



KOLAPS A JEHO DÔSLEDKY

PRÍČINY A DÔSLEDKY
GLOBÁLNEJ
FINANČNEJ KRÍZY

ANDREW
FARLOW

VYDAVATELSTVO
SPOLKU SLOVENSKÝCH SPISOVATEĽOV



EDÍCIA
pohľady za horizont



ZV. 14

ANDREW FARLOW pôsobí ako výskumný pracovník v oblasti ekonómie na fakulte *Oriel College* Oxfordskej univerzity a vedúci výskumný pracovník katedry zoológie na Oxfordskej univerzite. Okrem toho je šéfom výskumu v rámci programu *Oxford Martin Programme* v oblasti vakcín, kde vedie projekt *Health Economics Project* (Projekt stratégie starostlivosti o zdravie). Študoval ekonómiu na fakulte *Gonville and Caius College* Cambridgeskej univerzity a absolvoval ekonómiu na Oxfordskej univerzite. Momentálne sa venuje bublinám na trhu s nehnuteľnosťami, prejavom nestability na bankovom trhu a na trhu s bývaním, financovaniu globálnej zdravotnej starostlivosti a ekonomickým dopadom chorôb i úsiliu o ich zvládanie. Pôsobí ako poradca viacerých verejných aj súkromných organizácií v odbore, a to vrátane Svetovej zdravotníckej organizácie, Nadácie Billa a Melindy Gatesových, ministerstva Spojeného kráľovstva pre medzinárodný rozvoj, úradu *Office of Health Economics* (Úrad stratégie starostlivosti o zdravie), nadácie *Aeras Global TV Vaccine Foundation*, aliancie *TB Alliance* a organizácie *Médecins Sans Frontières*.

V roku 2008 svet zažil finančný a hospodársky kolaps. Táto kniha odhaľuje jeho príčiny vrátane čoraz väčšej globálnej ekonomickej nerovnováhy, rozmachu vo využívaní nových finančných nástrojov, nesprávneho riadenia rizík i úloh, ktoré pri kolapse zohrali bývanie a zadlžovanie. Odkrýva dôkazy o tom, že keď ku kolapsu došlo, nebolo vo svete všetko v poriadku a že mnohí politickí a finanční lídri hroziace nebezpečenstvá ignorovali.

Autor popisuje kľúčové udalosti kolapsu a vysvetľuje hlavné mechanizmy, ktoré prispeli k jeho urýchleniu. Záchranné nástroje zo strany bánk podrobujeme bližšiemu ekonomickému rozboru, pričom osobitnú pozornosť venuje skrytým spôsobom ich fungovania a objasňuje, kto v skutočnosti znáša príslušné náklady a v akej miere dochádza k vzniku nových rizík. Kniha obsahuje posúdenie fiškálnej a monetárnej politiky uplatnenej pri záchrane jednotlivých ekonomík, úsilia o zvládanie nezamestnanosti, návrhov, ako postupovať pri rozpadajúcich sa trhoch s bývaním, úsporných opatrení a zápasov ohľadne dlhodobého zadlženia jednotlivých vlád, kolapsu eurozóny a rizika budúcej hospodárskej nestability. Venuje sa tiež skúmaniu reforiem na trhoch s hypotékami v oblasti monetárnej politiky a bankovníctva, ktorých účelom je znížiť pravdepodobnosť výskytu podobných katastrof v budúcnosti.

Autor začal na knihe pracovať pred vypuknutím kolapsu a pokračoval v písaní počas kolapsu i po doznení jeho dôsledkov. Je preto pútavou kronikou a dôkladnou analýzou udalostí a myslenia v tomto období. Hodnovernosť argumentov uvedených v knihe sa zvyšuje aj vďaka tomu, že autorovi sa podarilo identifikovať kľúčové faktory kolapsu a upriamiť na ne pozornosť verejnosti ešte pred jeho vypuknutím.

Copyright © 2013 Andrew Farlow

© 2013 by Oxford University Press, Oxford, United Kingdom

Translation © 2014 by Mário Polónyi

Cover design © 2014 by Dušan Babjak

Slovak edition © 2014 by Vydavateľstvo Spolku slovenských spisovateľov, spol. s r. o.,
Bratislava

e-mail: vsst@stonline.sk

<http://www.vsss.sk>



Realizované s finančnou podporou
Ministerstva kultúry Slovenskej republiky

Vydanie knihy podporil
dr. Vladimír Faič



VYDAVATELSTVO
SPOLKU SLOVENSKÝCH SPISOVATELOV
spol. s r. o.

Z anglického originálu Andrew Farlow: *Crash and Beyond: Causes and Consequences of the Global Financial Crisis*, Oxford University Press, Oxford, United Kingdom. All rights reserved.

Preložil Mário Polónyi.

Prvé vydanie v Spojenom kráľovstve: Verso, London, United Kingdom, 2013.

Všetky práva vyhradené.

Zodpovedná redaktorka Anna Penkovová.

Obálka Dušan Babjak.

Sadzba a tlač ETERNA Press, spol. s r. o.

Prvé slovenské vydanie.

Printed in Slovakia.

ISBN 978-80-8061-811-7

ANDREW FARLOW
Kolaps a jeho dôsledky

ANDREW
FARLOW

KOLAPS A JEHO DÔSLEDKY

PRÍČINY A DÔSLEDKY
GLOBÁLNEJ FINANČNEJ KRÍZY



VYDAVATELSTVO
SPOLKU SLOVENSKÝCH SPISOVATEĽOV

*Na pamiatku mojej matky
Margaret Jean Farlowovej
a ako prejav vďačnosti môjmu otcovi
Villiamovi Kennethovi Farlowovi.*

OBSAH

PREDSLOV	13
--------------------	----

I. ČASŤ:

PREDTÝM	23
---------	----

1

PREJAVY CELOSVETOVEJ NEROVNOVÁHY A NARASTANIE DLHU . . .	25
--	----

2

EXCESY NA TRHOCH S BÝVANÍM A S HYPOTEKÁRNymi ÚVERMI . . .	53
---	----

3

INOVÁCIE A ROZMACH BANKOVNÍCTVA	86
---	----

II. ČASŤ:

KOLAPS A JEHO ZÁCHRANA	119
------------------------	-----

4

KOLAPS	121
------------------	-----

5

OCHRANA BOHOV	153
-------------------------	-----

6

LIEČENIE CHORÝCH A KRIESENIE MŔTVYCH	188
--	-----

III. ČASŤ:

POTOM

223

7

NÁVRAT KU KONJUNKTÚRE A OŽIVENIE V OBLASTI PRACOVNÝCH MIEST
AJ MIEZD 225

8

ROZTOPENIE TRHOV S BÝVANÍM: ZÁCHRANA A REFORMA. 259

9

ÚSPORNÉ OPATRENIA A BOJE O ZÁCHRANU ŠTÁTNEHO DLHU . . . 290

10

KRÍZA V EUROZÓNE 324

11

OBNOVA SVETOVEJ ROVNOVÁHY A SVETOVÁ NESTABILITA 367

12

REFORMA BANKOVNÍCTVA. 396

ZÁVEREČNÉ POSTREHY. 437

KONCOVÉ POZNÁMKY. 445

REGISTER. 467

PREDSLOV

Kto by takému niečomu veril? Už sme si zvykli na život uprostred krízy. Keby však táto kniha vyšla o nejakých päť rokov skôr, verejnosť by autora určite vyhlásila za blázna a pomätenca. Bankový systém a všetci ľudia, ktorých životy od neho závisia, by sa necítili ohrození triezvym posúdením minulosti, ale bizarnými úvahami o budúcnosti. Pár rokov pred krízou sme prežívali najkrajšie roky, akúsi jasnú chvíľku. Akademické kruhy sa zhodovali v tom, že žijeme múdro. Nikdy predtým sme nemali také sofistikované finančné modely na prognózovanie budúcnosti, a dá sa povedať, že ani na jej riadenie. Pri nohách nám ležal nielen svet, ale aj samotné nebo (za ktoré sme v súlade s dobovým myslením považovali hospodársku stabilitu). Cez deň naše zmysly masírovali až do úplného otupenia frázy typu „už nikdy viac vzostup a pád“. Mali sme pokojný spánok, pretože sme vedeli, že strašné nočné mory o ekonomickej kríze sa už nikdy nevrátia.

Nočné mory zatiaľ iba čakali na svoju chvíľu. Začali sa nám vkrádať do snov, najprv pomaly, potom čoraz nástojčivejšie. Naše sebaklamy padali jeden za druhým. Milióny ľudí sa len bezmocne prizerali, ako klesá hodnota ich úspor a z nich plynúcich príjmov, ako rastie zadlženosť a ako ich príbytky klesajú na cene. Pre mnohých ľudí sa stali krutou realitou nezamestnanosť a úsporné opatrenia. Postupne sme si začali uvedomovať, že sa nám vďaka chybám z minulosti podarilo prehajdákať budúcnosť, a že v budúcnosti budú odmenou nielen za akúkoľvek našu snahu, ale aj za snahu našich potomkov, iba splátky dlhov a všetky možné druhy daní. Z našich nádejí ostalo zúfalstvo a naše sny sa rozpadli na prach. Ochotne sme sa stali súčasťou nie veku múdrosti, ale veku nerozvážnosti. Po troškách sme vdychovali klamstvá, ktoré sa nám navyše ešte aj páčili. Chceli sme mať stále viac a čo sme chceli, to sme aj dostali. Našimi spoločníkmi sa stali nenásytosť a prílišná dôverčivosť. A potom prišiel čas zúčtovania.

Zdá sa, že prezident Barack Obama to pochopil. Vo februári 2009 vo svojom prvom prejave na spoločnom zasadnutí kongresu vyhlásil: „Žijeme vo veku, keď sa príliš často preferujú krátkodobé zisky pred dlhodobou prosperitou. Keď sa nepozeralíme na ďalšiu splátku, na ďalší kvartál či na ďalšie voľby. Nadbytok sa stal dôvodom na plnenie vreciek namiesto toho, aby bol príležitosťou pre budúce investície. Predpisy sa prispôsobili rýchlemu zisku na úkor zdravých trhových vzťahov. Ľudia si od bánk a úverových spoločností kupujú domy, hoci vedia, že si to nemôžu dovoliť, a banky ich v tom ešte podporujú,

zatiaľ čo kritické debaty a náročné rozhodnutia sa odsúvajú na inokedy. Vážení, nadišiel čas zúčtovania, čas, kedy musíme prijať zodpovednosť za svoju budúcnosť.⁴¹ Obama si však mohol dovoliť takýto prejav, pretože zodpovednosť za minulosť opäť niesol niekto iný.

V Spojenom kráľovstve boli v čase písania tejto knihy stále pri moci osoby zodpovedné za minulosť, respektíve ostali pri moci o niečo dlhšie než v USA. V polovici roka 2010, presne uprostred kampane k všeobecným voľbám, bol podľa mienky cieľovej skupiny (označenie, ktoré v súčasnosti používame na úspešné oslovenie verejnosti) obraz priemerného voliča nasledovný: chorý pacient s mierne otupenými zmyslami, ktorý sa rozhoduje medzi tromi elegantne oblečenými chirurgmi a dúfa, že ak si vyberie lekára ponúkajúceho najlepšie vyhliadky, jeho choroba bude menej nebezpečná a jej liečenie menej bolestivé. Vládny dlh Veľkej Británie sa blížil k sume jeden bilión a títo traja protagonisti sa počas poslednej televíznej debaty pred dátumom volieb „prekvapivo“ nezmohli na iné, než si navzájom prihrávať smiešnych šesť z celkových tisíc miliárd. Menej príjemný liek už bol na ceste, debata o ňom by však pacienta iba zbytočne vystrašila.

Pravda vyšla najavo v polovici roka 2012, v čase, keď sa táto kniha odovzdávala do tlače. Nebol to pekný pohľad. V Spojených štátoch, kde boli prezidentské voľby na spadnutie, dostala Obamova voličská základňa tvrdý úder od Čajového hnutia (*Tea Party*), ktoré sa vznášalo na krídlach pozoruhodného ekonomického preludu. V Spojenom kráľovstve sa koaličná vláda pokúšala o najväčší experiment v oblasti mierových úsporných opatrení, pričom ekonomika sa prepadávala späť do recesie. Európa podľa všetkého nedokázala čeliť ekonomickým a politickým nezhodám a v dôsledku toho sa rozpadávala na kusy. A Čínu spolu s ďalšími vynárajúcimi sa ekonomikami začínalo zaujímať, či sa pri najbližšej kríze objavia na náhrobnom kameni aj niektoré z ich mien.

Príčiny a dôsledky najnovšej krízy majú viacero rozmerov a pripomínajú poriadne zamotané kľbko nití či cibuľu so všetkými jej vrstvami. Kniha sa však dá napísať iba priamočiarym spôsobom. Vytrčajúce kúsky musíme po jednom oddeliť, zarovnať, prišpendliť na príslušnú stranu, a niekedy, hoci aj so slzami v očiach, skúsiť nájsť zmysel i v nejasnostiach. Tento cieľ som dosiahol tak, že som materiál rozdelil do troch častí s úvodom a s nejakými myšlienkami na záver, ktoré materiál stmelujú, aby sa náhodou nerozpadol.

V 1. časti sa zaoberám príčinami kolapsu. Niektoré z nich sa objavili už pred štyridsiatimi rokmi, o iných sme ešte pred desiatimi rokmi nemali ani potuchy. Osobitnú pozornosť som venoval navzájom sa ovplyvňujúcim slabým strán-

kam vo finančnom a ekonomickom systéme. Kolaps totiž spôsobili rovnakým dielom národné ekonomiky a banky.

V 2. časti, ktorá nie je o nič veselšia než prvá (dúfam však, že má porovnateľnú výpovednú hodnotu), sa dozvieme príbeh o kolapse a o snahách vyvinutých v záujme záchrany bankového systému.

