

Investičné bubliny a ich vplyv na vývoj ekonomík

5. časť

Japonská akciová a realitná bublina (1986 – 1991)

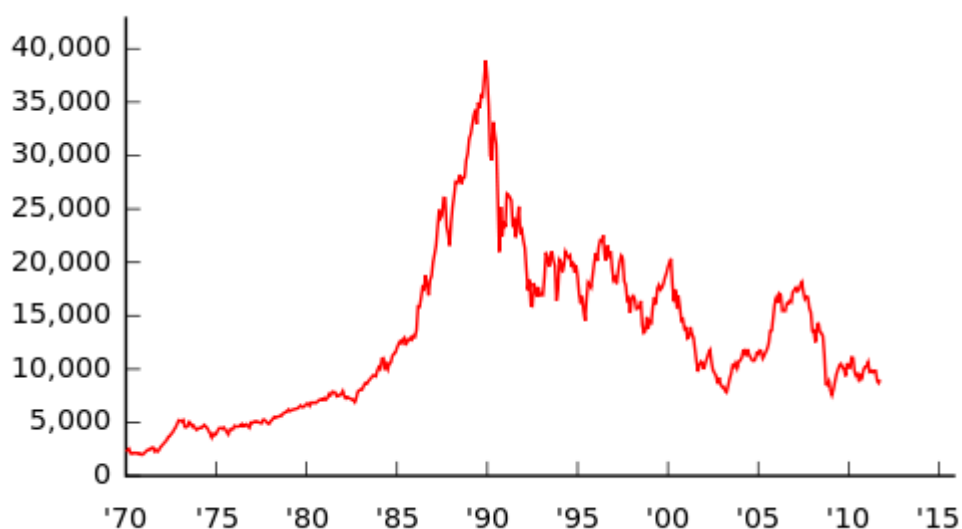
„Japonsko bolo v 80-tych rokoch „ekonomickým tigrom“, pričom jeho firmy sa vďaka kvalitnejším výrobkom, pokročilejším technológiám a vysokej produktivite práce úspešne presadzovali ako svetoví lídri vo viacerých odvetviach. Zvyšujúce sa príjmy z exportu a tradičná japonská šetrnosť však postupne viedli k veľkému nárastu úspor v ekonomike. To malo za následok znižovanie reálnych úrokových sadzieb a zlepšenie prístupu k úverom, čo motivovalo Japoncov k špekulácii a skupovaniu najrôznejších aktív, od akcií cez nehnuteľnosti až po umelecké diela. Vytvorila sa tak obrovská bublina, ktorá zasiahla niekoľko sektorov súčasne.“¹

Po splasnutí bubliny sa začalo obdobie „stratenej dekády“ (*lost decade*).² Počas tohto obdobia od roku 1991 až po rok 2000 nastala stagnácia rastu japonskej ekonomiky, dlhodobá deflácia, vznik „zombie podnikov“ a zvyšovanie zadĺženia krajiny. Splasnutie tejto bubliny bolo až tak deformujúce, že ceny akcií a nehnuteľností sú v súčasnosti (marec 2012) stále hlboko pod ich maximálnymi hodnotami dosiahnutými začiatkom 90-tych rokov. Za posledné dve desaťročia posilnil japonský jen voči americkému doláru o vyše 100 % (Graf č. 6) a sedemnásobne sa zvýšil prebytok bežného účtu platobnej bilancie.

¹ BALÁŽ, M.: *Japonská kríza a jej podobnosť s dneškom*. [cit. 2011-11-23]. Dostupné na internete: <<http://ako-investovat.sk/index.php/trhy/91-makroekonomika/136-japonska-kriza-a-jej-podobnost-s-dneskom>>

² HAYASHI, F. – PRESCOTT, E.: *The 1990s in Japan: A Lost Decade*. Dostupné na internete: <http://fhayashi.fc2web.com/Prescott1/Postscript_2003/hayashi-prescott.pdf> s. 3

Graf č. 6: Vývoj hodnoty japonského indexu Nikkei 225 (1970 –



2011)

Zdroj: [http://en.wikipedia.org/wiki/File:Nikkei_225\(1970-\).svg](http://en.wikipedia.org/wiki/File:Nikkei_225(1970-).svg)

