

# Working Papers Pracovní texty

Working Paper No. 11/2003

Bubliny na trzích aktiv jako důsledek aktivní  
monetární politiky

Josef Šíma  
David Lipka

**INSTITUT PRO EKONOMICKOU A EKOLOGICKOU POLITIKU**

**A**

**KATEDRA HOSPODÁŘSKÉ POLITIKY**

**VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE – FAKULTA NÁRODOHOSPODÁŘSKÁ**

Institut pro ekonomickou a ekologickou politiku  
Vysoká škola ekonomická v Praze – Fakulta národohospodářská  
Katedra hospodářské politiky

Pracovní text číslo 11

**Bubliny na trzích aktiv jako důsledek aktivní monetární politiky**

Josef Šíma  
David Lipka

## **Abstract**

This paper elaborates on the „Austrian” view of central bank activism. It provides an overview of the world-wide revival of empirical work of Austrian economists and documents on several historical events the destructive impacts of inflation on relative prices and capital structure of the economy. The second part of the paper identifies the seeds of asset price bubble in the Czech economy.

**JEL Classification:** E300, E310, E320

**Keywords:** Austrian Business Cycle Theory, asset inflation, central banking activism

V konečném důsledku to, co nazýváme monetární politikou, je fiskálním instrumentem, je to alternativní způsob financování vlády. Můžeme o ní hovořit jednoduše jako o dani, o které nebylo hlasováno. ...Stále častěji se [proto] hovoří o soukromých standardech hodnoty... Vzniká také otázka, zda by bylo možné mít peníze kryté komoditou, obzvláště kryté zlatem, které je soukromé v klasickém smyslu slova.

Jerry Jordan  
Prezident Federální rezervní banky Cleveland

Téměř jakákoli změna v množství peněz, ať již ovlivní cenovou hladinu nebo nikoli, musí mít vždy dopad na relativní ceny. A jelikož nemůže být jakýchkoli pochyb o tom, že to jsou právě relativní ceny, které určují rozsah a povahu výroby, téměř jakákoli změna množství peněz musí nutně také výrobu ovlivnit.

F. A. Hayek  
Nositel Nobelovy ceny za ekonomii

Měnová politika se dramaticky mění. Stále více lidí včetně centrálních bankéřů si začíná uvědomovat, že aktivismus v monetární politice nemá žádný pozitivní vliv na ekonomický rozvoj. Centrální banka nedokáže provádět ani anticyklickou politiku, ani opravovat monetární politikou chyby zbytku vlády.<sup>1</sup> Každý státní dluhopis, který se objeví v bilanci centrální banky, představuje uvalenou daň na držitele hotovosti z řad veřejnosti a prokazuje nade vše pochybnost, že centrální banka je pouhou odnoží státu – rafinovaným výběrčím daní. Z toho ovšem vyplývá další poznatek. Centrální banka sice nemůže svým aktivismem hospodářství přispět, ale může jej významně poškodit. Je-li monetární politika v konečném důsledku politikou fiskální, je zcela jistě část škody stejné povahy jako škoda vyvolaná obyčejným zdaněním. Naneštěstí to však není vše. Centrální banka je totiž producentem peněz. Produktu, který v peněžní ekonomice tvoří vždy polovinu každé směny; produktu, jehož kvalita je kriticky důležitá pro fungování tržní koordinace. Kde neexistuje tržní koordinace, nastupuje plýtvání zdroji. Je-li zdrojem problémů tržní koordinace relativně izolovaný faktor, jako je například mylná víra skupiny lidí v objevení nějakého přírodního zdroje, dojde k diskoordinaci a plýtvání v důsledku této podnikatelské *chyby*. Je-li ale zdrojem diskoordinace produkt prostupující všemi směnami – peníze –, nejedná se o pouhou chybu,

---

<sup>1</sup> Viz práce Jerryho Jordana a jejich populární shrnutí v Šíma, Josef (ed.): *Jerry Jordna – Změněná úloha centrálních bank v XXI. století*, Liberální institut, 1999.

ale *shluk* chyb, který se výrazně odrazí ve fungování celé ekonomiky. A zde jsme u jádra problému.

