Ing.Adrián Mrva
Národohospodárska fakulta
Ekonomickej univerzity v Bratislave

Investičné bubliny a ich vplyv na vývoj ekonomík

Pojem „investičná bublina“alebo „cenová bublina“nie je možné jednoznačne definovať. Viacerí autori ju charakterizujú rôzne. Profesor Charles Kindleberger, autor knižnej publikácie *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, definuje cenovú bublinu ako„postupný prudký rast cien aktíva alebo viacerých aktív, kde počiatočný rast vytvorí očakávania ďalšieho rastu a priláka nových kupcov – hlavne špekulantov, ktorých zaujímajú zisky z obchodovania s aktívom a nie jeho používateľské alebo príjmové schopnosti. Po tomto raste zvyčajne nasleduje zmena v očakávaniach a prudký pád cien, ktorý často vyústi do vzniku finančnej krízy.“[1]Podľa Národnej banky Slovenska je to „neprimeraný rast ceny aktíva s hrozbou jej náhleho poklesu v dôsledku zlého zhodnotenia. K prasknutiu bubliny dôjde vtedy, ak sa na trhu zrazu objaví množstvo ponúk na predaj s nižšími cenami.“[2] Oxfordský slovník ekonómie definuje cenovú bublinu ako „kumulatívny pohyb ceny aktíva, ktorého cena je vysoká hlavne preto, lebo špekulanti predpokladajú, že ceny budú rásť naďalej. Takéto špekulačné správanie môže vyústiť do neprimeranevysokého rastu cien, ktorý je dlhodobo neudržateľný.“[3]

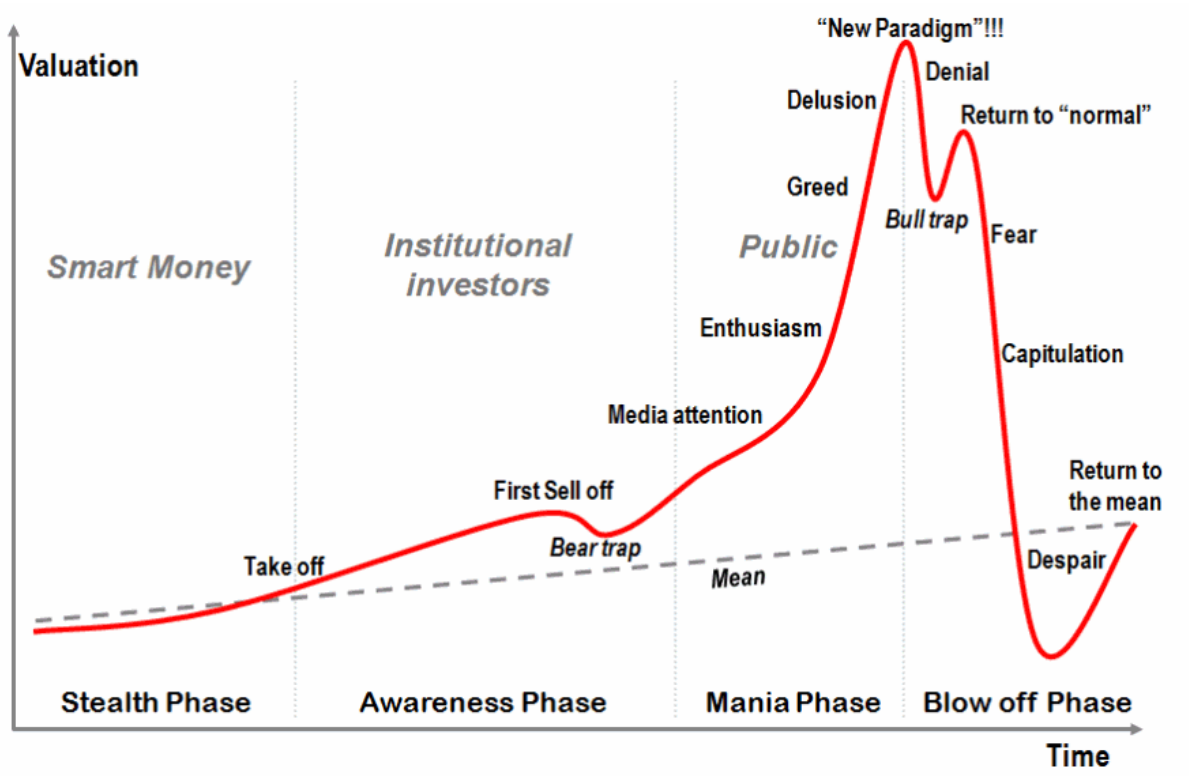
„Investičná bublina má veľmi jednoduchý priebeh. Z ničoho nič sa vplyvom zverejnených a často podsunutých správ začnú dvíhať ceny. O vysokých výnosoch sa dozvedá čoraz väčší počet potenciálnych investorov. Ak už výnosy dosahujú všetci zúčastnení, je to pre mnohých náznak toho, že sa na celom cirkuse musia zúčastniť aj oni. To je moment, keď z hry vystupujú jej organizátori a nechávajú veciam voľný priebeh.“[4]Vznik bubliny súvisí so zmenou fundamentov v ekonomike – technologickými zmenami (napr. výstavba železníc, vynájdenie automobilu, rádia, internetu) alebo ekonomicko-politickými zmenami (napr. vznik vojen, zánik zlatého štandardu, prechod z plánovaného hospodárstva na trhové, atď.).

