
Bod mrazu - Ekonomický
kolaps Islandu
(Excerpt knihy)

Philipp Bagus, David Howden

Philipp Bagus a David Howden vo svojej knihe Bod mrazu - Ekonomický kolaps Islandu ukazujú, ako mohlo dôjsť k jednému z najväčších ekonomických kolapsov medzi rozvinutými ekonomikami v histórii. Podobne ako pri iných krízach, aj tu je vo všeobecnosti považovaný za vinníka voľný trh spolu s dereguláciou, privatizáciou a podobne. Ako však ukazuje kniha Bod mrazu - Ekonomický kolaps Islandu, pravdou je presný opak. Za krízu na Islande môže práve vládne centrálné plánovanie a manipulácia finančného trhu.

Ekonomovia Philipp Bagus a David Howden tak ukazujú, že kolaps na Islande mal v podstate rovnaké dôvody ako krízy vo väčších ekonomikách. V dôsledku niektorých špecifik Islandu sa však prejavili dopady podobných nesprávnych politík oveľa viac. Správne pochopenie vzniku týchto kríz je obzvlášť dôležité. Ako totiž ukazuje kniha Philippa Bagusa a Davida Howdena Bod mrazu - Ekonomický kolaps Islandu, ak sa nepoučíme z tejto časti histórie, budeme si ju musieť zopakovať.

Úvod

Zrejme najdramatickejším bankrotom finančnej krízy v roku 2008 bol kolaps finančného systému na Islande. Tento kolaps je obzvlášť zaujímavý vzhľadom na to, že Island nie je nerozvinutou krajinou, naopak, v roku 2009 bol v Indexe ľudského rozvoja na treťom mieste spomedzi krajín OSN. V období niekoľkých rokov pred spomínaným kolapsom však Island zažil obrovský ekonomický boom. Ceny nehnuteľností a akcií veľmi výrazne vzrástli a spolu s nimi v očiach Islandčanov rástla aj ich prosperita. No ešte väčší nárast zažil bankový systém, ktorého aktíva dosiahli až desaťnásobok HDP, teda desaťnásobok ročného výkonu celej ekonomiky.

No na jeseň 2008 sen o neobmedzenom bohatstve náhle skončil bankrotom islandského štátu. V priebehu niekoľkých následných mesiacov Islandčania

stratili nielen bohatstvo, ktoré nahromadili počas krátkeho boomu, ale tiež veľkú časť úspor, na ktoré pracovali mnohé roky.

Čo však umožnilo vznik tohto cyklu veľkolepého ekonomického boomu a následného katastrofálneho krachu? Bežné povrchné analýzy poukazujú na tradičných „vinníkov“: nenásytní bankári, neskúsení karieristi, skazené politické elity, deregulácia finančného systému, prípadne zlý kapitalizmus vo všeobecnosti. Podobne aj v tomto prípade mnohí poukazovali na predchádzajúcu finančnú dereguláciu a údajný voľný trh. Island však v žiadnom prípade nebol voľnotrhovou ekonomikou, naopak – pred kolapsom v roku 2009 tvorili dane a odvody Islandčanov 41,1 %, čo bolo ôsme najvyššie číslo spomedzi všetkých krajín OECD. No to by na tento kolaps nestačilo. Kolaps na Islande, rovnako ako svetová finančná kríza, boli preukázateľne spôsobené manipuláciou centrálnych bánk a medzivládnych organizácií.

Nesúlady splatnosti

Podobne ako iné rozvinuté ekonomiky aj Island sa vo veľkom zúčastňoval aktivít s tzv. nesúladosť splatnosti (maturity mismatching). Inak povedané, banky na Islande si brali krátkodobé úvery, no investovali dlhodobo. Táto praktika môže byť zisková, keďže dlhodobé úrokové miery sú zvyčajne vyššie než zodpovedajúce krátkodobé úrokové miery. No je tu, samozrejme, vysoké riziko, keďže tieto krátkodobé úvery musia byť neustále obnovované, a to môže byť problém v prípade nedostatočnej likvidity na finančných trhoch.

