

Investičné bubliny a ich vplyv na vývoj ekonomík

4. časť

História investičných bublín má niekoľko storočí. Ako prvú významnejšiu zdokumentovanú investičnú bublinu označujeme tzv. „Tulipánovú mániu“, ktorá sa odohrala v 17. storočí, keď sa špekulovalo s cibulkami holandských tulipánov. V nasledovnej tabuľke je stručný historický prehľad najznámejších investičných bublín.

Tabuľka č.1:

Historický prehľad najznámejších investičných bublín (1637 – 2011)

Vrchol	Krajina	Predmet špekulácie
1637	Holandsko	cibulky tulipánov
1720	Veľká Británia	South Sea Company (obchodovanie s otrokmi)
1720	Francúzsko	Mississippi Company (obchodovanie s kolóniami)
1793	Veľká Británia	priemyselná revolúcia (výstavba vodných kanálov)
1846	Veľká Británia	výstavba železníc
1855	USA	Kalifornská zlatá horúčka
1891	Austrália	pozemky, zlaté bane (rast a vznik nových miest)
1892	Brazília	industrializácia
1893	USA	výstavba železníc
1929	USA	nové vynálezy (rádio, televízia), začiatok masovej produkcie automobilov, zvýšenie urbanizácie, rozvoj infraštruktúry (budovanie ciest, elektrických rozvodov, telefónnych sietí), nehnuteľnosti (Florida)
1980	USA	komodity (obilniny, olejiny, ropa, drahé kovy)
1989	Japonsko	nehnuteľnosti, nové technológie (robotika)
2000	USA	telekomunikácie, internet, biotechnológie
2006	celý svet	nehnuteľnosti
2007	Čína	akcie
2008	celý svet	komodity

Na nasledovnom grafe je porovnanie vývoja troch najväčších bublín 20. storočia. Graf je konštruovaný tak, že vrchol cenovej bubliny má hodnotu 100 % a došlo k nemu v čase nula. Stredová čiara označuje vrchol bubliny. Naľavo od stredovej osi grafu je znázornený počet obchodných dní pred vrcholom cenovej bubliny. Napravo od stredovej osi je počet obchodných dní po splasnutí cenovej bubliny.

Porovnávané sú nasledovné indexy:

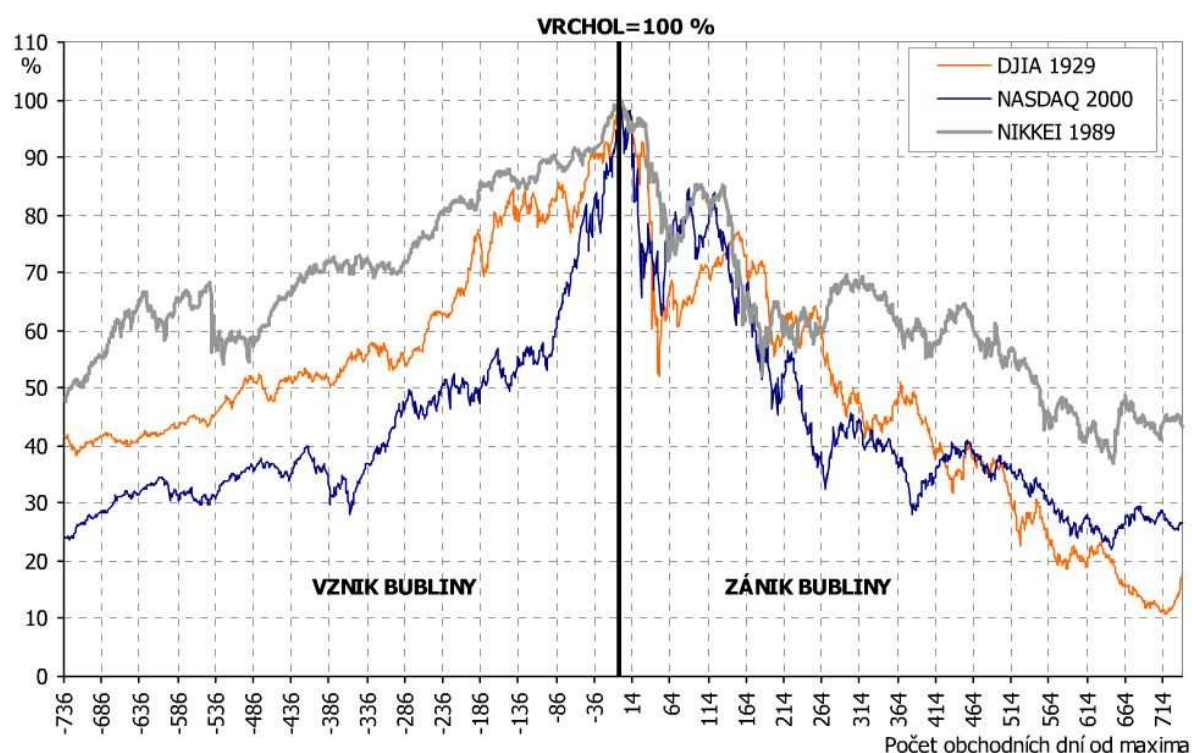
DJIA (Dow Jones Industrial Average), vrchol 3. september 1929,

