

HLAVNÍ TÉMA

Analýza

Co je v nepořádku s americkou ekonomikou?

S ekonomikou je vše v pořádku.

Ronald Reagan

TEXT MILAN ZELENÝ

Prezident Reagan, tváří v tvář hroutícím se akciovým trhům, trval na tom, že s ekonomikou je vše v pořádku. I dnešní krize je pouze krizí finančního sektoru (*viz také Bitner, Greed, Fraud & Ignorance: A Subprime Insider's Look at the Mortgage Collapse, 2008*).

Ve skutečnosti existují ekonomiky dvě: První skutečná (reálná) ekonomika výrobků a služeb, kde na trhu probíhají transakce se zbožím proti platbám za toto zboží, a druhá virtuální neboli symbolická ekonomika peněz a finančních nástrojů, ve které se sází na budoucí pohyby cen a hazarduje s penězi vlastními i penězi těch druhých.

Tato druhá ekonomika není nutně podložena skutečnými toky zboží a služeb; jejím hlavním produktem jsou peníze. Produkuje peníze přímo, bez obtěžující přítomnosti skutečných výrobků nebo služeb. Jak je to možné? Hlavně díky spekulacím, sázkám, hazardní hře. Prostě s touto druhou ekonomikou je vždy něco v nepořádku.

Chceme-li pochopit praktickou ekonomiku i ekonomii jako vědu, neměli bychom tyto dvě ekonomiky zaměňovat. Rozdíl vysvětluje jednoduchá metafora: Když získáte peníze prostřednictvím zboží a služeb, zanecháte v ekonomice stopu – užitečný výrobek, cennou službu. Tento skutečný užitek lze spotřebovat; nová znalost se získá a uloží do organizační paměti ekonomiky. Můžeme říci, že peníze byly vydělané (zasloužené).

Když získáte peníze tím, že vsadíte například na budoucí vyšší úrokové sazby nebo směnné kurzy, nezanecháváte v ekonomice žádnou trvalou nebo viditelnou stopu – žádné zboží, žádné služby, žádné znalosti. Peníze se jednoduše přesunou z jedné kapsy do druhé, aniž by zanechaly jakoukoli skutečnou stopu. Peníze se prostě udělaly, jakoby kouzlem.

Existuje tedy velký rozdíl mezi vyděláváním a děláním peněz. Není nic špatného na vydělávání peněz, ale děláním peněz se

permanentně ocitá v potížích. Když ukradnu nebo vyhraji vaše peníze (převodu je z vaší kapsy do své), v ekonomice nezůstává žádný pozitivní přínos. Když si vaše peníze vydělám (tím, že vám prodám skutečné zboží nebo služby), dojde k pozitivní akumulaci užítka a znalosti. Až potud všechno klapě.

Skutečná a virtuální ekonomika: Přerušení spojení

Tyto dvě ekonomiky, ač zásadně odlišné a relativně nezávislé, v mezích situacích ovlivňují jedna druhou. Nové výrobky a služby vytvářejí nové pohyby kapitálu; skutečná ekonomika pohání finanční ekonomiku. Nové finanční toky umožňují a stimulují novou výrobu a služby, a tak pořádek dokola ... Problémy nastanou, když ona druhá ekonomika symbolů nepůsobí v součinnosti s první ekonomikou skutečného zboží a snaží se dělat peníze prostřednictvím spekulací, sázek a iracionálního riskování.

Díky rychlé globalizaci kapitálových trhů, bleskové rychlosti, s jakou fungují komunikační sítě a internet, a automatizovaným, počítačově řízeným finančním nástrojům, je nyní v rostoucí míře možné získat peníze bez toho, abyste si je zasloužili. Rychlost je dostupná, potřebujete jen spoustu peněz do hry. Páni, to se to hraje! (*viz např. Morris, The Trillion Dollar Meltdown: Easy Money, High Rollers, and the Great Credit Crash, 2008*.)