Prečo však islandské banky nebrali dostatočný ohľad na toto riziko? Odpoveď je jasná – podobne ako banky v iných krajinách, aj banky na Islande sa spoliehali na vládne ručenie, ktoré malo pomôcť v prípade problémov. No zatiaľ čo v iných krajinách je toto ručenie implicitné,

Centrálna banka Islandu (CBI) túto úlohu na seba vzala explicitne a v prípade krízy likvidity plánovala fungovať ako veriteľ poslednej inštancie, ktorý by poskytol trhu nový krátkodobý dlh.

Táto explicitná záruka záchrany nesolventných bánk mala za následok rozsiahle aktivity s nesúlalom splatnosti. Akoby to nestačilo, CBI v roku 2003 v snahe priblížiť svoje fungovanie fungovaniu Európskej centrálnej banky znížila požiadavky na rezervy pri depozitných inštitúciách zo štyroch na dve percentá. V dôsledku toho sa zvýšil peňažný multiplikátor z osemnásobku na pätnásťnásobok. Pri pohľadávkach so splatnosťou dlhšou ako dva roky navyše neboli požadované žiadne rezervy. Nižší pomer rezerv a následná vyššia multiplikácia peňazí znamená väčšiu úverovú expanziu. Počiatočná nadmerná likvidita bankového systému tak viedla k zvýšeniu objemu pôžičiek, pričom množstvo z týchto pôžičiek končilo na hypotekárnom trhu.

S vyššou úverovou expanziou sa tiež zvýšila aj inflácia, ktorá sa dostala na neudržateľnú úroveň. Riešenie CBI bolo typicky byrokratické – keď štatistiky nesedia, je potrebné vymyslieť taký spôsob výpočtu štatistík, aby sme dostali presne to, čo chceme. CBI tak zo štatistík inflácie vynechala volatilné faktory ako cena bývania, energií a potravín. Štatistiky tak následne vyzerali oveľa krajšie a uhladenejšie, no ich výpovedná hodnota bola logicky o to nižšia.

Problémy prístupu CBI k výpočtu inflácie sú viditeľné veľmi jasne. No ani keby mala CBI alebo akákoľvek iná centrálna banka tie najčestnejšie úmysly, nedokázala by infláciu vypočítať objektívne, keďže také niečo je nemožné. Každý agregátny priemer cien v ekonomike, ktorý sa považuje za mieru inflácie, je totiž nutne arbitrárny. V ekonomike je obrovské množstvo rôznych a meniacich sa cien. Ktoré z nich by mali byť vybrané? Arbitrárny je výber tovarov do inflačného koša, arbitrárna je udelená váha pre ceny jednotlivých tovarov v tomto koši, arbitrárne sú korekcie s ohľadom na rast kvality tovarov a zmena zloženia tohto koša, ako aj

metóda kalkulovania priemeru sú nutne tiež arbitrárne. Každý jednotlivec v skutočnosti čelí svojej vlastnej miere inflácie, ktorá závisí na jeho nákupných zvykoch. Každá „štatistická“ inflácia sa tak nutne bude musieť odkloniť od miery inflácie, ktorej čelí ten-ktorý konkrétny jednotlivec.

Tieto chyby v meraní inflácie viedli k podceňovaniu súčasnej miery inflácie, čo následne viedlo k voľnejšej monetárnej politike. CBI tak konzistentne podceňovala nielen túto aktuálnu infláciu, ale aj očakávanú infláciu. A tak aj keď islandská ekonomika výrazne rástla, tento rast nebol dostatočný na porazenie inflácie. Počas veľkej časti islandského ekonomického boomu tak dosiahla inflácia zhruba až 5 % ročne. Reálna úroková miera preto klesla a Islandčania tak boli motivovaní viac míňať a menej šetriť a čakať na to, ako ich inflácia pripravuje o úspory. Politiky lacných peňazí CBI obzvlášť znížili krátkodobé úrokové miery. Islandčania mali preto väčšiu motiváciu brať si krátkodobé úvery a tak už začiatkom minulej dekády mala zhruba až polovica úverov variabilné úrokové miery, vďaka čomu mali Islandčania využiť nízke ceny týchto krátkodobých úverov.