Ekonomové jsou si po desetiletí vědomi toho, že monetární aktivismus způsobuje mylné vnímání cen a mezd různými skupinami lidí, což se může odrazit v jejich chování na trhu práce.<sup>2</sup> V posledních letech si však stále větší množství autorů uvědomuje, že mnohem klíčovější poznání škodlivosti monetárních politik, plynoucí z aktivismu centrální banky, nabízí studium trhu kapitálu. Klíčovou kvalitou pohledu na ekonomiku „skrze kapitál“ je totiž zabudování času do ekonomických úvah. Místo homogenního „kapitálu“ tak najednou vidíme celou komplikovanou „kapitálovou strukturu“ ekonomiky a můžeme sledovat, jak a kde monetární aktivismus způsobuje na této kapitálové struktuře škody. Relativně snadno lze pak *ekonomicky pochopit* takové jevy, jako jsou bubliny na trzích aktiv, burzovní propady, hospodářské krize, a není třeba se uchýlovat ke spekulacím o jejich *psychologických* příčinách.<sup>3</sup>

Nedávné prudké poklesy burz, hospodářské a měnové krize na různých místech světa včetně Spojených států a „vzorových“ asijských ekonomik způsobily, že pozornost ekonomů se stále častěji obrací k teoriím, které se právě takovému pohledu na ekonomiku „skrze kapitál“ věnují. Je totiž stále zřejmější, že příčiny hospodářských problémů lze nalézt mnohem dříve před momentem, kdy se problémy projeví v plné síle – v dobách zdánlivé stability a prosperity.

V jedné z posledních studií ekonomů *Bank for International Settlements* se Barry Eichengreen a Kris Mitchener snaží vystavět paralelu mezi vývojem předcházejícím Velké depresi a krizemi na sklonku 20. století. Píší, že

nadměrná úvěrová expanze bank – jak centrálních tak komerčních – způsobila inflaci cen aktiv... Čím déle inflace cen aktiv probíhala, tím více byla poničena zásoba zdravých investičních projektů... O to větší byl také následný pokles. Úvěrová expanze v sobě nesla sémě následné krize. Pro politiku z toho vyplývá, že by se země měly vyvarovat takového měnového uspořádání, které umožní vytvoření výrazného rozdílu mezi tržní a přirozenou úrokovou mírou... a že by nemělo být bráněno

---

<sup>2</sup> Pro stručné shrnutí viz přednášku Miltona Friedmana při udělení Nobelovy ceny. Friedman, Milton: „Práce a nezaměstnanost“ v Jonáš, Jiří (ed.): *Nobelova cena za ekonomii*, Academia, 1993.

<sup>3</sup> Dějiny Spojených států amerických, které vydalo ve své populární řadě „dějiny států“ nakladatelství Lidové noviny, např. v kapitole nesoucí název „Bezvládní v ekonomice“ staví svůj výklad příčin největší krize 20. století na přelomu 20. a 30. let právě na těchto faktorech. Tvrdí, že „spekulační mánie živila konjunkturu“, „obchod... kvetl hnán... věčnou chamtivostí“, „prezident se snažil bezúspěšně omezit spekulaci“.

hospodářskému poklesu, aby mohly být z ekonomiky odstraněny neživotaschopné firmy a investiční projekty, čímž by se otevřela cesta pro trvalé ozdravení.<sup>4</sup>

Autoři dále identifikují změnu klimatu uvnitř ekonomie a tvrdí:

Mezi důsledky tohoto vývoje patří to, že došlo k oživení zájmu o práce Misesa, Hayeka, Robbinse a Rothbarda, kteří studovali úlohu úvěrové dynamiky v době cyklického vývoje hospodářství po 1. světové válce. ...Výsledkem byl, tehdy stejně jako v 90. letech 20. století, nárůst cen aktiv, zvyšující se spotřebitelská zadluženost, prudký nárůst investic a rostoucí ceny akcií, obzvláště firem v high-tech oborech. ...Situace vyústila v kolaps finančních trhů... a nejhorší makroekonomickou krizi, jakou moderní svět viděl. Charakteristika krize jako důsledek úvěrové expanze by měla být zdrojem poučení pro dnešní tvůrce politiky.<sup>5</sup>

Nárůst zájmu o analýzu změn struktury kapitálu<sup>6</sup> jako důsledku aktivní politiky centrální banky se odráží i v pracích historiků, což dokumentuje například popis příčin americké krize z pera u nás velmi známého Paula Johnsona.<sup>7</sup> V následujícím textu se pokusíme naznačit, jak a kde hledat na trhu aktiv v české ekonomice příznaky úvěrové expanze a jaké mohou být její důsledky. Teoretickým nástrojem k uchopení komplexních ekonomických jevů nám bude, stejně jako tomu je stále častěji i v případech ostatních ekonomů, teorie hospodářského cyklu, která je rozvíjena již téměř sto let<sup>8</sup> v pracích autorů rakouské školy. Práce autorů rakouské školy, jak známo, mají povětšinou podobu logické analýzy ekonomických fenoménů. Společenská realita je natolik komplexním jevem, že ke skutečnému poznání nevede pouhé pozorování této reality, ani její sebesložitější empirické zaznamenání. Pouze za použití (ekonomické) teorie jsme schopni realitu okolního světa uchopit a porozumět jí. Proto jsou možnosti ekonomie v tomto ohledu poměrně omezené. Jak vysvětluje Ludwig von Mises:

---

<sup>4</sup> Eichengreen, Barry and Mitchener, Kris: „The Great Depression as a credit boom gone wrong,“ BIS (Bank for International Settlements) Working Papers, No 137, September 2003, str. 8.