---

[1]KINDLEBERGER, Ch.: *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*. 1978. s. 16
[2]*Čo je cenová bublina?* [cit. 2011-11-01]. Dostupné na internete: <http://peniaze.pravda.sk/sk_phypo.asp?c=A080110_085022_sk_phypo_p01>
[3]*The Oxford Dictionary of Economics*. [cit. 2011-11-01]. Dostupné na internete: <http://www.enotes.com/econ-encyclopedia/bubble>
[4] ŠKRINIAR, P.: Od tulipánov po striebro : Známe i málo známe krachy na burzách do 19. storočia. In *Investor : sprievodca vo svete financií*. Bratislava : FOND SHOP. ISSN 1335-8235, február 2006, roč. 7, č. 2, s. 20-23

Základným charakteristickým faktorom každej bubliny jevytvorenie nadbytku dopytu a výroby,keď sa ceny aktíva dostanú vysoko nad úroveň jej vnútornej (fundamentálnej) hodnoty. Po spľasnutí bubliny nastáva kontrakcia a návrat do rovnováhy,ktorý odstráni vytvorenénadbytky. Napríklad po spľasnutí investičnej bubliny na americkom realitnom trhu v roku 2006 a po spľasnutí internetovej bubliny v roku 2000 nastali veľké konsolidácie,bankroty a výrazné poklesy cien aktív.

Graf č.1: Fázy formovania a spľasnutia investičnej bubliny



Zdroj: http://people.hofstra.edu/jean-paul_rodrigue/jpr_blogs.html

Počas prvej fázy formovaniasa tento rast nedá považovať za cenovú bublinu, pretože ceny aktíva sa pohybujú na úrovni alebo pod úrovňou dlhodobého priemeru cien. O dané aktívum sa začínajú zaujímať skupiny investorov, ktoré sú v grafeoznačené akotzv. „Smart money". Títo investori majú lepší prístup k informáciám, ktoré dokážu ajlepšie využiť. Vyhľadávajú podhodnotené aktíva a ako prví vidia potenciál budúceho rastu. Zhodnocujúmožné rizikopoklesu cien aktíva ako nízke,pretože jej ceny sa nachádzajú pod alebo blízko dlhodobého priemeru. Začínajú postupne budovať pozície. Ceny pomaly rastú,avšak nie tak prudko, aby vzbudili záujem u iných investorov – najmä u verejnosti, ktorá v tejto fáze nie je vôbec zapojená. Postupom času títo investori zväčšujú veľkosť svojich pozícií,keď zisťujú, že je tu skutočne veľký potenciál na vysoký rast v budúcnosti.

V druhej fáze formovania bubliny sa o danom aktíve a jeho potenciáli dozvedajú širšie okruhy investorov, najmä inštitucionálnych, ktorí začínajú postupne nakupovať (*Take off*). V tejto fáze príde aj k prvej hlbšej korekcii cien (*First Sell off*), ktorej cieľom je „vystrašiť" časť investorov, aby začali predávať svoje pozície. Túto príležitosť využijú ostatní investori na iniciáciu pozícií alebo pridanie do už otvorených pozícií za nižšie ceny.

V tretej fázemôžeme tento rast považovať za cenovú bublinu, pretože sa ceny dostávajú vysoko nad úroveň dlhodobého priemeru cien.O investovanie do týchto aktív sa začínajú zaujímať aj menej sofistikovaní investori, pretože v médiách sa začínajú šíriť správy o veľkom rastovom potenciáli tohto aktíva (*Media Attention*). Každý registruje prudký nárast cien a verejnosť začína prudko investovať (niekedy aj nad svoje finančné možnosti), aby nezmeškala „investičnú príležitosť svojho života". Očakávania budúceho zhodnotenia sa stávajú samozrejmosťou – nastáva jednomyseľnosť investorov (*Enthusiasm*). Budúci rast cien je „garantovaný" extrapoláciou[5] rastu cien z minulosti, čo je v protiklade s racionálnymekonomickým myslením (*Delusion*). Toky peňazí plynú a vytvárajú väčšie očakávania a posúvajú ceny do nových maxím. Čím vyššie sú ceny, tým viac investícií do nich putuje. Počet investorov sa zvyšuje. Zároveň sa zvyšuje i počet a objem obchodov.„Smart money"investori a mnohí inštitucionálni investori začínajú postupne predávať svoje pozície bez toho, aby to verejnosť zaregistrovala. Objektívne názory o fundamentoch má len mizivé percento investorov, pretože väčšinaz nich má v tejto „hre" veľké množstvo peňazí a chce tento rast udržať čo najdlhšie. Trh sa postupne stáva presýteným vytvárajúc veľké množstvo papierového bohatstva. Nasleduje silná chamtivosť investorov (*Greed*), ktorí sa snažia dostať na trh a zhodnotiť svoje peniaze.Prudký rast cien je v tejto fáze podporovaný najmä zvýšením využívania úverových zdrojov, ktorých celkový objem dosahuje maximum z celého cyklu. Ak je bublina založená na ľahko-získateľných úveroch, potom je možné, že bude trvať omnoho dlhšie ako by mnohí predpokladali. Ekonómovia a analytici investičných spoločností začínajú hovoriť o úplne nových fundamentoch („*New Paradigm"!!!*), ktoré naznačujú, že tento rast je udržateľný a očakávajú ďalšie zhodnocovanie.Avšak bublina onedlho spľasne a nastane kolaps cien.[6]