Věčně nedospělá generace, odkojená hrami a hazardem, slastně nevědomá a neinformovaná o skutečných věcech, se perfektně hodí pro toto nové kasino v oblacích. Obrovské sumy peněz se získávají tím, že na několik minut nebo hodin investujete ještě větší sumy peněz, proženete je během jediného dne několikrát kolem světa. Žádné skutečné zboží nebo služby nemění, ani nemohou změnit svého majitele v takovém zlomku času.

Symbolická virtuální ekonomika se tedy stala významně nezávislou, odpoutanou od skutečné ekonomiky. Lze spekulovat s ropou, vepřovými boky, hypotékami nebo zla-

tem, aniž byste se o tyto produkty zajímali, bez toho, abyste měli vliv na jejich pohyby nebo převody: Pro globální spekulanty je skutečná povaha těchto komodit nebo produktů většinou nepodstatná.

Takže snižování úrokových sazeb prostě stlačí dolar dolů, zvýší inflaci a dá k dispozici více peněz pro spekulace. Podobně ani Bushova politika rozdávat peněz lidem (300 – 1200 dolarů daňových náhrad na jednu domácnost, které lidé získají v červnu 2008) nepomůže ekonomice, ale pouze skončí na nízké úročených účtech nebo jako splátka vysoce úročeného dluhu na kreditních kartách – bez podstatného efektu pro skutečnou ekonomiku.

Peníze těch druhých

Jak lze získat peníze na krátkodobých změnách cen v rozsahu pouhých zlomků procent? Potřebujete spoustu peněz – to znamená peněz druhých lidí.

Podnikatel nebo živnostník pracuje s vlastními penězi nebo vlastním dluhem. Banky, investiční ústavy, zajišťovací fondy a podobné instituce jsou specificky určené pro práci s penězi těch druhých. V globálním komunikačním prostředí i jediný obchodník může získat nebo ztratit miliardu přes noc – pokud má k dispozici dostatek peněz druhých lidí.

A jak k tomu dojde, že máme dostatek peněz druhých lidí? Snadno. Když jsou úrokové sazby vysoké, lidé budou ukládat své úspory do bank. Když jsou úrokové sazby nízké, investiční bankéři budou tyto peníze půjčovat levněji a začnou investovat – ne do skutečné ekonomiky, ale do spekulací a sázek v rámci symbolické ekonomiky.

Vezmeme například ceny ropy: Ačkoli nabídka je dostatečná a poptávka ve skutečnosti klesá, sázejí se velké sumy peněz na rostoucí ceny. Nymex dnes elektronicky obchoduje s ropou 24 hodin denně. Člověk může nakoupit velké množství ropy (ve skutečnosti pouze krátkodobé tituly na ropu), aniž by ji vůbec chtěl, viděl nebo uvedl do pohybu. Jak cena roste, druhý den ji prodá, shrábne do kapsy zisk a vsadí si na další kolo zvyšování cen. Dosahují se vysoké zisky, aniž by ropné tankery vůbec opustily přístav... v takové ekonomice jsou všechno jen barevné žetóny.

Vládní zásahy vyvolávají spekulativní bubliny

Problém je ten, že čím více spekulativních peněz se dostává dovnitř, tím větší je lidská hrabivost roztáčející koloběh a tím menší pochopení a poznání skutečné ekonomiky. Čtyřicet let již učím manažery z newyorské Wall Street: jejich znalosti skutečné ekonomiky se blíží nule. Učí se, jak získávat peníze na cenových rozdílech, ale většina z nich si nikdy nevydělala ani halíř inovacemi skutečných výrobků nebo služeb. Jejich úsudek se jen málo opírá o znalosti a porozumění, jejich investice jsou špatné

a rizika nesmírná – jsou tvůrci investičních bublin a krizí, plní si kapsy zisky – a nechávají bubliny prasknout ... konec konců, jde o peníze těch druhých.

Jak se nejlépe vytvoří bublina? Tím, že dáte levně k dispozici spoustu peněz. Jinými slovy, stlačíte dolů náklady na půjčování peněz, úrokové sazby. Levné peníze se nalévají do ekonomiky velice rychle, na špatné peníze se chytají špatné projekty, skutečná ekonomika nemůže odpovědět kvalitními výrobky a službami, obchodní modely se stávají chatrným dovětkem. A nakonec spekulativní bublina praskne. Nadělaly se velké sumy peněz, ale vždycy za to musí někdo zaplatit, někdo jiný musí o tyto peníze přijít. Jdou z jedné kapsy do druhé, bez jakéhokoli skutečného produktu mezi nimi.

