

# Boj ohně a ledu

10.03.2009

Štěpán Pírko

Představuje současný krach na burzách obvyklé splasknutí několikaleté bubliny s následnou recesí, nebo se jedná o něco většího? Co bude následovat? Abychom zjistili, kam směřujeme, je nutné pochopit, v jakém stavu se nacházíme a jak jsme se do něj dostali. I když se šmahem jako příčina současných problémů udává krach na trhu hypoték v USA, skutečné problémy jsou mnohem hlubší a dlouhodobější. Existují dvě hlavní příčiny současných problémů. Zaprvé dlouhodobý ekonomický cyklus Spojených států a dalších vyspělých ekonomik. Zadruhé jsou to státní zásahy.

## Dlouhodobý ekonomický cyklus

Jak funguje globální ekonomika v posledních více než 10 letech? Čína vyrábí, Amerika nakupuje. To asi nikoho nepřekvapí. Co je však zarážející? Číňané na nákupy Američanům půjčují. Dochází tak k paradoxní situaci, kdy tisíce chudých čínských dělníků ukládají své úspory do banky, jen aby je globální finanční systém transformoval v úvěr na nové SUV nebo hypotéku na nový dům pro bohatého Američana.

Nejde o tendenční levicovou propagandu, toto je suchá řeč čísel. Zatímco bilance obchodu Spojených států je řadu let v deficitu, nyní měsíčně zhruba o 50 miliard dolarů, Čína a další výrobní země vykazují přebytky. Ty pak investují na finančních trzích. Například největším držitelem dluhopisů amerických hypotéčních obrů Fannie Mae a Freddie Mac jsou Číňané. Uvedené firmy z těchto peněz financují více než polovinu hypoték na americkém trhu. Zatímco asiáté a další chudší země spoří, protože jsou zvyklí spíše na horší časy, míra úspor v USA se od roku 1980 výrazně snižuje. Zatímco v 60. až 80. letech z vydělaných 1000 dolarů Američan ušetřil zhruba 100 dolarů, po roce 2000 to nebylo téměř nic. Nač šetřit, když mi je celý svět ochoten velmi levně půjčit? Nač vyrábět, když může pracovat zbytek světa?

Jak je možné, že tento zjevný nesmysl funguje a navíc tak dlouho? Příčiny je nutné hledat až na konci druhé světové války. Spojené státy z ní vyšly nezničené jako největší věřitel na světě s největšími zásobami zlata. V roce 1944 byl na zasedání v americkém Bretton Woods vytvořen nový měnový systém, jehož základem byl americký dolar. Každý dolar byl podložen zlatem a ostatní měny měly vůči němu téměř fixní kurz. Světová ekonomika tím získala stabilitu a dolar pozici neomezeného vládce světových financí. Dolar se stal hlavní měnou pro mezinárodní obchod, ukládání úspor a devizových rezerv světových centrálních bank. To vydrželo téměř 30 let, než se v roce 1971 Bretton-Woodský měnový systém rozpadl. Zvyk je však železná košile, a proto dominantní postavení dolaru pokračovalo dále a trvá dodnes. Světové centrální banky drží stále zhruba dvě třetiny svých devizových rezerv v americkém dolaru. Čína, Japonsko nebo Arabové své přebytky z mezinárodního obchodu investují do amerických dluhopisů. Všichni milují dolar a jsou ochotni své úspory stále ukládat do amerických cenných papírů.

Mnoho lidí si nevěšimlo, že se poslední roky okolnosti výrazně změnilo. Zatímco po druhé světové válce byly Spojené státy největším věřitelem na světě, nyní jsou největším dlužníkem.

Tehdy Američané vyváželi do celého světa, dnes jsou největším importérem. A co dnes vyvážejí? Přece dolary. Nerovnováha zahraničního obchodu mezi USA a jeho obchodními partnery je zhruba 50 miliard dolarů měsíčně. Denně tedy Američané musejí přilákat investice nebo získat půjčky za téměř 2 miliardy dolarů, aby mohli pokračovat ve svém životě nad poměry. Jak dlouho to ještě může fungovat? Dokud svět nezjistí, jako v pohádce Hanse Christiana Andersena, že král nemá šaty.