Podstatným problémom aktivít s nesúlalom splatnosti (krátkodobé požičiavanie na financovanie dlhodobých úverov) je však to, že v ekonomike neexistujú dostatočné úspory na pokrytie, respektíve dokončenie umelo vysokého množstva spustených investičných projektov. Dobrým príkladom môže byť štandardná hypotéka. Veritelia majú prostriedky len na pár mesiacov, prípadne nemajú vôbec žiadne úspory, no v žiadnom prípade nemajú prostriedky na 30 či 40 rokov trvania hypotéky. Aktivity nesúladu splatnosti tak zavádzajú investorov a aj podnikateľov ohľadom dostupného množstva dlhodobých úspor. Podnikatelia na základe falošných signálov (umelo nízke úrokové miery) nadobudnú falošný dojem, že existuje viac dlhodobých úspor ako v skutočnosti. V dôsledku toho sa púšťajú do projektov, ktoré musia byť zlikvidované, keď je zrejmé, že na ich udržanie neexistuje dostatok skutočných úspor.

Medzinárodný menový fond, morálny hazard a zahraničné fondy

Koncom 90. rokov došlo k posilneniu hlavného mandátu Medzinárodného menového fondu (MMF) ako globálneho finančného „rodiča,“ ktorý sa snažil naprávať vnímané finančné nestability v záujme ekonomického rozvoja. MMF zväčšoval svoju moc najmä v reakcii na rôzne krízy – kríza bankrotu ruského dlhu, ázijská kríza, kríza v Argentíne a podobne. Neschopnosť MMF dostatočne reagovať na tieto krízy bola vždy pripisovaná nedostatku moci, ktorú MMF mal. Každé zlyhanie MMF tak bolo vnímané ako neadekvátne právomoci a nie ako signál toho, že aktivity MMF mohli byť od základov chybné.

V reakcii na predchádzajúce finančné kolapsy tak svetové centrálné banky a monetárne authority, smerované najmä Medzinárodným menovým fondom, spolupracovali na tom, aby vytvorili obdobie dohľadu, pomoci a záruk pre svetové finančné trhy, aké bolo dovtedy nevídané. Krátkodobým dôsledkom bolo obdobie expanzie a pokoja. No výsledkom tohto umelého pokoja bolo všeobecné podceňovanie neistoty.

Toto podceňovanie neistoty výrazne zvýšil aj podstatne agresívnejší prístup MMF k „stabilizácii“ výmenných kurzov medzi menami. Medzinárodný menový fond preto zasahoval aj pri najmenších náznakoch problémov, aby výmenné kurzy zostali „stabilné“ a „riadené.“ MMF sa tak zmenil z reaktívnej inštitúcie, ktorá poskytovala pomoc ekonomikám v núdzi po tom, ako vyčerpali všetky ostatné možnosti, na proaktívnu inštitúciu, ktorá zasahovala do záležitostí iných ešte predtým, ako prišla skutočná núdza. To však viedlo k zásadnému nárastu dôvery investorov a ich strach z možného bankrotu bol zásadne znížený.

Dôsledkom vyššej dôvery investorov bolo zníženie volatility menových

kurzov, čo vo všeobecnosti viedlo k posunu od požičiavania v domácich menách k požičiavaniu v cudzích menách. Aktivity MMF so sebou, samozrejme, priniesli aj jeden logický, no nie celkom očakávaný, dôsledok. Čím viac krajín totiž MMF zachráni, tým väčší bude problém morálneho hazardu v iných krajinách. Investori sú menej opatrní pri investovaní v rozvíjajúcich sa ekonomikách, keďže MMF implicitne garantuje pokrytie ich strát v prípade finančnej kalamity. Podobný prípad môžeme vidieť aj na Islande, kde si islandské banky brali v nadmernej miere pôžičky v zahraničných menách a naopak, mnohí zahraniční investori verili, že króna (islandská mena) bola menej riziková, ako by jej základy mohli naznačovať.

Nesúlady mien

Domáce prostriedky na ziskové aktivity nesúladu splatnosti boli v malej islandskej ekonomike obmedzené. Banky sa preto snažili získať zahraničné fondy, v čom im pomáhali najmä ich silné úverové ratingy. Islandské banky neskôr dokonca začali poskytovať aj depozitné účty cez internet zákazníkom vo Veľkej Británii, Holandsku a v Nemecku. Vďaka tomu sa mohli islandské banky venovať nielen aktivitám nesúladu splatnosti, ale tiež aj aktivitám nesúladu mien.