Kdo platí za iracionální nevázanost hraní si s penězi těch druhých? Ti druzí lidé: Nerozumní kupující a nevinní daňoví poplatníci, ti všichni jsou pěšáci ve hře kasino v oblacích. Vláda pomáhá z neshází finančním institucím, aby tak zabránila panice investorů a útokům na vklady. V případě bank to musí dělat, protože vklady jsou pojištěné; v případě investičních ústavů to také musí, i když nepřímo, dělat, aby podepřela důvěru a stabilizovala finanční hospodářství. V obou případech je to v konečném součtu daňový poplatník, kdo zaplatí za všechny špatné úsudky, nerozumná rozhodnutí a neomezenou lidskou chamtivost.

Přesto je se (skutečnou) ekonomikou vše v pořádku. Ronald Reagan měl pravdu.

Dvě větve ekonomie: Mikro a makro

Vezměme například nedávný kolaps walstreetského giganta, investiční banky Bear Stearns. Zcela nemoudré a nekompetentní rozhodování vedlo k pádu ceny akcií ze 178 dolarů na pouhé 2 dolary za akcii. Jen si představte, jaké kapitálové bohatství bylo ztraceno. Ale buďte klidní, vy byste si nemohli koupit Bear Stearns za 2 dolary na akcii (následně přece jen zvýšeno na 10 dolarů); to muselo být provedeno velice rychle, v neděli večer, než otevřou čínské burzy.

Vláda zakročila, snížila náklady na půjčování peněz, poskytla peníze a schválila dohodu ve prospěch investiční banky Morgan Stanley, která převzala Bear Stearns během jediné noci. Trhy se uklidnily a vrátily se zpět ke svému obvyklému spekulativnímu investování; daňoví poplatníci zaplatili za celou tuto dohodu svými těžce vydělanými penězi. Ale nebojte se, Lehman Brothers a Goldman Sachs nadále čekají v záloze – stejně jako všechny ostatní investiční instituce napěchované až pod střechu vysoce vzdělanými ekonomickými genii.

To nás přivádí k ekonomii jako vědě. Existují dvě základní větve ekonomie – makro a mikro.

Mikroekonomie (také cenová teorie neboli teorie firmy) se zabývá tvorbou bohatství prostřednictvím výrobků a služeb na úrovni firmy. Studuje úsudek a veřejnou volbu, rozhodování, nabídku a poptávku po výrobcích, tvorbu cen, produktivitu, konkurenceschopnost, organizaci, veřejnou ekonomii, institucionální ekonomii, politické vědy, atd.

Makroekonomie se vyvinula jako stu-



Alan Greenspan.

dium souhrnných hodnot na úrovni národní ekonomiky. Zabývá se vládními zásahy, do- laďováním a přerozdělováním statků vytvořených někým jiným (většinou podnikatelským sektorem) – protože vláda sama žádné statky nevytváří. Makroekonomie studuje peníze, dluh a úrokové sazby, stejně jako úhrnné veličiny a statistiky národního hospodářství.

Takže mikroekonomové hovoří o vý- robě, inovacích, rozhodování, poptávce a nabídce firem a podobně, zatímco makro- ekonomové hovoří o centrálních bankách, daňovém systému, úrokových sazbách, množství peněz v oběhu, směnných kursech, zaměstnanosti a vládní politice. Za ideálních podmínek se tyto dvě větve potkávají a navzájem doplňují, zaprahají svoji synergie ve prospěch národního blahobytu a tvorby a přerozdělování bohatství.

Za ne až tak ideálních podmínek vláda a makroekonomie dominují a zasahují do tvorby bohatství tím, že je zdaňují, utrácí za politické projekty, nekonečně si pohrávají s úrokovými sazbami, zachraňují padlé banky a finanční instituce a tak podobně. Vláda je nejméně kompetentní institucí

pro tvorbu statků, avšak je tou nejmocnější institucí pro prosazování svých politických cílů prostřednictvím zásahů a ovlivňování tvorby těchto statků.