V 3. časti, tvoriacej polovicu knihy, sa pozrieme na spôsob, akým sa politici pustili do záchrany národných hospodárstiev, do riešenia nezamestnanosti a rozpadávajúcich sa trhov s bývaním, ako začali čeliť problémom s dlhodobou zadlženosťou národných vlád, ako si poradili s kolapsom eurozóny, ako sa pasujú s globálnou nestabilitou a akým spôsobom reformujú monetárnu politiku, finančné predpisy a bankovníctvo. Kniha nie je len súhrnom udalostí a spôsobov uvažovania v tomto období, ale aj ich analýzou.

Snažil som sa písať kriticky, ale spravodlivo. Viem však, že človeka najviac nahnevá starostlivo podložená argumentácia, voči ktorej sa nedá nič namietiť. Nekompromisný postoj teda využívam iba v prípade, že svoju argumentáciu dokážem oprieť o príslušné dôkazy.

Jednou z mnohých tém, ktoré sa v knihe vyskytujú, je hodnotenie spôsobu, akým sa prezident Obama ujal svojho úradu z ekonomického hľadiska. Aby sme mu nekrivdili, musíme uviesť, že Obama bol nastavený na úplne iný druh funkcie, než dostal do vienka po vypuknutí krízy globálneho bankového systému pár týždňov pred svojím zvolením. Ako mohol takému niečomu čeliť, keď nemal potrebné ekonomické ani finančné zázemie? Ďalšiu korekciu treba vykonať v správe bývalého ministra financií a premiéra Spojeného kráľovstva Gordona Browna, ktorá vyšla koncom roka 2010 a ktorá ignoruje množstvo zlyhaní vedúcich ku katastrofe v Spojenom kráľovstve. Brown sa na rozdiel od Obamu staval do pozície „experta známeho vďaka pozoruhodnej obratnosti v oblasti financií... ktorý požíval neskonalý obdiv vďaka svojej rozhladenosti v ekonomických veciach“.² Brown vo svojej správe opisuje kolaps ako jedno veľké prekvapenie a dokonca obviňuje banky z toho, že si z neho robia dobrý deň. Pozornosti nasledujúcich generácií určite neujde, že pokiaľ ide o prehľad vo finančných otázkach a o zvládanie ekonomických problémov, Brown bol pozoruhodne sebavedomý. V tejto súvislosti sa dostanú k slovu aj také osobnosti, ako sú Merkelová, Sarkozy, Berlusconi, Cowen, Wen Jiabao, Papandreu a ďalší.

Od komentátorov v súčasnosti očakávame, že pri udalostiach súvisiacich s kolapsom preukážu istú predvídavosť. Nedodržanie tejto novej sympatickej tradície by som u seba pokladal za hrubý prehrešok. Na rozdiel od niektorých kolegov, ktorí sa vrhajú do svetiel reflektorov vo svojich čisto nových chame-

leónskych mundúroch, mám však istú výhodu. Na internete som už niekoľko rokov pred kolapsom zverejnil zbierku prednášok, o ktoré sa vo svojich skromných tvrdeniach opieram.³ V týchto prednáškach uvádzam, že na príbeh o našich najlepších časoch a o období nových zábleskov v ekonomike som nenaletel. V prvej prednáške kriticky rozoberám vysvetlenia k nedávnomu prudkému nárastu cien domov, ku ktorému došlo okrem iného aj v UK.⁴ Všeobecne rozšíreným zdôvodnením bolo, že oproti minulosti je dnes svet oveľa stabilizovanejší, reálne (rozumej upravené o infláciu) úrokové miery sú oveľa nižšie a úvery omnoho dostupnejšie, takže neustále zvyšovanie cien domov je celkom racionálne a elegantné východisko.

Mne takáto logika jednoducho nefungovala a mal som z nej nepríjemný pocit. V druhej prednáške tvrdím, že ľudia kupujúci domy a banky poskytujúce úvery na bývanie nafukujú bublinu, ktorá musí jedného dňa prasknúť.

Zdá sa, že som s takýmto zmyšľaním nebol jediný. V roku 2010 som z ničoho nič dostal malý balíček, ktorý som vôbec neočakával. Niektorí zjavne vyhovel žiadosti o slobodný prístup k informáciám doručenej úradu britského premiéra. Ako napísal obratný novinár Martin Wolf z denníka *Financial Times*⁵, ukázalo sa, že logika mojich prednášok zasiahla a rozhýbala obnažený či skôr vystrašený a do istej miery utlmený ekonomický nerv v hlave vtedajšieho britského premiéra Tonyho Blaira. Blair totiž v rámci rozdeľovania moci už dávno predtým delegoval ekonomickú agendu do posledného zrnka na ministra financií Gordona Browna. O ekonómii nie je žiadna zmienka ani v Blairovej autobiografii z roku 2010 s výnimkou dodatku napísaného po vypuknutí kolapsu. Blair bol jediným premiérom v histórii Británie, ktorý sa s takouto záľubou vyhýbal riešeniu ekonomických záležitostí vlastnej krajiny, či ktorý tak aspoň pôsobil.

Veci sa vyvinuli tak, že Blair, náhle vytrhnutý zo svojich zabehaných koľají, sa vyľakal do tej miery, že sa okamžite obrátil o pomoc na britské ministerstvo financií. Podobným spôsobom, akým sa v Spojenom kráľovstve robili ekonomické rozhodnutia pred vypuknutím kolapsu, sa dostal priamo pred dvere č. 10⁶ dôležitý (v štandardnom zmysle slova) prípis, ktorý premiéra nenápadne uistil, že jeho obavy sú úplne neopodstatnené. Istý novinár situáciu popísal nasledovne: „Zdá sa, že Blair je zo stavu hospodárstva vydesený viac, než by sme si mysleli... Tým sa len potvrdzuje domnienka, podľa ktorej ministerstvo financií pod vedením Gordona Browna ignorovalo možnosť, že veci môžu dopadnúť naozaj zle, a to dokonca aj po zohľadnení určitého odstupu od reality, ktorý je pre Downing Street charakteristický. Ukázalo sa, že frázu „už nikdy viac vzostup a pád“ nedokáže ohroziť nikto, ani Tony Blair osobne.“⁷ V írskom

parlamente tieto dve prednášky rozpútali diskusiu o stave írskoho hospodárstva. Nebol to náhodou náznak toho, že írsky trh bývania a celé írské hospodárstvo sa rútia do záhuby? Írsky premiér Bertie Ahern, ktorý bol podobne ako Brown svojráznym ekonomickým vizionárom, začal členov opozície označovať za plagiátorov a štváčov a rovnako ako jeho kolegovia ich začínal mať plné zuby. Vždy sa dobre počúva, že ľudia na vysokých pozíciách sú zvedaví na názory iných. Už menej povzbudivé je, keď sa napriek tomu nič nezmení.

V roku 2005 som napísal tretiu prednášku obsahujúcu množstvo tvrdení, ktoré boli, ako sa podľa názoru viacerých ekonómov, novinárov a kolegov z bankového sektora vo svetle nadchádzajúcich udalostí neskôr ukázalo, veľmi jasnozrivé. Bol som jedným z mála ľudí, ktorí si dokázali spočítať dva a dva. Keď použijem analógiu z hudobnej branže, prednášky sa okamžite stali hitom. Šéf IT útvaru nášho oddelenia nechcel veriť, koľko užívateľov si v priebehu roka tieto tri prednášky stiahlo.

Záujem prejavila široká verejnosť. Potešilo by ma, keby prejavil záujem aj Tony Blair a jemu blízke osoby. Blair sa vo svojej autobiografii v každom prípade po prvýkrát priznal k tomu, že práve v tomto období ho vlastní sympatizanti najviac tlačili k tomu, aby sa zbavil Browna. Neurobil to, pretože podľa jeho názoru bol Brown „najlepším ministrom, akého mohla Británia mať“, pričom „bolo lepšie držať ho vo vláde na uzde, než pustiť ho bez dozoru von“.⁸

Mám pocit, že teraz je vhodný čas na to, aby som dal celému obsahu tejto knihy určitú fazónu a aby som okrajovo pripomenul tvrdenia, ktoré niekoľko rokov pred vypuknutím kolapsu pritiahli takú nečakanú pozornosť. Z vtedajších okolností koniec koncov vyplýva aj istá dôveryhodnosť tejto knihy. Čitateľ si môže sám preštudovať pôvodné prednášky. Vydavateľstvo Oxford University Press súhlasilo s tým, že obsah tejto knihy je úplne pôvodný a prednášky preto môžu ostať naďalej verejne prístupné na internete. Dúfam, že čitatelia, ktorí museli niekoľko rokov trpezlivo čakať, mi tento malý prehrešok prepáčia. Ak už pre nič iné, tak preto, že ľudia, ktorí sa príležitostne túlajú po internete, si možno materiál zakúpia, a v tom prípade ich môžem uistiť, že takýmto skutkom v týchto pohnutých ekonomických časoch národnému hospodárstvu veľmi pomôžu.

Rovnako ako niektorým mojim kolegom, aj mne sa podarilo odhaliť neudržateľnú rovnováhu globálnej ekonomiky, a to najmä medzi Čínou a USA, niekoľko rokov pred vypuknutím kolapsu. Keď sa USA a Spojené kráľovstvo začali pýšiť príbehmi o jasnom hospodárskom „zázraku“ vyplývajúcom z neudržateľnej hladiny zadlženosti spojenej s bublinou na trhu s nehnuteľnosťami, začal som upozorňovať na čoraz väčšiu nerovnováhu v hospodárstvach týchto

krajín. Argumentoval som tým, že extrémne nízke úrokové miery a silná konkurencia v bankovom sektore nabádajú banky k tomu, aby sa čoraz viac zadlžovali, aby sa sústredili na výnosy a aby z globálneho hľadiska podhodnocovali riziko. Zároveň s tým dochádzalo vo veľkej miere k špekulatívnym investíciám na trhoch s hypotékami a s bývaním, pričom sa v ľuďoch upevňovala viera, že ceny domov nemôžu klesnúť. Ja som tvrdil, že s rizikom na trhu s nehnuteľnosťami je to presne naopak, že je výrazne podhodnotené. Upozorňoval som tiež na zraniteľnosť mnohých amerických hypoték. Nízke úrokové miery mohli síce podporiť produktívne investovanie, ja som však poukazoval na to, že v mnohých prípadoch tomu tak nebolo.

Upozorňoval som na to, že cenové bubliny nehnuteľností vylepšujú výsledky hospodárenia finančných spoločností, čo vyvoláva dojem, že dokážu zvládnuť väčšie riziko, pričom súčasne vyvolávajú v klientoch ilúziu, že sú bohatší než v skutočnosti, a tým deformujú ich rozhodovanie v oblasti spotreby a úspor. Poukázal som na to, že efekt priamych vládnych záruk v hypotekárnom sektore USA sa rozšíril aj za hranice USA. Argumentoval som tým, že držitelia hypotekárnych cenných papierov (MBS – *mortgage-backed security*) musia svoje prostriedky neustále reinvestovať, a že tento mechanizmus skôr či neskôr prestane fungovať. Poukázal som na viaceré zdroje, ktoré môžu takúto krízu (respektíve masový výber vkladov) vyvolať, vrátane poklesu cien domov, zvýšenia úrokových mier a narušenia relatívnej trhovej stability vytvorenej cenovými bublinami.

Snažil som sa objasniť, akým spôsobom sa finančná nákaza a spolu s ňou skutočná ekonomická nákaza rozšíri na zvyšok sveta, a to najmä prostredníctvom bilancií hypotekárnych bánk a vlád. Mnohí z nás mali obavy z nerovnováhy medzi USA a Čínou, no málokto si všimol, že skutočné nebezpečenstvo krízy číha v bankovom systéme USA. V tom čase však takéto zmýšľanie samozrejme nebolo bežné.

Usiloval som sa popísať, akým spôsobom reagovali politici na prasknutie bubliny na trhu s cennými papiermi v deväťdesiatych rokoch, keď následne nafúkli úverovú bublinu v prvej dekáde nového tisícročia. Argumentoval som tým, že úverová bublina je oveľa nebezpečnejšia než bublina na trhu s cennými papiermi, pretože úvery bývajú istené nehnuteľnosťami a celé bremeno sa nakoniec premietne do vládneho dlhu. Preto som nástojil na znižovaní deficitu vo vládnom rozpočte⁹ takých štátov, ako sú napríklad USA a Spojené kráľovstvo, čím by sa vytvorila rezerva na zvládanie aktuálnych dopadov prasknutia takejto bubliny. Naznačil som najmä nízku schopnosť verejných financií

UK čeliť kríze, ktorá sa zvlášť výrazne prejavila práve v UK (predtým som písal aj o dlhodobých finančných problémoch USA).¹⁰

Tvrdil som, že podhodnotenie aktív a rizika v minulosti vyvolá u mnohých domácností v krajinách, ako sú USA a UK veľkú zadlženosť a nízku hladinu úspor, a to vrátane úspor v systéme dôchodkového sporenia. Poukázal som na to, že po vypuknutí recesie sa budú domácnosti v záujme nápravy chýb vo svojom hospodárení snažiť viac odkladať a priblížiť svoje úverové zafarženie hodnoty vlastného majetku. Zároveň s tým si jednotlivé vlády uvedomia, že nesú na svojich pleciach väčšie fiškálne bremeno, pretože budú musieť riešiť dôsledky prasknutia bubliny a zároveň podporovať národný dopyt tým, že začnú hospodáriť s väčším fiškálnym deficitom. Argumentoval som tým, že pri inflácii došlo k zmene tradičných princípov vychádzajúcich z cien tovarov a služieb na princípy vychádzajúce z cien aktív, najmä domov; že v prípade, kedy štandardné nástroje nedokážu stlačiť úrokovú mieru pod nulu, bude potrebné aplikovať neštandardnú monetárnu politiku; a že celkovú obnovu pri recesii bilancíí bude komplikovať krehká rovnováha medzi infláciou a defláciou. Na záver som uviedol, že keďže sa nevykonali žiadne včasné zásahy, nerovnováha sa ešte viac vyostřila, a že politici jednoducho „deň zúčtovania“ odsúvali na neskôr, čím celú situáciu iba zhoršili.