Podobne ako aktivity nesúladu splatnosti, aktivity nesúladu mien umožňujú ziskovú arbitráž, v tomto prípade ohľadom výmenných kurzov. Zatiaľ čo aktivity nesúladu splatnosti využívajú fakt, že úrokové miery sú zvyčajne v krátkodobom hľadisku nižšie ako v dlhodobom (variabilita sadzieb v priebehu času), aktivity nesúladu mien využívajú rozdiely v úrokových mierach pri rôznych ekonomikách (variabilita sadzieb v priestore). A keďže úrokové miery Islandu boli *relatívne* vysoké, investori sa zadlžovali v dolároch, eurách a jeno pri nízkych úrokových sadzbách a nové prostriedky investovali do islandských aktív. No keď investovaná mena oslabí relatívne k požičanej mene, investori môžu

zaznamenať značné straty, čo môže viesť až k ich nesolventnosti.

Toto riziko bolo podceňované aj vzhľadom na spomínané aktivity MMF. Investori totiž verili, že krajiny, ktoré sú značne prepojené na medzinárodné finančné trhy sú príliš veľké na to, aby ich nechali zbankrotovať. Koniec koncov, MMF zachránil aj krajiny, ktoré boli podstatne menej integrované so zvyškom finančného sveta, ako napríklad Lotyšsko. Vďaka tejto vnímanej stabilite tak aktivity nesúlady mien prekvitali. Paradoxne, samotný MMF v roku 2004 vo svojej správe vyjadril názor, že diverzifikácia islandského bankového sektora na zahraničné trhy bola pozitívnym krokom.

Prostredníctvom aktivít nesúlady mien navyše veľké ekonomiky exportovali svoju úverovú expanziu na Island. Umelo nízke úrokové sadzby v eurozóne, USA a Japonsku tak spôsobili, že Islandčania uskutočňovali viac investícií v cudzích menách, ako by zodpovedalo reálnemu riziku spojenému s výmennými kurzami mien, ale aj viac investícií, ako obyvatelia iných krajín skutočne ušetrili.

Dôsledky boomu – chybné investície

Rakúska teória hospodárskeho cyklu (ABCT) popisuje proces toho, ako prebieha umelý a neudržateľný rast. Udržateľné investície sú financované reálnymi úsporami. Nárast v reálnych úsporách znižuje úrokovú mieru, čo je pre podnikateľa signál, že sú na trhu dostupné dodatočné zdroje. Nové investície, ktoré vzniknú vďaka takto prirodzene nižšej úrokovej miere sú tak vytvárané práve z týchto ušetrených zdrojov.

Úverová expanzia však zvýši len objem peňazí v ekonomike, no nie objem voľne dostupných zdrojov. Úroková miera však aj tak klesne, napriek tomu, že sa objem voľne dostupných zdrojov v ekonomike nezmenil.

Investičné projekty, ktoré sú vykonané len vďaka tejto umelo nízkej úrokovej miere, sú tak neudržateľné, keďže na ich dokončenie nie je v ekonomike dostatok zdrojov. Po druhé, umelo nízke úrokové miery tiež vedú k vyššej spotrebe. Zvýšenie spotreby ide na úkor úspor, čo vedie k ešte väčšiemu zníženiu voľne dostupných zdrojov na investovanie. Po tretie, v ekonomike nastáva posun k sektoru, kde úverová expanzia prináša najväčší výnos, a teda do finančného sektora. Finančný sektor tak umelo priťahuje zdroje aj z iných sektorov ekonomiky.

Jedným z najviditeľnejších dôsledkov neudržateľného boomu na Islande boli nehnuteľnosti. Nehnuteľnosti sú statkom s vysokou kapitálovou náročnosťou a s dlhou dobou používania. Vzhľadom na to je výstavba nehnuteľností obzvlášť citlivá na zmeny v úrokových sadzbách. No umelo nízke úrokové sadzby neboli jedinou príčinou kolapsu trhu nehnuteľností na Islande. Islandská vláda do trhu vo veľkom zasahovala aj prostredníctvom štátom vytvoreného Bytového finančného fondu (HFF), ktorý sa špecializoval na poskytovanie hypoték s nízkymi úrokovými sadzbami. HFF bol inštitúciou podobnou americkým inštitúciám Freddie Mac a Fannie Mae. Navyše, na rozdiel od týchto inštitúcií, za dlh HFF ručila islandská vláda explicitne, čo viedlo k ďalšiemu morálnemu hazardu.