### **Státní manipulace**

Druhou velkou příčinou současné krize jsou státní zásahy. Je až s podivem, že otřesy finančních trhů byly v posledních 20 letech velmi krátké, stejně jako případné recese. Strůjcem tohoto dokonalého světa bez velkých krizí a nezaměstnanosti jsou centrální banky v čele s šéfem Fedu Alanem Greenspanem. Není to však divné? Když něco získáme, musíme něco obětovat. Zdá se, že místo několika menších krizí přichází nyní účet za celou party trvající celá desetiletí. Alan Greenspan podlehl myšlence, že poručí větru dešti a měnovou politikou každý problém vyřeší. Asijská krize v roce 1997, krach Ruska a fondu LTCM v roce 1998, přechod na nové milénium (tzv. Y2k), splasknutí dot com akciové bubliny. Vždy Fed přispěchal se stejnou medicínou. Snížit úroky a uvolnit miliardy dolarů do oběhu. Bohužel však po uklidnění zapomněl opatření vzít zpět. Množství levných dolarů tak proudilo po celém světě a rozpoutalo možná největší spekulativní mánii všech dob. Akcie, nemovitosti, komodity i dluhopisy, hedgové fondy, private equity, banky, firmy, obyvatelé. Všichni profitovali z levných peněz, které hnaly kurzy vzhůru. Množství peněz v oběhu však nafouklo také inflaci, která vzala v roce 2008 ekonomice vítr z plachet. Celý systém dosáhl svého konce, jako již tolikrát v historii. Začaly padat ceny domů v USA a to jako domino strhlo všechny investice.

Samotný kolaps trhů v loňském a letošním roce je hrozivý. Z čeho však běhá mráz ještě více, jsou činy centrálních bank a vlád. Provádějí prakticky stejnou politiku, jaká rozdmýchala spekulace, které živí současný požár. Úroky na nulu, stovky miliard do oběhu. Každý je zachráněn, nikdo potrestán. Morální hazard nemizí. Skutečný problém – nadměrná spotřeba a dluhy – se neřeší, jen odsouvají do budoucna. Místo řešení problémů všechny snahy směřují ke znovu nafouknutí bubliny a udržení neudržitelného. Ekonomické zákony však přelstít nelze, stejně jako přírodu. Krize nebo recese je přirozenou součástí systému, která má svoji nezastupitelnou roli. V přírodě zima zahubí vše slabé a ti co přežijí, jsou posílení. Nemá tedy smysl bojovat se zimou a potlačovat jí. Je třeba ji pochopit a přijmout. Tato schopnost však současným světovým autoritám chybí.

### **Kondratěvova zima**

Současnou fázi dlouhodobého ekonomického cyklu lze nejlépe popsat jako tzv. zimu. Ruský ekonom Kondratěv již na počátku 20. století dospěl k závěru, že každá ekonomika prochází jako příroda fázemi, které se opakují. Nazval je jaro, léto, podzim a zima. Jeden cyklus trvá obvykle 50 až 60 let. Studoval vývoj cen surovin, mezd, zboží, úroků či obchodu od roku 1798. Je pozoruhodné, že od konce druhé světové války, kdy byla nastartována současná vlna, vývoj probíhá téměř přesně podle scénáře, který napsal již v roce 1920.

Jaro představuje znovuoživení ekonomiky, které přichází po ekonomické depresi. Akcie rostou z velmi nízkých úrovní, nezaměstnanost klesá a pozvolna se obnovuje spotřebitelská a

podnikatelská důvěra, po období poklesu cen se ceny stabilizují a začínají mírně růst. Inflace je však velmi nízká. V současném cyklu tomuto období odpovídá poválečný stav od roku 1946 až do roku 1966. Léto je období, kdy ekonomika nastartuje na plné obrátky a také se dostaví inflace. Prudce rostou ceny nemovitostí, zlata a komodit a s tím rostou i úrokové sazby. Začíná se tvořit dluh. Akciové trhy nijak výrazně nerostou. Tomuto období odpovídá vývoj od roku 1966 až do roku 1981, kdy dosáhla inflace a úrokové míry maxima, stejně jako ceny zlata. Akcie stagnovaly. Podzim je ve znamení boje s inflací. Inflace klesá, úrokové míry klesají, akciovému trhu se mimořádně daří a i dluhopisy rostou, naopak ceny komodit klesají. Dluhy se zvýší do neudržitelné výše. Akciové trhy prudce vzrostou a pak dojde ke krachu.

Podzimu přesně odpovídá vývoj od roku 1981 do roku 2000. Šéf amerického Fedu Paul Volcker vyhrál bitvu s inflací. Ceny komodit do roku 1999 klesly na nejnižší úroveň za mnoho desetiletí. Investování do akcií a dluhopisů zaznamenalo velký úspěch. Naopak dluhy narostly na enormní úroveň. Většina z nás tedy v posledních desetiletích prožila období, které bylo pro investování nejpříjemnější: akciové i dluhopisové trhy rostly. Problémem je, že většina současných investorů zná pouze toto investiční prostředí – období podzimu – a považuje je za normální.

Tito investoři budou nemile překvapeni až zjistí, že existuje také zima. Účelem zimy je odstranit dluhy, které se dlouhodobě nahromadily. K tomu dochází bankrotů firem a devalvací měn. Zimu charakterizuje pokles cen, spotřebitelské a podnikatelské důvěry, neschopnost splácet dluhy, bankrotů a ekonomický útlum, dochází k odklonu od papírových peněz ke zlatu, objevují se měnové krize, úrokové sazby prudce letí vzhůru, možnost úvěrů je velmi omezena, nezaměstnanost roste. Toto období bylo zahájeno v roce 2000, kdy došlo ke kolapsu bubliny na americkém akciovém trhu. Důkazy o projevech zimy není v posledních měsících nouze. Předchozí zima nastala krachem na burze v roce 1929 a přešla v největší světovou hospodářskou recesi. Akciový trh ztratil většinu ze své hodnoty.