Štvrtú a piatu prednášku som mal rozpracovanú, hotových bolo približne 80%, a týkali sa problémov rizika a likvidity na svetových trhoch nehnuteľností a hypoték.¹¹ Vtedy som sa sám seba spýtal, prečo by som ich mal vlastne zverejňovať zdarma, keď sa v praxi ukázalo, že ak ich vydám ako jednu knihu, môžem na nich celkom dobre zarobiť.

Rok 2006 bol však iný ako 2007 a ten bol úplne iný ako rok 2008. Pracovník univerzitného vydavateľstva, ktoré som oslovil, sa ma zdvorilo opýtal, či bude po knihe o kolapse, ktorý ešte len nastane, vôbec dopyt, najmä ak ide o kolaps, ktorý hrá z hľadiska USA takú výraznú úlohu. Komerčné vydavateľstvo navrhlo niečo „agresívne“ (môžem „rozpútať ľavicovú diskusiu“?) a pokladalo za užitočné poradiť mi, aby som používal *nom de plume*. Nemal som chuť znášať posmech kolegov z akademických kruhov ani byť v pozícii podivína, a pseudonym by bol na univerzitnej pôde niečo ako Judášov bozk. Kniha ostala v zásuvke.

Moja schránka bola plná pozvánok od spoločností ako napríklad Lehman Brothers, Credit Suisse First Boston, UBS, Goldman Sachs, Anglická banka, Úrad pre finančné služby (FSA – *Financial Services Authority*), ministerstvo financií a rozličné americké politické výskumné tímy, tzv. *think tanks*. Pozvánky mám doteraz odložené ako zdvorilých svedkov nevinnejších čias. Ozývali sa

mi hedžové fondy a ďalšie organizácie a pýtali sa ma, či by som si po kolapse trhu s bývaním nechcel zarobiť pár dolárov. Ja som sa však čoraz viac venoval oblasti svetového zdravotníctva. Na základe hrozieb, ktoré vyplývali zo stavu svetového hospodárstva, som videl, že finančné toky, ktoré v minulosti smerovali do globálnej zdravotnej starostlivosti, sú ohrozené, a že treba zlepšiť finančnú udržateľnosť iniciatív v tejto oblasti. V priebehu niekoľkých rokov som napísal približne trištvrte milióna slov o rozličných oblastiach politiky svetovej zdravotnej starostlivosti a poskytol som niekoľko vyhlásení, ktoré boli síce možno v tých časoch bolestivé, ale nakoniec začali prinášať isté výsledky.

V auguste 2008, niekoľko týždňov pred krachom spoločnosti Lehman Brothers, záujem o knihu opäť prudko vzrástol. Skupina investičných bankárov zorganizovala míting v Londýne, na ktorom mi oznámili, ako sa moje pôvodné prednášky ústnym podaním rozšírili po ich firme po finančnom krachu počas roka 2007 a na začiatku roka 2008. Krach mimochodom prebehol podľa mojich predpovedí. Títo ľudia celé leto neúspešne bojovali o to, aby ministerstvo financií a úrad premiéra Browna začali brať hrozby vážne a aby pristúpili k rekapitalizácii bankového systému. V USA zúrila celý rok prezidentská volebná kampaň a nič iné sa nedalo robiť. Bankári na mňa naliehali, aby som pokračoval v písaní knihy. Na základe toho si predstavitelia vydavateľstva Oxford University Press nakoniec povedali, že za pokus to stojí a že vďaka jasnozrivosti predchádzajúcich prednášok sa možno zopár výtlachov predá. Zaradili teda knihu do edičného plánu.

Keď sa historici pustia do ryžovania v kalných vodách času, zvyčajne sa stáva, že na dne sita uviaznu aspoň úlomky dôkazov. Keď John Kenneth Galbraith napísal svoju knihu o kríze v roku 1929, mal dobré tušenie, že bude lepšie, ak 25 rokov počká.¹² Rovnako prezieraví boli aj Freidman a Schwartz, ktorí vydali svoju analýzu omylov v monetárnej politike po kríze v roku 1929 o 34 rokov neskôr.¹³

Musí byť človek naozaj tak trochu blázon, aby napísal knihu o udalostiach, ktoré ešte neskončili? Dnes sú iné časy. Dnes, v dobe, keď prebieha zatiaľ posledná finančná kríza, sú pohotoví médiá okamžite pri tom a chrlia na nás záplavu aktuálnych údajov a analýz. Vrhajú sa na každý ohnutý, pokrivený či inak zdeformovaný kus tohto vraku, fotia si ho a píšu o ňom články, aby v ich sieťach vzápätí uviazla ďalšia zaujímavá udalosť. Nečakajú pritom ani to, kým sa v plnej miere prejavia dôsledky tej predchádzajúcej. O päť alebo o desať rokov budeme vedieť oveľa presnejšie, čo sa dnes vlastne udialo a prečo. Dovedy budú musieť ekonometrici žmýkať obsah z každého útržku informácií, ktorý sa premelie ministerstvami financií jednotlivých štátov, a podrobovať ho

nespočetným úpravám, aby ho dokázali vtesnať do rovných riadkov a stĺpcov v grafoch. Čas na poučenie a na zmenu smerovania je však dnes.

Rád by som poďakoval aj svojim kolegom a priateľom z Oxfordu a najmä z fakulty Oriel College. Za veľkorysosť a láskavú pohostinnosť som veľmi vďačný aj všetkým pracovníkom centra *Wissenschaftskolleg zu Berlin*, kde som strávil školský rok 2010 – 2011. Zdravý rozum ma pri písaní knihy neopustil aj vďaka tomu, že som bol obklopený naozaj príjemnými kolegami, partnermi a príbuznými. Osobitné poďakovanie si zaslúžia redaktori OUP v oblasti ekonómie a výroby, menovite Sarah Carroová, Adam Swallow, Aimee Wrightová a Kizzy Taylorová-Richelieuová za to, že neustále a s radosťou plnili úlohy nad rámec svojich povinností. Zakaždým, keď ich prepadla panika, že kríza skončí skôr, než sa mi podarí niečo predať, som ich jednoducho upokojil chladnou poznámkou, že mám o krízach všeobecne a o tejto zvlášť dosť poznatkov na to, aby som vedel, že jej následky budeme pociťovať ešte roky. Ak ma zastihli v mimoriadne zhovorčivej nálade, doplnil som, že dobre načasovanou a rozumnou stratégiou je sledovať reakcie politikov a premýšľať o nich.

Všetky finančné krízy sa porovnávajú s krízou v roku 1929. Nieкто si možno pomyslí, že dnešná kríza by časom mohla nadobudnúť podobu krízy z roku 1929. Možno na to má dobrý dôvod, totiž že dnešní politici krízu riešia z istého pohľadu o niečo lepšie než vtedy. Môže to však byť aj tým, že táto kríza je do značnej miery neriešiteľná a predstavuje zlom v našom chápaní globálneho kapitalizmu. Alebo možno robíme iba to, čo zvyčajne, a do ďalšej krízy sa v ničom nepoučíme.

V Oxforde a v Berlíne, jún 2012

I. ČASŤ:

PREDTÝM

PREJAVY CELOSVETOVEJ NEROVNOVÁHY A NARASTANIE DLHU

MÝTUS O „VELKOM UPOKOJENÍ“

Keď prezident Calvin Coolidge 4. decembra 1928 vo svojej Správe o stave Únie hodnotil posledných 150 rokov, prišiel k záveru, že „žiadne zasadnutie Kongresu Spojených Štátov zvolané kvôli preskúmaniu stavu Únie sa ešte nestretlo s priaznivejším výhľadom do budúcnosti. Na domácej pôde vládne mier a pohoda... a máme za sebou najdlhšie obdobie prosperity“. Zatiaľ čo sa Coolidge nadchýnal úspechmi, burza cenných papierov USA sa blížila k svojmu zenitu a do jedného roka došlo ku kolapsu v roku 1929 a k neslávne známej „Veľkej hospodárskej kríze“. Hospodársky rast USA klesol takmer o 30%. Nezamestnanosť vyskočila na takú úroveň, kedy bol každý štvrtý obyvateľ USA bez práce. Tisíce bánk skrachovali s minimálnou alebo žiadnou ochranou pre desiatky miliónov sporiteľov. Až tri štvrtiny všetkých držiteľov hypoték v USA prestalo splácať dohodnuté splátky. Keďže ekonomika USA bola pevne naviazaná na zlatý štandard, začala sa uplatňovať kontraktívna monetárna politika a prepukla deflácia. Mnohé štáty zareagovali opatreniami na ochranu vlastných obchodných záujmov; v roku 1933 boli maloobchodné ceny USA na úrovni 33% predkrízovej úrovne.¹ Ekonomika USA sa rútila do priepasti. Z toho dôvodu došlo v záujme vyváženia príjmov a výdavkov k zvýšeniu daní a k škrtaniu vládnych výdavkov. Coolidge pred kolapsom vyzdvihol silu zotrvačnosti; novinár Walter Lippmann v roku 1926 uvádza, že „táto aktívna nečinnosť obdivuhodne pasuje k nálade a k určitým potrebám tejto krajiny“.

Minister financií a neskorší premiér Spojeného kráľovstva Gordon Brown, ktorý nebol typom politika šíriaceho nepodložené informácie, vo svojej Budget Speech (rozprava o rozpočte) dňa 16. marca 2005 prehlásil, že „Británia práve zažíva najdlhšie obdobie neustáleho hospodárskeho rastu od roku 1701, kedy sa začali viesť záznamy“.²

Vyzdvihol fakt, že „Británia a Severná Amerika dosiahli za posledných osem

rokov dvakrát vyšší rast v porovnaní s väčšinou našich konkurentov z krajín G7 a dvakrát rýchlejšie tiež rástla naša životná úroveň“. Francúzom, Nemcom a prekvapivo aj Američanom vytkol ich ľahostajný prístup k vedeniu záznamov o zamestnanosti. Zdvorilo obišiel varovania Medzinárodného menového fondu (MMF), Banky pre medzinárodné platby (*Bank for International Settlements – BIS*) a Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD – *Organization for Economic Cooperation and Development*) a povedal nie každému, kto „predpovedal recesiú – predpovede, ktoré sa nesplnili v roku 1998, 1999, a vlastne sa nenaplnili dodnes“. Ešte kým Brown rečnil, banky globálneho finančného systému dospeli do krízového bodu a vypukla spúšť, ktorá navždy poznamenala a pozmenila globálny finančný svet. V ďalších rokoch sa „úspešný“ príbeh ekonomiky Spojeného kráľovstva podobal kľbku nití, ktoré niekto zhodil z veľmi strmého kopca. Brown pritom bežal za ním a zo všetkých síl sa ho snažil zastaviť.

Žeby boli prezidenti a premiéri v tých časoch príliš nadšení? Príliš sebavedomí? Žeby to pokladali za riziko podnikania? Z praktickejšieho pohľadu sa mohli tak Coolidge, ako i Brown vo svojich obhajobách oprieť o ekonomické údaje, aj keď ich možno museli trochu natočiť do správneho svetla alebo príležitostne prispôbiť, aby boli dostatočne dôveryhodné. Ich názory sa pritom zhodovali s náladou a určitými potrebami daného obdobia. Dnes už vieme, že samotná možnosť vyhlasovania podobných vecí nás mala varovať, že sa niečo deje. Množstvo „dobrých“ znamení – pulzujúce burzy, rekordné hodnoty hospodárskeho rastu a prudko rastúce ceny domov – znamenali v skutočnosti riziko, ktoré sa začalo hromadiť ako energia v pružine. Pravdou je, že to boli zároveň najlepšie aj najhoršie časy. Prepych sa striedal so všednosťou, nadbytok s nedostatkom a radosť s bolesťou.

V ekonomických kruhoch sa vysvetlenie takýchto veľkých nádejí nazýva „Veľké upokojenie“. Tento výraz zaviedol v roku 2004 Ben Bernanke³ a označuje ním „pozoruhodný pokles“ inflácie a nestabilitu hospodárskych výsledkov v USA a v ďalších rozvinutých ekonomikách (vtedy ešte bez Japonska) v priebehu posledných 20 rokov.⁴ Bernanke argumentuje, že „k Veľkému upokojeniu mohli významnou mierou prispieť skôr zlepšenia v uplatňovaní monetárnej politiky“ než štrukturálna zmena alebo „šťastná náhoda“ – pod čím myslí určitý druh nárazových udalostí, ktoré boli nezvyčajne priaznivé, ale krátkodobého trvania. Zásľuhu na tejto situácii majú teda hlavne politici.

Stabilnejšia inflácia prispieva k lepšiemu fungovaniu trhov a k istejšiemu ekonomickému plánovaniu. Stabilnejšie hospodárske výsledky znamenajú istejšiu zamestnanosť a istejšie príjmy, čo znižuje ekonomickú neistotu domác-

ností. V stabilnejšom makroekonomickom prostredí sa môžu domácnosti a finančné spoločnosti viac spoľahnúť na nemenné úroky a istejšie splácanie pôžičiek a na nižšie riziko pri získavaní úverov. Môžu zvýšiť podiel dlhov voči majetku, t.j. viac zaťažiť svoju výdavkovú stranu.⁵ Ceny domov sa môžu rozbehnúť strmo nahor, pretože máme k dispozícii pomoc v podobe finančných inovácií. Vďaka nižším makroekonomickým rizikám sa môže rast cien akcií priživiť na raste produktivity. Absolútny jednorazový prínos „Veľkého upokojenia“ v zásade predstavuje jeden obrovský skok v cenách aktív a zodpovedajúci nárast úrovne udržateľného dlhu.