<sup>5</sup> Ibid., str. 51-52.

<sup>6</sup> Zajímavým příspěvkem k této diskusi je vytvoření „mrakodrapového indexu“ ekonomem Andrew Lawrencem, který ukazuje, že existuje závislost („nezdravá stoletá korelace“) mezi stavbou největších mrakodrapů a hospodářským cyklem. Ta ukazuje, že tyto stavby jsou dobrým indikátorem příchodu hospodářských krizí, neboť jsou důsledkem aktivismu centrálních bank a umělého zlevňování úvěrů. Viz Lawrence, Andrew, “The Skyscraper Index: Faulty Towers!” *Property Report*, Dresdner Kleinwort Benson Research, January 15, 1999. Viz také článek Marka Thorntona, který této závislosti dává ekonomické vysvětlení, jež je založeno na rakouském pohledu na hospodářský cyklus. Thornton, Mark: „Skyscrapers and Business Cycles,“ Mises Institute Working Paper, 2003.

<sup>7</sup> Viz Johnson, Paul: *A History of the American People*, Perennial, 1999.

<sup>8</sup> Mises, Ludwig von: *The Theory of Money and Credit*, Liberty Fund, 1981 [1912]. Nejnovější téměř 900 stránková práce, která ve světle nejnovějších teoretických sporů reformuluje Misesovy poznatky, je práce španělského autora de Soto, Jesús Huerta: *Money, Bank Credit, and Economic Cycles*, Ludwig von Mises Institute, 2003. Viz také Garrison, Roger W., *Time and Money: The Macroeconomics of Capital Structure*, Routledge, 2001 a česky Šíma, Josef: *Trh v čase a prostoru*, Liberální institut, 2000.

Ekonomie může předpovídat důsledky konkrétních opatření hospodářské politiky. Může poskytnout odpověď na otázku, zda je konkrétní politika schopna dosáhnout cíle, který si vytkla, a je-li odpověď záporná, dokáže říci, co se skutečně stane. Její předpověď je ovšem samozřejmě pouze „kvalitativní“. Nemůže být „kvantitativní“, jelikož mezi dotčenými faktory a důsledky neexistuje konstantní vztah. Praktická hodnota ekonomie spočívá v její takto omezené schopnosti předvídat výsledky konkrétních opatření.<sup>9</sup>

Navzdory této obecné charakteristice metodologického přístupu rakouských ekonomů nelze tvrdit, že by se vyhýbali práci s daty. Rakouská ekonomie byla vždy empiricky bohatou vědou, která pro ilustraci svých poznatků neváhala vstoupit do oblastí historie, práva či politických věd. Nejnovější snaha o systematický rozvoj analytického narativu vycházející od autorů z *George Mason University* je toho jen dalším dokladem.<sup>10</sup> Nicméně ani přímé použití matematických a statistických metod obzvláště při analýze hospodářských cyklů není neobvyklé.<sup>11</sup> V nejnovější učebnici profesora de Sota najdeme celou kapitolu s názvem „Some Empirical Testing of the Austrian Theory of the Business Cycle“<sup>12</sup>, která obsahuje shrnutí nejdůležitějších závěrů empirického zkoumání a reference na nejvýznamnější díla pokoušející se empiricky ukázat na vypovídací schopnost rakouské teorie hospodářského cyklu, ať již jsou analyzovány cykly v dávné minulosti či cykly doby nedávno minulé.

Do druhé kategorie patří práce Charlese Wainhouse „Empirical evidence for Hayek’s theory of economic fluctuations“.<sup>13</sup> Ten testoval základní tvrzení rakouské teorie: že změny množství úvěrů nezávisejí na změnách nabídky úspor; že změna nabídky úvěrů je inverzně korelovaná se změnou úrokových měr; že změny ve výši úvěrů vyvolávají změny ve výstupu producentů atd. Studie uzavírá, že

---

<sup>9</sup> Mises, Ludwig von: *The Ultimate Foundations of Economic Science: An Essay on Method*, D. Van Nostrand, 1962, str. 3.

<sup>10</sup> Viz např. Boettke, Peter; Coyne, Christopher a Leeson, Peter: „Man as Machine: The Plight of 20th Century Economics“, GMU Working Paper, WPE No. 03.05., 2003.

<sup>11</sup> Viz např. dnes již klasickou práci Murrayho Rothbarda o příčinách a důsledcích velké deprese Rothbard, Murray: *America’s Great Depression*, Sheed and Ward, Inc., 1975.