### **Hackettova dlouhá vlna**

Zajímavý dlouhodobý pohled na současné dění poskytuje i studie dlouhodobých ekonomických cyklů amerického ekonomy a historika Davida Hacketta Fishera, autora knihy „The Great Wave“. Autor dospěl k závěru, že „všechny dlouhé vlny měly mnoho společných vlastností. Všechny měly stejnou strukturu vln. Měly tendenci postupně procházet podobnými etapami s podobným vývojem mezd, nájmu či úrokových sazeb“. Podle autora se důležité vzestupy a pády v historii lidstva odehrávaly v tomto sledu:

1. Všeobecná ekonomická prosperita
2. Růst porodnosti, zvyšování počtu obyvatel
3. Roste poptávka po životních potřebách
4. Poptávka převyšuje nabídku
5. Ceny rostou
6. Ne všechny ceny rostou současně
7. Ceny energií, potravin, bydlení a surovin rostou
8. Ceny energií rostou mnohem rychleji než ostatní komodity
9. Ceny zboží rostou pomaleji a ceny komodit zrychlují růst
10. Peněžní inflace začíná
11. Devalvace měn ve velkém rozsahu

12. Masivní deficity vládních rozpočtů
13. Rostoucí rozdíl mezi výnosem z kapitálu a z práce
14. Rostoucí nerovnoměrnost bohatství a sociální nepokoje
15. Válka

Když jsem těchto 15 bodů uváděl před několika lety na jedné prezentaci, bylo to spíše pro zajímavost a získání pozornosti publika. Přeci jenom katastrofy přitahují a po přečtení bodu 15 každého zamrazí a zbystří pozornost. Tehdy jsem uváděl, že jsme někde mezi bodem 4 a 9. Cena ropy byla tehdy 37 dolarů a inflace byla téměř neexistujícím pojmem. Další vývoj dějin byl však až příliš podobný nastíněnému scénáři, aby to nechalo člověka klidným. Komodity akcelerovaly svůj růst na přelomu roku 2007 a 2008 a inflace ze dostala do hledáčku ekonomů. Dosáhli jsme bodu 9. Loni řadu zemí „nečekaně“ zasáhla vysoká inflace. Bod 10 se naplňuje. Záchraná opatření vlád nakládají státům na hřbet takové dluhy, které zřejmě již nikdo nebude schopen zaplatit. Navíc v současné době začínají odcházet do důchodu silné poválečné ročníky, které kvůli nezreformovaným penzijním systémům státní rozpočty dále zatíží. O naplnění bodu 12 nemůže být pochyb. Státům v této situaci nezbyvá než tisknout peníze. Bod 11 je za dveřmi, v řadě slabších ekonomik devalvace měn již v posledních měsících nastala.

### **Led a oheň**

Nejsložitější na současné době je neustálé balancování mezi deflací a inflací. Pokud by centrální banky neexistovaly a peníze nebyly jen papír, pak by k opakování scénáře z roku 1929 došlo téměř s jistotou. Nastal by dlouhý pokles cen – deflace. Avšak manipulace s klíčovými ekonomickými proměnnými – množstvím peněz a jejich cenou – vnáší do systému další nestabilitu. Již od roku 2000 se střídá deflace s inflací. Deflační vlivy od roku 2000 do roku 2003 přebila měnová politika a loni jsme zažili vysokou inflaci. Od léta jsme se naopak zcela nečekaně dostali do deflačních tlaků. Balancujeme tak na ostří nože mezi ledem a ohněm. Nyní vládne led, kdy deflační tlaky srážejí ceny všech aktiv i zboží.

Nejlepší investicí jsou peníze. Je však pouze otázkou času, kdy tištění peněz zvítězí. Přebytky peněz začnou zvyšovat ceny. Pokud se nezačnou rychle stahovat z oběhu, vrátí se oheň, tedy inflace. Zatímco ve fázi ledu jsou peníze nejlepší investicí, ve fázi ohně jsou tou nejhorší. Tehdy rostou ceny všeho, jehož množství je omezeno. Typicky drahých kovů, komodit, nemovitostí.

Rozhodování investora je nyní obtížné. Dokud fáze ledu neskončí, je nejlepší všechno prodat a držet peníze. Jakmile se ale kyvadlo přehoupne do fáze ohně, je nutné rychle nakoupit výše uvedená aktiva. Jak však poznáme, kdy přijde fáze ohně? Pověstným kanárkem v dole může být trh zlata a ropy. Až ceny zlata a ropy vylétnou na nová historická maxima, je hodnota peněz v ohrožení a přichází fáze ohně.

*Text byl napsán v listopadu 2008 pro magazín eBiz, mírně aktualizováno*

Zdroj: <http://blog.aktualne.centrum.cz/blogy/stepan-pirko.php>