Príčiny vzniku

Medzi hlavné príčiny, ktoré významne prispeli k vzniku bubliny v druhej polovici 80-tych rokov, boli zaradené nasledovné faktory: vysoká miera úspor, deregulácia finančného trhu a uvoľnená monetárna politika.

a) Vysoká miera úspor

Jedným z dôvodov prečo Japonci toľko šetria je ich kultúra, ale taktiež aj dôvod, že v Japonsku až do začiatku 70-tych rokov neexistoval žiaden dôchodkový systém. Veľké množstvo nahromadených peňažných prostriedkov v bankách spôsobilo, že sa úvery stali ľahko dostupnými. Japonsko malo vysoký prebytok obchodnej bilancie, čo podporovalo apreciaciu japonského jenu voči ostatným menám (Graf č. 7). Japonský jen aprecioval voči americkému doláru aj z dôvodu záväzku krajín G5 intervenovať na devízovom trhu, ktoré vyplývali z dohody *Plaza Accord*.³ Tieto dobré podmienky umožnili japonským spoločnostiam investovať do kapitálových zdrojov oveľa viac ako ich zahraničným konkurentom. Nové investície znížili cenu japonských výrobkov a podporili ďalšie zvýšenie prebytku obchodnej bilancie. Posilňujúci jen tak pomohol zatriť japonské aktíva pre zahraničných investorov.

³ Hodnota amerického dolára bola v záujme vyriešenia problémov s obchodným deficitom USA dohodou znížená voči západonemeckej marke a voči japonskému jenu. Táto dohoda sa nazýva *Plaza Accord*, pretože sa uskutočnila v hoteli Plaza v New Yorku 2. septembra 1985 medzi krajinami G5.

Graf č. 7: Vývoj kurzu japonského jenu voči americkému doláru (1970 – 2011)



Zdroj: [http://en.wikipedia.org/wiki/File:JPY_Nominal_Effective_Exchange_Rates_\(1970-\).svg](http://en.wikipedia.org/wiki/File:JPY_Nominal_Effective_Exchange_Rates_(1970-).svg)

b) Deregulácia finančného trhu

K silnému rastu počas 80-tych rokov prispela taktiež deregulácia finančného trhu koncom 70-tych rokov, ktorá zreformovala dlhopisový, devízový a kapitálový trh. Tieto reformy zlacnili získavanie kapitálu pre japonské spoločnosti najmä zo zahraničného dlhopisového trhu. Sporiteľom bolo umožnené investovať na kapitálových trhoch, čo znížilo dominantnú pozíciu bánk vo finančnom systéme. Silná konkurencia a pokles ziskových marží prinútili banky hľadať alternatívne zdroje podnikania a zvýšiť ich rizikový profil – agresívnym investovaním na trhu s nehnuteľnosťami, zvýšením poskytovania úverov spotrebiteľom, malým a stredne veľkým podnikom a nákupom akcií. Toto obdobie sa vyznačovalo vysokým ekonomickým rastom a nízkou infláciou, ktorá podporovala prudký rast cien aktív – najmä nehnuteľností a akcií. Banky požičiavali na základe kolaterálu namiesto cash-flow. Ceny nehnuteľností astronomicky rástli a všeobecne prevládal názor, že ceny nehnuteľností a pôdy nikdy nebudú klesať. Banky preto bez rozdielu požičiavali realitnému a stavebnému sektoru.

Na kapitálovom trhu fungoval systém *keiretsu*, ktorý znamenal, že japonské banky a veľké korporácie boli navzájom majetkovo prepojené prostredníctvom vlastníctva akcií. V japonskom bankovom sektore dominovalo šesť veľkých *keiretsu*. Pri náraste cien akcií sa zvýšil kapitál bánk a umožnil im poskytovať viac úverov. Počas 80-tych rokov sa objem poskytnutých

úverov pre realitný a stavebný sektor takmer zdvojnásobil, pre finančný sektor sa strojnásobil a pre výrobný sektor sa znížil o vyše polovicu.⁴

c) *Uvoľnená monetárna politika*

V 80-tych rokoch začala japonská centrálna banka Bank of Japan s uvoľnenou monetárnou politikou. V tom čase sa japonská ekonomika stala tak silnou, že bola vážnym konkurentom Spojených štátov amerických v pozícii technologickej a ekonomickej supervel'moci.