<sup>12</sup> de Soto, Jesús Huerta: *Money, Bank Credit, and Economic Cycles*, Ludwig von Mises Institute, 2003, str. 510-515.

<sup>13</sup> Wainhouse, Charles E. „Empirical evidence for Hayek’s theory of economic fluctuations“ v Siegel, Barry N. (ed.): *Money in Crisis*, Pacific Institute for Public Policy Research, 1984.

dle výsledků empirického výzkumu, ...jsme našli v časových řadách poválečného vývoje v USA významné důkazy, které podporují tvrzení rakouské teorie hospodářského cyklu.<sup>14</sup>

Empirickou analýzu hospodářského propadu v 90. letech a jejich rakouské vysvětlení provedl W. N. Butos, jenž ve své analýze poukázal na silnou úvěrovou expanzi v 80. letech, kterou lze činit odpovědnou za následnou krizi.<sup>15</sup> Stejně závěry o relevanci rakouského pojetí hospodářského cyklu pro porozumění sektorového dopadu předcházející úvěrové expanze lze najít v práci Arthura Hughese.<sup>16, 17</sup>

Přestože se v další části pokusíme poukázat na nebezpečí bubliny na trzích aktiv, neklademe si za cíl dát přesnou odpověď na otázku, kdy se trendy v cenách akcií otočí a bublina na trzích aktiv praskne. To, jak ukazuje poslední zkušenost, nedokáží ani ti, kteří predikční schopnost svých modelů považují za kritérium jejich pravdivosti. Zdá se naopak, že schopnost těchto ekonomů předvídat krize, je zdaleka nejhorší<sup>18</sup> a jen jako historickou kuriozitu můžeme připomenout predikci jednoho z nejprominentnějších ekonomů první třetiny 20. století profesora Irvinga Fishera, který 17. října, pár dnů před největším krachem burzy ve 20. století, tvrdil následující:

Akcie dosáhly úrovně, kterou lze považovat za trvale vysokou.<sup>19</sup>

Těžko pronést absurdnější tvrzení.

## **Kde hledat zdroj bubliny**

Rakouská teorie shledává, jak jsme již zmínili, zdroj hospodářské nestability v monetární (úvěrové) expanzi, u jejíhož zrodu stojí centrální banka a do níž se významně zapojují komerční banky fungující na částečném krytí depozit na viděnou. Monetární expanze je (až na výjimečné okamžiky) bohužel běžnou součástí našeho života. Podíváme-li se na jakýkoli ze standardních peněžních agregátů, zjistíme, že centrální banka a jí kontrolované komerční

---

<sup>14</sup> *Ibid.*, str. 64-65.

<sup>15</sup> Butos, W. N.: „The Recession and Austrian Business Cycle Theory: An Empirical Perspective“, *Critical Review*, sv. 7, č. 2-3, 1993. Viz také Garrison, Roger W.: „The Roaring Twenties and the Bullish Eighties: The Role of Government in Boom and Bust“, *Critical Review*, sv. 7, č. 2-3, 1993.

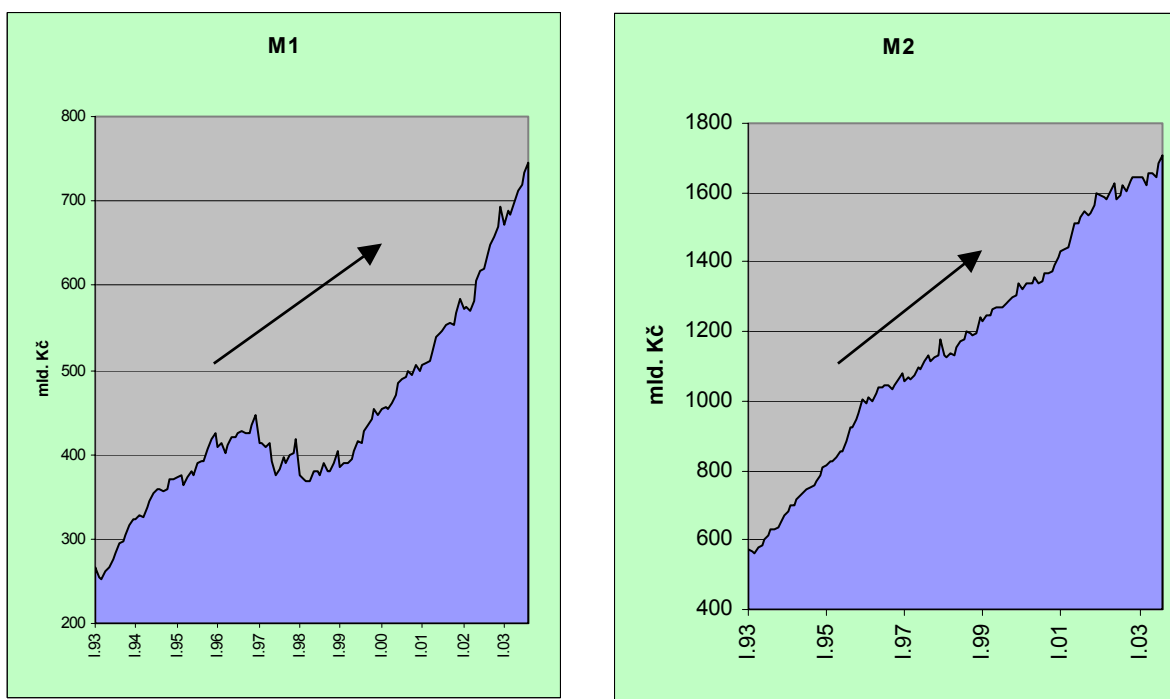
<sup>16</sup> Hughes, Arthur Middleton: „The Recession of 1990: An Austrian Explanation“, *The Review of Austrian Economics*, sv. 10, č. 1, 1997.

