

Bubliny na finančných trhoch

Ľudí vždy trápila otázka aké ohodnotenie aktív je spravodlivé. Existuje mnoho názorov, ktoré sa líšia. Jedným z týchto názorov je, že ohodnotenie treba nechať na voľný trh, na ktorom sa vytvorí rovnovážna cena medzi ponukou a dopytom. No keď sa pozrieme do histórie, tento rovnovážny stav nikdy netrvá dlho, ak vôbec niekedy nastane, a v pravidelných intervaloch nastáva v ekonomike kríza, vytvárajú sa a praskajú bubliny na trhoch. Akcie a ceny nehnuteľností sú vysoko nadhodnotené a bublina, ktorá vznikla praskne.

Ale čo to vlastne bublina je? Čo ju spôsobuje? Ako vznikla? Ako prebieha? A čo nastáva potom? Na začiatok si uvedieme niekoľko definícií termínu bublina.

Vymedzenie pojmu bublina

Podľa L. Robertsa je bublina „dočasná situácia, kedy sa ceny aktív zvýšia nad základné realistické ocenenie pretože verejnosť verí, že súčasné ocenenie je obrazom budúceho rastu cien. Keď sa táto viera dostatočne rozšíri, ľudia pokračujú v nakupovaní aktív za nafúknuté ceny a cena sa naozaj zvyšuje. Toto presvedčí ešte viac ľudí, že cena naozaj stúpa a v tomto trende bude pokračovať, čo zapríčini ďalšie nakupovanie. Tento fenomén pokračuje a je čisto psychologický. Keď sú už nakupujúci unavení a keď objem nákupov klesne, ceny prestanú rásť a viera v rast cien sa stráca. Zvyšní potenciálni kupci, ktorých viera sa rozplynula, eliminujú svoje nákupy a ceny začínajú padat'. Dočasný rast a pokles cien aktív je definujúca charakteristika bubliny.“¹

Termín bublina je „všeobecne používaný termín pre rast cien aktív v tej fáze cyklu, ktorý označujeme mánia.“²

„Bublina sa nemôže vyskytnúť bez špekulácie ale existuje špekulácia bez toho, aby z nej vznikla bublina. Bublina je charakterizovaná ako špekulačné šialenstvo poháňané

¹ ROBERTS, L. 2008. *The Great Housing Bubble*, Las Vegas: Monterey Cypress Publishing, 2008, ISBN 0-615-22693-0, str.

1

² KINDLEBERGER Ch. P., ALIBER R. 2005. *Manias, Panics and Crashes*, Hoboken: John Wiley & Sons, 2005, ISBN 978-0-471-46714-4, str. 12

dostupným množstvom peňazí a úverov, ktoré stimuluje a umožňuje širokej verejnosti extrémnu participáciu.“³

Podľa Votha, „neexistuje spoločná definícia bubliny... The New Palgrave (online ekonomický slovník) ich opisuje ako periódy vzrastu cien nasledované náhlým a prudkým zvratom. Takisto neexistuje všeobecne platný test, ktorý by potvrdil alebo vyvrátil existenciu bubliny v danom prípade.“⁴

„Bublina je situácia, v ktorej ceny cenných papierov, hlavne akcií, stúpajú nad ich skutočnú hodnotu. Tento trend pokračuje, až kým si investori uvedomia ako vysoko ceny vzrástli, čo väčšinou, no nie stále, končí prudkým pádom cien.“⁵

J.K. Galbraith opísal aj typy účastníkov bublín, a to „true believers“ a „asute speculators“.⁶ Pod *true believers* alebo *skutočne veriaci*, myslí ľudí, ktorí sú presvedčení, že ceny sú držané pod kontrolou a trh bude stále rásť. Pod pojmom *rafinovaní špekulanti* (*asute speculators*) myslí ľudí, ktorí si uvedomujú pravdepodobnosť, že trh raz prestane rásť a ceny klesnú ale napriek tomu sa zúčastňujú na trhu, na ktorom sa vytvára bublina s cieľom odísť tesne predtým ako praskne.