Vzhľadom na vysoký podiel peňazí v bankovom systéme boli tieto prostriedky využívané na investície a špekulácie najmä na tokijskej burze cenných papierov a na japonskom trhu s nehnuteľnosťami. Japonská centrálna banka aj napriek varovným signálom pokračovala v politike lacných peňazí ponechaním nízkych úrokových sadzieb, ktoré zdôvodňovala nízkou mierou inflácie. Nízka úroková miera a vysoký podiel úspor viedli k veľkým investíciám do akcií a nehnuteľností, ktorých ceny prudko rástli. Ceny nehnuteľností v Tokiu vzrástli za päťročné obdobie (1986 – 1991) takmer päťnásobne. Špekulačná bublina bola posilnená aj správaním bánk, ktoré poskytovali vysoko-rizikové úvery na investície do finančných aktív s tým, že na ručenie boli využívané najmä nehnuteľnosti. Bublina dosiahla až takých rozmerov, že trhová kapitalizácia japonských firiem dosiahla 4 bilióny dolárov, čo bol 1,5-násobok trhovej kapitalizácie firiem v USA. Na trhu nehnuteľností bol ešte väčší nepomer, keď pozemok cisárskeho paláca v centre Tokia o výmere 3,4 km² bol ohodnotený vyššou cenou ako všetka pôda amerického štátu Kalifornia.

Najvyššie ceny nehnuteľností boli vo finančnej štvrti Ginza v Tokiu v roku 1989, kde sa niektoré nehnuteľnosti predávali za vyše 200 000 dolárov za meter štvorcový. Ceny boli len o niečo málo nižšie v ostatných finančných štvrtiach Tokia.

Spľasnutie bubliny

Spľasnutie bubliny nastalo po tom, čo Japonská centrálna banka začala prudko zvyšovať diskontné sadzby z úrovne 2,5 % na 6 %.⁵ To viedlo k útlmu ekonomiky a prudkému pádu cien nehnuteľností a akcií. Japonsko prišlo o niekoľko desiatok biliónov dolárov trhovej hodnoty jej aktív kombináciou krachu tokijskej burzy a trhu nehnuteľností. Veľké problémy mali japonské banky, v ktorých boli hlavnou zábezpekou znehodnotené nehnuteľnosti. Straty japonských bánk

⁴ LIM MAH HUI, M.: *Japan's lost decade and the present financial crisis*. [cit. 2012-03-09]. Dostupné na internete: <<http://www.twinside.org.sg/title2/resurgence/217-218/cover10.doc>> s. 2

⁵ *Official Discount Rates (2) from September 1, 1969, through July 24, 1972*. [cit. 2011-12-01]. Dostupné na internete: <<http://www.boj.or.jp/en/statistics/boj/other/discount/cdab0050.csv>>

dosiahli stovky miliárd dolárov a museli byť zachraňované štátom. Celé nasledovné desaťročie bolo v znamení hospodárskej stagnácie a deflácie. Na začiatku 90-tych rokov mali problémy aj ostatné rozvinuté ekonomiky, avšak japonská ekonomika sa nespamätala ani po príchode celosvetového rozmachu v polovici deväťdesiatych rokov. V roku 2004 klesli ceny niektorých komerčných nehnuteľností v porovnaní s rokom 1991 až o vyše 90 %. Ostatné, najmä rezidenčné nehnuteľnosti,

sa predávali v roku 2004 za približne jednu štvrtinu ceny z roku 1991.⁶ Bolo to až v roku 2007, keď začali ceny japonských nehnuteľností opäť stúpať. Avšak s nástupom krízy na jeseň roku 2008 pokračovali v dlhoročnom trende poklesu cien.

Japonská ekonomika bola silne poznačená splasnutím bubliny aj z dôvodu, že bola založená na vysokom podiele reinvestícií.