<sup>17</sup> Pokusem o hledání rakouského vysvětlení hospodářských problémů Velké Británie lze nalézt v Arthur, Terry: „The Economy: What the government should do – and why it won’t“, *Governance*, č. 119, 2003.

<sup>18</sup> Viz Thornton, Mark: *Who Predicted the Bubble? Who Predicted the Crash?*, Mises Institute Working Paper, 2003.

<sup>19</sup> Podle Anderson, Benjamin M.: *Economics and the Public Welfare*, Liberty Press, 1979, str. 210.

banky monetární expanzi provádějí (množství peněz se výrazně zvyšuje – za posledních 10 let se M1 zvýšilo o 280 % a M2 o 298 % – Zdroj ČNB).

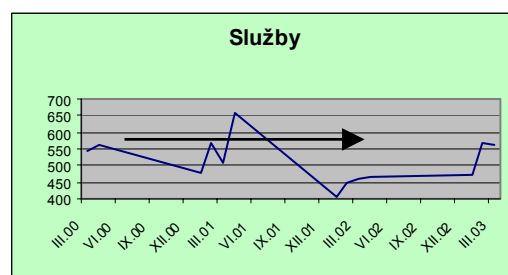
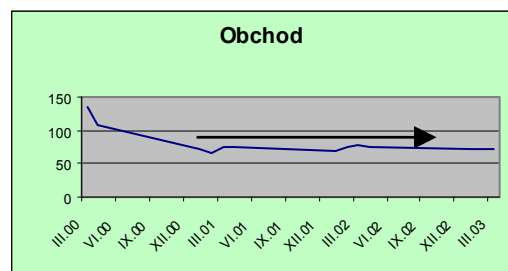
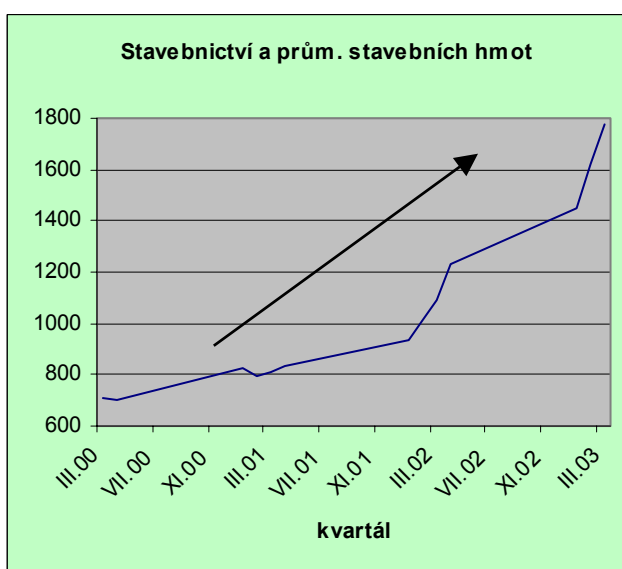