NIKKEI, vrchol 29. december 1989,

NASDAQ Composite, vrchol 10. marec 2000.

Graf č. 2:

Porovnanie priebehu troch cenových bublín (1929, 1989 a 2000), denné dáta, rôzne obdobia



Zdroj: TREGLER, K.: *Metody měření správnosti ocenění akciových trhů*. 2004. VŠE v Praze, s. 10

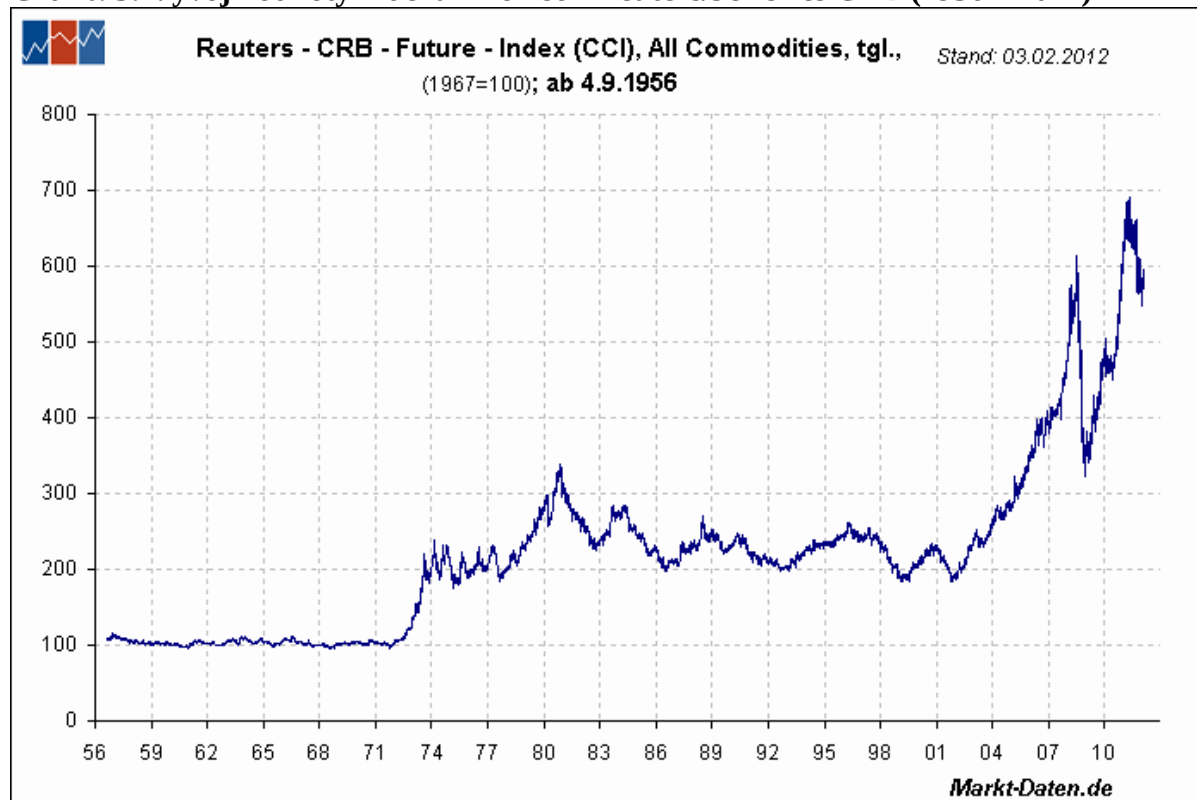
Vplyv vybraných investičných bublín na vývoj ekonomík.