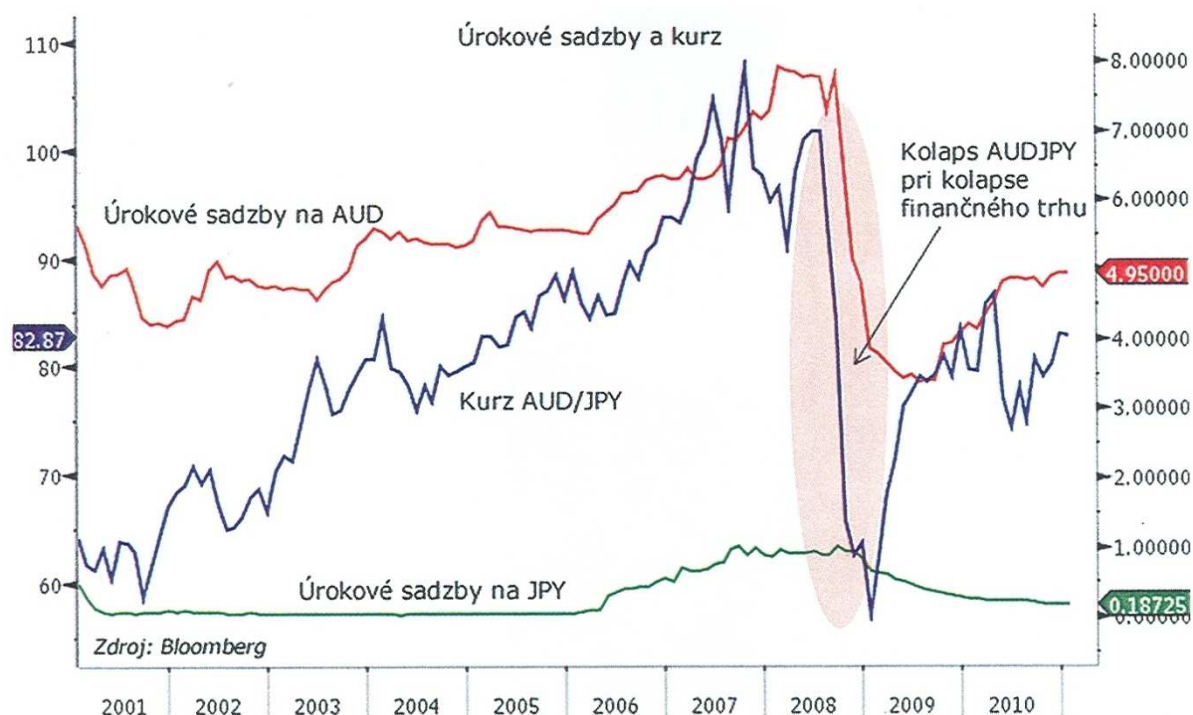
Investície opúšťali krajinu a výrobcovia stratili časť svojej technologickej konkurencieschopnosti. Japonské výrobky sa stali v zahraničí menej konkurencieschopnými a nízka domáca spotreba spôsobili vznik deflačnej špirály. Japonská centrálna banka postupne od roku 1990 znižovala diskontnú sadzbu z úrovne 6 % až na 0,1 %, ktorú zaviedla v septembri 2001.⁷ Diskontné sadzby blízke nule pretrvali až do súčasnosti (marec 2012) a boli hlavným dôvodom vzniku *carry trade*.⁸ Japonský jen bol v tomto prípade nízko-úročenou menou, za ktorú si investori vypožičiavali peniaze a tieto peniaze následne investovali do vysoko-úročenej meny, ktorou bol okrem iných aj austrálsky dolár. Táto investičná stratégia fungovala od roku 2001 až po pád investičnej banky Lehman Brothers v septembri 2008, ktorá spustila finančnú krízu a následne hospodársku a dlhovú krízu. Carry trade s japonským jenom využívali na financovanie svojich aktivít v iných menách najmä krajiny BRIC, rozvojové trhy (*emerging markets*) a krajiny bohaté na nerastné suroviny.

⁶ SHAPIRA, P. – MASSER, I. – EDGINTON, D.: *Planning for Cities and regions in Japan*. 1995. s. 96

⁷ *Central Bank Discount Rates: Japan (from the Bank of Japan)*. [cit. 2012-03-20]. Dostupné na internete: <<http://www.economagic.com/em-cgi/data.exe/bjap/ehdis01>>

⁸ Carry trade nastáva vtedy, keď si investori požičiavajú peniaze za veľmi nízke úroky v jednej mene a tieto peniaze následne presunú do meny s vyššími úrokovými sadzbami. Investori nesú riziko v prípade nepriaznivého vývoja devízového kurzu. Toto riziko je možné znížiť využitím zabezpečovacích (hedgingových) nástrojov.

