Eva Kislingerová

PODNIK V ČASECH KRIZE

Jak se nedostat do potíží a jak se dostat z potíží:
zkušenosti ze světové recese let 2007 až 2009

GRADA®

Upozornění pro čtenáře a uživatele této knihy

Všechna práva vyhrazena. Žádná část této tištěné či elektronické knihy nesmí být reprodukována a šířena v papírové, elektronické či jiné podobě bez předchozího písemného souhlasu nakladatele. Neoprávněné užití této knihy bude **trestně stíháno**.

Používání elektronické verze knihy je umožněno jen osobě, která ji legálně nabyla a jen pro její osobní a vnitřní potřeby v rozsahu stanoveném autorským zákonem. Elektronická kniha je datový soubor, který lze užívat pouze v takové formě, v jaké jej lze stáhnout s portálu. Jakékoliv neoprávněné užití elektronické knihy nebo její části, spočívající např. v kopírování, úpravách, prodeji, pronajímání, půjčování, sdělování veřejnosti nebo jakémkoliv druhu obchodování nebo neobchodního šíření je zakázáno! Zejména je zakázána jakákoliv konverze datového souboru nebo extrakce části nebo celého textu, umisťování textu na servery, ze kterých je možno tento soubor dále stahovat, přitom není rozhodující, kdo takovéto sdílení umožnil. Je zakázáno sdělování údajů o uživatelském účtu jiným osobám, zasahování do technických prostředků, které chrání elektronickou knihu, případně omezují rozsah jejího užití. Uživatel také není oprávněn jakkoliv testovat, zkoušet či obcházet technické zabezpečení elektronické knihy.

GRADA®

Copyright © Grada Publishing, a.s.

Copyright © Grada Publishing, a.s.

Prof. Ing. Eva Kislingerová, CSc.

Podnik v časech krize

Jak se nedostat do potíží a jak se dostat z potíží:
zkušenosti ze světové recese let 2007 až 2009

Vydala Grada Publishing, a.s.
U Průhonu 22, 170 00 Praha 7
tel.: +420 220 386 401, fax: +420 220 386 400
www.grada.cz
jako svou 3830. publikaci

Odborná recenze:
Prof. Ing. Ladislav Blažek, CSc.
Prof. Ing. Miroslav Hučka, CSc.

Odpovědná redaktorka Mgr. Marie Zelinová
Technická redakce a sazba Eva Hradiláková
Počet stran 208
První vydání, Praha 2010
Vytiskly Tiskárny Havlíčkův Brod, a.s.
Husova ulice 1881, Havlíčkův Brod

© Grada Publishing, a.s., 2010
Cover Design © Grada Publishing, a.s., 2010

Tato publikace vznikla jako jeden z výstupů řešení výzkumného záměru MSMT 6138439905 *Nová teorie ekonomiky a managementu organizací a jejich adaptační procesy*.

ISBN 978-80-247-3136-0 (tištěná verze)
ISBN 978-80-247-6691-1 (elektronická verze ve formátu PDF)
© Grada Publishing, a.s. 2011

Obsah

O autorce 7

1 Místo úvodu: Co jsme vlastně v poslední době prožili **9**

2 Krize – standardní součást ekonomického života **15**

2.1 Protekcionismus je forma dotace 19
2.2 Mor finančních krizí 20
2.3 Dějiny finančních krizí posledních let 22
2.4 Naše současná doba 24
2.5 Skutečný charakter globální ekonomické krize (2007–?) 26
2.6 Specifické dopady krize do podnikové ekonomiky 36
2.7 Dvě období nedostupných vnějších zdrojů 38
2.8 Devastace průmyslové produkce 44

3 Nový pohled na podnik v čase krize **55**

3.1 Riziko manažerské neodpovědnosti 58
3.2 Lze bojovat s manažerskou neodpovědností? 68
3.3 Rizika politická v nové podobě 72
3.4 Hledání daňového ráje 74
3.5 Riziko izolace a protekce 76
3.6 Rizika moderních trhů a rizika obchodních vztahů 79
3.7 Rizika platební neschopnosti 84
3.8 Riziko pohybu úrokových měr a rizika nelikvidity 87
3.9 Riziko alokace trhů 91
3.10 Shrnutí problematiky moderních rizik 103
3.11 Potíže s oceňováním podniků a s investicemi 104

4 Optimální a skutečná reakce podniku **151**

4.1 Reálné postoje firem v čase krize 156
4.2 Co podniky opravdu chtějí od státu 157
4.3 Vnímání krize z pohledu českých podniků 163
4.4 Realistické vidění krize přišlo až po půl roce 171
4.5 Co láme podnikům vaz 174
4.6 Typologie obvyklé reakce českých podniků 179

5 Finanční reforma podniku v době nové ekonomiky 181

5.1 Některé otázky vlastních a cizích zdrojů 182
5.2 Opravdové poučení z krizového vývoje po roce 2007 184
5.3 Strach ze špatných půjček 185
5.4 Problém s přidanou hodnotou 187

6 Pár slov závěrem: Doslov a dodatek 193

Shrnutí 201
Literatura 202
Rejstřík 204

O autorce

Prof. Ing. Eva Kislingerová, CSc.

Vystudovala Fakultu výrobně-ekonomickou VŠE v Praze. V současné době působí jako vedoucí katedry podnikové ekonomiky na Vysoké škole ekonomické v Praze. Ke klíčovým tématům, která dlouhodobě tvoří střed jejího zájmu, patří podniková ekonomika, manažerské finance, oceňování podniku a rozbory výkonnosti. Dvacet let pracovala v různých pozicích v podnikové praxi, se kterou i nadále úzce spolupracuje. Je členkou několika oborových rad doktorského studia v oboru Podniková ekonomika a management, členkou vědecké rady VŠE v Praze, Fakulty podnikohospodářské VŠE v Praze a Ekonomicko-správní fakulty v Brně. Dále je hlavním řešitelem výzkumného záměru *Nová teorie ekonomiky a managementu organizací a jejich adaptační procesy*. K jejím aktivitám patří i členství v redakčních radách, například časopisu *Ekonomika a management* (www.ekonomikaamanagement.cz), *Odhadce* (www.ckom.cz) a dalších. Je autorkou nebo spoluautorkou významných publikací vážících se k tématům její profesní orientace. Má bohatou publikační činnost, která je trvale k dispozici na stránkách http://eso.vse.cz/~sklenak/pcvse/pcvse-search.php. Ostatní informace jsou na stránkách https://webhosting.vse.cz/ekisl/.

