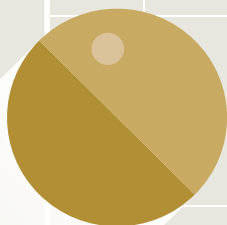


# Ekonomické bubliny

DOMINIK STROUKAL

2018



1929



1634

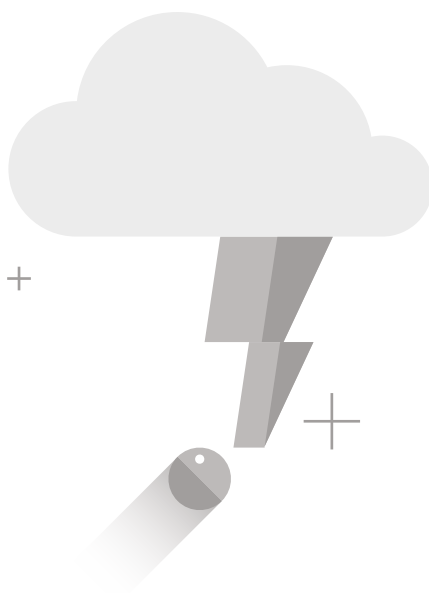


Kdo je nafukuje,  
proč praskají  
a jak v další krizi  
neztratit vše

*Tato kniha by nevznikla bez Josefa Šímy, který mi umožnil o tématu hospodářských cyklů přednášet na VŠ CEVRO Institut. Nevznikla by, kdyby mě v prvotních chvílích váhání do jejího sepsání neurtal Honza Šincl. Vypadala by jinak bez připomínek Vláďi Krupy a bez důvěry a neuvěřitelné editační práce Šárky Kratochvílové. A jistě by nevznikla bez ochoty mojí manželky Barči usínat po nekonečně mnoho nocí za svitu notebooku a za zvuku bušení do klávesnice...*

# Ekonomické bubliny

Kdo je nafukuje, proč praskají  
a jak v další krizi neztratit vše



DOMINIK STROUKAL

***Upozornění pro čtenáře a uživatele této knihy***

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

**Dominik Stroukal**

## **Ekonomické bubliny**

**Kdo je nafukuje, proč praskají  
a jak v další krizi neztratit vše**

Vydala Grada Publishing, a.s.  
U Průhonu 22, 170 00 Praha 7  
tel.: +420 234 264 401, fax: +420 234 264 400  
www.grada.cz  
jako svou 7144. publikaci

Odpovědný redaktor Šárka Kratochvílová

Realizace obálky Jan Šturc, Tiptop studio

Sazba Antonín Plicka

Počet stran 240

První vydání, Praha 2019

Vytiskly Tiskárny Havlíčkův Brod, a.s.

© Grada Publishing, a.s., 2019

ISBN 978-80-271-2685-9 (ePub)

ISBN 978-80-271-3684-2 (pdf)

ISBN 978-80-271-2194-6 (print)

# OBSAH

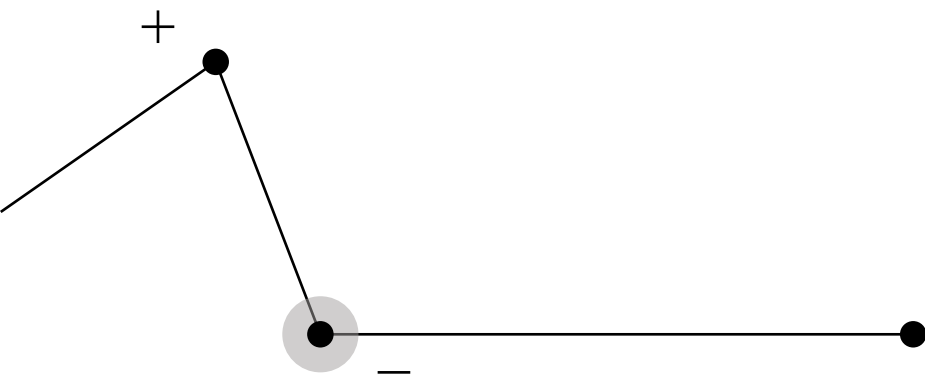
<b>Úvod</b> .....	<b>7</b>
Naivita .....	8
Poučení první: Stále se máme co učit .....	18
<b>My</b> .....	<b>25</b>
Tulipánová horečka (1634–1637) .....	26
Poučení druhé: Lidé nejsou ovce .....	32
<b>Papír</b> .....	<b>41</b>
Mississippi bubble (1719–1720) .....	42
Poučení třetí: Vzácnost je ctnost .....	50
<b>Francouz</b> .....	<b>61</b>
Jihomořská Bublina (1720) .....	62
Poučení čtvrté: Za vším hledej peníze .....	75
<b>Okamžik</b> .....	<b>85</b>
Panika roku 1797 .....	86
Poučení páté: V chatrném světě financí může být špendlíkem cokoliv .....	92
<b>Systém</b> .....	<b>99</b>
Paniky ve Spojených státech z let 1819 a 1837 .....	100
Poučení šesté: Nejde o centrální banku, ale o systém tvorby peněz .....	118
<b>Inflace</b> .....	<b>129</b>
Velká krize (1873–1896) .....	130
Poučení sedmé: Inflace se umí schovávat .....	140
<b>Odpověď</b> .....	<b>147</b>
Velká hospodářská krize (1929–1938) .....	148
Poučení osmé: Sledujme kroky centrálních bank a vlád .....	168