---

[5] Extrapolácia z hľadiska sociálno-psychologického faktora správania investorov znamená očakávanie rovnakých výnosov v budúcnosti aké boli dosiahnuté v minulosti. Ak ceny rástli istým tempom v minulosti tak investori predpokladajú, že tým istým tempom budú rásť aj v budúcnosti.

[6] RODRIGUE, J-P.: *Bubbles, Manias and Bears, oh my... (01/18/2006)*. [cit. 2011-11-01]. Dostupné na internete: <http://people.hofstra.edu/jean-paul_rodrigue/jpr_blogs.html>

Štvrtá, posledná fáza, je charakteristická vytvorením vrcholu, kedy mienka investorov a ich očakávania ďalšieho rastu zaznamenajú zmenu. Túto zmenu môže vyvolať napríklad správa o nižšom zisku v porovnaní s očakávaným ziskom nejakej významnej spoločnosti.Taktiež to môže byť nepriaznivá politická správa, ktorá by za iných okolností odznela takmer bez povšimnutia. Avšak na prehriatom trhu sú nervy investorov napnuté. Nastávaprudký počiatočný pokles, ktorí najmä investori, ktorí začali nakupovať koncom tretej fázy, vidia len ako korekciu (*Denial*), pretože chcú dosiahnuť predošlé výnosy (psychologický faktor extrapolácie), preto dokážu dostať ceny na takmer vrcholnú úroveň (*Return to „normal“*).

Tento pokus o prekonanie predošlého maxima využijú ,,smart money“ a inštitucionálni investori, ktorí neváhajú a snažia sa zbaviť svojich obrovských pozícií, ktoré nahromadili počas rastu. Malí investori stále nakupujú za nižšie ,,výhodnejšie“ ceny, no ich nákupy sú v porovnaní s veľkými predajmi inštitucionálnych investorov neschopné udržať ceny, ktoré prudko klesajú.Obavy z ďalších prepadov cien sa rozširujú medzi investormi (*Fear*). Ceny neustále padajú a investori, ktorí vstúpili na trh neskôr, hlavne retailoví investori (*Public*), sú tými, ktorí držia svoje znehodnotené investície, zatiaľ čo ,,smart money“ investori už dávno opustili tento sektor. Ceny padajú oveľa rýchlejším tempom v porovnaní s tempom nafukovania bubliny. Množstvo investorov, ktorí vo veľkej miere využívali úvery zbankrotuje vytvárajúc vlnu ďalších predajov (*Capitulation*). Dokonca môže nastať situácia, keďsa ocenenie aktív dostane pod dlhodobý priemer, čo znamená veľmi dobrú príležitosť na nákup.Verejnosť v danom bode považuje tento sektor za ,,najhoršiu investíciu, akú môže človek urobiť vo svojom živote“ (*Despair*). V tom čase začnú ,,smart money“ investori nakupovať tieto aktíva za veľmi nízke ceny, ktoré sa nasledovne vracajú na svoj dlhodobý priemer (*Return to the mean*).

Spľasnutie bubliny môžemať zničujúce následky najmä pre tých, ktorí investovali príliš neskoro –zväčša ide o verejnosť, ktorá podľahne psychologickým vplyvom médií a stádovitého správania. Aj napriek vyššejinflácii má spľasnutie bubliny veľmi silné deflačné účinky, keď sa veľké množstvo kapitálu stratí vo vlne bankrotov, ktoré spľasnutie spustí. Napríklad spľasnutie americkej akciovej internetovej bubliny v období od marca 2000 do októbra 2002 spôsobilo stratu trhovej kapitalizácie firiem vo výške 8 biliónov dolárov.[7]

[7] KRUEGER, A.: *Bubbles old and new: economists wrestle with a theoretical impossibility*. [cit. 2011-11-03]. Dostupné na internete: <http://www.nytimes.com/2005/04/28/business/worldbusiness/28iht-bubble.html>

Príčiny vzniku bublín

V minulosti bol vznik bublín zriedkavejším javom. Avšak, za posledných 25 rokov ich vzniklo a spľaslo viacero. Okrem iných aj: japonská akciová a realitná bublina (1986-1991), akciová internetová ,,dot-com“ bublina (1995-2000), bublina nehnuteľností (2000-2006), čínska akciová bublina (2002-2007) a celosvetová komoditná bublina (2001-2008).