1 Místo úvodu: Co jsme vlastně v poslední době prožili

Charakteristika let 2007–2009;
jak jsme krizi stále očekávali, a nakonec nás zastihla
stejně nepřipravené jako kdykoli dříve.

Roky 2007, 2008 a 2009 se zcela jistě zapíší do dějin světové ekonomiky jako časy první opravdu globální[1] hospodářské krize. Dnes[2] ještě neumíme docenit její velikost, hloubku a novost, ale asi již všichni cítíme, že se zrodila ekonomická recese s vlastnostmi počítačového viru – je neobyčejně nápaditá, adaptabilní a vysoce inovativní. Se značnou dávkou ironie musíme připustit, že tato krize měla a svým způsobem stále má všechny vlastnosti, které by podle teorie a vědy měl mít moderní a dynamický podnik v nové, globální ekonomice.

Dalším znakem současného stavu je fakt, že krize byla očekávána snad deset let a její vyhlížení přicházelo ve vlnách, které zasahovaly především odborné kruhy. Během této dekády se ostatně přihodilo několik různorodých zpomalení a náznaků výraznějších potíží,[3] vždy však záhy převládly růstové tendence, které poměrně rychle vyřešily jednotlivá „zaškobrtnutí" a „zadýchání". Ta pak zůstala povětšinou pouze na regionální úrovni.[4] Vzhledem k množství jednotlivých otřesů, kterých je v posledních desetiletích celosvětově několik ročně, můžeme směle prohlásit, že měnové a finanční krize se staly nedílnou součástí světové ekonomiky, a to nikoliv jako jevy periodické, tedy tak, jak je známe z tradičních národohospodářských teorií, ale jako fakt kontinuálně trvající, který má pouze různorodé a do jisté míry originální projevy.

Tento stav vedl zřejmě k určitému soustavnému podceňování rizik, jež krize představují. Nelze nevidět, že dopad oněch desítek silnějších či slabších otřesů posledních let nebyl nikdy výrazný ve smyslu zásahu celých rozsáhlých skupin investorů nebo ekonomik. A i když vznikaly pochopitelně škody, dynamický celosvětový růst dával stále znovu zapomenout na fakt, že nějaká krize reálně hrozí. Přesněji řečeno, bylo obecně uznáváno, že období prakticky dvaceti let neustálého a poměrně dynamického růstu ekonomik není

1 Velká deprese, zvaná často také světová hospodářská krize či velká hospodářská krize, v letech 1929–1934 zasáhla sice z tehdejšího pohledu celý svět, ale to znamená vyspělé státy. Navíc její šíření bylo relativně pomalé (i když důsledné). Deprese se vyhnula izolovanému Sovětskému svazu (SSSR – v principu dnešní Ruská federace a některé okolní státy) – a také většině oblastí mimo hlavní regiony. Dopad krize na asijské a africké ekonomiky byl malý. Tato krize byla sice „světová", ale nebyla v pravém slova smyslu „globální" – to zažíváme až nyní.

2 Tyto řádky jsou psány v červenci roku 2009.

3 Jenom namátkou zpomalení americké ekonomiky v letech 2001–2002.

4 Na tom není nic divného. Podle údajů Mezinárodního měnového fondu čelilo světové hospodářství v posledních 39 letech, tedy od počátku roku 1969 do konce roku 2008, celkem 124 krizím finančního charakteru (nicméně většina recesí ve stejné době byla právě finančními problémy v bankovním sektoru provázena). Většinou šlo o krize soustředěné plně na konkrétní regiony, a to zvláště na regiony poskládané z rozvojových zemí. Namátkou je možné připomenout dvě vlny finančních krizí v Mexiku na konci osmdesátých a na počátku devadesátých let, poměrně zásadní finanční krize jihoamerické, které jsou v Evropě někdy mylně připisovány pouze Argentině, ale měly daleko širší záběr. Určitě velmi zajímavá byla krize bankovního sektoru skandinávských zemí, zvláště pak Švédska, počátkem devadesátých let. Česká republika si prožila svoje v souvislosti s měnovou krizí roku 1997, ale pokud bychom se podívali na věci kriticky, pak celá devadesátá léta byla v naší zemi časem permanentní bankovní krize, kde se pouze střídaly horké a studenější fáze. Můžeme také připomenout zhroucení libry nebo krizi splátek ruského dluhu. Detailněji se k této problematice dostaneme v kapitole druhé.

možné prodlužovat do nekonečna, ale tento pocit trval již tak dlouho, že všichni ochabli v pozornosti. Byly tedy stovky hlídek, avšak když krize opravdu přišla, nikdo nezvonil na poplach, dokud nebyla pevně usazena přímo v srdci světové ekonomiky.

Nicméně i tak lze říci, že z řady pohledů se věda i podniky v prvních letech tohoto tisíciletí velmi pečlivě připravovaly na fakt, že nějaká krize zasahující nikoliv rozvojové země, ale podstatně silněji státy vyspělé přijde. Stalo se však přesně to, co se stává vojevůdcům a armádám – všichni se chystali na krizi minulou (přesněji možná na jednu z minulých krizí) a vlastnosti této nové nás překvapily, zaskočily a ve výsledku naprosto vyvedly z rovnováhy.