V dôsledku aktivít HFF klesli už tak umelo nízke úrokové sadzby pri hypotékach na ešte nižšiu úroveň. V dôsledku tohto konkurenčného tlaku tak boli prinútené znížiť úrokové sadzby aj komerčné banky a neskôr dokonca začali poskytovať hypotéky až so 100 % sumy nehnuteľnosti. Umelý tlak na banky tiež viedol k tlaku na znižovanie kvality hypotekárnych úverov. Inak povedané – pôžičky dostalo množstvo ľudí, ktorí by ich vzhľadom na svoje schopnosti splácať úvery nikdy nezískali.

Podobný dôsledok prinieslo aj spomínané zvýšenie spotreby na úkor nižších úspor. V dôsledku vysokej inflácie a nízkych úrokových sadzieb už sporenie nebolo výhodné, a tak spotrebitelia vo veľkom nakupovali nové

televízory, autá a luxusný tovar. Tieto sektory tak opäť umelo a neutržiteľne prilákali zdroje z iných sektorov.

Nevyhnutná reštrukturalizácia

Na to, aby sa islandská ekonomika opäť mohla dostať na udržateľnú úroveň, sú potrebné tri zmeny. Po prvé, chybné investície musia byť zlikvidované. Umelé udržiavanie týchto investícií pri živote (napríklad zabránenie bankrotu) zabraňuje ekonomike, aby sa výroba a spotreba dostali do stavu, ktorý je prospešný pre dlhodobý rast. Po druhé, prebujnelý finančný sektor nie je ani nevyhnutný a ani zdravý. Tento sektor pritiahol zdroje z tých oblastí ekonomiky, v ktorých mal Island konkurenčnú výhodu. Je preto potrebné umožniť redukciu finančného sektora, napríklad aj umožnením bankrotov finančných inštitúcií. Po tretie, Islandčania sa musia vrátiť ku svojej tradičnej opatrnosti k zadlžovaniu a míňaniu. Umelý inflačný boom totiž výrazne zmenil spotrebiteľské návyky Islandčanov, v dôsledku zvýšenia ich časovej preferencie.

Tieto zmeny sú, samozrejme, bolestivé, no absolútne nevyhnutné pre obnovu. Oddialovanie tohto výsledku či už prostredníctvom ďalšej inflácie, manipulácie, alebo riadenia výmenných kurzov, bailoutami alebo štátnymi zárukami, len predĺži utrpenie Islandu.

Postrehy na záver

Obrovský kolaps islandskej ekonomiky prilákal veľký záujem verejnosti. Často sa hovorí, že jeho príčinou sú špekulanti alebo voľnotrhové reformy. No nič nemôže byť ďalej od pravdy. Island má veľmi ďaleko od libertariánskeho raja. Bývalý islandský premiér David Oddsson síce

používal voľnotrhovú rétoriku a odvolával sa na Thatcherovú a Reagana, no Island má skôr bližšie k sociálnym štátom Škandinávie. A aj keď v islandskom bankovom sektore došlo k určitej deregulácii a privatizácii, od voľného trhu to má veľmi ďaleko. Banky, samozrejme, mohli konať slobodne, no v prostredí vládou vytvorených stimulov, pričom práve tieto stimuly spôsobili hospodársky cyklus (boom a kríza). Island je v skutočnosti dokonalým príkladom ekonomického kolapsu, ktorý je dôsledkom národných nekrytých papierových peňazí.

Nekryté peniaze nemajú so slobodným trhom spoločné nič a privilégium frakčných rezerv navyše porušuje majetkové práva vkladateľov. Centrálna banka Islandu riadila úverovú expanziu, rozšírila monetárnu bázu a prevzala na seba úlohu explicitného veriteľa poslednej inštalácie. Centrálna bankovníctvo je tak jednou z posledných bástí vládneho plánovania a socializmu.