Komoditná bublina (1970 – 1980)

Príčinou vzniku komoditnej bubliny v 70-tych rokoch bola kombinácia viacerých faktorov: deprecia amerického dolára, silný medzinárodný dopyt po poľnohospodárskych komoditách, šoky na strane ponuky a zmeny v politike hlavných obchodných krajín (zavedenie cenových kontrol, taríf, reštrikcií a zákazov).

K nafukovaniu bubliny významne prispeli aj ropné šoky v roku 1973 a 1979, ktoré spôsobili energetickú krízu vo viacerých priemyselne vyspelých krajinách. Komoditná bublina spľasla až po postupnom zvýšení úrokových sadzieb Fedu na 20 % v roku 1981. Ceny komodít mali následne až do roku 2001 klesajúcu tendenciu.

Graf č. 3: Vývoj hodnoty indexu Thomson Reuters/Jefferies CRB (1956 – 2012)



Zdroj: <http://www.markt-daten.de/charts/rohstoffe/rohstoffindices/crb.htm>

Poľnohospodárske komodity

Prudký nárast svetového dopytu po obilninách a olejninách spustil rovnako prudký rast cien počas rokov 1971 až 1974. Hlavnými poľnohospodárskymi komoditami, ktoré zaznamenali niekoľkoročný výrazný nárast cien boli pšenica, kukurica a sójové bôby.

Začiatkom 70-tych rokov nastalo viacero udalostí vrátane nečakaného nákupu obrovského množstva obilia na svetovom trhu Sovietskym zväzom, ktorý stimuloval svetový dopyt. Viacero iných krajín s centrálne plánovaným hospodárstvom sa taktiež rozhodlo zvýšiť import obilia zapríčiňujúc prudké zvýšenie svetového obchodu s poľnohospodárskymi komoditami. Medzi rokmi 1971 a 1972 vzrástol svetový export pšenice o takmer 29 %.¹ Vstup Sovietskeho zväzu a ostatných krajín s centrálne plánovaným hospodárstvom na svetové trhy znamenal výraznú zmenu na trhu s obilninami a olejninami. Začalo obdobie silného rastu v obchode s poľnohospodárskymi komoditami, ktoré trvalo do konca 70-tych rokov. Vysoké príjmy z ropných produktov a veľké devízové rezervy krajín, ktoré sú významnými exportérmi ropy napomáhali tomuto rastu. Počas 70-tych rokov sa hodnota svetového importu poľnohospodárskych komodít ročne zvyšovala o 4,8 %.

Ďalším významným faktorom cenového rastu počas rokov 1971 – 1974 bola výrazná deprecia amerického dolára. V roku 1971 nastala situácia, keď Spojené štáty americké nemali dostatok zlatých rezerv na dodržanie pevného výmenného kurzu 35 amerických dolárov za 1 trójsku uncu zlata. Vláda USA sa preto rozhodla jednostranne zrušiť tento systém priamej konvertibility dolára za zlato (tzv. Nixonov šok). Táto zmena zapríčinila dlhodobú deprecia amerického dolára voči ostatným hlavným svetovým menám. Koncom 70-tych rokov poklesla hodnota amerického dolára o 30 %. Avšak, klesajúca hodnota dolára zvýšila konkurencieschopnosť amerických výrobkov na svetových trhoch, čo spôsobilo zvýšenie cien a exportu USA.

Nepriaznivé počasie a deficity v produkcii boli ďalším faktorom podporujúcim rast cien. V roku 1972 klesla svetová produkcia obilnín kvôli slabým výnosom v USA, Austrálii, Kanade a Sovietskom zväze. Sovietsky zväz sa preto musel obrátiť na svetový trh s obilninami na uspokojenie svojich potrieb.

Nepriaznivé počasie v krajinách produkujúcich veľké množstvo obilnín trvalo niekoľko rokov. Výroba obilnín a olejnin pokračovala v poklese napriek tomu, že výsadba v USA a v ostatných krajinách sa rozširovala. Malé množstvo ulovených peruánskych sardel v roku 1972 viedlo k výraznému úbytku dostupnosti kýmnych surovín s vysokým obsahom bielkovín a zvýšilo dopyt po sójovej múčke. Ceny sóje na trhu reagovali prudkým cenovým rastom v rokoch 1973 a 1974.