Neustálá monetární expanze způsobuje, jak upozorňuje F. A. Hayek v úvodním citátu našeho textu, neustálé „umělé“ změny relativních cen a odlišnou alokaci zdrojů v ekonomice. Umožňuje totiž části veřejnosti využít nově vytvořené likvidity k investicím, které by se jinak neuskutečnily, neboť za „přirozených“ podmínek by sejevily jako nedosažitelné. Byť se v nových podmínkách tak nejeví, nedosažitelné stále zůstávají. Firmy, jejichž činností je uskutečnění takovýchto investic, se najednou začnou jevit ziskovějšími, což by se na kapitálovém trhu mělo projevit v nárůstu ceny akcií těchto firem. Rakouská teorie tedy tvrdí, že firmy produkující kapitálové statky vzdálené konečné spotřebě budou v důsledku monetární expanze zažívat umělý boom, zatímco firem blíže finální spotřebě se tento umělý boom patrně vůbec nedotkne. Typicky tedy nastane situace, kdy budou výrazně růst ceny aktiv – akcií firem vzdálených spotřebě, poroste stavební výroba i ceny nemovitostí – zatímco ceny spotřebních statků se příliš měnit nebudou. Dojde k „inflaci aktiv“, ale CPI „inflaci“ nemusí vůbec zaznamenat. Takto měřená „inflace“ spotřebních statků se může dokonce přeměnit v „deflaci“,<sup>20</sup> tj. ceny spotřebních statků mohou klesat. Ten, kdo by se nechal zmýlit

<sup>20</sup> O typologii „deflace“ viz Šíma, Josef: „Deflace – definiční znak zdravé ekonomiky“, Finance a úvěr, 10/2002.

stabilitou spotřebitelských cen, může snadno hovořit o období stabilního růstu (či může dokonce vybízet k většímu aktivismu centrální banky, který by měl zabránit „deflaci“), aniž by si uvědomil, jak je ničena kapitálová struktura ekonomiky.<sup>21</sup> Lze takovýto vývoj pozorovat v české ekonomice? Dle nejnovějších údajů statistického úřadu například ceny stavebních pozemků stouply jen mezi lety 1998-2000 o 15,7 % (někde dokonce o 130 %)<sup>22</sup> a ceny domů za tutéž dobu o 48 %.<sup>23</sup> Jedná se o relevantní údaje, jež lze zobecnit pro celou ekonomiku?

Ve standardních tržních ekonomikách bychom se pro odpověď na otázku, je-li tento vývoj specifický pro ceny jednoho druhu aktiv, nebo zda skutečně ukazuje na bublinu na trzích aktiv, obrátili na burzu cenných papírů. V České republice sice můžeme učinit totéž, avšak vypovídací schopnost českého kapitálového trhu je, jak známo, omezená. Nicméně, podívejme se, co burza říká. Za poslední tři roky můžeme vidět nárůst indexu „stavebnictví a průmyslu stavebních hmot“ – typického sektoru vzdáleného konečné spotřebě – o 160 %, zatímco sektory blízké konečné spotřebě takový nárůst zdaleka nezaznamenaly (viz následující grafy: Zdroj: BCCP).



Stejný vývoj lze pozorovat i v ostatních odvětvích během posledního roku (výstup, který poskytuje Burza cenných papírů). Kromě stavebního průmyslu rostou ceny akcií firem

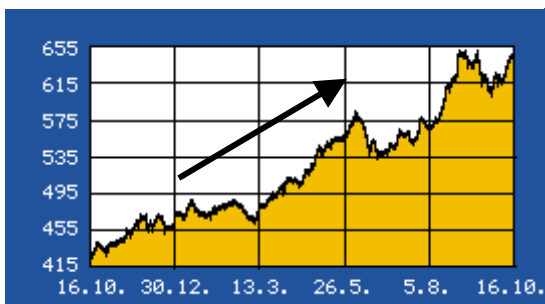
<sup>21</sup> Viz např. Sechrest, Larry J.: *Capital, Credit Expansions, and the Subsistence Fund*, Mises Institute Working Paper, 2002.

<sup>22</sup> „Indexy cen stavebních pozemků“, [www.csso.cz](http://www.csso.cz), tabulka 7.A. [20. října 2003]

<sup>23</sup> „PRŮMĚRNÉ CENY BYTŮ V ČR V LETECH 1998-2000 V ZÁVISLOSTI NA VELIKOSTI OBCÍ“, [www.csso.cz](http://www.csso.cz), [20. října 2003]

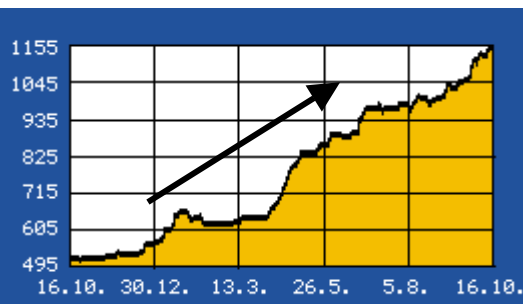
zabývajících se těžbou a zpracováním nerostných surovin, akcie chemických a farmaceutických firem, zatímco obchod a služby žádný systematický nárůst nezaznamenávají.