Tu si hneď môžeme všimnúť, že aj toto „racionálne“ vysvetlenie implikuje iba prechodné obdobie, kedy sa hodnoty rastu cien aktív a rastu dlhu dočasne prehupnú na vyššiu úroveň. Nevnímame to ako závrtné stúpanie cien, ktoré už bude trvať naveky. Ľudská povaha bohužiaľ nie je príliš dobre usposobená na zvládanie ekonomických zmien. Keď si predstavíme experimentálnu ekonomiku, v ktorej fungujú ako pokusní kráľci racionálne uvažujúci ľudia, pri záchrane pred zimou, kedy ako návnadu použijeme iba šálku čaju a vidinu drobnej finančnej odmeny, ich v určitom momente postihne davová psychóza, ktorá z nich urobí úplne iracionálne bytosti. Keď už máme motiváciu k takémuto „neefektívnemu“ správaniu, k dispozícii je množstvo nástrojov, ako presvedčiť tých dôverčivejších, alebo skôr menej informovaných, že tento moment ich posunie vyššie. Ak by aj „Veľké upokojenie“ bolo reálnym javom, vždy existuje nebezpečenstvo prehnanej reakcie ľudí.

Nebezpečenstvo interpretácie dočasného javu vychádzajúceho z toku udalostí ako niečoho oveľa trvalejšieho tu bolo vždy. Náhlý rast v Sovietskom zväze v 50. a 60. rokoch minulého storočia vzbudil v západnom svete obavy, že ich ZSSR „predbehne“. Podľa rozšíreného názoru to USA naštartovalo k ceste na Mesiac, čím chceli dať najavo svoju politickú a hospodársku prevahu. Dnes vieme, že náhlý rast v Sovietskom zväze bol takmer výhradne štatistickým dôsledkom mobilizácie veľkých kapitálových tokov vrátane ľudských zdrojov (za súčasného zveličovania predstaviteľov štátu). Nakoľko Sovietsi mali k dispozícii presne toľko robotníkov, koľko mohli presunúť z poľnohospodárstva do tovární bez ohrozenia produktivity, a deň mal stále presne 24 hodín, po skončení mobilizácie by rast klesol späť na pôvodnú úroveň. Veľký podiel na hospodárskom zázraku v Ázii v prvej polovici deväťdesiatych rokov minulého storočia mal podobne presun pracovnej sily z vidieka do priemyselných oblastí spolu s enormným zvýšením priemerného počtu odpracovaných hodín.⁶ Tento fenomén získal veľké uznanie medzinárodných organizácií a do vyššie spomenutých štátov sa začali hrnúť investičné banky, aby sa im tiež niečo ušlo.

Nemalo to však dlhé trvanie. V prvej dekáde tohto storočia sa mnohé toky v USA a v Spojenom kráľovstve, ako napríklad presun spotreby z budúcich generácií na súčasnú generáciu, refinancovanie hypoték klesajúcimi úrokmi a rôzne formy úverovania na základe rastu cien nehnuteľností, podieľali na dočasnom zvýšení sledovaného výkonu, hoci toto zvýšenie narážalo na svoje prirodzené hranice.

Bol však obchodný cyklus naozaj pod kontrolou? Predstavovala väčšia makroekonomická stabilita ozajstné a trvalé potvrdenie nového ekonomického usporiadania? Problémom bolo, že zvyšujúce sa úverové zaťaženie, bubliny v cenách majetku nafúknuté práve úvermi, ako i narastajúca celosvetová nestabilita mohli na krátky čas vyvolať dojem rovnováhy, na ktorom stáli predpoklady pre upokojenie. Prvá veľká celosvetová nerovnováha sa vyskytla v usporiadaní obchodných a platobných bilancií, ktoré sa využívajú na meranie čistých tokov (ako napr. export a import, úrok, zisky a dividendy z držby majetku a prevody⁷⁾ za isté časové obdobie, zvyčajne za obdobie jedného roka. USA celé roky udržiavali permanentný deficit platobnej bilancie (to znamená, že položky na strane *Dal prevyšovali* položky na strane *Má dať*), ktorý vzrástol z hodnoty niečo vyššie 3% HDP USA na konci roka 1990 k hornej hodnote 6% HDP USA v roku 2006. Medzi rokmi 1997 – 1998, kedy skončila finančná kríza v Ázii, a polovicou roka 2007 vzrástol kumulatívny deficit platobnej bilancie USA na celkovú sumu 4,6 biliónov USD. Pri tomto rekorde zodpovedal deficit USA dvom tretinám deficitov platobných bilancií všetkých ostatných krajín sveta. Nakoľko platby musia byť vždy vyvážené, deficit platobnej bilancie USA sa vykrývali zmenami v povinných štátnych rezervách a kapitálovými tokmi, ktoré prúdili do USA z lepšie situovaných štátov. K lepšie situovaným krajinám patrili Čína, ostatné ázijské rozvojové štáty, hlavní vývozcovia vlastnej výroby ako Nemecko a Japonsko, a krajiny vyvážajúce ropu. Čína a Ázia vďaka svojej štedrosti nakoniec financovali najmenej polovicu deficitu platobnej bilancie a rozpočtového deficitu USA. Neboli však jediné.

Tieto toky neprúdili do USA zadarmo. USA mohli z roka na rok zvyšovať spotrebu nad rámec doma vyprodukovaných výstupov iba vďaka tomu, že ostatným štátom narastali pohľadávky voči USA. Bežní obyvatelia Ameriky žiadne zmeny nezaregistrovali a ani sa o ne nestarali. Politickí vodcovia ich zase nemali prečo na podobné veci upozorňovať. Američania sa nestrachovali o vyššie spomínané toky; strašili ich narastajúce pohľadávky voči krajine, a to z viacerých dôvodov. Po prvé, ak by došlo k náhlemu poklesu dôvery investorov v krajinu s vysokými neuhradenými pohľadávkami, hrozilo by, že bude potrebné splatiť všetky pohľadávky naraz. Po druhé, ak by sa zistilo, že akýkoľ-

vek majetok zakúpený lepšie situovanou krajinou je oveľa nižšej než pôvodne predpokladanej kvality, následné straty by sa ako hrozná nákaza rozšírili aj na lepšie situované krajiny.

Mnoho štátov, ako napríklad Čína, ktoré hospodárili s prebytkom na bežnom účte, neinvestovali do skutočných zahraničných aktív, ale do zahraničných mien, ktoré držali v centrálnych bankách ako rezervy na zahraničnú obchodnú výmenu. Je pozoruhodné, že Čína hospodárila s prebytkom na bežnom aj na investičnom účte vďaka ustálenému nominálnemu menovému kurzu medzi svojou vlastnou menou, renminbi, a košom mien napojených na americký dolár.

Čína zažehnala akýkoľvek nadmerný dopyt po renminbi (zo strany obchodníkov z USA a z ostatných krajín, ktorí kupovali tovar a služby z Číny a potrebovali zmeniť svoje meny za renminbi, aby mohli obchody realizovať) tým, že požiadala Čínsku ľudovú banku (ČĽB) o vydanie nových bankoviek renminbi na nákup amerických dolárov. ČĽB nakúpené doláre pridala do už aj tak dosť vysokého šťosu rezerv na zahraničnú obchodnú výmenu.

V lete v roku 2007 sa suma celkových rezerv určených na zahraničnú obchodnú výmenu zvýšila z 1,6 bilióna USD (ekvivalent dolára) v čase Ázijskej krízy na približne 6 biliónov USD, pričom rezervy v USD vzrástli z 800 mld. USD na 2,5 bilióna USD. Ázia sa na tomto náraste podieľala osemdesiatimi percentami a vlastnila približne 70% celkovej sumy globálnych rezerv.⁸ V bretonwoodskom systéme pevných menových kurzov pred rokom 1971 sa nikdy nestalo, že by suma globálnych rezerv prekročila 2% celosvetového HDP. Teraz to bolo 9%. Podľa údajov ministerstva financií USA medzitým hrubý externý dlh USA vzrástol v priebehu deviatich rokov takmer štvornásobne a na konci roka 2007 dosiahol 13,4 biliónov USD. To boli mimoriadne čísla, nech sa na ne dívame z akéhokoľvek uhla.

V tom čase sa tvrdilo (pretože inak by sa musela zmeniť politika), že na pretrvávajúci deficit platobnej bilancie USA je skvelé racionálne vysvetlenie. Ak má niektorá krajina mimoriadne investičné príležitosti, z ekonomického pohľadu je rozumné umožniť súčasným obyvateľom spotrebovať časť budúcich prínosov príslušnej investície dnes, a to tak, že si krajina od zvyšku sveta požičia kapitál, investuje ho do nových technológií, zvyšku sveta poskytne určité množstvo dlhopisov a splatí ich neskôr vo forme skutočných tovarov a služieb z oveľa vyššej výslednej sumy dosiahnutej vďaka pôvodnej výnosnej investícii. Pre začínajúcich ekonómov z radov čitateľov si dovoľm poznamenať, že rozhodnutie o výške dnešnej spotreby je výsledkom dvoch efektov: efektu štandardného príjmu (t.j. vyššia spotreba vo všetkých obdobiach vrátane súčas-

nosti v dôsledku očakávania enormne vysokej návratnosti investície) a substitučného efektu (t.j. nižšia súčasná spotreba a vyššie investície zabezpečujúce ešte vyššie výnosy budúcich období). Prístup k toku lacného kapitálu umožňuje väčší vplyv príjmového efektu a náhly nárast súčasnej spotreby. Dožičíme si dnes aj zajtra – prístup, ktorý sa páči voličom aj politikom. Zatiaľ čo „Veľké upokojenie“ spôsobilo náhly nárast produktivity v USA, dočasný nárast výšky dlhu USA bol súčasťou prechodového javu. Ak by sa stalo, ako mnohí tvrdili, že nadmerná produktivita by trvala desaťtky rokov, dopad na deficit platobnej bilancie mohol byť obrovský a napriek tomu by nevzbudil mimoriadny záujem. Ak by však zároveň trvalo aj priaznivé obdobie pre investovanie, výška dlhu by dosiahla nový stabilný stav⁹, čiže ani v tomto prípade by nešlo o stále narastajúci dlh.

Zdroje by sa samozrejme museli vložiť do vysoko produktívnych investícií, na ktorých sú založené vyššie uvedené argumenty. To sa však bohužiaľ nestalo. Prevažná časť kapitálu prichádzajúceho do USA sa použila na financovanie spotreby súkromného a verejného sektora a na vojny. V roku 2005 som otvorene poukázal na jednu vec: „Mám veľmi vážne podozrenie, že v USA nemínajú kapitál, ktorý si ešte len aktívne vytvoria, ale že jednoducho žijú nad pomery. Spotrebná bublina môže vydržať iba v prípade, že ekonomike sa podarí zabezpečiť prílev financií na jej pokrytie... došlo k vytvoreniu falošného pocitu bezpečnosti.“¹⁰

Ďalším významným prejavom globálnej nerovnováhy, ktorý vyplýva z predchádzajúceho prejavu, bolo rozloženie úspor a spotreby. Globálne hrubé úspory vyjadrené v podiele na globálnom HDP sa zvýšili z približne 21,5% v roku 2001 na zhruba 24,5% v roku 2007.¹¹ Toto číslo na prvý pohľad nevyzerá nijako dramaticky. Pri bližšom skúmaní som však zistil, že v tomto náraste je zahrnutý prudký pokles hodnoty priemerných úspor v priemyselných ekonomikách (pričom preteky v oblasti negatívnych úspor vyhrávajú USA) a prudký vzostup v hodnotách úspor v rozvojových štátoch. Samotné USA, ktoré predstavujú iba približne 5% z celkovej svetovej populácie, majú na svedomí asi jednu tretinu celkového nárastu globálnej spotreby v rokoch 2000 až 2006. Vykryvali ju prevažne míňaním úspor. Na Blízkom východe bol podiel úspor 50% a v Číne 58% (nárast z hodnôt 34% pre Blízky východ a 38% pre Čínu z roku 2001). Takéto hodnoty vyrazili historikom v oblasti ekonómie dych. Dokonca aj v časoch slávnej „priemyselnej revolúcie“ predstavovali hodnoty úspor iba zlomok týchto čísiel. V rovnakom čase bola výška investícií vo viacerých ázijských rozvojových štátoch po roku 2000 nižšia než rekordy z polovice deväťdesiatych

rokov minulého storočia, zatiaľ čo v iných krajinách ich výška rástla. Nikde sa však ani nepriblížila rastu domácich úspor. Niečo sa muselo stať.

DLHODOBÉ TLAKY NA PRACOVNÚ SILU

Tieto druhy nerovnováhy odrážali tlaky na pracovnú silu za veľmi dlhé časové obdobie. Jedným z nich bol presun celosvetovej výroby do štátov s oveľa nižšími mzdovými nákladmi, pričom časť príjmu, ktorá plynula vlastníkom kapitálu, neustále narastala. Zamestnanci v krajinách ako napríklad Čína dostávali ako mzdu len zlomok hodnoty, ktorú v skutočnosti vytvorili. Zamestnávateľia si veľkú časť produkcie nechávali vo forme úspor. Zamestnanci sa však na celosvetovom agregovanom dopyte podieľali vo veľmi malej miere, čiže nedokázali vyrobený tovar spotrebovať. Presun výroby zároveň stláčal nadol mzdy v bohatších krajinách, najmä u tých vrstiev obyvateľstva, ktoré sa zvyčajne považovali za hlavný zdroj dopytu po vyrobenom tovare.