Světová odborná a politická veřejnost napnula v posledním roce (od poloviny roku 2008 do poloviny roku 2009) veškeré síly k tomu, aby připravila různorodé recepty na boj s touto nebývale tvrdou krizí, a objevilo se obrovské množství názorů na její řešení, často neobyčejně rozdílných. Od fundamentálně liberálního postoje českého prezidenta Václava Klause,[5] který v analogii k chřipce prohlásil, že neléčená krize trvá týden a léčená sedm dní, až po rozsáhlé plány na zásadní vládní intervence do průmyslové oblasti, jaké představovali především francouzský prezident Nicolas Sarkozy a jeho americký protějšek Barack Obama.

Z hlediska podniku působícího v prostředí nové ekonomiky a v prostředí moderní, vyspělé a bohaté spotřebitelské společnosti ukázalo období let 2007–2009 naprosto nové (či možná staronové) pohledy na mnoho otázek – mimo jiné například na problematiku vlastních a cizích zdrojů, na otázky řízení rizik, zajištění proti rizikům, na celou oblast cash flow a práce s peněžními toky… Jde přitom pouze o nahodilý výčet ze seznamu, který by mohl být mnohem delší.

Krize mimo jiné ukázala, že v budoucnosti nezbývá než přehodnotit vztah k veřejně publikovaným datům o fungování ekonomických subjektů. Roky 2007–2009 změnily zřejmě s konečnou platností naši společnou důvěru v nástroje hodnocení kvality závazků, znovu ukázaly na problematičnost práce auditorů a na riskantnost praxe, kdy se investoři či firmy spoléhali na zveřejňovaná hodnocení jako na rozhodující doklad kvality. Po zkušenostech z panik na trzích, které nikdy neměly obdoby, musíme připustit, že je třeba se znovu podívat na behavioristické[6] směry v ekonomii a ještě více přiznat, ne-li přímo jejich pravdivost, pak alespoň vysokou schopnost interpretovat některé jevy, které nyní neumíme tradičními postupy vysvětlit. Musíme si přiznat, že v ekonomickém prostředí hraje psychologie ještě větší roli, než jsme byli ochotni připustit. Tento fakt bude muset do své praxe zakalkulovat i běžný podnik moderní nové ekonomiky.

Jinými slovy: Z hlediska podniku změnila tato velká globální ekonomická krize svět.

5 Václav Klaus, 9. února 2009, tisková konference po setkání s prezidentem Slovenské republiky Ivanem Gašparovičem.

6 Behaviorismus je směr v psychologii, který se prosazoval od dvacátých let minulého století, název pochází od anglického *behaviour*, tedy chování. V ekonomické oblasti jde o takové směry, které se zabývají zkoumáním mechanismů rozhodování spotřebitelů, ekonomických subjektů a dalších účastníků trhů, přičemž největší důraz je kladen na nacházení skutečných podnětů, které vedou k rozhodnutím. Podrobněji viz Riegel (2007).

Bylo by laciné říci, že nic již není takové, jaké to bylo dříve. Je ale možné prohlásit, že otázky vedení podniků nyní projdou velmi kritickou recenzí a diskusí, že mnohé tradiční odpovědi budou velmi znejistěny a nahrazeny novými…

Pokud se tedy ptáme, co jsme v posledních dvou nebo třech letech opravdu prožili, pak zřejmě velmi zásadní zrelativnění některých postulátů či pocitů, na kterých bylo postaveno ekonomické chování podniků (ale stejně tak i domácností, municipalit, vlád a mezinárodních institucí). Především tato krize znovu dokázala, že jak finanční otřesy, tak i recese výrobní jsou opravdu nedílnou součástí demokratického kapitalismu, tedy systému založeného na volném trhu, soukromém vlastnictví a svobodě jedince. Na tuto skutečnost se podařilo pomalu zapomenout během „dvaceti tučných let", jež globální ekonomika prožila na konci 20. a na začátku 21. století. Zároveň je více než kdykoliv dříve jasné, že krize není součástí těchto mechanismů proto, že by byla nedílnou nutností ekonomického cyklu – krize je obdobím přirozených oprav v rovnovážných stavech soustav ekonomických vztahů. Jediné, o čem můžeme dlouze diskutovat, je to, nakolik jsou vzniklé nerovnováhy zapříčiněny samotným demokratickým kapitalismem jako systémem uspořádání společnosti včetně jejího ekonomického vyjádření, či nakolik jsou naopak zapříčiněny vlivem státu a státních rozhodnutí na hospodářskou oblast. Na základě některých již zveřejněných zkoumání vycházejme z předpokladu, že právě státní regulační a dotační zásahy jsou klíčovým hybatelem této krize a vedly k tomu, že ji nutně musíme považovat za nejhlubší a nejrozsáhlejší hospodářskou pohromu v dějinách.[7]

Vzhledem k faktu, že jak samotný demokratický kapitalismus[8], tak i vládní zásahy do

7 Pochopitelně jsou myšleny „pohromy" nenásilného charakteru, popřípadě takové, které neměly svoji příčinu v přirozených, avšak neekonomických dějích, jako byly dejme tomu epidemie, obecně nazývané „morové rány". Například v roce 1720 postihla bohaté přístavní město Marseille ve Francii morová rána, která vedla ke smrti poloviny obyvatelstva vzkvétající aglomerace. Ekonomicky se oblast na stav před neštěstím dostala zhruba o osmdesát let později. Podobných příkladů, které svou hloubkou a tragičností hravě překonají vše, co bychom mohli ztratit vinou krizí my, obyvatelé bohatých vyspělých zemí, by bylo možno najít stovky a tisíce. Například dvě třetiny afrického obyvatelstva mají nyní, v prvním desetiletí 21. století, horší přístup k potravinám a vodním zdrojům, než jaký měli jejich předci zhruba před 250 nebo 300 lety. Zatímco vyspělý svět nepochybuje o tom, že naše civilizace kráčí vpřed a vyvíjí se k lepšímu, pohled z „černého" kontinentu vypadá pochopitelně zcela jinak.