¹ PETERS, M. – LANGLEY, S. – WESCOTT, P.: *Agricultural Commodity Price Spikes in the 1970s and 1990s: Valuable Lessons for Today*. [cit. 2012-02-20]. Dostupné na internete: <<http://www.ers.usda.gov/AmberWaves/March09/Features/AgCommodityPrices.htm>>

Deficity v produkcii boli dôsledkami rozhodnutí USA a ostatných krajín produkujúcich veľké množstvo obilnín koncom 60-tych rokov o znížení zásob a štátnych subvencií. Na prelome rokov 1973 a 1974 klesli zásoby pšenice v Austrálii o 93 % v porovnaní s prelomom rokov 1970 a 1971. Zásoby taktiež klesli o 64 % v Kanade a o 59 % v USA.

Počas 70-tych rokov veľa krajín prijalo ochranné opatrenia v dôsledku rastu cien obilnín a olejnin na svetových trhoch. Týmto opatreniami boli napríklad dane za export, reštrikcie a zákazy. Dovozcovia znížili tarify, obnovili zásoby a subvencovali spotrebiteľské ceny. Dostupnosť devízových rezerv, ktorá bola následkom depreciaácie dolára a veľké množstvo „petrodolárov“ v krajinách vyvážajúcich ropu, napomáhali týmto vývozným a dovozným opatreniam.

Obdobie vysokých cien komodít počas 70-tych rokov skončilo po tom, čo sa rast svetovej spotreby spomalil následkom znižujúceho sa svetového hospodárskeho rastu a cien ropy, ktoré znížili dostupnosť petrodolárov. Reštriktívne monetárne politiky s cieľom zníženia inflácie v USA, Veľkej Británii a iných priemyselne vyspelých krajín a dlhová kríza v mnohých rozvojových krajinách prispela ku spomaleniu hospodárskeho rastu.

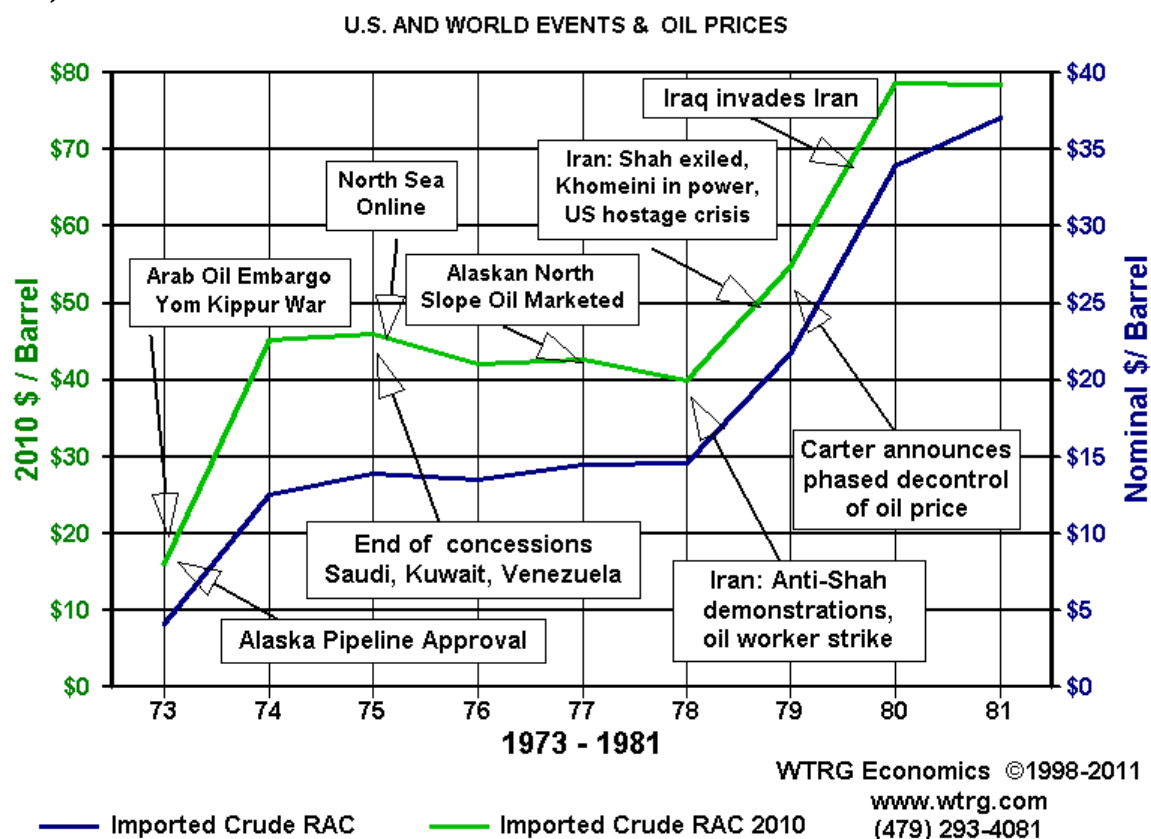
V tom istom čase začala svetová produkcia komodít rásť rýchlejšie ako dopyt, pretože bola stimulovaná zvýšením produktivity a vládnyimi opatreniami. Americkí farmári reagovali na vysoké ceny poľnohospodárskych plodín zvýšením používania predtým nepoužíwanej pôdy. Zberané plochy pšenice, kukurice a sóje vzrástli o vyše 20 % v rokoch 1974 až 1980.