Pre čitateľov môže byť mimoriadne zarážajúci napríklad fakt, že v USA sa reálne (rozumej upravené o infláciu) mzdy pre väčšinu obyvateľov nezmenili štyridsať rokov. Stagnáciu miezd podporovali aj tlaky na elimináciu pôsobnosti systému vyjednávania o mzdách, čo bolo dôsledkom nízkej inflácie a reforiem na trhu práce. Keď firmy zistili, že dopyt po ich výrobkoch slabne, ako možné riešenie sa ponúkalo buď ďalšie znižovanie nákladov, alebo permanentné presúvanie jednotlivých aktivít do zahraničia. Tým však základný problém ešte viac vystúpil na povrch. Množstvo krajín vyvážajúcich ropu zatiaľ zamestnávalo migrujúcich robotníkov, platilo im nižšiu než minimálnu mzdu, a zo zvyšku výroby tvorilo nadhodnotu, v dôsledku čoho úroveň celosvetového agregovaného dopytu ďalej klesala. V Rusku a na Strednom Východe spôsoboval pokles celosvetového agregovaného dopytu nárast počtu oligarchov a tzv. ro-dinkársky kapitalizmus. Celosvetová ponuka nevytvárala svoj vlastný dopyt, hoci všetky učebnice tvrdili, že by mala. Niečo sa muselo stať.

V priebehu štyridsiatich rokov došlo v západnej Európe a neskôr aj v Japonsku, v Číne, v Ázii a vo viacerých rozvojových štátoch k zvýšeniu produkcie a k zníženiu nákladov. Táto nadvýroba spôsobila pokles ziskovosti amerických výrobcov.¹² Najnižšia ročná ziskovosť v americkom priemysle počas „dlhého boomu“ v rokoch 1948 – 1973 bola vyššia než najvyššia ziskovosť dosiahnutá v období „dlhého pádu“ za Reaganovej a Clintonovej vlády.¹³ Americké spoločnosti sa snažili tento rozdiel vyrovnať a zvýšili množstvo produkcie, znížili však počet zamestnancov. Vedľajším účinkom bolo, že poklesli mzdy celej po-

pulácii USA. Nebolo to spôsobené tým, že by klesal objem americkej výroby. V rokoch 1997 až 2007 došlo totiž k rastu približne o 4%. Obrovské investície do fyzického kapitálu a rozvoj výrobných metód však zvýšili produktivitu práce v USA o takmer 7% ročne a Američania potrebovali dopĺňať výrobné kapacity len preto, aby udržali stabilnú zamestnanosť. To sa však nepodarilo dosiahnuť a v USA sa približne v priebehu desiatich rokov zrušilo takmer 6 miliónov pracovných miest vo výrobe. USA sa zároveň stali dovozcom.

V celom tomto procese boli určité znepokojivé paralely s istým skorším obdobím, ktoré mohlo v človeku pri troche nepozornosti vyvolávať dojem nostalgie. Niekedy v sedemdesiatych rokoch minulého storočia dosahovali krajiny vyvážajúce ropu veľké prebytky v platobnej bilancii, ktoré sa prostredníctvom globálneho bankového systému „prelievali“ do rozvojových a vynárajúcich sa ekonomík s požiadavkami na úverové zdroje. Išlo najmä o Latinskú Ameriku. Pred tamojšou krízou zadlženosti v roku 1980 toto prelievanie tzv. petrodolárov viacerí vtedajší politici uznávali, pretože sa im pozdávalo, akým spôsobom prebieha dotovanie krajín s predpokladanou vysokou produktivitou a perspektívou rýchleho rastu. V prvom desaťročí nového tisícročia sme boli svedkami podobného prelievania. V tomto prípade však peniaze tiekli do USA a podporu pre petrodoláre zabezpečovali finančné toky z viacerých vynárajúcich sa ekonomík, ktoré hospodárili s prebytkom v platobnej bilancii a zmenili sa z dlžníkov na veriteľov. Tentoraz kapitál do bohatých rozvinutých štátov umiestňovali viaceré krajiny s bohatými ložiskami ropy a s vysokými príjmami, o ktorých by sme si za normálnych okolností mysleli, že ako vynárajúce sa ekonomiky samy potrebujú kapitál.

Situáciu by sme mohli prirovnať k mimoriadne chutnému medu, z ktorého síce cestou sem-tam niečo odkvaplo, ale prevažná časť cestu vydržala. A keďže finančné firmy boli dostatočne prefíkané (alebo možno iba dostatočne inteligentné na to, aby si vedeli spočítať, ktorú stranu chleba ním majú natrieť), veľká časť týchto tokov sa použila na dotovanie hypoték. Menej zámožné segmenty vynárajúcich sa ekonomík teda prostredníctvom podporovanejších segmentov, najmä korporácií, nakoniec skončili pri tom, že dotovali aktivity relatívne chudobnejších krajín, respektíve určitých špekulatívnych skupín v bohatších krajinách. V tých častiach sveta, ktoré fungovali na poskytovaní úverov (najmä USA, Írsko, Španielsko, „rozvojová“ časť Európy a niektoré územia Stredného Východu), sa štruktúra investícií posunula výrazne smerom k výstavbe nehnuteľností. Toto „tlačenie kapitálu do kopca“ pripomínalo situáciu z roku 1920, kedy sa USA snažili šíriť podobný úspešný príbeh o vynikajúcej produktivite. Aj vtedy zhltli najviac peňazí nehnuteľnosti a iné špekulatívne investície.

Úverové bubliny a bubliny na trhu s nehnuteľnosťami sa museli teda naďalej nafukovať, aby podporili inak nedostatočný globálny agregovaný dopyt a aby umožnili jednotlivým hospodárstvám (najmä bohatším dovážajúcim krajinám) ďalší rast a spotrebu, ktoré sa nedali dosiahnuť „prirodzenejšími“ prostriedkami. Na vyvolanie dopytu po úveroch sa použili rovnaké nástroje ako na vytvorenie ponuky na strane veriteľov, t.j. použité doláre, ktoré sa hromadili v bankách v USA aj v ďalších krajinách. Úverová bublina spočiatku postihla stredné triedy a subjekty s dobrou platobnou disciplínou. Nakoniec však v jej osídľach uviazli aj chudobnejšie triedy a subjekty so zlou platobnou disciplínou, a to kvôli do istej miery zvrátenému dotačnému efektu. Ponuka a dopyt sa síce dostali do rovnováhy, vedľajším účinkom však bol vznik dlhodobého rizika nestability.

Ďalším dlhodobým faktorom bola úloha amerického dolára. V roku 1971 došlo k rozpadu Brettonwoodského medzinárodného peňažného systému, ktorého základom bolo naviazanie dolára na zlato. Nahradil ho systém, v ktorom sú výmenné kurzy medzi dolárom a ostatnými menami pohyblivé. Americký dolár sa stal de facto svetovou menou. Došlo však k vzniku istého rozporu. Krajiny mimo USA sa mohli k dolárom dostať prostredníctvom obchodovania a kladnej platobnej bilancie, zatiaľ čo USA hospodárili s obchodným a platobným deficitom a potrebné doláre si zabezpečovali z pozície monopolu na tlačenie peňazí.¹⁴ Eichengreen tento mechanizmus nazval „nehorázne privilegium“ pre dolár¹⁵. Rok 1971 bol prvým rokom v 20. storočí, kedy USA dosiahli väčší import než export. V priebehu nasledujúcich štyridsiatich rokov bola obchodná bilancia USA kladná iba v období dvoch recesií. Príliš vysoký deficit a príliš veľké množstvo dolárov v obehu v porovnaní s dopytom by však spôsobili priveľké tlaky na dolár s následným kolapsom svetového hospodárstva. A to sa nemohlo diať niekoľko desaťročí za sebou.

Celé generácie amerických voličov takýto systém uznávali, pretože profitovali zo spôsobu, akým sa USA prižívali na dostupných svetových úsporách pri umelo redukovaných nákladoch. To isté platilo pre banky, pretože si mohli krátkodobo požičiavať pri veľmi nízkych nákladoch a poskytovali dlhodobé úvery za vyššie úroky, čo im prinášalo zisk. Výnimku nepredstavovali ani americkí politici, pretože im bolo umožnené hospodáriť s obrovskými rozpočtovými deficitmi, ignorovať dlhodobé fiškálne ohrozenia spôsobené demografickými zmenami v USA a prudko zvyšovať náklady na zdravotnú starostlivosť i na vojenské operácie v zahraničí bez toho, že by museli tieto výdavky vykrývať zvyšovaním daní. Japonsko a neskôr aj Čína pochopili, že ak dolár klesne, ich vývozný tovar nebude konkurencieschopný. Začali teda svoje prebytky in-

vestovať v USA. Na začiatku osemdesiatych rokov dosiahlo Japonsko prebytok obchodnej bilancie vo výške 40% obchodného deficitu USA a dostalo sa do podobnej pozície, v akej bola Čína v prvých rokoch nového tisícročia. USA sa darilo udržiavať tento rozporuplný stav po rozpade Brettonwoodskeho systému celých 30 rokov. Na konci deväťdesiatych rokov však praskla tzv. *dot-com* bublina a USA vstúpili do obdobia nízkeho rastu. Bublina na trhu s bývaním bola majstrovským trikom na zakrytie toho, čo sa v skutočnosti odohrávalo; išlo však iba o dočasný liek.

TANEC A IGNOROVANIE VAROVANÍ

Dôležitou časťou nášho príbehu je vzťah medzi USA a Čínou v deväťdesiatych rokoch minulého a v prvej dekáde tohto storočia po prepade ekonomiky Japonska. Viac ako desaťročie ich ekonomiky pripomínali tanečný pár, v ktorom sú si partneri vzájomnou oporou.¹⁶ Boli roky, kedy sa niesli vedľa seba ako pávy, a boli roky, kedy tancovali elegantný valčík. Stalo sa, že jedna druhej stúpila na palec, či už schválne alebo náhodou. Mali však z tanca úprimnú radosť a keďže na obzore nebol nikto, kto by mohol prebrať miesto na parkete, tancovali nevšímavo ďalej. Bolo čoraz jasnejšie, že mnohé štáty na čele s USA budú musieť nadmernú domácu spotrebu skresť a Čína a ďalšie krajiny juhovýchodnej Ázie, ako i krajiny vyvážajúce ropu budú nútené domácu spotrebu naopak zvýšiť. A že celý svet bude musieť upraviť modely ekonomických aktivít. Podobný tanec tancovalo Nemecko s prevažnou časťou Európy a rovnaká úprava správania bola potrebná aj tu. Tento jav objasníme v 10. kapitole.

Ako sa mohlo stať, že Čína, ktorá sa z hľadiska príjmu na jedného obyvateľa nedostala ani do prvej stovky svetových ekonomík, dokázala dve desaťročia bez prestávky hospodáriť s prebytkom na bežnom aj investičnom účte a požičiavať veľké sumy najbohatším krajinám sveta? Čo je ešte zvláštnejšie, Čína nakupovala hromady krátkodobých amerických vládnych dlhopisov a súčasne patrila medzi krajiny, do ktorých prúdili najväčšie priame zahraničné investície (PZI) sveta, pričom svojim veriteľom, od ktorých si požičala peniaze za vysoké úroky, späťne poskytovala úvery za veľmi nízke úroky. Spoločenská návratnosť investícií do zdravotníctva, vzdelávania, dopravy a bývania musela byť v poľnohospodárskej Číne vysoká a čínske úrady napriek tomu uprednostňovali nákup krátkodobých amerických vládnych dlhopisov s nízkou návratnosťou.

Dokonca čím nekompromisnejšie Čína takúto politiku uplatňovala, tým bola návratnosť nižšia. A najzvláštnie je, že zhodnotenie renminbi voči doláru o takých povedzme 20 až 30 percent by pre Čínu, ktorá si v tom čase držala svoje pozície (aj keď z nich mohla ustúpiť), znamenalo zníženie hodnoty nakúpených krátkodobých amerických vládnych dlhopisov a cudzích mien o stovky miliárd, ak nie dokonca biliónov dolárov. Čína má určite rezervu, ktorá ju chráni pred vonkajšími šokmi, prekvapeniami na investičných trhoch a rozmarom MMF a iných inštitúcií, ale platí za to nekresťanskú daň.

Pri veriteľoch a dlžníkoch samozrejme nešlo o tie isté osoby. Čínsky kapitál ukladaný do krátkodobých amerických vládnych dlhopisov a zvyšovanie dolárových rezerv boli odrazom čínskeho centrálne plánovaného modelu ekonomiky. Prílev súkromného kapitálu do Číny odrážal otvorenú čínsku politiku voči zahraničným investorom ochotným ťažiť do poslednej kvapky z čínskych výrobných zdrojov, najmä z pracovnej sily. Obidva javy odrážali rastový model hospodárstva orientovaného na export, ktorý uplatňovala čínska vláda a ktorého podstatou bolo znižovanie hodnoty renminbi voči ostatným menám, čím sa zvyšovala konkurencieschopnosť čínskeho tovaru na svetových trhoch. Podhodnotený výmenný kurz znižoval aj hodnotu príjmov čínskych domácností zvyšovaním dovozných cien. Tento mechanizmus fungoval ako skrytá spotrebná daň na dovážaný tovar spôsobujúca prelievanie príjmov z čínskych domácností do čínskych podnikov a pokračujúce znižovanie celkového dopytu.

Úspory čínskych domácností boli v pomere k príjmom vysoké, ale nie nadmieru. Úspory domácností vyjadrené ako podiel štátnych príjmov neboli výnimočné, pretože príjmy domácností tvorili iba malú časť štátnych príjmov. Najväčšia zložka nárastu čínskych úspor pochádzala z podnikateľského sektora. To bol dôvod, prečo sa prebytok platobnej bilancie Číny zvýšil z 2,8% HDP v roku 2003 na 11% v čase rekordných hodnôt. V tomto vývoji sa ukázal (ako irónia v porovnaní s neskoršími udalosťami) nedostatočne vyvinutý čínsky finančný systém. Jediný spôsob, akým čínske obyvateľstvo mohlo šetriť, boli bankové vklady. Banky však boli pod kontrolou úradov. ČLB určovala minimálnu úrokovú sadzbu pri úveroch, pod ktorú banky nemohli ísť, a zároveň maximálnu úrokovú sadzbu pri vkladoch, ktorú zase banky nemohli prekročiť. Tým, že tieto sadzby boli na oveľa nižšej úrovni, než určoval trh, dokázala ČLB prelievať obrovské sumy peňazí, cca 5 – 8% čínskeho HDP, od sporiteľov k dlžníkom z radov podnikateľov. Na západe by sa sporitelia voči takémuto enormnému finančnému vykorisťovaniu dávno vzbúrili. Čínski sporitelia však boli v pasci. Vláduca Komunistická strana si strážila svoju moc ovládaním

bankového systému a prepojením na štátne podniky, pričom bežní obyvatelia jej boli viac-menej ukradnutí. Súčasne s oberaním čínskych domácností o príjmy z úrokov takéto finančné vykorisťovanie ďalej zhoršovalo systém celkového dopytu globálnej ekonomiky.