<b>Vítězové .....</b>	<b>179</b>
Internetová horečka (1997–2001) .....	180
Poučení deváté: Bubliny mají vítěze a poražené .....	185
<b>Příběhy .....</b>	<b>191</b>
Finanční krize / Velká recese (2007–2008) .....	192
Poučení desáté: Záleží na příběhu .....	199
<b>Všeublina .....</b>	<b>209</b>
Poučení první: Stále se máme co učit .....	210
Poučení druhé: Lidé nejsou ovce .....	214
Poučení třetí: Vzácnost je ctnost .....	217
Poučení čtvrté: Za vším hledej peníze .....	219
Poučení páté: V chatrném světě financí může být špendlíkem cokoliv .....	220
Poučení šesté: Nejde o centrální banku, ale o systém tvorby peněz .....	221
Poučení sedmé: Inflace se umí schovávat .....	223
Poučení osmé: Sledujme kroky centrálních bank a vlád .....	225
Poučení deváté: Bubliny mají vítěze a poražené .....	229
Poučení desáté: Záleží na příběhu .....	236
<b>Závěr .....</b>	<b>239</b>

# ÚVOD

+

O této knize a o tom,  
jak málo toho stále víme.



## Naivita

### Kdy to praskne?

„Mám si vzít hypotéku, nebo je 3+1 za pět milionů nesmysl?“ ptal se mě nedávno jeden kamarád. Jestli jsou ceny jen nafouknuté jako bublina, potom by mohla taková bublina splasknout a vyplatilo by se na levnější byt počkat.

„Má smysl teď cpát peníze do akcií, nebo už ta bublina splaskne?“ zeptal se jen pár dní nato vzdálený příbuzný, když jsme grilovali v jižních Čechách. Dobrá otázka. Pokud by byla bublina na akciích, mohla by splasknout a přišel by o hodně peněz. Když se to naposledy před více než deseti lety některým lidem kolem mě stalo, přišli mnozí z nich až o polovinu všech vložených prostředků.

Myslím, že se dá odhadnout, kde bubliny spíše jsou a kde spíše ne. Stačí si vzít na pomoc solidní ekonomickou teorii a poučit se z historie. A přesně o to se snaží tato kniha.

Nikdo neví a nemůže vědět, kdy bublina praskne. Ale pokud se jednou bublina nafoukne, lze čekat, že se tak stane.

Ještě před nedávnem jsme žili v přesvědčení, že žádná velká ekonomická krize už nepříjde. Mýlili jsme se.

Ti, kteří si to myslí dnes, se mýlí i tentokrát.

Krize budou přicházet do té doby, dokud budeme nafukovat bubliny.

### Křižovatky

Ve svých úvahách jsem dříve žil v domnění, že celý ekonomický cyklus, kdy ekonomika roste, načež se potom propadá, je něco přirozeného, co se dít musí, ať chceme, nebo ne. Dnes už si to nemyslím.

Také si vzpomínám, že pro vysvětlení bublin jsem použil ten úplně nejjednodušší argument – lidé jsou blázni. A skutečně to tak často vypadá. Na dalších stránkách uvidíme příběhy lidí, kteří naskočili do vlaku, který zcela jasně musel vykolejit. Lidí, kteří se chovali jako ovce, alespoň pokud věc nazíráme z dnešního pohledu a víme, jak moc se spálili. Všechno se dalo snadno vysvětlit tím, že jsou nenasytní, hamižní, chamtiví, a tak trochu blázni.



Co když je to ale všechno úplně jinak? Co když se dav zběsilých investorů nechoval úplně hloupě? Co když jejich chování dávalo smysl? A co když ho způsobilo něco úplně jiného?

Jeden z mých učitelů rád používá přirovnání se semaforey:<sup>1</sup> Představte si, že jste svědkem hromadné nehody na velké křižovatce opatřené semaforey. Všechna auta najednou vjela doprostřed a narazila. Pomyslíte si, co za to asi může. Byli všichni opilí? Měli všichni najednou porouchaná auta? Nejspíš ne.