Tato převaha makroekonomie nad mikroekonomii je zejména nápadná v postkomunistických státech. Komunismus byl celý o úhrnných hodnotách a vládním ovlivňování. Kontroloval vše, od cen a daní po plány výroby a obchodní strategie. Právě proto byla většina ze současně aktivních ekonomů vzdělávána jako makroekonomové a jen velice málo z nich jako mikroekonomové. Ve Spojených státech je tento poměr lepší a je zde mnoho úspěšných mikroekonomů, jako jsou nositelé Nobelovy ceny H. Simon, J. Stiglitz, T. Schelling, D. Kahneman, W. Vickrey, G. Becker, J. Harsanyi, atd. Dokonce i M. Friedeman a G. Stigler byli kvalifikovanými mikroekonomy ještě před tím, než se snažili řešit makroproblemy pomocí nešťastné a zjednodušující monetární teorie a studiem ekonomických účinků vládních nařízení.

Pan Bublina a jeho odkaz

Neoddiskutovatelným panem Bublina byl předseda správní rady Federálního rezervního systému, ryzí makroekonom a monetarista, Alan Greenspan (viz např. *Fleckenstein, Greenspan's Bubbles: The Age of Ignorance at the Federal Reserve, 2008*). Prakticky sám bez cizí pomoci, prostřednictvím své monetární politiky, vytvořil více bublin, než o kolika se zpívá v písni „I'm forever blowing bubbles (Bez přestání foukám bubliny)“ mimochodem, moje oblíbená. Jeho vliv na ekonomiku byl po mnohá desetiletí nesporný. Mezi jeho vrcholná čísla lze zařadit krach na akciovém trhu v roce 1987, tzv. krize Savings & Loan (pád spořitelnic a úvěrových sdružení), kolaps investičního fondu Long Term Capital Management, technologická bublina roku 2000, katastrofa zvaná Y2K a kreditní bublina a krize realit v roce 2007.

Kaše, kterou Greenspan navařil, poskytuje usvědčující důkaz o veřejné naivitě šéfa Fedu, pokud jde o pohyby na trhu a v ekonomice. Ještě více zneklidňující je skutečnost, že Greenspan nejen že dělal nákladné chyby, ale že dělal ty samé chyby zas a znova. Nikdy se ze svých vlastních chyb nepoučil, nikdy nebyl schopen tyto chyby uznat a byl zcela neschopný poučit se z chyb druhých. Namísto toho neúnavně přepisoval vlastní historii, aby tyto chyby ospravedlnil.

Tento úděl je pro makroekonomy typický: Rádi se drží dogmat, jako je keynesiánsví, monetarismus nebo volné trhy – a nikdy je neopustí. Nechápu, že ekonomika není neměnný a předvídatelný stroj, kde si trochu pohrajete se vstupy a zís- ➤

HLAVNÍ TÉMA

káte hodnověrné výstupy. Tak tomu není. Ekonomika není stroj; je to lidský systém, živý organismus, který se v rámci svého prostředí trvale adaptuje, přizpůsobuje a vyvažuje (viz např. *Zelený, Human Systems Management: Integrating Knowledge, Management and Systems, 2005*).

Použijme jednoduchou metaforu: Ekonomika je jako pes – jednou ho kopnete, a on vám olizne nohu a oddaně na vás hledí. Kopnete ho podruhé, a on s vytím uteče do kouta. Kopnete ho potřetí, a skočí vám po hrdle. Jak říkával můj mentor, ekonom Oskar Morgenstern: „Upustíte francouzský klíč do stroje, a ten se zastaví. Upustíte jej do ekonomiky – a ona jej pohltí.“ Tedy absorbuje jej, přizpůsobí se mu jako živý organismus. Studium biologie a psychologie by tedy pro ekonomy bylo užitečnější než učit se fyziku, mechaniku nebo deskriptivní geometrii.