**Akciový index: PX 50**

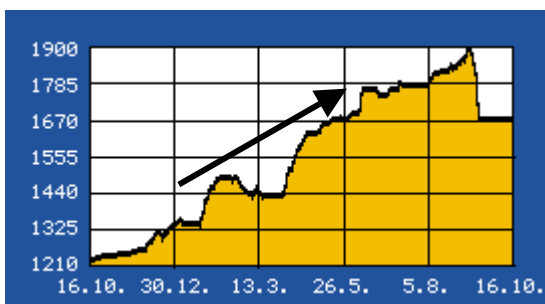


**Akciový index:**

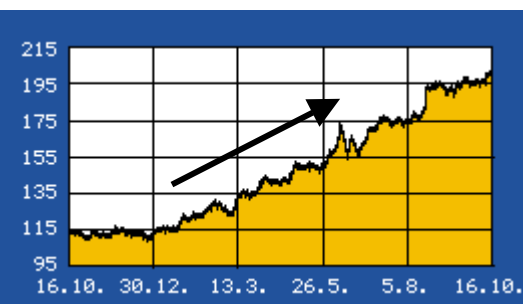
**Těžba, zpracování nerostů a rud**



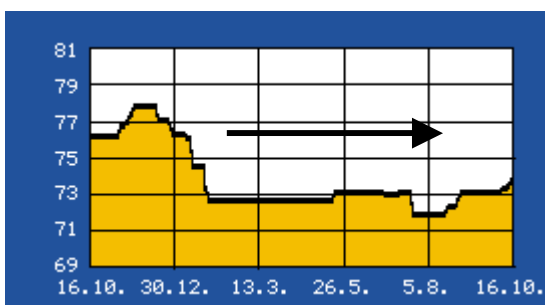
**Stavebnictví, stavební hmoty**



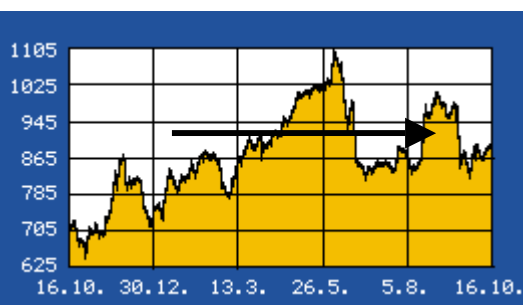
**Chemický, farmaceutický průmysl, guma**



**Obchod**



**Doprava a spoje**



Zdroj: BCPP

Při sektorovém pohledu vidíme tedy i na české burze přesně ten vývoj, který předpovídá rakouská teorie cyklu. Při měnové expanzi se jednotlivé sektory vyvíjejí odlišně. Odvětví vzdálená spotřebě zažívají prudký boom, zatímco odvětví blízko spotřeby žádný prudký nárůst nezaznamenávají. Zdroje ekonomiky jsou alokovány neudržitelným způsobem a tento „investiční omyl“ bude korigován v korekčním splasknutí bubliny, respektive v hospodářské

recesi, jež je ozdravnou fází centrální bankou vyvolaného hospodářského cyklu. Proto i na českém trhu nelze než souhlasit se závěry, které pozorují ekonomové v ostatních zemích.

Literatura o sektorových dopadech představuje nejslibnější důkazy ve prospěch rakouského přístupu k hospodářskému cyklu. Empirické důkazy proti neutralitě peněz při sektorovém pohledu jsou relativně silné a lze také pozorovat to, že měnové šoky mají větší reálné efekty na odvětví vyrábějící vysoce trvanlivé statky.<sup>24</sup>

---

<sup>24</sup> Cowen, Tyler: *Risk and Business Cycles: New and Old Austrian Perspectives*, Routledge, 1997, kap. 5, str. 13.

## Závěr

Rakouská teorie hospodářského cyklu nenabízí recept na poznání budoucnosti. Představuje pouze logické vysvětlení opakujících se hospodářských fluktuací, které mají svůj odraz v pohybech cen akcií na kapitálových trzích. Ukazuje, že aktivismus centrální banky není cestou k zajištění všeobecného blahobytu, nýbrž cestou k pokřivení relativních cen v ekonomice a následnému plýtvání. Empirická analýza dopadů úvěrové expanze naznačuje, že teoretické úvahy rakouských ekonomů si zachovávají platnost i v dobách téměř století vzdálených od první formulace této teorie. Stále platí závěry rakouských „klasiků“: „Kdyby nebylo elasticity bankovních úvěrů, která je často považována za velmi pozitivní, boom hodnoty akcií by nemohl trvat dlouhodobě. Kdyby nedocházelo k inflační tvorbě úvěrů, fondy dostupné k půjčování veřejnosti na nákupy akcií by se brzy vyčerpaly.“<sup>25</sup> Ovšem že ekonomické systémy se vyvíjejí. Jak řekl F. A. Hayek: „Nepochybuji o tom, že i dnes máme v jistém smyslu co do činění se stejným jevem, ovšem nadměrná expanze, přílišný nárůst zaměstnanosti v určitých zaměstnáních, se neomezuje na jedno, snadno definované odvětví, jako jsou například podniky v oblasti produkce kapitálových statků. Důsledky expanze se dnes rozptylují a její dopady je obtížnější přesně popsat.“<sup>26</sup> Je možné, že jsou dnes projevy úvěrové expanze více skryté. Přesto však existují. Česká republika zažívá symptomy bubliny na trzích aktiv. Úvěrová expanze tedy dříve či později přejde v korekční fázi hospodářského cyklu, která se projeví i na kapitálovém trhu a ostatních trzích aktiv. Kdy přesně k tomu dojde? Těžko říci. Je však jisté, že ten z podnikatelů, kdo tento okamžik určí nejlépe, vydělá, a tak za svůj přesný odhad budoucnosti bude odměněn.