8 Pojem demokratický kapitalismus razí především Michael Novak, americký konzervativní a křesťansky zaměřený filosof a teolog se slovenskými kořeny (všichni čtyři jeho prarodiče byli slovenského původu). Narodil se roku 1933 v Pensylvánii. Vystudoval historii a filosofii na Harvardské universitě, ještě předtím ale získal tituly v oboru angličtiny a filosofie, v Římě studoval na Gregoriánské universitě teologii. V roce 2000 získal český Řád T. G. Masaryka. Klíčovým Novakovým dílem je *Duch demokratického kapitalismu* z roku 1982. Novak velmi elegantně analyzuje obvyklé socialistické předsudky vůči kapitalismu a tradiční nenávist intelektuálů k tomuto systému, který je výkonný, plně funkční a zajišťuje občanům nejvíce práv i svobod, což dokonce většina z nich i uznává, nicméně působí na intelektuální špičky jako nemorální, sobecký a založený na hamižnosti. Novak se ve své odpovědi opravdu dovolává etického rozměru kapitalismu podobně jako Max Weber a podobně jako on se také obrací k Benjaminu Franklinovi a k jeho asketismu, který je na druhé straně doplněn vášnivou obhajobou bohatství a individuálního majetku. Na rozdíl od nich ale provádí dvě velmi podstatné analýzy – tou první je

ekonomické oblasti budou nutně dále pokračovat,[9] jediným oprávněným závěrem z toho je, že tato první globální krize není v žádném případě krizí poslední, ba právě naopak. V budoucnu musíme očekávat její opakování, a to se silou, která bude přímo úměrná míře různorodých zásahů neekonomických subjektů do ekonomiky.[10]

Logicky pak zvláště zesiluje potřeba hluboké a soustavné analýzy stavu, který k první globální ekonomické krizi vedl, a také analýzy jejího průběhu. Neboť vedle zásadní změny politické, která je v současném systému nemožná, neexistuje žádný regulační nebo dotační postup, který by v budoucnosti mohl zajistit klidnější a méně extravagantní vývoj světové ekonomiky.

Pro podniky všech velikostí, typů, zaměření či oborů, jinými slovy pro všechny podnikatelské subjekty, které těží z výhod volného trhu a svobodné soutěže, to znamená nutnost zřetelné změny chování a přístupu k realitě. Neboť tato krize ukázala, že dosavadní modely hodnocení rizik nejsou dostatečné.

vztah mezi ekonomickou svobodou a politickou svobodou, která se ukazuje jako velmi důležitá v dnešní době, kdy existovaly a existují státní systémy zajišťující sice relativně rozsáhlé svobody ekonomické, avšak dlouhodobě potlačující svobody občanské, především politické. Podobně definoval v opozici k Weberovi („železná klec") demokratický kapitalismus jako systém soustavných revolučních změn, překvapení, erupcí invence a optimální prostor pro dynamiku, avšak dynamiku potenciálně stejně pozitivní (asketickou) jako negativní (hédonistickou).

9 Není asi myslitelné, že by se současné politické reprezentace rozhodly k návratu k čistému liberalismu. A i kdyby jakýmsi obrovským zázrakem k takovému vývoji došlo, nebyl by úspěšný. Společnost Adama Smitha a moderní bohaté společnosti nynější vyznávají principiálně jiné hodnoty. Velmi dobře je to vidět například na rodině a jejím současném postavení, na vztahu k zadlužení, na počtu nově narozených dětí na jednu ženu a na dlouhé řadě dalších jevů.

10 Mark Mobius, slavný investor a šéf Templeton Asset Management, například tvrdí, že krize se zopakuje za pět až sedm let, a to pravděpodobně ještě ve výraznější podobě. Uvádí: *„Politický tlak investičních bank a lidí vydělávajících na derivátech vytvořil bariéru proti potřebné kontrole derivátového trhu. Jdeme definitivně vstříc krizi."* Banka pro mezinárodní platby (BIS) odhaduje hodnotu všech derivátů na 592 bilionů dolarů, to je desetinásobek globálního HDP. Mobius předpokládá, že pokud tento nerealistický objem aktiv nebude kvalitně regulován, znovu se vymkne kontrole a vyvolá destabilizaci celé ekonomiky. Druhým důvodem, proč tento znalec předpokládá opakování krize, je fakt, že vlády pumpují další biliony dolarů do ekonomik, především do finančních institucí, čímž jenom pomáhají maskovat problémy. Ty zůstanou neřešeny a vyvolají nové volatility trhů.

2 Krize – standardní součást ekonomického života

V čem se tato světová hospodářská krize liší a lišila od krizí dřívějších, proč vznikly tyto specifické odlišnosti, proč zasáhla podnikovou sféru tak výrazně a jakými cestami se šířila světovou ekonomikou.

Usoudili jsme zatím, že globální krize let 2007–2009 přinesla nový prvek do dějin hospodářských depresí. V hledání toho, čím je nynější krize poučná pro podnikovou sféru, však nevystačíme s tímto pocitovým vyjádřením, musíme se pečlivě podívat na argumenty, na nichž je uvedené tvrzení založeno. Zvláště podstatné to je pro budoucí aplikaci zkušeností z této hluboké krize a především pro změnu chování manažerů těch firem, které se propříště rozhodnou pracovat s celkem oprávněným předpokladem, že obdobná „ekonomická tornáda" se budou opakovat. Svým způsobem to lze připodobnit k zesilujícím vlivům počasí a potažmo podnebí na život vyspělých společností. Zjevně budeme muset v budoucnosti předpokládat, že příroda se stane silnějším hráčem v našich životech a logicky také v hospodářském vývoji.

Ještě před tím je však vhodné podívat se pečlivěji na dějiny krizí posledních desetiletí a na teorie, kterými je vysvětlován jejich vznik a průběh.