Povahu bublín podľa Roberta ovplyvňujú faktory, ktoré zhrnul do troch bodov⁷:

1. Predpokladanie rastu cien v budúcnosti.
2. Viera, že ceny nebudú padať.
3. Strach, že ak sa nenakúpia aktíva teraz, vyústi to do dlhodobej neschopnosti nadobudnúť aktíva.

Faktory ovplyvňujúce povahu bublín podľa J. K. Galbraitha môžeme charakterizovať v dvoch bodoch⁸:

1. Krátka finančná pamäť (alebo ignorancia histórie), ktorá robí investorov nedbanlivými na predchádzajúce finančné katastrofy
2. Tendencia pripisovať väčšiu inteligenciu ľuďom s vyššími príjmami alebo aktívami, ktoré kontrolujú.

³ VOGEL, H.L.2010. *Bubbles and Crashes*, New York: Cambridge University Press, 2010, ISBN 978-0-521-19967-4, str.3

⁴ VOGEL, H.L.2010. *Bubbles and Crashes*, New York: Cambridge University Press, 2010, ISBN 978-0-521-19967-4, str.16

⁵ CAMPBELL, R.H. 2011. Economic bubble. In *Free Dictionary*. [online]. 2011. [cit.2011-03-14] <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Economic+bubble>

⁶ RAPP, D.2009. *Bubbles, Booms and Busts*, New York: Copernicus Books, 2009, ISBN 978-0-387-876290, str.1

⁷ ROBERTS, L.2008. *The Great Housing Bubble*, Las Vegas: Monterey Cypress Publishing, 2008, ISBN 0-615-22693-0, str.

¹

⁸ RAPP, D.2009. *Bubbles, Booms and Busts*, New York: Copernicus Books, 2009, ISBN 978-0-387-876290, str.3

D. Rapp uvádza okrem týchto dvoch aj ďalší faktor, a to očakávanie, že centrálna banka a vláda pomôžu „špekulantom“ pomocou intervencií prostredníctvom monetárnej a fiškálnej politiky ak bublina praskne.⁹ Toto sme mohli pozorovať po prasknutí bubliny s nehnuteľnosťami v rokoch 2002-2007, keď FED „nalial“ do ekonomiky do roku 2009 11,6 trilióna USD (vid'.príloha č.1).

Čo podnecuje vznik bubliny? Podľa Kindleberga a Alibera je to väčšinou *šok*. Aktíva trhu kolísajú podľa toho, koľko je momentálne na trhu kupcov a predajcov. V niektorých prípadoch sa môže vyvinúť silný rastúci alebo klesajúci trend. Tento jav môže byť spôsobený náhodne alebo nejakými významnými vonkajšími faktormi, ktoré to ovplyvnia.¹⁰ Podľa Kindlebergera a Alibera rastúca trendová krivka môže byť podnietená „exogénnym externým šokom makroekonomického systému ... keď je dostatočne veľký a prenikavý.“¹¹ Ako príklad šoku uvádzajú prudkú expanziu produkcie automobilov spojenú s rozvojom ciest a elektrizáciu veľkej časti krajiny, čo spôsobilo šok v 20. rokoch, alebo rozvoj a rozšírenie používania internetu v 90. rokoch, spôsobil šok, ktorý podnietil boom na burze.

Existuje veľa ďalších teórií, ktoré sa snažia odpovedať na otázku, prečo vzniká bublina. My sa však nimi teraz nebudeme zaoberať. Je však dôležité určiť, či vzniká náhodnou fluktuáciou alebo exogénnym šokom, a či mierne stúpajúce pohyby v cenách aktív sa vyskytujú frekventovane. Podľa D. Rappa, vo väčšine prípadov, zákony ponuky a dopytu tlmia tieto pohyby, čo vedie k limitovaným osciláciám okolo dlhodobej trendovej čiary¹² (vid'.príloha 2). V niektorých prípadoch však môže cena nepredvídateľne vzrásť, čo môžeme vidieť v prílohe č. 3. Časť ľudí však stále čaká, ako sa bude vyvíjať trend. Podstatou „boomu“ je podľa Rappa „momentum buying“ alebo *rozmach nakupovania* a v tomto momente stráca *hodnota* svoju podstatu. Keď je už stúpajúci trend zavedený, na scénu nastupujú investori bažiaci po zisku. Tým, že investujú do boomu, ešte viac zvyšujú dopyt a tým dvihnú ceny ešte vyššie. V tomto rastúcom rozmachu vzniká špirála a množstvo rýchleho majetku a peňazí enormne vzrastá. Nutkanie vytvoriť „rýchle zisky“ je tak veľké, že investori si začnú požičiavať peniaze aby mohli ďalej investovať, aj keď ostávajú zadlžení. „Momentum buying“ zahŕňa:

1. identifikáciu trendu
2. zaplatenie akejkoľvek ceny, aby sa investor stal súčasťou trendu

⁹ RAPP, D.2009. *Bubbles, Booms and Busts*, New York: Copernicus Books,2009, ISBN 978-0-387-876290,str.3

¹⁰ RAPP, D.2009.*Bubbles, Booms and Busts*, New York: Copernicus Books,2009, ISBN 978-0-387-876290,str. 5

¹¹ KINDLEBERGER Ch. P.- ALIBER, R.: *Manias, Panics and Crashes*, Hoboken: John Wiley & Sons, 2005, ISBN 978-0-471-46714-4, str. 25

¹² RAPP, D.2009. *Bubbles, Booms and Busts*, New York: Copernicus Books,2009, ISBN 978-0-387-876290,str.5

3. čakanie na niekoho ďalšieho, kto vyženie cenu ešte vyššie
4. predaj väčšiemu bláznovi, ktorý očakáva ďalší rast cien.¹³

Výsledkom tohoto „boomu“ je, že ceny sú vyhnané do takých výšok, že si už nikto nemôže dovoliť kúpiť danú nehnuteľnosť, cenný papier, akciu alebo čokoľvek iné. Vtedy začnú ceny padat’.

Po *momentum buying* nasleduje *momentum selling* alebo *rozmach predaja*. Rozdiel je však v tom, že ceny sa tu menia strmšie.¹⁴ To znamená, že ceny rastú dlhšie obdobie z hodnoty A na hodnotu B, no z hodnoty B klesnú na hodnotu A v kratšom čase a tento prepad častokrát pokračuje hlbšie pod úroveň A.

Najväčšia výzva v *momentum buying* je 4. bod – predaj.¹⁵ Mnoho investorov po tom, čo predali napr. nehnuteľnosť a ceny pokračovali v raste, kúpili znovu s cieľom získať ešte viac peňazí, no nestihli to predat’ predtým ako praskla bublina a prišli o všetko.

Rapp tvrdí, že nízke úrokové miery a voľnejšia monetárna politika podporujú formovanie bublín v ekonomike. S týmto názorom sa stotožňuje väčšina ekonómov. Galbraith však vyvodil ešte jeden záver: „Dôležitejšie ako výška úrokovej miery a prísun úverov je nálada. Špekulácia vo veľkej miere vyžaduje veľkú dávku sebadôvery, optimizmu a presvedčenia, že obyčajní ľudia sú predurčení na to, aby boli bohatí.“¹⁶

Minskeho model

Hyman Minsky vyvinul model, ktorý sa používa na interpretáciu finančných kríz v trhových ekonomikách. V tomto modeli upozorňuje na procyklické zmeny v ponuke úverov, ktorá vzrástla v čase ekonomického boomu a poklesla počas spomalenia ekonomiky. Počas fázy expanzie sú investori optimistickejší vo vyhliadkach do budúcnosti a očakávajú vyššie zisky z investícií, preto chcú ďalej investovať ešte väčšie množstvá peňazí, ktoré si musia požičať. Investori si teda začnú horlivo požičiavať od veriteľov, ktorí sú v čase expanzie ochotnejší dávať úvery, v niektorých prípadoch aj na investície, ktoré boli predtým podľa nich príliš riskantné.

¹³ RAPP, D.2009. *Bubbles, Booms and Busts*, New York: Copernicus Books,2009, ISBN 978-0-387-876290,str.8

¹⁴ RAPP, D.2009. *Bubbles, Booms and Busts*, New York: Copernicus Books,2009, ISBN 978-0-387-876290,str.8

¹⁵ RAPP, D.2009. *Bubbles, Booms and Busts*, New York: Copernicus Books,2009, ISBN 978-0-387-876290,str.9

¹⁶ GALBRAITH, J.K.1993. *A Short History of Financial Euphoria*, Los Angeles: Penguin books 1993, ISBN: 978-0-670-850280, 113 strán

Keď sa ekonomika spomalí, investori prestávajú byť optimistickí a začínajú byť viac opatrní. Zároveň pre veriteľov vzrastajú straty z poskytnutia úverov a aj oni sa stávajú opatrnejšími.