Graf č. 8: Vývoj úrokových sadzieb a kurzu austrálskeho dolára a japonského jenu (2001 – 2010)



Zdroj: Demjan, V. – Ižip, R. – Moravčík, M.: *Pravda a mýty o forexe*. 2011. s. 103

Po spľasnutí bubliny na trhu s akciami a nehnuteľnosťami mal pokles cien týchto aktív dvojaký efekt na banky. Pokles cien akcií, ktoré banky držali, znížil ich kapitál, čo ich prinútilo poskytovať menej úverov. Zároveň pokles cien nehnuteľností znížil hodnotu kolaterálu už poskytnutých bankových úverov, čo zapríčinilo zvýšenie počtu zlyhaných úverov (*non-performing loans*), ktoré vyžadovali odpis hodnoty úveru.

Počet zlyhaných úverov sa neustále zvyšoval a postupne nabral obrovské rozmery. Avšak, japonskí regulátori zo začiatku ignorovali túto rapídne sa zhoršujúcu situáciu bánk a ostatných veriteľov, ktorých nechali napospas osudu bez akejkoľvek pomoci. Viacerí ekonómovia vyčítali Bank of Japan, že udržiavala reštriktívnu monetárnu politiku príliš dlho, čím významne prispela ku vzniku deflácie počas 90-tych rokov.

So začiatkom uvoľňovania monetárnej politiky začala Bank of Japan v júli 1991 – 19 mesiacov po spľasnutí bubliny – znížením diskontnej sadzby o 50 bázičných bodov na 5,5 %. Do roku 1995 postupne znížila diskontnú sadzbu na 0,5 %. V tom čase začali japonské banky s odpisovaním svojich zlyhaných pohľadávok. Vládna finančná pomoc (*bailout*) prišla až v roku 1999, keď bola založená spoločnosť „Resolution and Collection Corporation“, ktorej úlohou bolo vysporiadať sa s týmito pohľadávkami. Táto vládna pomoc nepomohla obnoviť ekonomický rast, pretože tieto prostriedky boli použité na udržanie fungovania „zombie“ spoločností. „Zombie“

spoločnosti boli také spoločnosti, ktoré boli príliš veľké a dôležité na to, aby ich vláda nechala padnúť (*too big to fail*), pretože ich bankrot by znamenal enormné zvýšenie nezamestnanosti.

Koncom 90-tych rokov už japonská vláda naliala do finančného systému 100 biliónov jenov (okolo 1 bilióna USD), ktoré však nepomohli druhej najväčšej ekonomike sveta zotaviť sa. Naopak, boli príčinou zvýšenia deficitu a štátneho dlhu, ktorý v roku 2010 dosiahol podľa odhadov MMF 220 % HDP, čím sa Japonsko stalo najzadlženejšou krajinou sveta.⁹ V roku 2000 tvorili vládne výdavky až 37 % HDP. Od vrcholu bubliny koncom roku 1989 prešlo desať rokov a táto dlhodobá stagnácia japonskej ekonomiky dostala názov „stratená dekáda“ (*lost decade*). Počas tejto deflačnej dekády stratili spotrebitelia dôveru v oživenie ekonomiky a radšej držali svoje úspory, ako by ich využívali na spotrebu, pretože v budúcnosti očakávali pokles cien. Ročný rast HDP bol počas tejto dekády v priemere okolo 1 %.¹⁰

Ďalšou z príčin stagnácie rastu japonskej ekonomiky bolo zníženie produktivity výrobných faktorov, ktoré nastali najmä v dôsledku štátnych zásahov napríklad vo forme protekcionizmu, nepružnosti pracovného trhu a ponuky lacného kapitálu. Kvôli zníženiu dopytu zaviedli japonské podniky skrátenie pracovného týždňa.

Miera nezamestnanosti od splasnutia bubliny síce neustále rástla, ale jej maximálna hodnota dosiahla len 5,5 %. Táto hodnota nedosahovala v porovnaní s inými krajinami počas krízového obdobia deflácie kritické hodnoty.