Když věci přiměřeně zjednodušíme, pak věda rozlišuje především dva základní „druhy" krizí – „finanční" a „reálnou". Nicméně v posledních desetiletích se tyto dva – kdysi možná opravdu oddělené – jevy vyskytují v podstatě vždy společně a my se můžeme spíše jenom dohadovat, která oblast je spouštěčem a která druhotným jevem. Praxe nás však velmi rezolutně přesvědčuje o tom, že drtivá většina všeho problematického, co se stalo v ekonomických dějinách 20. a 21. století, vždy pocházela z oblasti finanční ekonomiky. Ať již šlo o potíže bankovnictví nebo katastrofální hry s kurzy měn či zhroucení trhů s deriváty a tak dále. Ve všech případech pochází nákaza z oblasti finanční ekonomiky, teprve následně je fundamentálně zasažena reálná ekonomika, která samozřejmě trpí otřesy ve vládních nebo v bankovních financích či na různorodých trzích.

Dokonce i v případě, že bychom se vrátili až do dob velké světové krize (deprese), znovu najdeme za jejím vznikem důvody z oblasti finanční ekonomiky. Především často uváděné zhroucení newyorského akciového trhu v říjnu 1929[1] má znaky shodné s mnoha pozdějšími „moderními" finančními krizemi. Především hlad po investicích v předchozích letech vedl k prudkému růstu hodnoty aktiv, který měl sice vnějškově naprosto spekulativní charakter, nešlo však přitom o opravdové spekulace. Z nemalé části za ním stály americké banky, které své přebytky kapitálu umisťovaly na burzu jako na místo, kde soustavně docházelo k vysokému zhodnocování. Od roku 1927 do roku 1929 se majetek investičních společností zdesateronásobil, částečně vlivem růstu cen aktiv, částečně přílivem nových investorů do systému. Hlavním problémem bylo, že protekcionismus Spojených států zabraňoval poválečné Evropě ve vstupu na zdejší trhy – to vedlo k výraznému a soustavnému růstu americké produkce, ale také k nemožnosti toho, aby evropské státy našly protihodnotu proti svým splátkám válečných úvěrů či reparací (podle toho, zda šlo o spojence USA nebo o poražené mocnosti). Ve Spojených státech se hromadil kapitál i jeho zlatý ekvivalent, pro tyto peníze a jiný majetek bylo potřebné najít adekvátní investiční vyjádření. Nejlepší zhodnocení ale v dané době nabízely právě dynamické trhy USA, takže prostředky zůstávaly zde.

1 I když se někdy mluví o Černém pátku, prakticky šlo o čtvrtek 24. října 1929, kdy bylo v New Yorku nabídnuto k prodeji dvanáct milionů akcií, pro které nebyli kupci. O den později burza vyhlásila krach a přerušila obchodování.

Avšak objem investičních „nosičů“ byl omezený, proto docházelo k velmi rychlému a naprosto neadekvátnímu růstu cen aktiv, vznikla standardní investorská bublina, ovšem nestandardní velikosti. Za tím vším však stálo rozhodnutí vládní exekutivy, která systematicky pracovala na tlaku vytváření obchodních přebytků na straně Spojených států. Tato obchodní strategie měla ve druhé polovině dvacátých let absolutně životadárný dopad na průmysl v USA (a odrazila se i na burzách) a také na všechna příbuzná odvětví ekonomiky, zvláště na oblast služeb a stavebnictví. Rychle bohatnoucí obyvatelstvo hledalo odraz svých možností v životním stylu a střední vrstvy ho nalezly ve Fordu T.[2]

Ale ekonomika se začala pomalu „zasekávat“. Obrovská nabídka vyvolaná prudkým růstem produkce dopadla na podniky především tím, že domácí trh již nezvládal absorbovat novou výrobu a začaly se plnit sklady – situace v zahraničním obchodu sice ještě nebyla devastována následnou vlnou protekcionářských opatření, nicméně ani externí poptávka nemohla při cenách daných silou dolaru konzumovat dramaticky rostoucí nabídku, zvláště v situaci, kdy samotné Spojené státy svůj trh ochraňovaly poměrně silným způsobem, a tak se jen obtížně hledali partneři ochotní přijímat americké zboží. Firmy pak logicky omezily produkci, což se začalo dít na jaře roku 1929. Přitom burza ještě stále rostla – mohli bychom to nazvat setrvačností, především však šlo o to, že investoři nebrali věc zatím příliš vážně. Na počátku září poprvé akcie poklesly a mělo to velmi ironický průběh, který svým cynismem připomíná naše investorské časy – 3. září ohlásila burza v New Yorku razantní růst, nové historické maximum a stav naprostého štěstí. O den později akcie poprvé po delší době zakolísaly, ale bylo to možné přičíst snaze využít vývoje těsně před tím a realizovat velký zisk. Avšak 5. září cenné papíry poklesly zcela viditelně.

Mnoho odborníků varovalo již delší dobu před investorskou bublinou a přeceněnými akciemi, ale do té doby jim nikdo nepopřával většího sluchu. Změna atmosféry, změna psychiky trhu udělala svoje a katastrofické scénáře začaly být módní. Přesto se však ještě nedělo nic tragického, poklesy se střídaly s růsty a trh si hledal novou stabilitu, což trvalo až do 20. října. Nový směr byl nalezen, akcie nabraly rychlost poklesu, který se od 21. do 24. října změnil ve volný pád. Přeceněné akcie tedy neudržely rodící se pochybnosti o správnosti vývoje, začaly proto naopak padat, a to způsobem, jenž vyvolal další paniku. Individuální investoři, kteří si na nákup cenných papírů vzali úvěry, živili prodejní mánii jako první. Právě pro ně představoval pokles cen nejakutnější riziko, proto se hnali k přepážkám nejvíce. Panika vedla ke krachu burzy a následně k dluhovým krizím řady bank, které měly dramaticky vysoké podíly svým pasiv (vkladů klientů) umístěny právě