Možná nefungovaly semaforey, řeknete si. Pokud řídíte, víte, že se to čas od času stane. Vzpomínám, jak kdysi na křižovatce Korunovačnické, Milady Horákové, Veletržnické a vjezdu do Letenského tunelu vypadly semaforey. Z obou stran navíc do křižovatky vjížděly tramvaje a na přechody vcházeli chodci. Nebylo to úplně příjemné, ale s využitím pravidla přednosti zprava, řídicíkové značky a klaksonu jsme se z té situace snadno vymotali. A možná jsme se dostali všichni tam, kam jsme chtěli, a dokonce i rychleji, než bychom to zvládli, pokud by semaforey fungovaly. Ale to už si pouze domýšlím. Každopádně celá situace dopadla dobře, do křižovatky by totiž plnou rychlostí nikdo nevjel, když nefungují semaforey. Nebo by to alespoň neudělali všichni najednou.

Asi vás už napadlo, co by se tedy muselo stát, aby všichni vjeli do křižovatky a nabourali. Semaforey fungovaly, ale všechny ukazovaly zelenou.

Uvidíme, že možná i u prvních krizí před téměř čtyři sty lety svítila všude pomyslná zelená. Možná i během poslední finanční krize, během Velké hospodářské krize a dalších hlubokých a dlouhých propadů celých ekonomik. A možná svítí zelená i nám všem nyní.

Tato kniha by mohla být detektivkou o tom, kdo dané semaforey špatně nastavil. Byla by ale špatnou detektivkou, protože k vyzrazení padoucha dojde relativně brzy. Spíše to připomíná seanci u věštce, který si vás předem důkladně vyzpovídá. Není pro něj pak složité zjistit, že máte problémy ve vztahu, a předvídat, že časem potkáte někoho jiného. Neví ale kdy.

---

<sup>1</sup> Horwitz, S. (2012). The Parable of the Broken Traffic Lights. Dostupné online: <https://fee.org/articles/the-parable-of-the-broken-traffic-lights/> (cit. 2019-01-01).

## První z bublin

Na následujících stránkách se spolu podíváme na celou řadu příběhů konkrétních lidí a společností, kteří budou hrát v detektivce vedlejší role. V hlavní roli vždy „excelují“ peníze.

Převyprávíme příběh, který je starý jako kapitalismus sám.

A skutečně – Tulipánová horečka (1634–1637), Mississippi bubble (1719–1720) a Jihomořská bublina (1720) ohraničují svým vznikem počátek moderního kapitalismu. Od té doby přicházejí krize jedna za druhou. Paniky roku 1797, 1819, 1837, Velká krize z let 1873–1896, Velká hospodářská krize (1929–1938), Dot-com bubble (1997–2001) i poslední Velká recese, jejíž dozvuky stále ovlivňují naše každodenní životy. Tyto, a nejen tyto bubliny, jsou obsahem následujících stránek. Nejen příběhy, které tyto bubliny psaly, ale také pokus o jejich vysvětlení. A o nalezení prvku, který je spojuje.

Tím je způsob, jakým funguje naše peněžnictví. Banky a centrální banky. Způsob, jakým vytváříme nové peníze. I proto jsou bubliny staré jako kapitalismus sám.

## Kapitalismus? Záleží na definici

Je pravdou, že historie bublin kopíruje historii kapitalismu. Bylo by ale chybou smířit se s tím, že bubliny jsou nutnou a nevyhnutelnou vlastností kapitalismu a globální tržní ekonomiky. Řada autorů to tak podává a na dalších stránkách bude řeč i o nich. Možná mají pravdu, záleží ale potom na definici toho, co je a co není kapitalismus.

Je způsob, jakým se dnes vytváří peníze kapitalismem? Jsou centrální banky výsledkem tržní ekonomiky, nebo vznikly jako prvek centrálního plánování? Pokud si jako kapitalismus a tržní ekonomiku definujeme svět, ve kterém dnes žijeme, potom vysvětlujeme krize kruhem. Krize v současném světě se nutně spojují s kapitalismem, protože kapitalismus je právě to, co dnes máme.

Ani protistrana není bez definičního másla na hlavě. Pokud si totiž naopak definujeme krize jako to, co způsobují násilné zásahy do tržní ekonomiky, ani tak se daleko nedostaneme. Potom je rázem kapitalismus z definice systémem bez krizí.

Obojí je tak trochu bez logiky, ač třeba jen z důvodu nešikovných definic.

Kapitalismus je ekonomickým systémem, v němž se výrobní prostředky nacházejí v soukromém vlastnictví. Nejen práce a půda, ale i kapitál, po kterém si kapitalismus vysloužil své jméno. To je historicky relativně nové a skutečně se ve své současné podobě začal kapitalismus formovat od 16. století, zejména pak v důsledku průmyslové revoluce.

Žijeme tedy v kapitalismu? Nepochybně. Stoprocentním? Ani vzdáleně. Ale rozhodně v mnohem větším kapitalismu než před pěti sty lety.