Nadnárodné spoločnosti reagovali veľkými investíciami do vývoja poľnohospodárskej infraštruktúry v južnej Amerike, čo umožnilo brazílskym a argentínskym farmárom konkurovať a stať sa jednými z hlavných dodávateľov na svetovom trhu s obilninami a olejninami. Nárast produkcie a zníženie spotreby zapríčinili vytvorenie rekordne veľkých zásob obilnín a olejnin. Výsledkom toho bol prudký pokles cien poľnohospodárskych komodít – najmä pšenice a kukurice.

Energetické komodity

Vývoj na trhu s energetickými komoditami a jeho najdôležitejšou komoditou – ropou, bol výrazne ovplyvnený vývojom na blízkom východe. V 70-tych rokoch nastali až dva ropné šoky, ktoré mali za následok prudký nárast cien ropy.

Graf č. 4: Udalosti v USA a vo svete a ich vplyv na vývoj cien ropy (1973 – 1981)



Zdroj: <http://www.wtrg.com/prices.htm>

Prvý ropný šok

Prvý ropný šok nastal po anexii arabských území Izraelom, tzv. Yom Kippurská vojna začiatkom októbra 1973, keď OPEC prestal oficiálne vyjednávať s ropnými spoločnosťami a začal stanovovať ceny ropy jednostranne.

„Dňa 16.10.1973 sa konala konferencia OPEC, na ktorej sa odsúhlasilo okamžité zvýšenie referenčnej ceny ropy na 5,12 USD za barel. Ďalej sa dohodlo o znížení ťažby ropy o min. 5 %, s následným mesačným znižovaním v podobnej výške, kým Izrael neopustí okupované územia a na ropnom embargu voči štátom podporujúcich Izrael. Na stranu arabských štátov sa postupne pridali aj africké štáty, ktoré tiež vyhlásili embargo na dodávky ropy a obmedzili ťažbu ropy do proizraelsky orientovaných štátov.

Dňa 24.12.1973 dosiahla cena „čierneho zlata“ na svetových burzách 4-násobok v porovnaní s predchádzajúcim rokom, dňa 1.1.1974 už bola stanovená až na úrovni 11,65 USD za barel.

Druhý ropný šok

Prevrat a náboženská revolúcia v Iráne v roku 1977, ktorý dovtedy pôsobil ako garant poriadku v tomto regióne, ako i následné rýchle štiepenie síl v celom islamskom svete, boli spolu s nedostatočným tempom adaptačných procesov vo svetovom hospodárstve pôvodcami vzniku druhého ropného šoku. Vyvrcholil na prelome rokov 1980-1981 a prešiel pri tom niekoľkými etapami.

Prvá bola od decembra 1978 do jesene 1980. V tomto období sa zrútil v dôsledku vnútornej politickej a hospodárskej krízy iránsky vývoz ropy. Dodávky na svetový trh ropy z tohto dôvodu klesli v priemere o 2 milióny barelov denne.