Před ubohým Bernanským, jak se ve Spojených státech přezdívá Benu Shalomovi Bernankemu, Greenspanovu nástupci, stojí poměrně těžký úkol vyrovnat se s Greenspanovým odkazem. Zdědil poslední bublinu, ale nezná nic lepšího než hrát si s úrokovými sazbami (od léta 2007 se snížily již šestkrát) – klesají stále níže a dál potápějí dolar až na samé dno. Na druhé straně, ministr financí Henry Paulson stále bez mrknutí oka opakuje, že „silný dolar je politikou Spojených států“. Jeden táhne hot a druhý čehý, jak to rádi dělají všichni politici. Bernanke vedl program Monetary Economics Národního úřadu pro ekonomický výzkum a redigoval American Economic Review. Patří mezi 50 nejlepších ekonomů světa podle žebříčku IDEAS/RePEc. „Přebor si to sám“ – jak říkáme ve Spojených státech.

Bubliny tady budou vždycky ... Tak co?

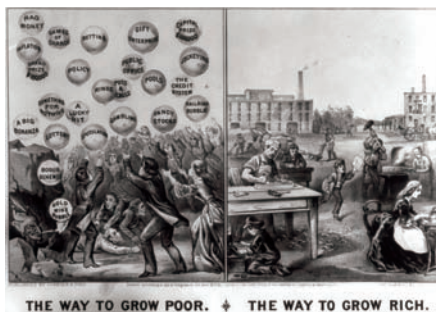
Pokud jde o bubliny, měl bych asi zmínit to, co vždycky opakují svým studentům ... V roce 1637 tady byla známá bublina Tulipmánie. Ceny tulipánů vyháněly vzhůru spekulanti, kteří ani tulipány neměli rádi, milovali jen jejich rostoucí ceny a rychlé zisky – potom bublina praskla a oni přišli o peníze. Ale tulipány zůstaly, ještě krásnější a v hojnějším počtu než dříve. Tulipány dodnes přinášíjí všem radost a dobré obchody. S ekonomikou nebylo nic v nepořádku.

Pak zde byla internetová bublina roku 2000. Mnozí nenasytní investoři přecenili své znalosti a schopnosti ... a ztratili své peníze, když bublina praskla. Ale s internetem a e-businessem bylo vše v pořádku: pouze neinformovaní investoři se spálili. Internet vyrostl do ještě větší síly a stal se dominantní globální silou, novým prostorem pro podnikání a vydělávání peněz. S ekonomikou nebylo nic v nepořádku.

A nyní je zde tato hypoteční a realitní bublina. Domy šly na odbyt jako čerstvě upečené koláče. Hypotéky byly levné a gé-

niové z Wall Street, ve své nekonečné chamtivosti, poskytovali hypotéky lidem, kteří se mohli spolehnout jen na malý nebo vůbec žádný příjem ... a bublina praskla. Mnoho bláznů, investorů a spořitelů přišlo o své peníze i své domy. Ale domy jsou stejně pevné a spolehlivé jako kdykoli předtím a stavební pozemky jsou krásné, v hojném počtu a o 20 procent levnější. S ekonomikou je vše v pořádku.

Tato stará moudrost byla známa našim předkům již dávno před všemi těmi CMO, CDO, CDS, SIV a „všemi těmi nesmysly“ a všim tím „humbukem“ okolo nového oboru „finančního inženýrství“ (CMO – Collateralized Mortgage Obligation – Zajištěný hypoteční závazek, CDO – Collateralized Debt Obligation – zajištěný dluhový závazek, CDS – Credit Default Swap – swap úvěrového selhání, SIV – Structured Investment Vehicles – strukturované investiční nástroje).



Reprodukce z dílny Curriera & Ivese na téma ekonomických bublin, 1875.