Může kapitalismus za hospodářský cyklus? Za všechny ty výše zmíněné bubliny? Svým způsobem ano. Bylo by asi hloupé tvrdit, že jde jen o souhru náhod. Ano, krize se periodicky objevují od vynálezu mechanických hodin nebo teploměru a s jejich vývojem se vracejí znovu a znovu. Přitom je zjevné, že spolu tyto věci nesouvisí. U kapitalismu bychom mohli udělat stejný úkročný manévr, ale uvidíme, že to tak jednoduché není.

## Další krize nás čekají

A příběh nekončí. Další a další krize nás čekají. Další a další bubliny se budou nafukovat a také se nafukují. Jedna taková se nafukuje právě v této chvíli. A možná největší, která kdy vznikla.

I kdyby neměla být největší, určitě patří mezi ty nejzajímavější. Zajímá nás už jen tím, jak jednoduché je ji vidět, když se člověk poučí z předchozích bublin, které už praskly.

V této knize se nepíše jen o bublinách minulosti a jejich vysvětlování. Na konci každé z deseti lekcí vás čeká malé poučení. Když si všechna tato poučení spojíme dohromady, zjistíme, jak pošetilí jsme, když si myslíme, že tentokrát to všechno bude jinak. Krize přijde, a není nečekaná.

Bude jiná. Každá bublina se liší, stejně jako se liší ty skutečné bubliny z bublifuku. Jsou jinak velké a jinak se v nich odráží světlo. A praskají z jiných důvodů. Jedno mají ale společné. Praskají. Pokud nechceme, aby bubliny praskaly, nesmíme je nafukovat.

## 10+1 poučení

Tato kniha má 10 kapitol a měla by tak mít 10 poučení. První poučení ale přijde hned v úvodu a jde o to nejdůležitější poučení z celé knihy. Poučení, že toho stále spoustu nevíme. Tato kniha je jednou z mnoha, která se to pokusí změnit, ale bude nám ještě dlouho trvat, než ekonomické bubliny plně pochopíme a zkrátíme.

Následujících deset kapitol popisuje neznámější ekonomické bubliny dějin. Od těch prvních, přes bubliny v letech 2001 a 2008, až po tu současnou, ve které se v době vzniku této knihy nacházíme. A která pomalu začíná praskat. A z každé plyne nějaké poučení. S výjimkou té desáté, současné. Ta ještě nepraskla a poučení z ní nás teprve čeká. Proto po prvním poučení v úvodu bude následovat dalších devět poučení.

Všech deset poučení nakonec využijeme v desáté kapitole k vysvětlení toho, co se děje nyní. K vysvětlení bubliny, které se začalo děsivě přezdívat Všeublina.<sup>2</sup>

## Zabili Kennedyho, parchanti!

Od roku 2012 učím na střední škole. A asi protože jsem nikdy nezáskal formální pedagogickou přípravu, dávám studentům hned na první hodině test. Oni nevědí, že ho nakonec neopravuju, ale pomáhá mi zorientovat se v tom, co zhruba středoškoláci vědí o ekonomii.

Jedna z otázek, kterou do testu dávám, zní následovně: „Kdybyste si vzali všechny české koruny v kapsách a na účtech v celé

---

<sup>2</sup> O autorství termínu se možná povedou spory, ale nejhlasitějším z pravděpodobných autorů je Jesse Colombo. Ten jako mladý student vysoké školy varoval přesvědčivými argumenty před Velkou recesí v roce 2008. Od té doby ale prakticky varuje před další krizí neustále, což mu na jednu stranu získalo nebývalou popularitu, na stranu druhou jeho předpovědi silně zdiskreditovalo. Více například viz Colombo, J. (2018). Disaster Is Inevitable When America's Stock Market Bubble Bursts. Dostupné online: <https://www.forbes.com/sites/jessecolombo/2018/09/05/disaster-is-inevitable-when-americas-stock-market-bubble-bursts/#3cce75b91b82> (cit. 2019-01-01).

ekonomice dnes a zítra, bude jich pravděpodobně zítra víc. Odkud se ten rozdíl bere? Jak vznikají nové peníze?”

Dostal jsem řadu odpovědí, většinou spojených s centrální bankou, často s vládou. Něco v tom smyslu, že vláda si tiskne peníze, když je potřebuje. Anebo centrální banka, když usoudí, že to je vhodné.

Realita je ale mnohem zajímavější. A překvapivě málo lidí ji zná.

Ve skutečnosti dnes peníze vznikají pomocí nových úvěrů. Kdykoliv jdete do banky a vezmete si hypotéku či jiný úvěr, banka vám nedá cizí peníze. Místo toho jednoduše otevře ve svém systému váš účet a nafuká do něj novou sumu. Chcete půjčit milion? Potom tam nafuká plus milion. A tím celý příběh končí.