---

<sup>25</sup> Machlup, Fritz: *The Stock Market, Credit and Capital Formation*, William Hodge, 1940, str. 92.

<sup>26</sup> Hayek, F. A.: *New Studies in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas*, University of Chicago Press, 1978, str. 212-213.

## Literatura

- Anderson, Benjamin M.: *Economics and the Public Welfare*, Liberty Press , 1979
- Arthur, Terry: „The Economy: What the government should do – and why it won't“, *Governance*, č. 119, 2003
- Boettke, Peter; Coyne, Christopher a Leeson, Peter: „Man as Machine: The Plight of 20th Century Economics“, GMU Working Paper, WPE No. 03.05., 2003
- Butos, W. N.: „The Recession and Austrian Business Cycle Theory: An Empirical Perspective“, *Critical Review*, sv. 7, č. 2-3, 1993. Viz také Garrison, Roger W.: „The Roaring Twenties and the Bullish Eighties: The Role of Government in Boom and Bust“, *Critical Review*, sv. 7, č. 2-3, 1993
- Cowen, Tyler: *Risk and Business Cycles: New and Old Austrian Perspectives*, Routledge, 1997
- de Soto, Jesús Huerta: *Money, Bank Credit, and Economic Cycles*, Ludwig von Mises Institute, 2003
- Eichengreen, Barry and Mitchener, Kris: „The Great Depression as a credit boom gone wrong“, BIS (Bank for International Settlements) Working Papers, No 137, September 2003
- Friedman, Milton: „Práce a nezaměstnanost“ v Jonáš, Jiří (ed.): *Nobelova cena za ekonomii*, Academia, 1993
- Garrison, Roger W.: *Time and Money: The Macroeconomics of Capital Structure*, Routledge, 2001
- Hayek, F. A.: *New Studies in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas*, University of Chicago Press, 1978
- Hughes, Arthur Middleton: „The Recession of 1990: An Austrian Explanation“, *The Review of Austrian Economics*, sv. 10, č. 1, 1997
- Lawrence, Andrew: „The Skyscraper Index: Faulty Towers!“ Property Report, Dresdner Kleinwort Benson Research, January 15, 1999
- Machlup, Fritz: *The Stock Market, Credit and Capital Formation*, William Hodge, 1940
- Mises, Ludwig von: *The Ultimate Foundations of Economic Science: An Essay on Method*, D. Van Nostrand, 1962
- Mises, Ludwig von: *The Theory of Money and Credit*, Liberty Fund, 1981 [1912]
- Rothbard, Murray: *America's Great Depression*, Sheed and Ward, Inc., 1975
- Sechrest, Larry J.: „Capital, Credit Expansions, and the Subsistence Fund“, Mises Institute Working Paper, 2002
- Šíma, Josef (ed.): *Jerry Jordna – Změněná úloha centrálních bank v XXI. století*, Liberální institut, 1999
- Šíma, Josef: „Deflace – definiční znak zdravé ekonomiky“, *Finance a úvěr*, 10/2002
- Šíma, Josef: *Trh v čase a prostoru*, Liberální institut, 2000
- Thornton, Mark: „Skyscrapers and Business Cycles“, Mises Institute Working Paper, 2003
- Thornton, Mark: „Who Predicted the Bubble? Who Predicted the Crash?“, Mises Institute Working Paper, 2003
- Tindall, George a Shi, David: *Dějiny Spojených států amerických*, Nakladatelství Lidové noviny, 1996
- Wainhouse, Charles E.: „Empirical evidence for Hayek's theory of economic fluctuations“ v Siegel, Barry N. (ed.): *Money in Crisis*, Pacific Institute for Public Policy Research, 1984

[www.csso.cz](http://www.csso.cz)

[www.pse.cz](http://www.pse.cz)