Všechny tyto kreativní technické zázraky věčných nedospělců postrádají skutečné pochopení financí, osobní odpovědnosti či dlouhodobých dopadů na ekonomiku. A nejen to, jejich bossové na Wall Street rozuměli těmto nástrojům a prostředkům dokonce ještě méně a dovolili, aby levné peníze zprostředkovávaly stále méně dobrých obchodů, financovaly stále více průměrných fúzí a akvizic, které byly odsouzeny k nezdaru, když se vyčerpaly kreditní trhy. Pomocí spekulací a sázek se finanční nástroje prodávají dál, až se ztratí přehled o tom, kdo půjčuje a kdo si půjčuje.

Tohle znali už naši předkové, jak lze vidět na obrázku 1, který popisuje dvě ekonomiky, tu virtuální i tu skutečnou, v roce 1875. Nic se od té doby nezměnilo a nic se nikdy nezmění. Pouze někteří se umí poučit z chyb druhých; všichni ostatní se mohou učit pouze z chyb vlastních, stále dokola, generace za generací.

Blázni zůstanou blázny, monetaristé monetaristy a makroekonomové si budou i nadále pohrávat s úrokovými sazbami, nadále vyfukovat bubliny a nechávat je, aby praskaly za nedospělého pokřiku radostné nezávanosti a mnohem dospělejších slz zoufalství. Jediná věc, kterou si můžeme být jisti, je ta, že zde vždycky bude hojnost tulinů,

pánů, internetu a krásných domů – protože s ekonomikou není nic v nepořádku.

Spekulativní bublina je způsobena stejně tak chybou rozhodování a úsudku jako špatným poučením se z minulosti nebo falešným záměrem hráče. Ve skutečnosti jsou pozdní litost, pravděpodobnost a hazardní hra nedílnými součástmi spekulativní bubliny (viz *Zelený, Uncertain Prospects Ranking and Portfolio Analysis Under the Conditions of Partial Information, 1980*). Co však činí bublinu mnohem složitější, je to, že jde o společenský jev. Masy investorů-gamblerů se pohybují stejným směrem, s nadšením následují a kopírují jeden druhého, protože masy a davy nemají vlastní rozum, znalost nebo inteligenci. Jeden blázen, který věří, že aktivum je značně podhodnoceno, nezpůsobí bublinu, ale spíše jen dočasně vyšší cenu. Je to skupina, dav, který zrodí spekulativní bublinu. Poválečná generace věčných nedospělců nemá jinou možnost než následovat jeden druhého, protože nemají čas studovat ekonomii, ale vědí hodně o jednoduchém hraní hazardních her.

Zlepšit jejich úsudek a rozhodování je velice obtížné. Vyžaduje to, aby se individuálně rozešli s davem a logicky přemýšleli o historii, hodnotě a pravděpodobnosti. Vyžaduje to opustit dogmata a neúčinné mantry o volném trhu a děláni peněz bez zásluh. K tomu nikdy nedojde a výkyvy té druhé ekonomiky budou stále prudší, zatímco pohyby skutečné ekonomiky (neboli také dlouhodobé fundamentální ukazatele) budou stále mírnější a bezpečnější pro ty, kdož chtějí tvořit nové výrobky a služby, aby si zasloužili své peníze, ovládli svou chamtivost a používali zdravý úsudek, racionální rozhodování a zdravý rozum při správě svých záležitostí.

S ekonomikou je vše v pořádku...

... pokud vládní ekonomové nebudou i nadále stlačovat úrokové sazby, pohřbívat dolar, zažítat inflaci, urychlovat růst cen energií, vyfukovat spekulativní bubliny, pobízet nezaměstnanost, zachraňovat bankrotující banky a investiční ústavy ... a tak téměř nezardousí skutečnou ekonomiku zboží a služeb a nepohřbí kapitalismus volného trhu.

(I když nezaměstnanost zůstává 4,8 procenta, problém dlouhodobé zaměstnanosti a vlivu produktivity je v USA stále reálným tématem, které jsme v tomto textu neadresovali; zasluhuje si zvláštní pozornost.) ■

Milan Zelený je profesor systému řízení na Graduate School of Business Administration Fordhamovy Univerzity v New Yorku, zároveň je profesorem podnikové ekonomiky a řízení v Centru aplikovaného ekonomického výzkumu (CAEV) na Univerzitě Tomáše Bati ve Zlíně