2 Ford model T se začal pochopitelně vyrábět mnohem dříve, v roce 1908 (výroba byla ukončena v roce 1928), ale stále byl a do jisté míry stále je symbolem masového automobilismu. Na konci třicátých let již existovala řada značek automobilů, které nabízely vozy dostupné relativně širokým vrstvám, a především to byla první doba, kdy v podstatě platilo krédo Henryho Forda: *„Postavím auto pro masy. Bude dost velké pro rodinu, ale také dost malé na to, aby s ním jeden člověk mohl jezdit a starat se o ně. Bude vyrobeno z nejlepších materiálů, nejlepšími zaměstnanci, s nejjednodušší konstrukcí, kterou je moderní inženýrství schopno vymyslet. Ale bude tak levné, že každý člověk pracující za dobrý plat bude vlastnit jedno – a užívat si se svou rodinou mnoho hodin radosti pod božím širým nebem.“*

na burze. Již první rázné poklesy kurzů v září vyvolaly obavy právě v bankovním světě, v září ještě finanční ústavy udržely alespoň určitý klid, výprodeje byly v míře, kterou trh dokázal alespoň rozumným způsobem absorbovat, v třetí dekádě října ale padly veškeré zábrany. Správci portfolií v zoufalé snaze zachránit krk svým ústavům (a koneckonců i sobě) vrhli na trhy miliony kusů akcií, aby získali zpět alespoň něco. Během 24. října přišlo klíčových třicet minut čisté investorské hrůzy. Bylo zobchodováno tehdy neuvěřitelné množství 1,6 milionu kusů akcií, na parketu došly prodejní příkazy (papírové formuláře, dnes již nevídaná věc) a během poklesu cen, který se tento den udál, přišli investoři, v dané souvislosti především banky, zhruba o 11,25 miliardy dolarů. Ale pozor! Tento údaj nesmí být posuzován dnešním dolarem – bavme se zcela klidně o deseti- či ještě větším násobku z hlediska reálné hodnoty a kupní síly těchto peněz převedené do dnešní situace. Nejčernějším dnem burzy však bylo úterý 29. října – index přišel o 13 procentních bodů a ztráty investorů dosáhly 15 miliard dolarů. Zobchodováno bylo 16 milionů kusů cenných papírů, které s každým dalším okamžikem směřovaly k bezcennosti. Ceny se zastavily až v roce 1932, kdy mnoho titulů stálo doslova pouze zlomky částek, za které se prodávaly v roce 1929. Nijak výjimečné není, že na svém dně měly akcie hodnotu i podstatně nižší než pět procent stavu z roku 1929. Pokud ještě vůbec emitenti existovali.

Což platilo zvláště o bankách, protože těch v letech následujících po krachu burzy vyhlásilo úpadek asi devět tisíc. Americká ekonomika poměrně rychle rozšířila nákazu do ostatních průmyslově vyspělých států, pády cen akcií následovaly v Evropě již těsně po americkém Černém čtvrtku. Nicméně krize v opravdové podobě, spojená s vysokou nezaměstnaností, nízkou poptávkou, krachy podniků a se všemi ostatními průvodními jevy, přišla do Evropy až v roce 1931, zvláště v souvislosti s tím, jak stále více vlád opakovalo stejné chyby okopírované od Američanů.

Protekcionistická politika silně zbrzdila zahraniční obchod, což se přeneslo hlavně do exportních ekonomik, zvláště do československé. I velmi zdravé hospodářství mnoha států nakonec vyprodukovalo stejný výsledek jako podlomené ekonomiky jinde – čili vysokou nezaměstnanost, bídu hraničící s hladem pro široké vrstvy obyvatel, neúnosnou sociální situaci a značné politické důsledky, především rostoucí obdiv ke komunistickému Sovětskému svazu, který tímto marasmem procházel jakoby nedotčen.[3]

Jak vidno, charakter velké hospodářské krize v letech 1929–1934 byl v některých aspektech překvapivě obdobný tomu, co zažíváme nyní my. Nicméně pokud bychom pátrali po opravdu zcela základních příčinách vývoje v roce 1929, pak nalezneme směs chybné vládní politiky, následných omylů Federálního rezervního fondu známého jako FED[4] (který naprosto nesporně přispíval svou činností k výraznému prohloubení celé

3 Fakt, že na Ukrajině a v jiných částech země ve stejné době umíraly miliony lidí na běžné nemoci nebo jako oběti hladomoru, se dařil sovětské propagandě celkem úspěšně tajit. Pokud se zprávy o neskutečných podmínkách života celých národů, popřípadě o jejich genocidě, dostaly ven ze země, byly označovány za výmysly a lži. Každopádně platí, že velká hospodářská krize přispěla rozhodující měrou jak k vypuknutí druhé světové války, tak ještě předtím k vzestupu dvou revolučních vln – bolševické a národně socialistické.

4 FED – Federal Reserve Systém, americká obdoba evropských národních bank.

krize) a konečně také nového investorského prostředí, které na konci dvacátých let zásadně předběhlo svou dobu jak objemem prostředků, jež se snažily o umístění na burzách, tak přístupem k investicím. Zahrnovalo mnoho velmi spekulativních prvků, a to i ze strany investorů, od nichž by se to ještě několik let před poválečným ekonomickým boomem nedalo očekávat.

Aniž bychom řešili další detaily událostí starých osmdesát let, musíme konstatovat jeden nesporný a zřetelný fakt – tato krize měla zásadní důvody svého vzniku v nastavení hospodářského prostředí ze strany vlády Spojených států a dalších amerických institucí, až v druhém sledu šlo o krizi z nadvýroby (což je obvykle a velmi zjednodušeně označováno za příčinu pádu ekonomiky USA).