Druhá etapa krízy prišla už v roku 1979. Priniesla so sebou dlhé obdobie vysokých cien ropy a ďalekosiahle následky na krajiny s vysokou spotrebou ropy. OPEC však podcenila mieru dlhodobej závislosti vyspelých krajín na ich rope a podcenila aj schopnosť vyspelých krajín prispôbiť sa novej situácii a nájsť alternatívne energetické zdroje, či už vo forme ropy z iných regiónov alebo cestou znižovania spotreby energie. S prudkým rastom referenčnej ceny ropy sa tak začal proces upadania podielu OPEC na jej celosvetovej ťažbe. Vysoké ceny umožnili rentabilnú ťažbu aj v oblastiach s vysokými nákladmi na extrakciu, ako napr. v Severnom mori, Ázii a Afrike. Vysoké ceny udržiavali aj vysokú ťažbu v USA.

Ďalším významným dôvodom rastu cien ropy v druhej etape boli rastúce obavy kartelu týkajúce sa dĺžky životnosti ich ropných rezerv. OPEC nevidela vysokú cenu ropy len ako nástroj zvyšovania ich príjmov, ale aj ako nástroj zníženia ťažby, a tým predĺženia životnosti ropných rezerv. V priebehu roku 1979 a 1980 vzrástli ceny referenčnej ropy zo 14,5 USD/barel na 36 USD/barel.“²

² PILCH, C.: *Finančné deriváty a ich využitie pri zaistovaní sa proti riziku na trhu ropy*. [In: Finančné trhy, 10/2004, ISSN 1336 – 5711, Derivat,s.r.o. Bratislava. Dostupné na internete: <http://www.derivat.sk/index.php?PageID=9&SearchString=pilch>

Drahé kovy (Strieborný štvrtok)

Strieborný štvrtok nastal 27. marca 1980, keď cena striebra zaznamenala prudký jednodňový pokles o vyše 31%.³ Hlavným dôvodom tohto poklesu bola neschopnosť odpovedať na viacero žiadostí o navýšenie zálohy (*margin call*) bratmi Huntovcami v celkovej výške okolo 135 miliónov dolárov. Títo dvaja bratia – Nelson „Bunker“ Hunt a Herbert Hunt – sa snažili o ovládnutie trhu⁴ (*corner the market*) so striebrom. Prudký pokles cien striebra vyvolal paniku u investorov na trhu s komoditami a akciami. Paniku zastavila až skupina amerických bánk, ktorá poskytla Huntovcom úverovú linku vo výške 1,1 miliardy amerických dolárov, čím pomohla navrátiť stabilitu na trhu.⁵ Veľké špekulácie bratov Huntovcov začali po smrti ich otca – ropného magnáta H.L. Hunta v roku 1974, keď zdedili jeho majetok vo výške niekoľkých miliárd dolárov. Po tom, čo v roku 1971 rozhodla americká vláda o zrušení priamej konvertibility dolára za zlato, Herbert a Nelson Hunt sa začali obávať o svoj majetok denominovaný v nekrytej papierovej mene a očakávali vysokú infláciu v budúcnosti.

V dôsledku znižovania reálnej hodnoty amerického dolára predvídali aspoň 10-násobné zvýšenie cien striebra. Zaujímalo ich najmä fyzické striebro, ktoré zhromažďovali a uskladňovali. Miliardy dolárov, ktoré plynuli na nákup striebra, postupne zvyšovali jeho cenu. Bratia Huntovci neprestávali v nákupoch a využívali úvery na nákup ďalších futuritných kontraktov po tom, čo minuli svoje peňažné rezervy. Neskôr začali využívať nielen svoj majetok, ale aj majetok celej rodiny, ktorý použili ako kolaterál pri zabezpečení úverov, ktoré niekoľkonásobne prevyšovali hodnotu majetku celej rodiny. Taktiež sa snažili získať bohatých investorov na ďalšie nákupy striebra, ktorým neustále zdôrazňovali, že striebro bude jedným z najbezpečnejších aktív v nadchádzajúcom inflačnom období. Týmto novými investormi boli najmä saudsko-arabskí šejkovia.

Počas 70-tych rokov Huntovci a ich spoločníci nazhromaždili striebro v hodnote okolo 4,5 miliardy dolárov, čím sa stali dvojtretinovými vlastníkmi všetkého komerčne dostupného striebra na svete, ktoré nebolo v rukách vlád alebo priemyselných podnikov.