Protipólom čínskeho hromadenia vonkajších rezerv bola vnútorná nerovnováha zvýhodňujúca ziskový sektor voči neziskovému. Toto sa stalo v Japonsku v osemdesiatych rokoch dvadsiateho storočia s následným vznikom bublín na akciových a realitných trhoch, ktorých prasknutie spôsobilo výrazné zhoršenie hospodárskych výsledkov Japonska – dlhodobá japonská deflácia vychádza práve z tohto mechanizmu. Čínska výroba s dôrazom na ziskové odvetvia expandovala, aby bolo možné využiť dostupné nekvalifikované pracovné sily najmä z vidieckych oblastí, pričom sa presadzovalo znižovanie nákladov a zvýhodňovanie nadnárodných spoločností. Existujúci finančný systém však zvýhodňoval kapitál voči ľudským zdrojom – pracovné sily boli lacné, ale kapitál bol v podstate zadarmo – ČLB teda podporovala také výrobné postupy, pri ktorých dochádzalo k nízkej miere využívania čínskej pracovnej sily a k nadmernému využívaniu kapitálu. Zisky sa takmer doslova vyhadzovali za hranice.¹⁷ Ostatné ázijské krajiny slúžili ako prepravníky tovaru do Číny, ktorá bola poslednou zastávkou produktového reťazca smerujúceho najmä do USA a do Európy. Aspoň donedávna pritom nešlo o model vývoja založený na príliš inovatívnych technológiách. Čínski robotníci dosahovali tesne pred kolapsom iba približne 12% produktivity amerických robotníkov. Reálne investície reprezentujúce takéto inovácie prišli z oblastí, ako sú Nemecko a USA.

Dôsledky tejto situácie podporila nerovnomerná ekonomická a politická reforma v Číne – ktorá na druhej strane nadväzovala na zdeformované politické štruktúry v krajine. Čína v deväťdesiatych rokoch zrušila záchrannú sieť vo forme sociálnej ochrany, ktorú poskytovali štátne firmy v podobe zdanlivo zabezpečených pracovných miest a životného blahobytu. Podniky zastavili alebo prerušili vyplácanie dôchodkov a poskytovanie bezplatného bývania a zdravotnej starostlivosti a moderný systém sociálneho zabezpečenia ešte nebol zavedený. Nevznikli žiadne finančné nároky na podniky ohľadne uhrádzania sociálneho poistenia prostredníctvom štandardných daňových mechanizmov rozvinutých ekonomík. Skutočné mzdové náklady (zahrnujúce všetky súvisiace výdavky na udržiavanie ľudských zdrojov) sa medzi základnými platobnými záväzkami čínskych podnikov neobjavili. Podniky sa namiesto toho starali o závratné zvyšovanie ziskov a úspor.

Čína zároveň schválila politiku podporovania menejpočetných rodín. Tým

sa zvýšila priemerná úroveň závislosti. Jednotlivé domácnosti museli viac ušetriť (nedialo sa tak len prostredníctvom štátu), aby boli v bezpečí pred nepriaznivými životnými udalosťami súvisiacimi najmä s vyšším vekom. Čínske domácnosti v dôsledku toho hromadili nadmerné úspory. V prvom rade, keďže neboli ochotné riskovať a nevedeli riziko rozdeliť, platili si vyššie poisťenie, než by potrebovali v prípade uplatnenia mechanizmu skupinového znášania rizika. V druhom rade toto správanie vychádzalo z motívov opatrnosti, t.j. obyvatelia predpokladali namiesto priemerných dôsledkov extrémne dôsledky a preto odkladali ako úspory neprimerane veľkú časť príjmov. V treťom rade obyvatelia nemali tzv. absorbér šokov, kedy by si vedeli požičať od svojich potomkov.

Čína namiesto prerozdelenia zdrojov do vidieckych oblastí prostredníctvom sociálnych programov v podstate privatizovala systém sociálneho zabezpečenia tým, že prilákala do priemyselných regiónov robotníkov, ktorí potom posielali zárobky späť na vidiek. Niečo podobné sa dialo v mnohých lepšie situovaných krajinách s bohatými ložiskami ropy, keď robotníci prichádzali do príslušnej krajiny spoza hraníc, a to bez výnimky z oveľa chudobnejších zemí.

Čína dosahovala ročné hodnoty rastu 8 – 10% (na úplnom začiatku). Rozkvet Číny a mnohých vynárajúcich sa ekonomík a ekonomík krajín bohatých na ropné ložiská bol čiastočne dôsledkom extrémne laxnej monetárnej politiky USA, ktoré vyslali investorov, aby prehľadali svet a našli nové „zlaté bane“. Laxná monetárna politika USA bola na druhej strane dôsledkom čínskej hospodárskej politiky. Čína bola schopná zaviesť nepriaznivejšie reálne výmenné kurzy než USA a ďalšie rozvinutejšie krajiny vďaka svojmu intenzívnemu administratívne riadeniu, ktoré deformovalo trhové signály a viedlo k slabým investičným rozhodnutiam a k vzniku bublín aj na jej vlastných trhoch s nehnuteľnosťami.¹⁸ V Číne okrem toho rástla inflácia. Pravdepodobne to bola rozumná cena, ktorú musela Čína za vysoké hodnoty hospodárskeho rastu zaplatiť, pričom určite nebudila také obavy, aké by vyvolal porovnateľný vývoj v USA, kde hodnoty rastu nemohli nikdy dosiahnuť podobné vysoké (nedosiahnuteľné) úrovne. Pre Čínu by bolo navyše problematické zvýšiť úrokové miery za účelom potlačenia inflácie bez pritiahnutia ešte väčšieho množstva zahraničného kapitálu.

Suma sumárum, prejavy globálnej nerovnováhy tesne pred kolapsom boli odrazom ťažkopádnej integrácie Číny a celého radu ďalších vynárajúcich sa ekonomík do celosvetového hospodárstva, neefektívneho sociálneho, politického a ekonomického rozvoja v rámci týchto krajín a deformácie svetového

hospodárstva vo vzťahu k funkcii dolára ako svetovej menovej rezervy. Mimochodom, pri takomto výklade nemá podhodnotenie čínskej meny na svedomí celé svetové dianie a jej opätovné zhodnotenie zase neznamená okamžitý všeliek. Čínske podniky by si odkladali úspory aj pri zhodnotení čínskej meny, možno v trochu menšom množstve, a náklady by tak ako predtým znášala chudoba.

Podľa J.K. Galbraitha¹⁹ bola nerovnosť vrcholiaca v roku 1928 jedným zo štyroch kľúčových faktorov, ktoré viedli ku kríze v roku 1929. Ďalší vrchol dosiahla nerovnosť v prvom desaťročí nového tisícročia a MMF aj Svetové ekonomické fórum sa zhodli na tom, že išlo o kľúčový faktor pre vypuknutie kolapsu.²⁰ Čím bol nárast svetového bohatstva a príjmov strmší, tým boli jednotlivé hospodárstva viac závislé od úrovne investícií a od spotreby majetnejších spotrebiteľov. Charakteristickým znakom celého procesu bol nedostatočný globálny agregovaný dopyt a deflačné tlaky. Politici reagovali nafukovaním cenových bublín na trhu s nehnuteľnosťami a uvoľňovaním predpisov, ktoré napomáhali rast úverových bublín a počtu hypoték podporujúcich agregovaný dopyt. Tento mechanizmus riešenia problémov však nakoniec viedol k nestabilite a k pohrome.

Nerovnováha v majetku a v príjmoch sa vyskytovala všade. Na konci roka 2010 malo horných 10% americkej populácie pod kontrolou viac než 70% všetkého súkromného majetku USA a 90% chudobnejších sa delilo o zvyšných 30%.²¹

Najbohatšie 1% malo pod kontrolou takmer polovicu majetku horných 10% a príslušný príjem predstavoval 24% všetkých príjmov. V rokoch 2002 až 2007 išlo 65% z hodnoty nárastu príjmov USA jedinému percentu populácie. Z tohto dôvodu sa vlastne stredná hodnota priemerného príjmu takmer nezmenila. Mnohým ľuďom príjem klesol. Údaje o príjmoch domácností zakrývali fakt, že každá domácnosť potrebovala niekoľko príjmov na to, aby si udržala príslušnú úroveň, a že viaceré domácnosti svoju situáciu zhoršovali tým, že si na seba nakladali ďalšiu záťaž vo forme úveru. V UK bola situácia podobná. Reálne príjmy sa zvyšovali iba najbohatšej vrstve. V období medzi všeobecnými voľbami v rokoch 2001 a 2005 sa reálne príjmy najchudobnejších 20% obyvateľstva napriek rečiam labouristickej vlády o rovnosti znížili. Podobný model kopírovali aj viaceré vynárajúce sa ekonomiky, ako napríklad Čína a bohatí producenti ropy, pretože podiel celosvetových príjmov smerujúcich na účty najbohatšieho 1% populácie vzrástli z 10% v roku 1980 na 23% v roku 2008.

ÚROKOVÉ MIERY

Mnohí z nás obviňovali zo vzniku krízy veľmi nízke reálne dlhodobé úrokové miery. Išlo o úrokové miery, z ktorých vychádzala spotreba a väčšina cien domov. Vysvetlenia sa rôznili a niektoré dokázali obstáť súčasne. Jednou z hypotéz, ktorú preslávil Bush a Ben Bernanke,²² bol tzv. prebytok úspor. Táto hypotéza tvrdí, že svet ovládajú prebytkovo hospodáriace štáty ako je Čína a že globálne reálne dlhodobé úrokové miery museli klesnúť preto, aby sa dosiahla svetová rovnováha medzi úsporami a investíciami. Medzi úsporami a investíciami mimo USA bola samozrejme veľká priepasť a Bernanke s týmto faktom mohol narábať. Kompenzovala ju však rovnako veľká priepasť na strane USA, ktorá poskytovala len veľmi malý, ak vôbec nejaký priestor na prebytok agregovaných svetových úspor.²³ Úroveň priemerných svetových úspor bola v každom prípade približne o 5% nižšia než v roku 1970.

Druhou možnosťou bolo, že mnohé vynárajúce sa ekonomiky v Ázii a na Strednom Východe pociťovali naliehavú potrebu vybudovať akési „nárazníky“ pre devízové rezervy. Istým náznakom takéhoto vývoja bolo to, že k najväčšiemu nárastu v objeme držaných rezerv dochádzalo v krajinách, ktoré predtým zažili „náhle prerušenie“ kapitálových tokov (Južná Kórea, Taiwan a najmä Mexiko). Podľa niektorých odborníkov bolo budovanie nárazníkov reakciou na ázijskú krízu z konca deväťdesiatych rokov, keď si príslušné krajiny uvedomili, aké škody dokáže napáchať náhle otočenie kapitálových tokov. Do určitej miery to vraj súviselo s nedostatočným a niekedy nepredvídateľným zabezpečením nárazníkov zo strany organizácií typu MMF a tieto krajiny sa preto radšej rozhodli pre tzv. samopoistenie. Celá situácia bola čiastočne dôsledkom obmedzení pri budovaní finančných systémov za hranicami USA.²⁴

Objavila sa aj teória o tom, že vynárajúce sa ekonomiky si osvojili rastové stratégie vychádzajúce z exportu, pričom sa pokúšali predísť tomu, aby prebytky ich platobných bilancií spôsobovali zvyšovanie výmenných kurzov. Existujú dôkazy o tom, že podhodnotené výmenné kurzy sú sprievodným javom rýchleho hospodárskeho rastu, pretože podporujú zamestnanosť vo výrobe.²⁵ Výborným príkladom tohto javu je Čína. Stretol som sa aj s názorom, že išlo o obdobie (relatívne) slabých investičných príležitostí vo svete. Nebolo pre USA jednoducho ľahšie vymýšľať si rôzne sebaospravedlňujúce dôvody, pomocou ktorých si zabezpečovali prílev kapitálu napríklad aj prostredníctvom „sofistikovanejších“ finančných trhov a trhov s nehnuteľnosťami? Čína v istom momente dosiahla takú úroveň rezerv, že ich mohla použiť ako nárazní-

ky. Napriek tomu však hromadí rezervy ďalej. Mne osobne z toho vychádza, že správnejšie bude asi vysvetlenie na základe exportu.