> 2.1 Protekcionismus je forma dotace

Ovšem věc bude jasnější, pokud si uvědomíme, že protekcionismus je stejná dotace jako přímá vládní pomoc nebo jiný mechanismus. Jestliže zajišťuji domácím producentům díky silné celní ochraně (nebo prostřednictvím hygienických předpisů či jiného myslitelného postupu) lepší podmínky než dovozcům, vytvářím jim určitý prostor výhody – dejme tomu, že těmito postupy dosáhnu stavu, kdy je 90 procent trhu saturováno domácí produkcí, přestože dovoz je při srovnatelné kvalitě o 30 procent levnější a bráním mu 50procentní celní bariérou. Při prodejní ceně produktu 1000 jednotek mohu tvrdit, že možná až 300 jednotek dostává domácí producent či producenti jaksi zadarmo navíc, protože dovozové zboží by stálo 700 jednotek – pokud by nebylo zatíženo vysokým clem.[5] Jestliže je takového zboží prodáno celkově milion kusů, pak „neoprávněný" výnos zajištěný státním rozhodnutím a diskvalifikací zahraniční konkurence dosahuje 300 milionů jednotek. Část z nich odplyne do mezd, část do zisku vyplaceného majitelům společnosti, část pravděpodobně posílí rezervní fondy společnosti. Ta bude hledat pro svoje bobtnající „úspory" využití v oblasti investic, což povede k rozvoji výroby na straně jedné a ke vstupu na finanční trhy na straně druhé.

Domácí spotřebitelé ovšem zaplatí o 300 milionů jednotek víc, než by bylo třeba, tyto peníze tudíž neutratí za jiné zboží – budou tedy dlouhodobě preferovány obory, kterým stát „pomáhá" svou ochranářskou strategií. Zde také rychleji porostou mzdy, zde bude vytvářena větší míra zisku, ale zároveň zde pomaleji poroste produktivita práce. To bude znamenat příliv lidí do oborů s nejvyšší podporou a také soustavné přelévání investic do této oblasti, a to včetně burzy. Vznikne silná nerovnováha, která se bude zvětšovat spolu s tím, jak bude protekcionismus zajišťovat odvětvím pohodlný život a jak poroste míra jejich ochrany. Přesně to se stalo ve dvacátých letech ve Spojených státech, to samé se pod různými záminkami a maskováním děje v řadě oblastí a v řadě vyspělých zemí nyní – i když v podstatně menší míře.

5 Matematicky přesně by bylo pochopitelně nutné postavit příklad trochu jinak, ale na tomto místě není třeba dosáhnout naprosté přesnosti v procentech a cenách, podstatný je příměr.

Za vznikem nerovnováhy, která vedla k velké hospodářské krizi, stála rozhodnutí vlád a dalších institucí, což je zřejmě největší riziko, s jakým se utkávají vyspělé ekonomiky do dnešních dnů. Proto také z hlediska podniků platí, že všechny odhady rizik je nutné poměřovat nevyzpytatelností politických rozhodnutí a předpokládat a priori, že budou více populistická než správná.

I zde si můžeme dojít pro příklad do osmdesát let staré historie. Naše následující tabulka 2.1 ukazuje, jak se začal průmysl vzpamatovávat po dramatické redukci v letech 1929–1932.

Tabulka 2.1 *Vývoj indexu průmyslové výroby v letech 1929–1934*

Stát	1929	1930	1931	1932	1933	1934
USA	100	81	68	54	64	66
Německo	100	86	68	53	61	80
Velká Británie	100	92	84	84	88	99
Československo	100	89	81	64	60	67
Rakousko	100	85	70	61	63	70

Zdroj: Český statistický úřad

Oživení přišlo nejprve v nejliberálnější Velké Británii, která také jako jediná relativně rychle obnovila svůj průmyslový potenciál. Ostatně rovněž přišla o jeho relativně nejmenší část. Spojené státy se na sto procent svého výkonu dostaly až koncem třicátých let, totéž platilo o většině ostatních států. Obecně se má za to, že pomalé oživení měly na svědomí rozsáhlé programy obnovy, přijaté v různých podobách ve Spojených státech (New Deal) či v Německu (Hitlerův rozvojový plán), které sice přinesly sociální stabilitu a růst životní úrovně pro široké vrstvy obyvatel, jenom pomalu však obnovovaly kapacitu hospodářství. Například Německo v letech 1937–1938 čelilo poměrně nepříjemným ekonomickým potížím a urychlení příprav na válku včetně agresivních politických výbojů bylo lékem na fakt, že hospodářský projekt zklamal nebo přinejmenším nesplnil většinu zadání. Druhá světová válka tak byla svým způsobem řešením faktu, že rozsáhlé projekty ekonomické obnovy přijaté po velké hospodářské krizi nepřinesly takové úspěchy, jaké jejich tvůrci slibovali.

> 2.2 Mor finančních krizí

Vrátíme-li se k podstatě velké hospodářské krize, pak vidíme, že její základ vychází z různých vládních zásahů – jak jsme již objasnili. Stejně tak je viditelné, že primární prvky krize byly zakódovány v trzích a v jejich postojích, to znamená, že šlo o krizi vzniklou primárně v oblasti finanční. Nebýt investiční bubliny zapříčiněné neschopností trhů reagovat na ekonomický vývoj (přičemž tato neschopnost byla způsobena mimo jiné vládní

politikou ochrany domácích trhů), průběh samotné krize z nadvýroby by byl mnohem klidnější a zapadal by do standardního hospodářského cyklu. O tom, že dramatickou hloubku a délku této krize podpořil v první fázi FED svými chybnými rozhodnutími a v dalších fázích pak světoví politici příklonem k obecnému protekcionismu, bylo napsáno již mnoho a nemá smysl znovu opakovat prokázané.