Minsky veril, že procyklický vzrast v ponuke úverov v dobrých časoch a pokles ponuky úverov v časoch zlých viedol ku krehkosti finančného systému a zvyšoval pravdepodobnosť finančnej krízy.¹⁷

S týmto modelom sa stotožňujú klasickí ekonómovia, napríklad John Stuart Mill, Alfred Marshall, Knut Wicksell a Irving Fisher, ktorí sa taktiež zameriavali na nestabilitu v ponuke úverov. Podľa Minskeho, tak ako aj Fishera, je veľmi podstatné aj správanie sa nadmerne zadĺžených dlžníkov. Týka sa to najmä tých dlžníkov, ktorí zvýšili svoju zadĺženosť v čase expanzie nákupom nehnuteľností, akcií alebo komodít, aby v krátkodobom období zarobili. Motívom týchto transakcií bolo, že predpokladané miery rastu cien týchto aktív presahovali úrokové miery financií požičaných na ich získanie. Keď sa ekonomika spomalila, niektorí z dlžníkov mohli byť sklamaní, pretože miery rastu cien daných aktív boli v skutočnosti menšie ako úrokové miery požičaných peňazí.

Platnosť modelu

Tak ako všetky modely, aj tento bol skritizovaný. Kritiku tohto modelu môžeme rozdeliť do 3 bodov¹⁸:

1. Každá finančná kríza a bublina je jedinečná, takže akýkoľvek univerzálny model nie je relevantný.
2. Tento model už nie je relevantný kvôli zmenám v podnikateľskom a ekonomickom prostredí.
3. Cenové bubliny aktív sú vysoko nepravdepodobné, pretože „všetky informácie sú zahrnuté v cene.

Špekulácie, zavádzanie a podvody

Vytváranie bublín väčšinou zahŕňa pôžičiavanie si obrovských objemov peňazí. To zahŕňa napríklad pôžičky od bánk na refinancovanie investícií, pôžičky na skupovanie akcií alebo financovanie podnikov špekulátormi založené na sľube splatenia v budúcnosti samozrejme s prirážkou. Počas hypotekárnej krízy mnohé domácnosti založili svoj dom

¹⁷ KINDLEBERGER Ch. P.,- ALIBER R. 2005. *Manias, Panics and Crashes*, Hoboken: John Wiley & Sons, 2005, ISBN 978-0-471-46714-4, str.

¹⁸ KINDLEBERGER Ch. P. - ALIBER R. 2005. *Manias, Panics and Crashes*, Hoboken: John Wiley & Sons, 2005, ISBN 978-0-471-46714-4, str.33

niekoľkokrát a s rastom cien nehnuteľností si brali stále väčšie a väčšie pôžičky na nehnuteľnosť. Takouto špekuláciou si spravili zo svojej nehnuteľnosti bankomat, z ktorého stále vyberali peniaze bez toho, aby nejaké vložili.¹⁹

Kindleberger a Aliber podotkli, že predpoklad splatenia týchto špekulatívnych pôžičiek sa líši a treba každý prípad brať individuálne. Minsky kategorizoval mánie a bubliny podľa predpokladu splatenia pôžičiek určených na podporu podnikania. Minsky rozlišuje tri druhy anomálií podnikania, a to *speculations* alebo špekulácie, *bootstraps* alebo zavádzanie a *swindles* alebo podvody/ švindľe.²⁰

Pri *špekulácii* je logický predpoklad, že ak ide všetko podľa plánu, prevádzkový príjem z podnikania bude dostatočne vysoký na to, aby pokryl splátky aj úroky zadĺženia. Okrem nepredvídateľných problémov, podnik by mal byť schopný splatiť svoj dlh. Ak nie je, musí si podnik požičať peniaze aby zaplatil dlžnú čiastku splácaného dlhu. V typických prípadoch, sú však vytvorené malé alebo žiadne finančné rezervy, takže špekulácie sú náchylné na problémy v budúcnosti, ktoré môžu nastať (a často aj nastanú).