Zatiaľ neexistuje ekonomická teória vysvetľujúca príčiny vzniku a výskytu investičných bublín, ktorá by bola všeobecne akceptovaná ekonómami.Existujú dve skupiny akademikov a praktikov, z ktorých jedna skupina chápe investičnú bublinu ako dôsledok vplyvu psychologických faktorov na investorov (Thaler, 1999; Shiller, 2000; Dreman, Lufkin, 2000; Ritter, Welch, 2002) adruhá skupina ju vysvetľuje prostredníctvom teórie efektívnych trhov (Pastor, Veronesi, 2005; 2006; 2008).[8]

Podľa teórie efektívnych trhov,ceny aktív obchodovaných na trhoch v každom okamihu zahŕňajú všetky dostupné informácie. Ceny sa začnú pohybovať až vtedy, keď sa objavia nové informácie. Takýto efektívny trh nemôže byť zmanipulovaný nakoľko ceny zahŕňajú všetky dostupné informácie a vysoký počet účastníkov na trhu zabezpečuje, že ceny budú regulárne. V tomto ohľade sa správanie účastníkov na trhu považuje za racionálne, pretože dokážu kolektívne rozlíšiť, ktoré informácie sú dôležité a ktoré nie. Po analýzenových informácií a zhodnotení rizík účastníkmi sa na trhu vytvorí novárovnovážna cena.
Vo svojej podstate hypotéza efektívnych trhov tvrdí, že ,,na trhu je príliš veľa ľudí na to, aby sa mýlili.“[9] Avšak predpoklad racionálneho správania účastníkov na trhu nie je správny, pretože informácie sú asymetrické a každý účastník ich vyhodnocuje inak. Bežná domácnosť, ktorá investuje na akciovom trhu, nemá rovnaký prístup k informáciám v porovnaní s veľkými inštitucionálnymi investori. Taktiež nie je schopná tieto informácie spracovať a vyhodnotiť rovnako kvalitne ako tímy analytikov v investičných bankách. Náklady na získanie potrebných informačných zdrojov sú pre väčšinu domácností a malých finančných inštitúcií neúnosné. Táto neefektívnosť je jedným z hlavných dôvodov existencie podhodnotených a nadhodnotených aktív.

---

[8] ŠINSKÝ, M. - MARKOVIČ, P.: Teória efektívnych trhov a finančné bubliny. In: *Ekonomika, financie a manažment podniku*[CD-ROM]. Bratislava : Fakulta podnikového manažmentu EU, 2009.
[9] PETERS, Edgar E.: *Chaos and order in the capital markets: a new view of cycles, prices and market volatility*. 1996.s. 13

1. Ekonomické faktory

a) Ekonomický šok

„V prípade technologickej (internetovej) bubliny z konca 90. rokov zdôrazňuje skutočnosť, že ľudia verili, že internet bude mať revolučné dopady na podnikanie a zároveň verili, že tento proces bude úspešný. Dvojica autorov zo Chicagskej univerzity: Ľuboš Pástor a Pietro Veronesi sa technologickej bubline venuje už dlhšie obdobie a v prípade vývoja dvojice indexov Dow Jones Industrial Average a NASDAQ hovorí, že svoju významnú úlohu tam zohrala neistota a nie psychológia. Vysoká miera neistoty, ktorej sme boli svedkami spôsobila nárast fundamentálnych hodnôt (Pastor, Veronesi, 2003). Vysoký priemerný rast technologických firiem bol spôsobený vysokou mierou neistoty, čo vyvolalo „závratné“ hodnoty indexov a vysokú volatilitu cien akcií. Vysvetlenie sa opiera o tvrdenie, že neistota prostredníctvom nových a často prevratných informácií vstupuje do individuálnej kalkulácie. Vo viacerých prípadoch sa pohyby cien javia ex post ako nadmerné čo vyvoláva pocit, že trh je neefektívny, resp. koná iracionálne. Je to napriek tomu v poriadku s racionálnym konaním, pretože to predpokladá, že ekonomické subjekty zahŕňajú neistotu do svojich kalkulácií prostredníctvom exogénnych šokov (neočakávané napríklad pre technologické zmeny).“[10]

Vznik bubliny je zväčša odštartovaný nejakou významnou udalosťou. Touto udalosťou môžu byť napríklad technologické zmeny (výstavba železníc, vynájdenie telefónu, automobilu, elektriny, rádia, televízie, internetu) alebo ekonomicko-politické zmeny (začiatok alebo koniec vojen, zánik zlatého štandardu, ropný šok, prechod z plánovaného hospodárstva na trhové, otvorenie nových trhov, finančná deregulácia, atď.).