Napriek tomu, že špekulácie s dlhodobými úrokovými mierami komplikuje svetová nerovnováha, Federálny rezervný systém si stále udržiava kontrolu nad krátkodobými úrokovými mierami. Z takýchto úrokových mier vychádzajú tzv. *subprime* hypotéky s pohyblivými sadzbami, pričom práve tieto druhy hypoték a z nich odvodené finančné nástroje sa ukázali ako mimoriadne nebezpečné. Touto cestou vykročil aj Federálny rezervný systém USA, keď znížil jednoduchú cieľovú sadzbu federálnych fondov zo 6,5% na konci roka 2000 na 1,75% v decembri 2001 a na 1% v júni 2003. Táto nová rekordná hodnota vydržala nezmenená celý rok. Reálna úroková miera bola nižšia než 1% od polovice roka 2001 až do konca 2005, pričom väčšinu tohto času dosahovala záporné hodnoty. Tento model nasledovali viaceré významné priemyselné štáty. Európska centrálna banka udržiaval reálne dlhodobé úrokové miery pod hodnotou 1%, čo pomohlo pri financovaní znovuzjednotenia Nemecka. V Japonsku sa v najpriaznivejšom období desaťročia udržiavali úrokové miery medzi hodnotami 0% a 1%. Za hranicami USA boli totiž možnosti na obchádzanie nízkych sadzieb FED-u obmedzené. Mnohé rozvojové krajiny sa tomuto systému podvolili z dôvodu obáv, že nastavením vyšších úrokových sadzieb by spôsobili zhodnotenie vlastných mien. Ak by sa napríklad Anglická banka proti tomuto modelu USA vzbúrila, do krajiny by začali prúdiť horúce peniaze, ktoré by dokázali rozdiel v úrokových mierach využiť vo svoj prospech. Anglická banka v tom čase nebola taká nezávislá, ako sa niektorí domnievali. Sadzba federálnych fondov sa začala zvyšovať až začiatkom júna 2004, aj to len veľmi pomaly. Po sedemnástich zvýšeníach o 0,25% dosiahla v júni 2006 hodnotu 5,25%. Faktom ostáva, že vtedy už bolo jednak neskoro, a že takýto pomalý trend zvyšovania mohol vyvolať klamlivý pocit istoty. Vedomie o tom, že v sadzbách sa určite neudeje žiadna výrazná zmena, mohlo podporovať rozsiahle špekulácie.

Prečo sme sa pokúšali stláčať úrokové miery na také nízke hodnoty? Hlavným motívom bol podľa všetkého strach z deflácie tesne predtým, než došlo k tzv. *dot-com* kríze. Obávaná tzv. úverová deflácia by zvýšila reálne úverové zaťaženie a oslabil by výsledky hospodárenia v domácnostiach a v podnikoch.²⁶ Myslenie do značnej miery ovplyvnili problémy Japonska.²⁷ Jeho deflačný kolaps nikto neočakával.

Japonskí politici tak zmeškali šancu na stabilizáciu rastu a inflácie, kým sa to ešte dalo pomerne ľahko uskutočniť. Z príkladu Japonska si ostatné štáty zobrali také poučenie, že keď sa inflácia dostane do záporných čísiel, mone-

tárne a fiškálne stimuly by sa mali posunúť do roviny, ktorá prekračuje aktuálne predpovede o budúcej inflácii a hospodárskej aktivite, t.j. že politika by mala hospodárstvo preventívne stimulovať aj napriek tomu, že zatiaľ nie sú k dispozícii dôkazy o potrebe takýchto stimulov. V čase získania dôkazov by už totiž bolo neskoro.²⁸

Sadzby sa potom udržiavali na nízkej úrovni z dôvodu obávanej tzv. obnovy pracovných miest, čo bol rovnako bežný dôvod ako napríklad stagnujúci rast a zvyšovanie počtu nezamestnaných. Napriek znižovaniu úrokových mier bol počet nezamestnaných v USA takmer 4 milióny. Na základe takýchto nízkych úrokových mier by sa v každom prípade dala zdôvodniť obnova pracovných miest, pretože efektívnym spôsobom nahrádzali kapitál v prostredí, ktorého dedičstvom bolo tzv. presýtenie kapitálom (čím viac pracovnej sily kapitál ušetril, tým viac dotácií sa jeho vlastníkom ušlo).²⁹

Podľa istého tvrdenia dokonca FED prostredníctvom dlhodobého udržiavania úrokových sadzieb na nízkej úrovni podporoval nafukovanie bublín na svetových úverových trhoch a v cenách nehnuteľností. Hľadanie vinníka komplikujú vyššie uvedené informácie o nedostatočnom globálnom agregovanom dopyte a o úlohe Číny a ďalších krajín. Do určitej miery z toho vyplýva, že keby politici chceli zhoršovaniu inflácie a nezamestnanosti zabrániť, mali by k dispozícii niekoľko alternatív. V krajinách ako napríklad USA sa deflácia v každom prípade prejavila vo viacerých sektoroch spotrebného tovaru oveľa skôr, než došlo ku krachu na burze cenných papierov na konci deväťdesiatych rokov minulého storočia, respektíve pravdepodobne ešte v roku 1995. Otrasy na trhu s cennými papiermi v tom období tieto dôsledky ešte chvíľu zakrýval tzv. efektom bohatstva.

A možno to bolo tak, že preventívne stratégie v prvých rokoch nového tisícročia boli nasiaknuté rozpormi viac, než si vtedajší politici uvedomovali. Dnes, keď sa už naše pozorovania môžu oprieť o historické fakty, to vyzerá tak, že politici riešili niečo na spôsob faustovského obchodu. Buď udržiavali vyššie úrokové miery a nechávali nezamestnanosť rásť, pričom aj tak riskovali, že vypukne deflácia, alebo tlačili sadzby nadol, čím sa vyhli okamžitej defláci, ale riskovali nafúknutie bublín, ktoré mohli neskôr vyvolať ešte väčšiu defláciu, pričom pracovné miesta určené na obnovu by sa prepadli do oveľa hlbšej ekonomickej priepasti. Pri tom všetkom mali veľmi málo informácií o tom, aké veľké riziko deflácie im vlastne hrozí. Tzv. *dot-com* kríza nemala ani zďaleka taký úverový charakter ako situácia, ktorú zažili Japonci po prasknutí bublín na trhu s bývaním a na trhu cenných papierov. Účty tých, ktorí pocítili dôsledky *dot-com* krízy na vlastnej koži, totiž neboli zatažené úvermi, pričom bánk

sa straty spôsobené krízou dotkli iba okrajovo, čiže nevznikli žiadne obavy ohľadne ich solventnosti. Nakoniec to teda vyzerá tak, že politici využili mimoriadne nízke úrokové miery, pomocou ktorých sa v prvých rokoch nového tisícročia snažili zachrániť hospodárstvo pred mierne deflačným scenárom, z jediného dôvodu: aby na konci prvého desaťročia nového tisícročia museli riešiť skutočný úverový problém s vysokým rizikom deflácie, ktorá však bola dôsledkom týchto mimoriadne nízkych úrokových sadzieb.

Veľmi nízke úrokové miery na začiatku nového tisícročia samozrejme nesú určitý podiel viny za to, čo sa udialo, no nevysvetľujú všetko. Otrasy na trhoch s bývaním sa vyskytli aj v krajinách, ktoré nemali takú uvoľnenú úverovú politiku ako USA. Rozmach na trhu s bývaním v dvadsiatych rokoch minulého storočia v každom prípade sprevádzalo zvyšovanie úrokových mier, nie ich pokles, čo vyvoláva domnienku, že vinu za vznik takejto situácie nesú v rovnakej miere aj nedostatočné predpisy. Veľkou chybou USA v polovici prvej dekády nového tisícročia bolo, že sa príliš dlho snažili udržiavať prinízke úrokové miery. Rovnako samozrejme je aj to, že politické rozhodovanie do značnej miery obmedzovala aj príznačná dynamika makroekonomickej nerovnováhy a balík politických nástrojov, v ktorom nebolo nič okrem nízkych úrokových mier. Keby však politici mali k dispozícii prísne makroekonomické nástroje (a boli zároveň ochotní ich použiť), respektíve ak by boli aspoň o trochu tvrdší pri tých aspektoch zvyšovania úverov, ktoré nesúviseli s úrokovou mierou, mohli urobiť pre zníženie preberaného rizika viac. K tejto problematike sa vrátíme v 8. a v 12. kapitole.

Alan Greenspan, predseda Federálneho rezervného systému, si v polovici prvej dekády nového tisícročia uvedomil, že môže dôjsť k vzniku bubliny, a možno sa mu vybavilo aj jeho slávne vyhlásenie o „iracionálnej eufórii“ počas najväčšieho boomu na burze cenných papierov v deväťdesiatych rokoch. S týmto pocitom sa snažil trhovú eufóriu spočiatku utlmiť, no napokon sa ňou prestal zaoberať.³⁰ Do istej miery to spôsobili politické tlaky a do istej miery zdanlivo príliš nízka inflácia. Podniky udržiavali nízku hladinu miezd napriek vysokému tempu rastu. Pracovnú silu nahrádzali technológie, ktoré rapídne zvyšovali ziskovosť, a opätovný boom zažívala aj burza cenných papierov. Naozaj to bolo tak, že každý, kto vyjadril obavy z trhovej eufórie, iba kazil zábavu? V skutočnosti bola hlavným dôvodom Greenspanova skepsa voči neefektívnym reakciám trhu. Pointou jeho slávneho vyhlásenia o „iracionálnej eufórii“ bolo predsa spochybniť aplikovateľnosť tohto vyhlásenia v praxi: „Ako sa teda dozvieme, či v dôsledku iracionálnej eufórie nedošlo k neprimeranému nárastu cien nehnuteľností...?“

RAST ZADLŽENOSTI A PODCENENIE RIZIKA

Jedným z dôsledkov nízkych úrokových sadzieb bol nárast objemu úverov v porovnaní s príjmami. V USA sa ročný prírastok reálnej zadlženosti domácností zvýšil z priemernej hodnoty 4% v roku 1995 na 7,5% v rokoch 2000 až 2006. V UK bol tento prírastok v desaťročí končiacom krízou neuveriteľných 10%. O tomto Gordon Brown vo svojich vtedajších prejavoch na tému rozpočet príliš nehovoril. V roku 2006 rástla zadlženosť súkromného sektora v Írsku tempom 30% za rok. V prostredí s nízkou infláciou to mal byť jasný signál nebezpečenstva. V nominálnych hodnotách sa zadlženosť britských domácností zvýšila z 570 miliárd libier v lete 1997, čo bolo mierne nad 100% čistého disponibilného príjmu, na hodnotu mierne prevyšujúcu 1 500 miliárd libier, respektíve približne 175% čistého disponibilného príjmu tesne pred vypuknutím krízy.

Tento pomer sa výrazne zvýšil aj v Španielsku, v Írsku, v Austrálii a vo Francúzsku, poklesol však v Nemecku a v Japonsku. V USA sa napriek vynálezu *subprime* hypoték a častým poukazovaním na chudobu zvýšila zadlženosť najmä v domácnostiach so stredne vysokým príjmom, ktoré sa zúfalo snažili udržať si svoj životný štandard. V Španielsku sa na úveroch viezli naopak práve chudobnejšie domácnosti.

Úverovým zatažením však netrpeli iba domácnosti. V mnohých krajinách tomuto systému podľahli vlády, nefinančné organizácie a celý finančný sektor. Keď spočítame všetky zdroje úverov dohromady, v USA bol pomer dlhu k HDP niečo málo pod 300%, v Španielsku sa toto číslo vyšplhalo na 365% a v UK na 405%. Ešte horšie na tom bolo Írsko so svojimi 700% (z čoho 420% mal na konte finančný sektor) a Island s 1 200% (z čoho mal finančný sektor na svedomí približne polovicu).³¹ Nemecko a Japonsko sa tohto úverového „žúru“ nezúčastnili (i keď bez akéhokoľvek moralizovania treba poznamenať, že nemecké banky a nemeckí politici takéto správanie u druhých radostne podporovali). Situácia bola podobná v tridsiatych rokoch minulého storočia, keď začala tzv. Veľká hospodárska kríza v USA, a v deväťdesiatych rokoch, keď sa objavili problémy v Japonsku. Väčšinu úverov v súkromnom sektore vtedy čerpali nefinančné spoločnosti, takže keď vypukla tzv. bilančná deflácia, tieto firmy to schytali v plnom rozsahu. V prvej dekáde nového tisícročia rástla zadlženosť najmä vo finančnom sektore a v sektore domácností. Tu bol v porovnaní s nefinančnými spoločnosťami relatívny nedostatok fungujúcich mechanizmov určených na riešenie problémov veľkých bánk a domácností, nad

ktorými visel príznak v podobe hypotéky. Kríza sa tak zhoršovala a čoraz viac sa vymykala spod kontroly.

Nízke úrokové miery by za normálnych okolností zvyšovali súčasnú diskontovanú hodnotu akéhokoľvek toku príjmu, ktorý pochádza z vlastníctva nehnuteľnosti. Ceny nehnuteľností by naopak rástli. Rast svetových trhov s nehnuteľnosťami medzi rokom 2003 a polovicou roka 2007, t.j. tesne pred vypuknutím krízy, bol 90%. V porovnaní s prvými rokmi nového tisícročia vzrástli reálne ceny domov v USA o viac než 60%³² a v UK o viac než 90%. Spolu s príjmami z ostatného finančného majetku mohli domácnosti dosahovať čistý zisk z majetku aj v prípade vyššej úverovej zaťaženosti. V UK bola navyše situácia taká, že britský súkromný sektor si síce požičiaval od zvyšku sveta, kompenzoval to však zahraničnými investíciami (takže finančná bilancia nefinančného súkromného sektora ostávala v zásade vyvážená)³³. V USA a niektorých európskych krajinách ako napríklad Grécko a Portugalsko bola situácia iná.

Veľmi lacné peniaze okrem toho podporovali správanie charakteristické tzv. odsúvaním rizika, čiže kolektívnym ignorovaním hroziacej recesie, pretože všetkým záležalo iba na dosahovaní rastu.³⁴ Mnohé správčovské spoločnosti, dôchodkové fondy a ďalšie organizácie uzatvárali dlhodobé kontrakty, ktoré ich zaväzovali k relatívne vysokej nominálnej návratnosti. Pri veľmi nízkych výnosoch z cenných papierov to však nebolo jednoduché. Napríklad dôchodkové fondy dosahovali k dátumu splatnosti reálny výnos približne 1,5%, pričom v minulosti to bolo až 3,5%. V snahe splniť svoje záväzky, udržať si určitú mieru ziskovosti a pritiahnuť a udržať si klientov sa čoraz častejšie vrhali do zúfalej honby za vyššími výnosmi. Dôchodkové fondy a ďalšie organizácie v podobnej situácii totiž možno nemali inú možnosť, iba akceptovať väčšie riziko. Ak by sa uspokojili s bezpečnými investíciami s nízkou návratnosťou, takmer určite by sa oneskorili v plnení záväzkov. Ak by sa naopak pustili do rizikovejších investícií s vyššou návratnosťou, mohli sa dožiť zvýšenia úrokových sadzieb a tým vlastne prežiť.