Proto je ale pro správné pochopení všech dalších jevů potřebné – i když to z oblasti podnikové může působit poněkud překvapivě – zabývat se především různorodými finančními krizemi posledních let a příčinami jejich vzniku. Zde věda rozeznává krizi měnovou, bankovní, dluhovou a systemickou[6] (shrnující prvky výše uvedených typů, a to v různorodých kombinacích). Vedle toho můžeme snadno rozlišit chronické krize a akutní krize, stejně tak můžeme nacházet varianty regionální či kontinentální nebo globální. A tak dále – typologie krizí by byla opravdu velmi dlouhá.

Proč je nutné znát dějiny finančních krizí, ukazuje například i tato informace: Které země v posledních třech desítkách let zažily více než jeden default? Jinými slovy: Do kterých vládních bondů raději neinvestovat v případě, že podnik hledá uložení svých v dané chvíli nepotřebných finančních prostředků? Určitě je vhodné vyhnout se papírům Jihoafrické republiky – ta vyhlásila default čili neschopnost splácet dluh mezi lety 1975–2005 celkem čtyřikrát, a to v průměru na 1,8 roku, byla tedy v platební neschopnosti celkově devět let ze třiceti. Ovšem, co to je na Argentinu, která zažila tři defaulty, ale o průměrné délce pěti let, čili patnáct let ze třiceti byla neschopná splácet. Ve stejné době vyhlásila třikrát default také Brazílie; jen jí trvalo ještě déle, než se postavila na nohy, a tak v platební neschopnosti strávila dokonce šestnáct let. Podobné poměry platily ve většině jihoamerických zemí. Svoje mají za sebou i mnohé jiné státy – Jamajka tři krachy státní pokladny s celkovou délkou více než čtrnáct let, nebo také Indonésie, Jižní Korea, Mexiko, Maroko, Thajsko či Turecko. Ve všech případech vyhlásily neschopnost splácet dvakrát a setrvaly v této situaci různou dobu od dvou do osmi let. Jistě – pravděpodobnost, že by některý z českých podniků umístil cíleně svoje přebytky do papírů emitovaných vládou Jihoafrické republiky, není příliš velká, a pokud by se taková situace vůbec stala, pak by byla drtivě menšinovou pozicí. Jenže známý je i případ ruské splátkové krize a mnohé další, které se české reality mohou dotýkat již velice silně.

Jak totiž vidno, krize postihuje i země velmi bohaté na suroviny, a tedy potenciálně bohaté, každopádně i takové, které by neměly mít fatální potíže s vlastními půjčkami.

Představa, že Rusko vyhlásí default, byla před tím, než Moskva uzavřela své toky splátek, také nemyslitelná. Platební neschopnost byla vyhrazena jiným státům – buď zaostalým, nebo s rychle rostoucí a přehřívající se ekonomikou. Představa Ruska, tedy státu s velmocenskými ambicemi, jak krčí rameny a ukazuje prázdné kapsy, byla neskutečná – a stejně se stala realitou…

Nikdo také nikdy nepochyboval o tom, že rating AAA (nebo jinak označená nejvyšší kvalita) pro vládní americké bondy je cosi, co nemůže podlehnout změně, protože jde přece o papíry zajištěné největší ekonomikou světa, jejíž týdenní výběr daní je povětši-

6 O systemické krizi pojednává například příspěvek Petra Hájka *Scénáře vzniku systemické krize v modelech 3. generace*.

nou násobkem celoročního výběru běžné středně velké evropské země. Vždyť i kdyby se od Spojených států oddělila Kalifornie (mimochodem stát balancující již dlouhé roky na pokraji bankrotu), pořád by ekonomika USA zůstala největší na světě, jenom by do tabulky na osmém místě přibyla právě ta Kalifornie. Nicméně v květnu roku 2009 se o možnosti snížit rating amerických vládních bondů zcela otevřeně hovoří v souvislosti s faktem, že Spojené státy vysávají ze světových finančních trhů stále větší sumy k tomu, aby kryly svůj velkorysý plán obnovy ekonomiky, naordinovaný Barackem Obamou a jeho administrativou.

> 2.3 Dějiny finančních krizí posledních let

Pokud se podíváme na několik klíčových etap permanentní finanční krize, ve které se nachází světová ekonomika v posledních třiceti letech, pak zde máme velmi reprezentativní výběr:

- americká bankovní krize (1980–1995);
- chilská finanční krize (1981–1985);
- latinskoamerická dluhová krize (1982–1989);
- japonská finanční krize (1989–2004);
- skandinávská bankovní krize (1988–1994);
- krize evropského směnného mechanismu (1992–1993);
- druhá mexická finanční krize, zvaná sympaticky *tequilla crisis* (1994–1995);
- krize české koruny (1997);
- asijská finanční krize (1997–1998);
- ruská finanční krize (1998);
- brazilská finanční krize (1998–1999);
- turecká finanční krize (2000);
- argentinská krize (2001–2002);
- americká hypoteční krize, přeměněná v globální ekonomickou krizi (2007–?).

Některé tyto případy jsou, jak vidíme, opravdu chronické, některé naopak relativně krátkodobé. Pokud bychom se podívali na jednotlivé krize, pak většina byla řešena demokratickými prostředky, ale nalezli bychom i armádní angažmá při řešení jejich dopadů. Většina z těchto jevů zůstala relativně uzavřena ve svém regionu, jiné ale vážně poškodily partnerské organizace, banky a věřitelské státy v rozličných koutech planety. Každá z těchto krizí byla podrobena detailnímu zkoumání a detailní analýze kousek po kousku, byly vytvořeny velmi sofistikované modely, neobyčejně rozsáhlé a propracované, které se snažily podrobně vysvětlit průběh a mechanismy těchto krizí. Na pomoc byly povolány nejmodernější matematické metody a instrumentárium těchto modelů připomíná spíše matematický popis černé díry než standardní ekonomiku. Avšak všechno marně, neboť žádnou z těchto mnoha krizí se nepodařilo předpovědět – a pokud někdo varoval před