³*Silver Thursday, the Hunt Brothers, and the collapse of a precious metal.* [cit. 2011-01-19]. Dostupné na internete: <<http://tradingstocks.me/silver-thursday-the-hunt-brothers-and-the-collapse-of-a-precious-metal/>>

⁴ Ovládnutie trhu znamená, že jeden subjekt má monopol na trhu, pretože vlastní väčšinu celkovej ponuky na trhu. Má kontrolu nad cenou, pretože prípadný záujemca o väčší nákup daného aktíva bude musieť vyjednávať s týmto subjektom.

⁵*Silver Thursday.* [cit. 2011-01-19]. Dostupné na internete: <http://www.investopedia.com/terms/s/silver_thursday.asp>

Americké federálne regulačné agentúry začali mať obavy, pretože pozície Huntovcov a ich spoločníkov začali byť príliš veľké v porovnaní s veľkosťou amerického a svetového trhu so striebrom. Vláda vnímala ich aktivity ako jasný pokus o manipuláciu s národnými rezervami striebra. Regulačné agentúry a burzy začali prijímať opatrenia na zníženie ich vplyvu. Prvé zásadné opatrenie zaviedla burza Chicago Board of Trade (CBOT) 26. októbra 1979 zvýšením marže na striebro a zavedením limitu na 3 milióny uncí na jedného obchodníka. Burza COMEX reagovala 7. januára 1980 zavedením limitu na 10 miliónov uncí. 21. januára 1980, keď cena striebra dosiahla maximum takmer 50 dolárov za uncu, burza COMEX vyhlásila, že obchodovanie bude obmedzené len na uzatváranie pozícií. Tento krok dočasne pozastavil jedno zo základných pravidiel fungovania komoditného trhu a zastavil Huntovcov v zväčšovaní svojich pozícií. V ten deň ich celkové nerealizované zisky dosahovali vyše 3,5 miliardy dolárov.

Keďže nakupovanie bolo pozastavené, cena striebra začala klesať. Huntovci začali dostávať od bánk viacero žiadostí o navýšenie zálohy, na ktoré odpovedali, čím sa znižovali ich rezervy, pretože museli denne platiť milióny dolárov nielen za zálohy, ale aj za skladovacie poplatky a úroky. Tieto požiadavky bánk boli schopní plniť do marca 1980.

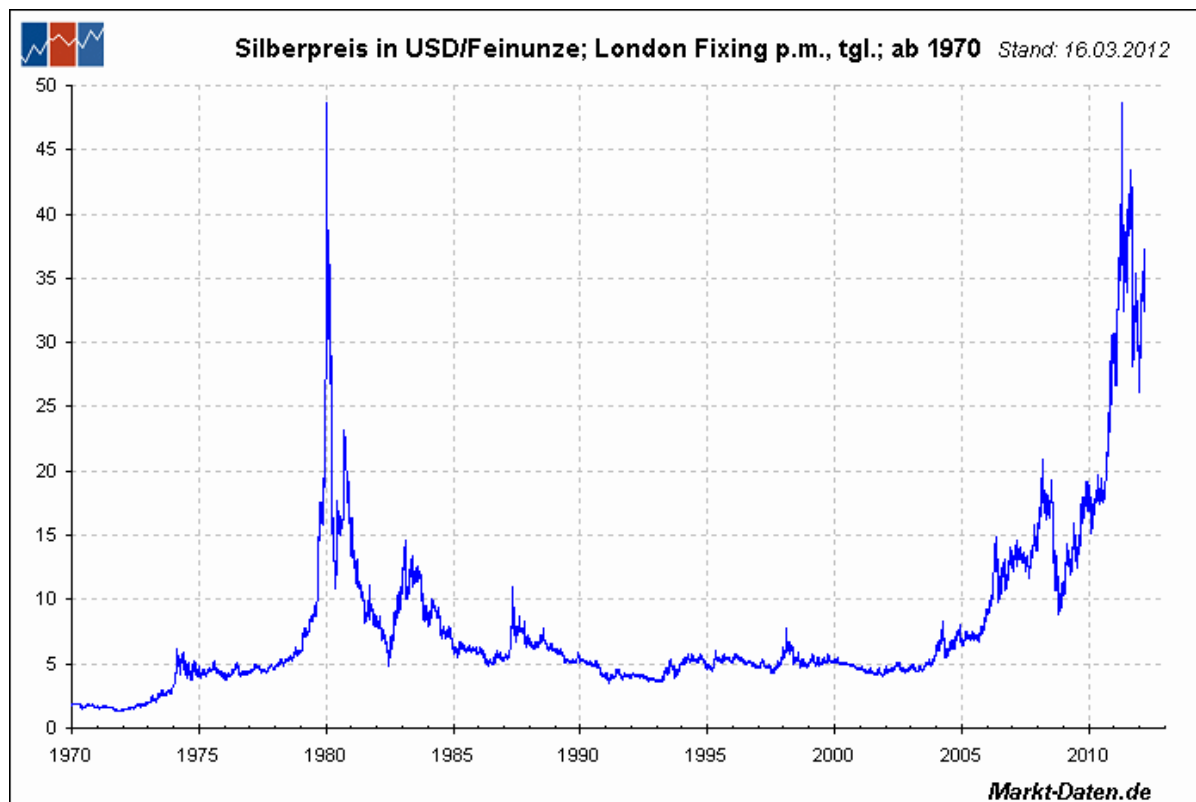
14. marca 1980 vydal Fed vyhlásenie, v ktorom odporučil bankám, aby prestali požičiavať Huntovcom na ich špekulácie v komoditách. Keď už začalo byť zrejmé, že americká vláda je zainteresovaná na tom, aby Huntovci prestali so svojimi špekuláciami, banky im prestali požičiavať. Obavy, že Huntovci nebudú schopní plniť svoje záväzky z nových úverov narastali, čo vyvíjalo ďalší tlak na znižovanie cien striebra. Huntovci sa snažili získať ďalšie zdroje emitovaním dlhopisov krytých fyzickým striebrom, čo sa im nepodarilo.