Pri nízkych úrokových mierach museli akceptovať vyššie riziko aj správcovia hedžových fondov, ktorých bežná provízia bola 1% zo spravovaných fondov a 20% z prostriedkov s vyššou než minimálnou nominálnou návratnosťou. Pri vysokých návratnostiach s nulovým rizikom boli dobre platení aj v prípade, že sami znášali pomerne nízke riziko. S poklesom návratnosti s nulovým rizikom však došlo k situácii, kedy sa pri nízkej úrovni rizika nemusela dosiahnuť ani minimálna návratnosť. Nízke úrokové miery znamenali, že aj pre banky bolo oveľa jednoduchšie si prostriedky požičať, a tak začali agresívne

vyhľadávať nové investičné lokality. Ideálna predstava zahrnovala vyššie výnosy bez dodatočného rizika, tento scenár sa však neuskutočnil.³⁵ Veľmi nízke úrokové miery podporovali stratégiu „honby za katastrofami“, k tejto téme sa však vrátíme neskôr.

Spomínaná honba za vyššími výnosmi, na ktorej sa podieľalo toľko rozličných finančných aktérov, mohla samozrejme fungovať iba v žičlivom prostredí, t.j. vo svete, kde úverové ratingy a ďalšie modely hodnotenia vysielali signály o nízkom riziku, pričom reálne riziko bolo naopak vysoké; kde akcionári a regulačné orgány vykonávali čoraz miernejšie previerky, hoci reálna potreba dozoru rástla; a kde politici a zákonodarcovia hovorili o tom, že systém vzostupov a pádov je prekonaný, hoci pravda bola niekde úplne inde. Obdobie, kedy investori zarobili presne toľko, koľko mali, trvalo krátko.

Ústredným problémom krízy bola zadlženosť. Ak sa teda pokúsime pochopiť, čo je to vlastne dlh, možno lepšie pochopíme aj ohrozenia, ktoré vyplynuli z riešenia krízy. Dlh je úplne prirodzená vec tak pre jednotlivca, ako aj pre spoločnosť. Dlh nám dáva možnosť rozložiť spotrebu optimálnym spôsobom na obdobie života jedného človeka alebo viacerých generácií. Pri splácaní dlhu však na rozdiel od akcií môže dôjsť k omeškaniu. Možnosti odkladu splátok uvedené v úverovej zmluve sú disciplinárnymi nástrojmi vo svete nákladného sledovania a asymetrických informácií.³⁶ Ak má veriteľ problém sledovať dlžníka počas trvania úverovej zmluvy, úverová zmluva sa naformuluje tak, aby dlžník musel uskutočňovať pravidelné platby v prospech veriteľa.

Veriteľ si dlžníka nemusí všimnúť dovtedy, kým nedôjde k výkyvom v platbách. Keď však dlžník niektorú platbu neuskutoční, pre veriteľa je to signál možných ťažkostí a začne dlžníka sledovať pozornejšie, čím sa zvýšia náklady na sledovanie. V prípade omeškania platby sa uplatnia presne zadefinované postihy, ktoré zahŕňujú aj skonfiškovanie majetku použitého vo forme úverovej zábezpeky a jeho predaj za účelom úhrady úveru. Pokiaľ má nesplácaný úver charakter hypotéky, týmto majetkom väčšinou býva nehnuteľnosť zakúpená prostredníctvom úveru. Takto štruktúrovaná zmluva je pre dlžníka takpovediac motiváciou, aby predovšetkým rozumne investoval a aby vyvíjal zvýšenú aktivitu, čím zníži pravdepodobnosť toho, že nebude schopný načas uhrádzať splátky úveru. Akcie sa naopak obchodujú na otvorenom trhu a v ich cene sa odrážajú informácie o miliónoch účastníkov trhu, čiže ich cena je citlivá voči novým informáciám, nie je však vystavená efektu „omeškania“, ktorý je príznačný pre úver. Splátky úveru sa taktiež dajú prenášať, čo pre akcie neplatí.

Neporiadok po prasknutí úverovej bubliny sa upratuje oveľa ťažšie než po

prasknutí bubliny na trhu cenných papierov. V roku 2005 som napísal: „V období vzniku úverovej bubliny boli podľa reálnych podkladov postihy za oneskorenie uvedené v zmluvách miernejšie, než by sa patrilo. Najmä marže vychádzali z falošného pocitu bezpečia, pretože bublina zakrývala reálne znášané riziko. Po vypuknutí krízy banky upravili ponúkané zmluvy tak, aby zahrnovali reálne východiskové riziko..., čím sa zvýšili úverové marže... Týmto spôsobom mohlo dôjsť k rýchlejšiemu poklesu cien, z krátkodobého hľadiska však ide o iný mechanizmus než pri krízach, ktoré niekedy postihujú vysoko zadlžené krajiny, kedy sa zvyšujú marže, rastie úverové zaťaženie, na to reagujú ceny založeného majetku, čo spôsobuje zvyšovanie úverového rizika, v dôsledku čoho rastú marže, zvyšuje sa úverové zaťaženie, atď. Neschopnosť vzájomnej koordinácie veriteľov celú krízu ešte zhoršila.“³⁷ Dôsledky krachu burzy cenných papierov v roku 1987 boli nakoniec minimálne a pri prasknutí tzv. *dot-com* bubliny na konci deväťdesiatych rokov dvadsiateho storočia dokázali politické opatrenia väčšinu dopadov (i keď nie všetky) na zvyšok hospodárstva zmierniť. Išlo totiž o krízy investičného charakteru.

Napriek riziku oneskorených splátok sa stal úver pred vypuknutím krízy veľmi vyhľadávanou komoditou. Počiatočným dôvodom bolo, že úver sa dal vybaviť oveľa jednoduchšie a lacnejšie než emisia akcií. Trhy s cennými papiermi po kríze v roku 2000 v skutočnosti už nikdy nedosiahli predchádzajúci pomer výnosu k cene, pretože na trhu s dlhopismi klesli marže na absolútne historické minimum. Využívanie úverov teda nechtiac podporila celosvetová nerovnováha a to, ako na ňu svet zareagoval.

Jedným z výdatne využívaných motorov zadlžovania boli súkromné investičné fondy, ktoré si ako model fungovania zvolili skupovanie akcií na dlh (LBO – *leveraged buyout*). Úver ako disciplinárny prostriedok potrebuje firmy, ktoré dokážu odvádzať pravidelné platby. Týmto spôsobom sa zároveň zvyšuje nákladová efektívnosť príslušných organizácií. Po roku 2002 pochádzala takmer polovica čistej zadlženosti podnikov v USA zo skupovania akcií na dlh. Na začiatku roka 2007 dosahoval majetok v správe súkromných investičných spoločností približne 600 miliárd dolárov, t.j. 250% úrovne z roku 2000. K poskytovateľom pôžičiek, pomocou ktorých sa financovalo skupovanie akcií na dlh, patrili známe firmy. Tri najväčšie z nich v poradí podľa veľkosti boli JP-Morgan Chase & Co., Bank of America a Citigroup.

Úvery sa intenzívne využívali aj na zveľaďovanie spoločností. Veľký záujem na tom mali najmä výkonní manažéri platení podľa veľkosti spoločnosti. Na emisiách a akvizíciách zarábali aj investičné banky, čiže takisto odporúčali akivity, pri ktorých bolo potrebné siahnuť po úvere. Ekonomické modely zalo-

žené na tzv. teórii zastúpenia ukazujú, že viac úverov si na seba nakladajú firmy so stabilným *cash flow* (možno v dôsledku tzv. „Veľkého upokojenia“?).³⁸ Výraznejšie skupovanie sa v neposlednom rade využilo aj pri zvyšovaní výnosov a návratnosti pre vlastníkov akcií (výkonných manažérov a akcionárov). Kapitálová návratnosť je rovná návratnosti aktív vynásobenej pomerom aktív k imaniu, čiže čím vyšší je tento pomer, tým skôr sa vlastníkom akcií vrátia vynaložené prostriedky.

V polovici prvej dekády nového tisícročia sa prejavili všetky známky príliš veľkej tolerancie a podcenenia rizika ako vedľajšieho produktu celej tejto horúčkovitej úverovej snaživosti. Došlo k výraznému vyrovnaniu rozdielov (respektíve marží) medzi návratnosťou rizikových a bezrizikových aktív, čo bolo znakom ochoty uskutočňovať rizikovejšie investície pri niektorej z predchádzajúcich mier návratnosti. Napríklad v polovici roka 2007 mal investor, ktorý vložil prostriedky do rizikových dlhopisov, iba približne o 3% vyššiu návratnosť než investor, ktorý si kúpil „bezrizikové“ štátne dlhopisy s podobnou lehotou splatnosti. Historický priemer bol 5% a rozdiel od roku 2003 túto priemernú hodnotu nikdy neprekročil. Táto „klesajúca“ marža sa zvyčajne vysvetľovala tým, že klesá vnímané riziko rizikových dlhopisov. Investori na území eurozóny sa zatiaľ tešili, že môžu všetkým požičiatvať prostriedky za rovnakú cenu, ktorá je iba o niečo vyššia než v Nemecku.

Podstatou krízy boli tri nové prvky. Prvým bol rozpad finančnej likvidity v celosvetovom rozsahu, ktorý v minulosti nemal obdobu. História je plná finančných kríz a kolapsov, pri žiadnom z nich však nehral takú významnú úlohu rozpad likvidity.³⁹ Na trhoch, ktoré boli hladné po likvidite, sa dovtedy nevídaným spôsobom dostávali do popredia aktíva s problematickým ocenením (mnohé z nich stáli na úverových zmluvách, ktoré boli zraniteľné z hľadiska možného oneskorenia platieb). Druhým bolo to, že túto krízu (na rozdiel od burzy cenných papierov) vyvolali úverové udalosti, ktoré veľmi sťažili zvládanie hospodárskeho poklesu.

Tretím bol bilančný charakter následnej recesie. Bilancie veľkého počtu ekonomických aktérov, ako napríklad korporácií, finančných firiem, vlád a domácností, boli jednoznačne nevyvážené a prípadná vyváženosť bola veľmi krehká. Záchrana finančného systému i hospodárske stimuly by narazili na vlnu masového oddlžovania, najmä v prípade finančných firiem a domácností, a to z dôvodu veľkého počtu úverov a prevládajúcich nekvalitných vysokorizikových činností presadzovaných pomocou úverov niekoľko rokov pred krízou. Zvykli sme si na to, že krízu považujeme za niečo podradné, a podradnosť si zase spájame iba s bývaním. Veritelia však čoraz častejšie začínajú považovať

„nekvalitných“ dlžníkov akéhokoľvek druhu, a to nielen na trhoch s hypotékami, za dobrý obchod. Ak ich aj pomocou rozličných dostupných prostriedkov vyhodnotia ako dobrých alebo zlých, vždy majú možnosť poukázať na nízku mieru rizika asi ako školáci, ktorí mávajú holými rukami a tvária sa, že určite nezobrali nič, čo im nepatrilo.

OBLOHA SA ZATAHUJE

Jednu vec som sa neodvážil povedať kedysi a nenašiel by som odvahu ani dnes, keby som nemal nádej, že sa ju podarí vyriešiť lepšie. V polovici prvej dekády nového tisícročia začali USA vyzeráť ako Rímska ríša niekedy okolo roku 200 n.l. (aspoň teda podľa jedného z výkladov jej zániku). V období, keď bol prezidentom George Bush, bojovali USA na viacerých frontoch vo vojnách, ktoré stáli miliardy dolárov⁴⁰. Tieto vojny financovali ľudia zo zahraničia, ktorí očakávali od budúcich prezidentov kompenzáciu vo forme tovarov a služieb vyprodukovaných obyvateľmi USA. Dialo sa tak v období dlhého úpadku a ich problémy dočasne prekrylo spotrebné úverové hýrenie s nafúknutým trhom s nehnuteľnosťami a uvoľnená monetárna aj fiškálna politika. Spomínaní ľudia zo zahraničia žili v zabudnutí, hoci politickí lídri ich často krmili rečami o tom, ako sa staré dlhy majú splácať. Korunou toho celého bolo, že Bush nemal o hroziacom kolapse ani potuchy a preto nevykonal žiadne kroky, ktoré by mu mohli zabrániť. Na jeho obranu sa dá povedať iba to, že kráčal v stopách svojich predchodcov. Predstavu o živote na nekonečný (predovšetkým vládny) dlh predostrel americkým občanom ako prvý prezident Ronald Reagan. Bill Clinton Reaganovu teóriu aplikoval na zadlženosť súkromného sektora a dúfal, že rastúce trhy s bývaním a s akciami situáciu zachránia.

Existuje istý psychologický prvok, ktorý ekonómovia často prehliadajú. Za celých 25 rokov od roku 1982 až do vypuknutia krízy v roku 2007 zažili USA iba 16 mesiacov recesie, ktorá bola oveľa miernejšia než kríza, ktorá sa vyskytla desať alebo dvadsať rokov predtým.

Za také dlhé obdobie stabilného, aj keď možno nie vždy ukázkového rastu mohli z celej generácie povojnovej populačnej explózie vyrásť dospelí, ktorí nikdy nezažili výraznejší hospodársky výkyv. Ich myslenie teda bolo deformované vysoko nerealistickými očakávaniami ohľadne návratnosti, cien nehnuteľností a všetkých možných druhov rizík.

Keď Gordon Brown vo svojom prejave o rozpočte z roku 2005 ostro odsúdil ostatné krajiny, zabudol spomenúť, že príbeh o hospodárskom úspechu UK