Investori si tento ekonomický šok vysvetlia príliš optimisticky, čo vedie k prehnanej reakcii a k nákupu príslušného aktíva, pretože investori prognózujú mohutný rast. Podľa davovej psychológie sú extrémne pocity a nálady v dave nákazlivé, a tak sa táto bublina stále nafukuje a nafukuje. Vlna optimizmu sa šíri davom a ceny rastú a rastú. Následne však príde nečakaný zvrat, iná významná udalosť alebo správa, ktorá vyvolá prehnane pesimistickú reakciu a ceny letia ku dnu.[11]

b) Likvidita

---

[10] ŠINSKÝ, M. - MARKOVIČ, P.: Teória efektívnych trhov a finančné bubliny. In: *Ekonomika, financie a manažment podniku*[CD-ROM]. Bratislava : Fakulta podnikového manažmentu EU, 2009.
[11] VESELÁ, J.: *Investování na kapitálových trzích*. 2007. s. 495-498

Jednou z možných príčin tvorby cenových bublín je nadmerná monetárna likvidita vo finančnom systéme, ktorá podnecuje banky k agresívnejšiemu poskytovaniu úverov,napríklad prostredníctvom zmiernenia podmienok na získanie úveru. Tieto úvery sú neskôr využívané na kapitálových trhoch, ktoré majú za následok zvýšenie volatility cien zapríčinenej krátkodobými špekuláciami. Bubliny, ktoré vznikli v dôsledku nadmernej monetárnej likvidity vo finančnom systéme sa nazývajú „úverové bubliny“. Na ich identifikovanie sa využívajú ukazovatele,akými sú napríklad pomer využívania úverov ku vlastnému kapitálu (tzv. pákový efekt) a pomer dlhu ku hrubému domácemu produktu.

Podľa Axela Webera, bývalého prezidenta Nemeckej spolkovej banky (*Deutsche Bundesbank*), veľké množstvo peňazí v globálnom finančnom systéme pri nízkych úrokových sadzbáchpodporuje tvorbu cenových bublín.[12] Nadmerná monetárna likvidita (lacnéúvery, vysoké disponibilné dôchodky) nastávapri expanzívnej monetárnej politike centrálnych bánk. Keď úrokové sadzby klesajú, investori sa vyhýbajú investovaniu na peňažnom trhu. Využívajú lacné úvery poskytované bankami a investujú tento kapitál do akcií,nehnuteľností alebo do iných typov aktív.

Príliš veľa peňazí je investovaných len do niekoľkých vybraných druhov aktív, čo zapríčiňuje ich prudký cenový nárast a vznik cenovej bubliny. Po spľasnutí bubliny je centrálna banka nútená zmeniť svoju monetárnu politiku z expanzívnej na reštriktívnu. Musí vstrebať likviditu vo finančnom systéme, pretože inak riskuje kolaps svojej meny. Po tom, čo centrálna banka zvýši úrokové sadzby, začnú byť investori averzní voči riziku a nebudú využívať úvery na investovanie, pretože náklady na požičanie peňazí budú vysoké. Jedným z možných riešení ako zmierniť dopady spľasnutia bubliny na finančný systém je zvýšiť kapitálové rezervy počas silného ekonomického rastu, čo by znížilo pravdepodobnosť vytvorenia bubliny a zároveň by znížilo i dopad počas recesie, pretože finančné inštitúcie by mali viac kapitálu.

Ako príklad uvedieme situáciu v 70-tych rokoch minulého storočia, keď nastala veľká monetárna expanzia po tom, čo Spojené štáty americké v auguste 1971 zrušili fixnú konvertibilitu dolára za zlato, ktorá bola na úrovni 35 dolárov za jednu trójsku uncu zlata. Následkom tejto expanzie bolo vytvorenie bublinyna trhu s komoditami. Na prudké

---

[12] MEIER, S. – VITS, Ch.: *Weber Says ECB Has Used Room to Cut Interest Rates (Update 3)*. 2009. [cit. 2011-11-05]. Dostupné na internete: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=a5S5Boes29lo>

nafukovanie bubliny mali vplyv aj iné faktory, ktorými boli napríklad ropné šoky (v roku 1973 a 1979) azavedenie cenových kontrol.

Táto bublina spľasla po postupnom zvýšení úrokových sadzieb Federálnym rezervným systémom (ďalej len „Fed“) až na20 % v roku 1981.[13]Ceny komodít mali po spľasnutí bubliny počas 80-tych rokov klesajúcu tendenciu.