Nové peníze vytvářejí banky, kdykoliv si vezmete úvěr.

Je to takhle jednoduché. Přesto kolem toho existuje mnoho podivných teorií. Když půjdete studovat ekonomický obor na vysokou školu, budete se nejprve učit o multiplikátorech, o roli centrálních bank a o vlivu dluhopisů na emisi peněz. Když se později dozvíte, že je současný svět vlastně mnohem jednodušší, otevře vám to oči.

Některým ale až příliš. To, že se dnešní peníze vytvářejí pomocí úvěrování, nenechalo hodně lidí chladnými a rozhodli se tuto pravdu sdělit světu. Nebudu vás nabádat, ale když si do Googlu zadáte spojení slov „peníze“ a „dluh“ (nebo anglicky různé kombinace slov „money“ a „debt“), Google vám poměrně dost vpředu nabídne i hodně podivná videa. Obvykle začínají s něčím, co dává smysl, zpravidla vysvětlením, jak ve skutečnosti vznikají nové peníze. Poté ale s nově nabytou znalostí naloží dost podivně a napojí ji na všemožné konspirační teorie. Věřte nebo ne, přestože některá tato videa nejsou úplně špatná, viděl jsem i taková, kde autoři odhalili, že peníze vznikají úvěrováním, načež tím vysvětlili vraždu Kennedyho a to, že jsme nikdy nepřistáli na Měsíci.

Celá věc skutečně není žádnou vědou. I kdybyste se vy sami rozhodli vytvořit nové peníze, dokážete to. Představte si, že chcete koupit počítač, na kterém právě píšu tyto řádky. Buď mi dáte české koruny, zahraniční měnu, bitcoiny nebo něco jiného, co jsem ochotný přijmout. Anebo mi můžete napsat na papír, že mi slibujete, že mi dáte cenu počítače plus deset procent navrch za dva roky. A co víc, slíbíte to komukoliv, kdo s tímto papírem za vámi přijde. Díky tomu ho já můžu dál prodat, takže s tím možná budu souhlasit. Prodám papír výměnou za něco jiného našemu společnému známému? Je to možné. Prodám ho venku na ulici? Nejspíš ne.

Důvěra je obrovskou nevýhodou soukromých dlužních úpisů. Venku je jednoduše neprodáte. Stát v tomto ohledu umí hrát důležitou roli.

## Vydělávat Tisknout peníze

V průběhu této knihy na některých místech vzniknou nové peníze. Dočtete se podivné a často i těžko uvěřitelné příběhy. Ale dobře popsané, zdokumentované, a hlavně lidsky pochopitelné.

Nemyslím si, že by většina bublin vznikla ze zlého úmyslu. Pokud tedy honbu za ziskem nepovažujeme za zlý úmysl. Já se na ni dívám jako na přirozenou lidskou snahu mít se líp.

Jediným rozdílem mezi námi běžnými lidmi a některými hrdiny následujících stránek je to, že oni disponovali přístupem k tvorbě peněz. Honba za ziskem představuje, jak ekonomové rádi říkají, motor pokroku. „Chci dělat dobrou muziku, abych vydělal spoustu peněz,“ řekl v roce 1985 Freddie Mercury. Musel se snažit přijít s něčím, co zlepší život tolika lidem, kteří za to budou ochotni zaplatit, aby si mohl dovolit dům se soukromými pokoji pro každou ze svých koček. A díky za to, že se snažil zbohatnout. Kdyby hrál sám jen pro vlastní uspokojení, nejspíš bychom o něm nikdy nikdo neslyšeli. A to by byla škoda.

Pokud máte ale přístup k onomu pomyslnému tiskařskému stroji, vše se mění. Proč byste se snažili inovovat, přicházet s něčím novým, co zaujme nás spotřebitele, když můžete tisknout peníze z ničeho?

Dnes je svět o poznání komplexnější a přímočaré tištění peněz už vidíme jen výjimečně. Peníze jsou z většiny virtuální a nikdo je „netiskne“. I proto nás občas trápí, když se dnes mluví o „tištění peněz“, i když uvnitř ekonomické profese chápeme, že jde o metaforu. Peníze už se téměř vůbec netisknou.

Vytvářejí se ale systémem, který si zaslouží analýzu. A porovnání s minulostí. Může nám totiž trochu poodkrýt budoucnost.

Všude tam, kde tečou peníze, rostou ceny, nebo alespoň neklesají tak, jak by měly.

A pokud tam tečou nové peníze, potom tam rostou ceny, aniž by někde jinde klesaly.