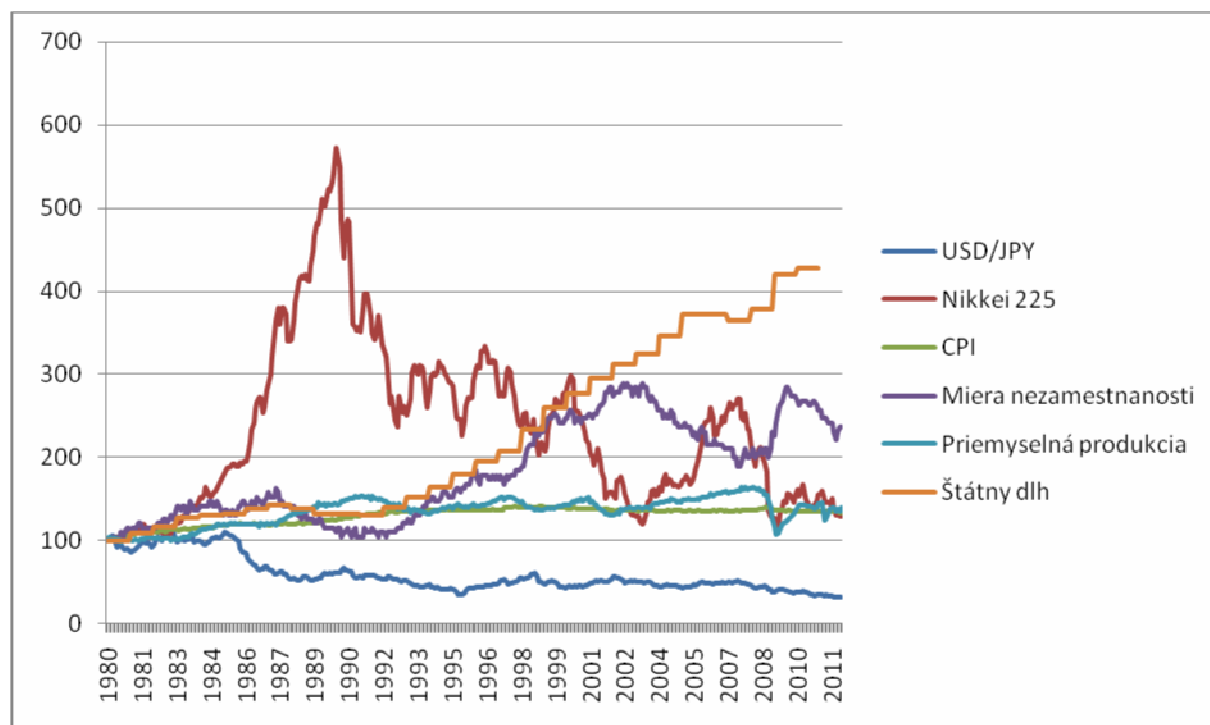
Významným ukazovateľom vývoja hospodárstva je akciový trh krajiny. Ako je možné vidieť na nasledovnom grafe, takmer parabolický rast počas 80-tych rokov vystriedal postupný dlhodobý pokles. Niekoľkoročný nárast, ktorý začal v apríli 2003 oživením svetovej ekonomiky, trval až do júna 2007, keď sa začali prejavovať prvé príznaky vzniku hypotekárnej krízy. Japonský akciový index Nikkei 225 dosiahol 10. marca 2009 hodnotu 7054,98 bodov, ktorá bola najnižšou za ostatných 27 rokov. Od vrcholu bubliny pred takmer 20 rokov poklesol tento index o 81,9 %.¹¹

⁹Japan public debt. [cit. 2012-03-19]. Dostupné na internete: <http://www.indexmundi.com/japan/public_debt.html>

¹⁰Japan GDP growth rate. [cit. 2012-03-19]. Dostupné na internete: <<http://www.tradingeconomics.com/japan/gdp-growth>>

¹¹Yahoo! Finance: NIKKEI 225. [cit. 2012-03-23]. Dostupné na internete: <<http://finance.yahoo.com/q?s=%5EN225>>

Graf č. 9: Vývoj vybraných ekonomických ukazovateľov Japonska (1980 – 2011)



Zdroj: vlastné spracovanie podľa údajov Federal Reserve Economic Data

Pokračovanie