Podobne politika nízkych úrokových sadzieb, ktorá bola využívaná v rokoch 2001 až 2004,sa považujeza jednuz príčin vzniku bubliny nehnuteľností. Bublina nehnuteľností spľasla po tom, čopočet neplatičov tzv. ,,subprime“ hypoték[14]bol oveľa vyšší,ako sa pôvodne predpokladalo.Hromadné nespĺňanie záväzkov súviselo so zvýšením úrokových sadzieb Fedu.

Podľa prof. Kindlebergera špekulatívne bubliny naberajú na rýchlosti prostredníctvomrastu peňažnej zásoby a úverov.[15]Tvrdí, že väčšina prípadov rastu peňažnej zásoby a úverov nevedie ku vzniku mánií, pretože je oveľa vyšší početprípadov peňažných a úverových expanzií, ako je počet mánií. Avšak, súčasťou každej mánie bola úverová expanzia.
Za posledných 140 rokov bola úverová expanzia vykonávaná takmer výlučne prostredníctvom bankovo-centrického finančného systému. Predtým túto úlohu plnili nebankové subjekty, ktoré zvyšovali ponuku úverov.

Tulipánová mánia v 17. storočí sa rozvinula z úverov od predajcov cibuliek tulipánov, keďmali zákazníci možnosť ich kupovať na úver. John Law mal svoju Banque Générale, neskôr Banque Royale, ako svoj zdroj úverového financovania, zatiaľ čo South Sea Company sa spoliehala na Sword Blade Bank. Počas mánie výstavby kanálov koncom 18. storočia vo Veľkej Británii vzniklo veľké množstvo nových regionálnych bánk, ktoré poskytovali úvery podnikateľom, ktorí sa podieľali na výstavbe kanálov.

Podľa monetaristov by bubliny nevznikali, ak by rast peňažnej zásoby bol stabilný alebo konštantný. Avšak ani konštantný rast peňažnej zásoby nevedie k úplnej eliminácii bublín – môže však tlmiť ich rast. Napríklad rast cien akcií počas bubliny v druhej polovici 20-tych a 90-tych rokov minulého storočia bol v porovnaní s rastom peňažnej zásoby

[13]*Historical Changes of the Target Federal Funds and Discount Rates*. [cit. 2011-11-01]. Dostupné na internete: <http://www.newyorkfed.org/markets/statistics/dlyrates/fedrate.html>
[14] Subprime hypotéky sú úvery, ktoré sa poskytujú klientom považovaných za nebonitných. „Prime“ žiadatelia sú bonitní klienti, ktorí sú považovaní za klientov schopných splácať úver.
[15]KINDLEBERGER, Ch.: *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*. 2005. s. 55

neúmerne vysoký. Kindleberger navrhuje udržiavaťrovnaké množstvo peňazí v obehu z dlhodobého hľadiska, ale zároveň je za zachovanieelasticity ponuky peňazí z krátkodobého hľadiska, aby počas krízového obdobia mohla centrálna banka zasahovať podľa potreby.

2. Sociálno-psychologické faktory

a) Nepoučiteľnosť generácií

„Tí, ktorí si nepamätajú minulosť, sú odsúdení k jej opakovaniu.“ – George Santayana[16]

„Človek sa učí od svojho narodenia. Najprv spoznáva svojich najbližších, neskôr aj svoje najbližšie okolie. Naučí sa aj to, že zapnutá žehlička páli a rozbité sklo robí rezné rany. Tieto cenné informácie si človek nesie celý svoj život a snaží sa ich v plnej miere využívať. Človek je tvor učenlivý, ale najviac si zapamätá to, čo sám zažije. Zážitky druhých alebo historické udalosti mu jedným uchom do hlavy vojdú, ale druhých uchom uletia. Ak by to tak nebolo, tak svet by bol už mnohokrát ušetrený krachov na kapitálových trhoch, pri ktorých svoje peniaze stratilo nesmierne množstvo "investorov".“[17]

Od začiatku 17. storočia svet postihlo len 5 veľkých medzinárodných finančných kríz: Tulipánová mánia (1637), Bublina južných morí (1720), Bankrot francúzskej monarchie (1789), Panika roku 1857 a Krach Wall street (1929).

Tieto krízy dostali názov „generačné krízy“, pretože nastávajú každých 70 až 80 rokov, podobne ako je priemerná dĺžka života človeka. Generácia ľudí, ktorí zažili poslednú významnú ekonomickú krízu už nežijú. Mladšie generácie si neuvedomujú potenciálne budúce následky svojich činov a pokračujú v rovnako nebezpečných praktikách úverovej sekuritizácie, ktoré viedli k vzniku predošlej generačnej kríze. Po každej generačnej kríze sa zavedú nové opatrenia a zákony na to, aby sa podobná kríza už nikdy nezopakovala. Postupom času nasledovné generácie začnú spochybňovať význam a dôležitosť opatrení prijatých predošlými generáciami argumentujúc ich zastaranosťou, zmenou ekonomického prostredia alebo potrebou povzbudenia ekonomiky.