Ceny striebra pokračovali v poklese a očakávalo sa, že nastane deň, keď Huntovci nebudú schopní plniť svoje záväzky. Týmto dňom bol 27. marec 1980, ktorý dostal názov „strieborný štvrtok“. V tento deň bratia Huntovci neboli schopní odpovedať na viacero žiadostí o navýšenie zálohy. Nikto im nebol ochotný požičať, aby mohli navýšiť požadované zálohy, čo viedlo banky k uzavretiu (predaju) ich obrovských pozícií, ktoré zapríčinilo pád cien striebra o vyše 31 % z 15,80 dolárov za uncu na 10,80 dolárov za uncu. Nastala panika na komoditnom trhu a na trhu s akciami, pretože sa investori obávali kolapsu viacerých veľkých finančných inštitúcií v USA, ktoré pre nich tieto pozície držali.

Vládni predstavitelia uvažovali o poskytnutí záchrany (*bailout*) na zastavenie paniky, čím by sa predišlo prípadnému chaosu vo finančných inštitúciách. Táto akcia bola zamietnutá, pretože vládne zložky nechceli vyvolať dojem, že podporujú nebezpečnú finančnú špekuláciu. Huntovcom sa nakoniec podarilo zaistiť súkromnú finančnú pomoc prostredníctvom

konzorcia viacerých bánk a spoločností. Celkovo boli dlžní 1,5 miliardy dolárov, pretože nakúpili veľké množstvo striebra na futuritnom trhu za cenu vyššiu ako 35 dolárov za uncu. Trvalo až 10 rokov od strieborného štvrtku, kým sa bratom Huntovcom podarilo zbaviť všetkého striebra a uspokojiť väčšinu veriteľov. Následkom svojich špekulácií prišli o viac ako 1 miliardu dolárov. Majetok rodiny Huntovcov sa síce zachoval, ale z miliardárov sa počas 80-tych rokov stali už len milionári, pretože ich celková odhadovaná hodnota majetku poklesla z 5 miliárd dolárov v roku 1980 na menej ako 1 miliardu dolárov v roku 1988. Ceny striebra sa vrátili na maximum z roku 1980 – takmer 50 dolárov za uncu – až o 31 rokov neskôr koncom apríla 2011.

Graf č. 5: Vývoj cien striebra za 1 uncu v USD (1970 – 2012)



Zdroj: <http://www.markt-daten.de/charts/rohstoffe/silber.htm>

Pokračovanie.