currency: Mr. Minsky Long Argued Markets Were Crisis Prone; His 'Moment' Has Arrived, The Wall Street Journal, 18.8.2007, citace 30. 3. 2011, přístup z internetu: <http://online.wsj.com/article/SB118736585456901047.html>
- SCHNEIDER Ondřej: Jak Zregulovat Wall Street? Hospodářské noviny 17.4.2008, citace 9. 3. 2011, přístup z internetu: <http://hn.ihned.cz/c1-24088900>

- WEISMAN Jonathan: Congress Approves Stimulus Package. The Washington Post 8. 2. 2008, citace 5. 3. 2011, přístup z internetu:
<http://www.washingtonpost.com/wpdyn/content/article/2008/02/07/AR2008020700630.html>
- In praise of ... Hyman Minsky, The Guardian 22.8.2010, citace 22. 3. 2011, přístup z internetu: <http://www.guardian.co.uk/commentisfree/2007/aug/22/comment.business>
- Krize může být horší než ve 30. letech, tvrdí Obamův poradce. Novinky 21. 02. 2009-Washington, citace 20. 2. 2011, přístup z internetu:
<http://www.novinky.cz/ekonomika/162023-krize-muze-byt-horsi-nez-ve-30-letech-tvrdi-obamuv-poradce.html>
- Krize by na konci roku mohla skončit, tvrdí nejlivnější muž ekonomiky USA. Novinky 24.2.2009-Washington, citace 22. 2. 2011, přístup z internetu:
<http://www.novinky.cz/ekonomika/162291-krize-by-na-konci-roku-mohla-skoncit-tvrdi-nejvlivnejsi-muz-ekonomiky-usa.html>
- Bernard 'Bernie' Madoff, The Telegraph, citace 20. 03. 2011, přístup z internetu:
<http://www.telegraph.co.uk/finance/financetopics/bernard-madoff/>