---

[16] SANTAYANA, G.: *The Life of Reason or The Phases of Human Progress: Reason in Common Sense*. 2011. s. 284

[17] ŠKRINIAR, P.: Od tulipánov po striebro : Známe i málo známe krachy na burzách do 19. storočia. In: *Investor : sprievodca vo svete financií*. Bratislava : FOND SHOP. ISSN 1335-8235, február 2006, roč. 7, č. 2, s. 20-23

Poslednou generáciou rizikovo-averzných vrcholových manažérov, ktorá zažila Veľkú hospodársku krízu, odišla na dôchodok v 80-tych rokoch minulého storočia. Nahradila ich generácia narodená po 2. svetovej vojne nazývaná„baby boomers“. Táto nová generácia v podstate celý život prežila v období nepretržitého ekonomického rastu,takže sa nebála rizika a bola ochotná riskovať. V tom istom období, konkrétne začiatkom 80-tych rokov, začal dlhoročný proces deregulácie finančného trhuv USA.Začali vznikať nové finančné inštrumenty,ako napríklad swap na kreditné zlyhanie (*credit default swap*) a vo veľkom sa využíval proces sekuritizácie aktív. V roku 1992 bol prijatý zákon, ktorý zrušil reguláciu mimoburzových derivátov.Významným miľníkom bolo zrušenie oddelenia investičného od komerčného bankovníctva prijatím zákona Gramm-Leach-Bliley Act v roku 1999, ktorý zrušil časti zákona Glass-Steagall Act prijatého počas Veľkej hospodárskej krízy v roku 1933.[18]Nový zákon, okrem iného,tak umožnil vznik veľkých finančných konglomerátov, akými sú napríklad: Citigroup, JPMorgan Chase, Bank of America, UBS, Credit Suisse a ING Group.

b) Teória väčšieho blázna (Greater fool theory)

Táto teória nie je vedecky podložená. Jej základom je predpoklad, že počas bubliny je nálada investorov („bláznov“) optimistická, takže sú ochotní kupovať nadhodnotené aktíva za vysoké ceny, pričom predpokladajú, že ich neskôr predajú ešte väčším bláznom za vyššie ceny. Tento kolobeh funguje dovtedy, pokým nájdu ešte väčších bláznov, ktorí sú ochotní zaplatiť vyššie ceny. Bublina spľasne vtedy, keď sa nájde najväčší blázon, ktorý zaplatí najvyššiu cenu a nie je schopný nájsť kupca, ktorý by bol ochotný zaplatiť vyššiu cenu.

c) Extrapolácia

Extrapolácia z hľadiska sociálno-psychologického faktora správania investorov znamená očakávanie rovnakých výnosov v budúcnosti, aké boli dosiahnuté v minulosti. Ak ceny rástli istým tempom v minulosti, tak investori predpokladajú, že tým istým tempom budú rásť aj v budúcnosti. Investori v snahe získať vysokú výnosnosť vybraných aktív z minulostiagresívne nakupujú tieto aktíva, čím podporujú ich prudký cenový rast. Spľasnutie bubliny a prudký cenový pokles nastávajúaž vtedy, keď investori usúdia, že držba týchto

[18]*Gramm-Leach-Bliley Act: A New Frontier in Financial Services*. [cit. 2011-12-26]. Dostupné na internete: <http://www.frbsf.org/publications/banking/gramm/index.html>

rizikových aktív im neprináša dostatočný výnos. Zbavujú sa týchto aktív a začínajú hľadať iné aktíva, ktoré im prinesú vyšší výnos.

Obidva tieto faktory sú základom tzv. momentum investovania, ktoré je založené na predpoklade, že ceny sa budú vyvíjať v rovnakom smere, v ktorom sa pohybovali za dané ostatné časové obdobie.

d) Stádovité správanie (Herding)

Podľa teórie behaviorálnych financií je jedným z dôvodov vzniku cenových bublínstádovité správanie investorov,keď investori kupujú alebo predávajú aktíva v závislosti od dominantného trendu na trhu. Tomuto fenoménu napomáha technická analýza, ktorá sa snaží o presné zachytenie trendov a ich nasledovanie, ktoré vytvára tzv. sebanaplňujúcu predpoveď (*self-fulfilling prophecy*).Investori taktiež veľmi rýchlo a hromadne reagujú na akékoľvek (aj neoverené) informácie.(Príloha č. 1)