Když si rozmyslíte koupi banánu a místo něj si koupíte pomeranč, pravděpodobně se nic nestane. Pokud to ale udělá dostatek lidí, začne klesat cena banánů a růst cena pomerančů. Zemědělci si

dobře rozmyslí, co příště pěstovat, a pravděpodobně se najdou tací, kteří začnou místo banánů pěstovat pomeranče. A pokud patříte mezi znalce trhu s banány a pomeranči a víte, že taková změna by byla dost nepravděpodobná, představte si výrobce šunkových a sýrových baget. Tam ta změna tolik nebolí. A stát se může.

Pro pochopení zákonitostí hospodářského cyklu a bublin je nezbytné si uvědomit, jak velmi odlišná je tato situace od té, kdy do hry vstoupí nové peníze.

Pak totiž není potřeba přestat vyrábět banány a začít vyrábět pomeranče. Pokud nové peníze potečou do pomerančů, bude se vyrábět stejně banánů a více pomerančů.

To zní skvěle. V prvním případě jsme toho vyrobili méně než v případě s novými penězi. Není to ale zadarmo – kéž by to bylo tak jednoduché.

Rostoucí cena pomerančů vede k jejich vyšší produkci. K tomu je potřeba zaměstnat více lidí a strojů. A i jejich cena poroste. Rostou tak mzdové a další náklady napříč celou ekonomikou. Vyšší mzdy začínají lidé utrácet, a ještě více rostou ceny. Roste inflace.

Když se centrální banka rozhodne zasáhnout, aby inflaci snížila na svůj, třeba dvouprocentní, cíl, začne ekonomiku ochlazovat. Kdyby to neudělala, poškodí nás rostoucí ceny. Když to udělá, ceny tolik neporostou, ale přidusí se ekonomický růst. Nemáme na výběr. Ekonomické perpetuum mobile neexistuje.

Jak naopak ekonomika ochlazuje? Přesně protisměrně, tedy když splácíme úvěry, peníze zanikají. Abychom dosahovali neustálé inflace, i když malé, musíme neustále systematicky poskytovat více úvěrů, než jich splácíme. Už to by možná stačilo k tomu, abychom pochopili, v jak bláznivém světě žijeme.

## Ekonomika v pěti bodech

Zkusme něco, co jsem zatím nikde v populární ekonomické literatuře neviděl. Zkusme si jednoduše popsat základ všeho, na čem stojí a padá dnešní svět peněz.

Pro jednoduchost si představme pět aktérů:

1. centrální banka,
2. komerční banky,

3. Honzu a Evu, kteří měli nedávno svatbu,
4. realitní společnost,
5. člověka, který vlastní XY.

Honza s Evou si chtějí vzít hypotéku na 3 miliony korun na hezký byt v Přerově. Splnili všechny požadavky komerční banky, u které si úvěr berou a úvěr získali. Na jejich účet bylo připsáno nově vytvořených 3 000 000 Kč. Pokud jste si někdy hypotéku brali, tušíte, že tohle tak úplně nesedí. Peníze se připsaly rovnou na účet realitní společnosti, která vám dům prodává. Honza s Evou dostali klíče. Realitní společnost má 3 miliony.

Zde je důležité upozornit, že už tady se nafukovaly ceny. Frontu na byt, který si Honza s Evou koupili, stálo pět párů. Všichni o byt stáli. Někdo nabídl víc a někdo méně. Když tu se objevil najednou pár, o kterém všichni věděli, že miliony na účtu určitě nemá, ale slíbil, že je mít bude. Realitní společnost viděla, že se na byty stojí větší fronta a cenu zvýšila z 2,8 milionu na 3 miliony. A pokud ne tady, tak po této zkušenosti určitě zvýší cenu dalšího bytu, který půjde do prodeje.

Tak nebo tak, realitka dostala 3 miliony. Zkuste si představit, co s nimi udělá. Nové tři miliony, které do té doby v ekonomice neexistovaly. Kam byste je dali? Kde investovali? Co si koupili?

Když vyděláte takové peníze jako soukromá osoba, koupíte si možná lepší auto, možná lepší pečivo a víc ovoce. Ale jinak se příliš od realitní společnosti nelišíte. Takže co s těmi penězi dál?

Koupili byste další byt. Cena bytů přeci roste.

Koupili byste si akcie, dluhopisy, investovali někde jinde... Cena těchto aktiv roste. Akciový trh se nafukuje.

Jako realitka byste dali odměny zaměstnancům a ti si koupí víc pečiva a knih. Roste i cena pečiva a knih. Ale ne tolik.

Tohle vidíme i v realitě. S rostoucí peněžní zásobou se nafukují ceny nemovitostí, rostou akciové trhy a všemožné investice. Pečivo a knihy také zdražují, ale ne tolik. Když budete stokrát bohatší, tak si možná koupíte tisíckrát víc akcií, možná dvakrát tolik aut, ale asi ne o moc víc chleba.

Jakou roli v tomto systému hrají centrální banky?