Pri *zavádzajúcich operáciách*, je pravdepodobné, že predpokladaný prevádzkový príjem z podnikania bude dostatočný na splatenie úrokov zadĺženia. Ak by sme však robili aj priaznivé prognózy, je nepravdepodobné, že prevádzkový príjem pokryje dlžnú čiastku splácaného dlhu. Podnik sa musí spoľahnúť, že buď predá nadhodnotené akcie alebo si zaobstará nové pôžičky aby splatil tie staré, keď nadobudnú splatnosť.

V prípade hypotekárnej bubliny (2002 – 2007), mnoho ľudí si kúpilo dom na pôžičku, napriek tomu, že si ho nemohli dovoliť s očakávaním, že ceny nehnuteľností vzrastú o 10-20% ročne ako to bolo v predchádzajúcich rokoch. Predpokladali, že takto ceny budú rásť donekonečna a oni o pár rokov dom predajú s veľkým ziskom. Keď však ceny v 2007 prestali rásť, ľudia neboli schopní splácať hypotéky.

Ak teda podnik nie je schopný splatiť svoju pôžičku predajom nadhodnotených akcií alebo predajom cenného majetku, musí si požičať peniaze aby splatil svoj dlh. Týmto sa môže dostať do cyklického nikdy nekončiaceho požičiavania peňazí, aby nimi následne mohol splácať svoje nové pôžičky, ktoré si zobral aby splatil predchádzajúce dlhy. Toto bude trvať, pokiaľ sa nájdu veritelia ochotní požičať podniku peňažné prostriedky. Ak sa už nikto nenájde, podnik skrachuje.

¹⁹ RAPP,D.2009.*Bubbles, Booms and Busts*, New York:Copernicus Books,2009, ISBN 978-0-387-876290,str. 23

²⁰ RAPP,D.2009.*Bubbles, Booms and Busts*, New York: Copernicus Books,2009, ISBN 978-0-387-876290,str.23

Pri *podvode* je nepravdepodobné, že z predpokladaného prevádzkového príjmu bude možné pokryť úroky alebo istinu úveru v termíne. Na to, aby firma disponovala hotovosťou, musí neprestajne zvyšovať svoju zadlženosť až kým ju veritelia neprestanú finančne podporovať. Podľa Minskeho, podvod zaručene končí kolapsom. Stelestnením podvodu je *Ponziho schéma*.²¹ Ponziho schéma je pomenovaná podľa Carlosa Ponziho, ktorý podvádzal ľudí tým, že ich presvedčil aby investovali do niečoho s určitou výškou návratnosti. Na vyplatenie tých, ktorí investovali skôr použil peniaze tých, ktorí investovali neskôr.

Ponziho financie sú všeobecne používaný pojem pre právne neobhájiteľné financie. Dlžníci sú schopní plniť svoje záväzky, konkrétne platiť vysoké úroky svojich nesplatených dlhov alebo prijatých vkladov, len ak získajú hotovosť z ďalších pôžičiek alebo vkladov. Keďže v mnohých plánoch sú úroky veľmi vysoké, pohybujúce sa okolo 30 – 40% ročne, úspešne pokračovanie plánov vyžaduje ďalšie a ďalšie finančné injekcie.²²

Minsky vyslovil hypotézu, že ak sa ekonomika spomalí, firmy, ktoré sa zaplietli do špekulácií, sú situáciou prinútené zavádzať a firmy, ktoré zavádzali sú nútené pri spomalenej ekonomike zaplietť sa s finančnými skupinami, ktoré podvádzajú.²³

Pokračovanie

²¹ RAPP, D.2009.*Bubbles, Booms and Busts*,New York: Copernicus Books,2009, ISBN 978-0-387-876290,str.24

²² KINDLEBERGER Ch. P., ALIBER R. 2005. *Manias, Panics and Crashes*, Hoboken: John Wiley & Sons, 2005, ISBN 978-0-471-46714-4, str.28

²³ RAPP, D.2009.*Bubbles, Booms and Busts*,New York: Copernicus Books,2009, ISBN 978-0-387-876290,str.24