Investiční manažéri sú z veľkej časti ohodnocovaní na základe ich výkonnosti v porovnaní s daným benchmarkom v podobe trhového priemeru alebo v porovnaní s ostatnými investičnými manažérmi. Opatrnosť alebo opačný názor počas nafukovania bubliny vytvorí výsledky, ktoré budú v porovnaní s ostatnými manažérmi slabé. Tie môžu zapríčiniť odliv klientov do iných fondov a ovplyvniť mzdové ohodnotenie investičného manažéra alebo dokonca ohroziť jeho zamestnanie. Prudké krátkodobé pohyby na kapitálových trhoch zvyšujú riziko pre investičných manažérov, ktorí sa nepodieľajúna ich rastúcich fázach. V snahe maximalizovať výnosy pre klientov a udržať si zamestnanie môžu racionálne participovať na bubline, o ktorej vedia, že sa tvorí, pretože riziká neparticipovania pre manažérov prevyšujú potenciálne výhody.[19]

e) Morálny hazard

Morálny hazard znamená, že človek, ktorý je izolovaný od rizika, sa správa inak ako človek, ktorý musí podstúpiť celé riziko. Predpoklad,že človek je zodpovedný za svoje činy, je dôležitou súčasťou racionálneho správania. Investor musí posúdiť riziko prostredníctvom pomeruprípadnej straty voči potenciálnemu výnosu. Morálny hazard nastáva vtedy, keď je tento princíp narušený – najmä v prípadoch štátnych zásahov. Ak si finančné subjekty

[19] BLODGET, H. *Why Wall Street Always Blows It*. [cit. 2011-11-06]. Dostupné na internete: <http://www.theatlantic.com/magazine/archive/2008/12/why-wall-street-always-blows-it/7147/>

uvedomujú, že sú dôležité pre stabilitu finančného systému a chodu ekonomiky, tak budú riskovať oveľa viac, ako keby mali niesť riziko sami.

Nedávnym známym príkladom je program T.A.R.P. (Troubled Asset Relief Program), ktorý uzákonilamerický prezident George W. Bush 3. októbra 2008.Bol jednou zo súčastí vládnych opatrení v roku 2008, ktoré reagovali na americkú hypotekárnu krízu. Tento programpovolil americkému ministerstvu financií nakúpiť alebo zaistiť do výšky 700 miliárd dolárov „problematické aktíva“ (*troubled assets*), ktoré vlastnili banky a iné finančné inštitúcie s cieľom zabezpečiť stabilitu na finančnom trhu. Inak povedané, tento program slúžil ako záchranný balík pre finančné a nefinančné inštitúcie, ktoré špekulovali s vysoko-rizikovými finančnými nástrojmi počas realitného boomu.

„Hypotekárne inštitúcie Fannie Mae a Freddie Mac sú dnes markantným príkladom tohto problému. Skrytým predpokladom ich veriteľskej stratégie bol predpoklad, že ako vládou sponzorované podniky s nižšími kapitálovými požiadavkami než súkromné inštitúcie sa budú môcť obrátiť na federálnu vládu so žiadosťou o pomoc vždy, keď by sa neobvykle vysoký počet ich klientov dostal do platobnej neschopnosti. Nositeľ Nobelovej ceny za ekonómiu Vernon Smith v roku 2007 v článku vo Wall Street Journal napísal, že Fannie Mae a Freddie Mac boli vždy vnímané ako agentúry implicitne garantované peniazmi daňových poplatníkov. Takže v pôžičkách, o ktorých je dnes zrejmé, že boli politicky motivované, pokračovali až dovtedy, kým obe neboli v septembri 2008 potupne prevedené do správy štátu.“[20]

Kindlebergerzastáva názor, že veriteľ poslednej inštancie (*Lender of last resort*) by mal existovať, avšak jeho účasť na prípadnej pomoci by mala byť neistá, čo zvýši obozretnosť a opatrnosť pri investíciách a špekuláciách u investorov.[21]Zodpovednosť za rozhodovanie veriteľa poslednej inštancie o poskytovaní pomoci by mala byť rozdelená na viacero verejných inštitúcií. Tým sa dosiahne požadovaná neistota u investorov a zároveň sa zníži vplyv lobingových skupín. Opačný názor zastáva Gregory Moore, ktorý uvádza príklad, keď nastane porucha v celom bankovom systéme. Hnacím motorom možnej bankovej paniky sú zneistení vkladatelia, ktorí môžu spustiťrun na banky. V takom prípade je potrebné, aby štátne

[20] GREGG, S.: *Keynes, morálny hazard a hospodárska kríza*. [cit. 2011-12-15]. Dostupné na internete: <http://www.institute.sk/article.php?2551>
[21] MOORE, G.: *Kindleberger and the Lender of Last Resort*. [cit. 2011-12-13]. Dostupné na internete: <http://www.hetsa.org.au/pdf-back/27-RA-1.pdf> s. 98

autority – ministerstvo financií alebo centrálna banka –upokojili vkladateľov prostredníctvom jasných verejných vyhlásení, v ktorých prisľúbia, že v prípade potreby poskytnú bankám dostatočnú likviditu na uspokojenie všetkých vkladateľov.

Pokračovanie.