Centrální banky regulují činnost komerčních bank. Koneckonců banky můžou vytvářet peníze ze vzduchu, ale bylo by dobré je v tom nějak omezit. Centrální banky je limitují a požadují po nich vlastnit určité množství aktiv, aby mohly „tisknout“.



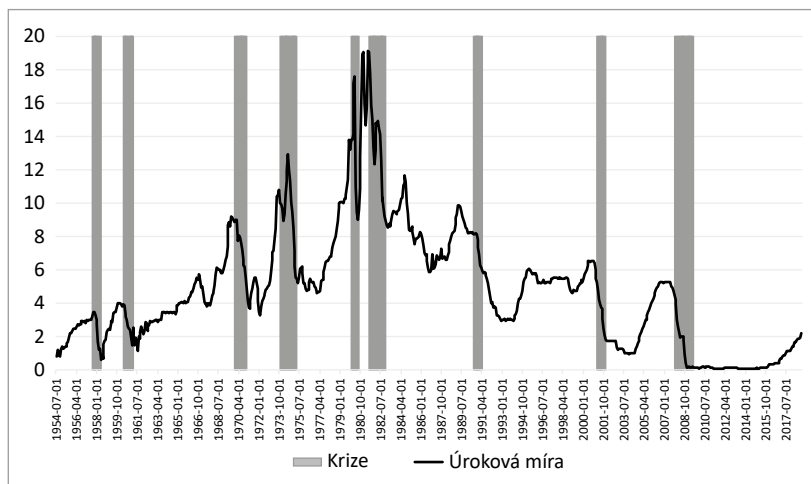
Když si vezmete úvěr u své banky a na konci dne se zjistí, že vám poskytla peníze, na které nemá dostatečné krytí, potom musí zavolat na pomoc centrální banku. Ta jí za svou předem stanovenou úrokovou sazbu nabídne dorovnat rozdíl. A samozřejmě, že protějšek to vezme, jinak by je zavřeli.

Tato úroková míra centrální banky je klíčové číslo.

A brzy zjistíme, že většinou, když klesá, nafukují se bubliny, které splasknou, když posléze roste.

Ostatně, podívejte se na následující graf a zkuste najít nějakou zákonitost. Graf pochází z dat americké centrální banky, šedé oblasti znázorňují recesi.

Dejte si na čas. Co vidíte? Jak byste dokázali vysvětlit hospodářský cyklus? Nehraje tam úroková sazba centrální banky nějakou roli? Když je dole, tak se vytváří víc peněz a vše roste, ale když se pak zvedne, domeček z karet se hroutí.



### Úrokové sazby americké centrální banky (1954–2019)

Zdroj: Board of Governors of the Federal Reserve System (US) (2019).<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Board of Governors of the Federal Reserve System (US). (2019). Effective Federal Funds Rate. Dostupné online: <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS#0> (cit. 2019-01-01).

Nevím, jestli vidíte to, co vidím já. Možná uvažujete tak, že je to jen jedna země a krátké časové období. Možná se to celé zdá až příliš jednoduché.

A proto čtete i další řádky této knihy. Chce ukázat, že mechanismus byl a je stále tentýž. Že úplně jednoduché to není, ale je to mnohem jednodušší, než si ekonomové obvykle myslí.

Bubliny nafukují nové peníze tam, kudy tečou.

## Transmisní mechanismus

Celému tomuto procesu se říká odborně transmisní mechanismus. Transmise, tedy přenos, se tu odehrává od centrální banky k reálné ekonomice. Centrální banka něco udělá a v ekonomice vidíme výsledky.

Nejvíc učebnicovým příkladem je finanční krize z roku 2008. Centrální banky po celém světě měly strach, že začnou padat ceny. Začaly tak snižovat své úrokové sazby. Pro banky se najednou stalo levnějším půjčit si od centrální banky a nevyplácelo se jim naopak centrální bance půjčovat. Proto raději půjčovaly peníze lidem, tedy snížily své sazby na hypotékách a dalších úvěrech. A lidé si úvěry brali víc, koneckonců byly levnější, a tedy výhodné. Tím se vytvořily nové peníze, které lidé utráceli v reálné ekonomice a ceny zvyšovaly. Když v roce 2018 začaly ceny růst nad dvouprocentní cíl České národní banky, začala naše centrální banka sazby zvyšovat. To vedlo k utlumení úvěrové činnosti, peníze se nevytvářely tak rychle, a to vedlo k nižšímu růstu cen v ekonomice.

Suma sumárum, když centrální banka zvyšuje sazby, růst cen zpomaluje nebo dokonce ceny klesají. Když sazby snižuje, ceny rostou a rostou rychleji.

Ne ale vždycky. Celý tento proces se v poslední krizi porouchal.

# Poučení první: Stále se máme co učit

## Špatně definovatelná vnitřní hodnota

Tato kniha je knihou o bublinách. O nafukování bublin na různých trzích, většinou zároveň. Když velké bubliny prasknou, můžou zasáhnout celou ekonomiku a dojde ke krizím, recesím a depresím. Budeme používat řadu pojmů tak, jak jsou zažitá v ekonomické literatuře. Některé z nich ale stojí hodně na vodě. Například hned ten první – bublina.

Za bublinu je považováno nafouknutí ceny nad jakousi objektivní vnitřní hodnotu. Nikdo ale neví, co tou bájnou vnitřní hodnotou je. Podvědomě cítíme, jak ji asi vnímat, ale určit definici je obtížné a patrně i nemožné.

Na tomto místě zmiňme otce zakladatele ekonomické disciplíny Adama Smithe. Byl druhou nejvýraznější postavou definující hodnotu věci podle objektivních kritérií. Jeho kritériem byla práce vložená do výroby daného zboží. Tím nejhlasitějším zastáncem stejné teorie se stal sám Karel Marx.

Dnes až na výjimky nikdo s objektivní teorií hodnoty, zde s tzv. pracovní teorií hodnoty, nepracuje. Marxističtí profesori se ji stále snaží oživit, konkurence je ale příliš silná. Daří se jí totiž hodnotu vysvětlit mnohem jednodušeji.

V druhé polovině 19. století přišel s návrhem alternativní teorie hodnoty rakouský ekonom Carl Menger.<sup>4</sup> Podle něj není hodnota objektivní, nýbrž subjektivní. Pokud stojí jedno pivo 30 korun, není to kvůli práci do piva vložené, ale protože si ho kupující cení na více než 30 korun a prodávající na méně než 30 korun. U piva to ale není tak zjevné, jako například u umění nebo starožitností. Pokud umělec nacáká za pět minut na plátno několik šmouh, které následně prodá za miliony, není to kvůli drahým pěti minutám práce. Lidem se prostě jeho obraz subjektivně líbí natolik, že jsou za něj ochotni vyměnit miliony korun. Možná strávil umělec celý život prací, což se promítlo zpětně do hodnoty jeho díla. Ale jak potom vysvětlit, že se hodnota díla mění i po smrti umělců? A naopak, jak vysvětlit, že někdo věnuje dílu celý svůj život a nemá žádnou hodnotu?

<sup>4</sup> Menger, C. (1871). *Grundsätze der Volkswirtschaftslehre*. Vienna: Braumüller.

Mnohem jednodušší a přímočařejší je vysvětlení pomocí subjektivní teorie hodnoty. Lidé něco chtějí více a něco méně. A něco vůbec. Časem se jejich preference, touhy a přání mění.

Na definici bubliny to má zásadní dopad. Pokud nic jako vnitřní hodnota neexistuje, potom jak můžeme poznat, že jde o bublinu? S tímto problémem se vypořádáme dále. Už zde je ale na místě upozornit, že:

- nedává smysl pracovat s vnitřní hodnotou,
- růst ceny nutně nemusí znamenat bublinu,
- a bublina nutně nemusí být doprovázena růstem ceny.

## Co tedy můžeme vědět?

Mohli bychom snadno upadnout do ekonomického nihilismu a tvrdit, že tedy nemůžeme vědět nic. Rostou ceny akcií, ale bublina to být nemusí. Nerostou, ale bublina to být může. Jak tedy můžeme vůbec něco vědět?

Můžeme. A můžeme toho vědět hodně. Ekonomie je krásná věda shromažďující nepřeberné množství poznatků a teorií po stovky let. Ekonomie je věda o tendencích. Víme, že s růstem ceny existuje tendence lidí nakupovat dané věci méně a vyrábět ji více. Nevíme, kdy se tak stane, a nevíme, jestli vůbec, protože v mezidobí může dojít k mnoha dalším změnám. Víme ale o dané tendenci.

Při studiu hospodářských cyklů je to stejné. Nevíme, kdy a jestli se nafoukne bublina. Nevíme, kdy a jestli dojde k propadu. Víme ale jistě o celé řadě tendencí, které když pospojujeme dohromady, dostaneme poměrně věrohodný obraz budoucnosti.

Stejně, jako když v kanceláři hodíte hopsakouli do vzduchu. Existuje tendence k tomu, aby nakonec spadla na koberec. Nemusí, může se zastavit u kolegy na stole v hrnku kávy nebo ji někdo může chytit a hodit dál, ale tendence je jasná. A co víc, i přestože nejsme schopni spočítat přesnou pravděpodobnost, tušíme, že šance na spadnutí roste v kancelářích, kde zrovna nikdo další nedlí. Že je šance větší v kancelářích s méně nábytkem. Anebo pokud tu hopsakouli jen zlehka položíme na podlahu.

Stejně tak u hospodářských cyklů víme o tendencích a víme o situacích, které tyto tendence posilují či oslabují.

Tato kniha je právě o tendencích a o všem, co je může ovlivňovat.