

Globálny vývoj ekonomiky a trendy na finančných trhoch

Global Economy Development and Financial Market Trends

Miloš Bikár, Anna Polednáková

Abstract:

Purpose of the article: Over the past couple of months, the global economy went through a cascade of financial shocks that threw many economies. The economic damage has been extensive, with few countries spared – even those far from the source of the turmoil. As prospects for both global growth and inflation moderated over the period, bond yields declined in major developed countries. Prices of many commodities reached a plateau or even fell, lowering the near-term inflation outlook. Investors continued to expect strong growth in emerging economies, but cut back their growth expectations for the United States and Europe. The growth outlook for other major advanced economies remained subdued. The purpose of this article is to analyse the global economy development in both emerging and advanced economies, as well as financial market trends and their predictions in the light of international financial imbalances. Addressing overindebtedness, private as well as public, is the key to building a solid foundation for high, balanced real growth and a stable financial system.

Methodology/methods: The methods of analyses and synthesis have been used to enable to judge the complexity of objects from more angles and to formulate the conclusions of the analytical part. Empirical methods had enabled us to gain an overview about turnaround financial management applied during volatile times in the selected economies and financial and non-financial institutions.

Scientific aim: The main scientific aim is to conduct the analyses of the theoretical assumptions leading up to changing trends in the development of the global economy, as well as analyses of factors, economical indicators, financial risks and their predictions, in connection with the financial markets and selected economies development based on own elaborated knowledge's from research field.

Findings: In many economies, high debt levels still burden households as well as financial and non-financial institutions, and the consolidation of fiscal accounts has barely started. International financial imbalances are re-emerging. Highly accommodative monetary policies are fast becoming a threat to price stability. Financial reforms have yet to be completed and fully implemented. And the data frameworks that should serve as an early warning system for financial stress remain underdeveloped.

Conclusions: Interrelated imbalances made pre-crisis growth in several advanced countries unsustainable. Rapidly increasing debt and asset prices resulted in bloated housing and financial sectors. The boom also masked serious longterm fiscal vulnerabilities that, if left unchecked, could trigger the next crisis. The lessons of the crisis apply to emerging market economies, too. And those where debt is fuelling huge gains in property prices and consumption are running the risk of building up the imbalances that now plague the advanced economies.

Keywords: Global economy, public debts, market imbalances, financial risks, monetary policy.

JEL Classification: E6, E44, G1

Úvod

Globálny vývoj ekonomiky zaznamenal v posledných mesiacoch po pozitívnom vývoji v roku 2010 a prvom polroku 2011 opäťovne klesajúci trend. V krajinách emerging markets sme pozorovali solídny ekonomický rast, v rozvinutých krajinách došlo k zotaveniu ekonomík vplyvom rastúceho dopytu na medzinárodných trhoch. Od júla 2011 však finančné trhy zazvonili na poplach. Dôvodom je reálny stav svetovej ekonomiky, ktorá stále čelí obrovským výzvam, akými sú nahromadené dlhy, trhové nerovnováhy, extrémne nízke úrokové sadzby, neukončené reformy regulácií a finančné štatistiky, stále príliš slabé, aby eliminovali riziko stresových scenárov.

Následkom finančnej krízy a podporným balíčkom vlád sa ešte viac zvýšili výšky verejných dlhov, ktoré už predtým vykazovali nelichotivé rastúce tendencie, a dlhy súkromného sektora sú stále príliš vysoké. Výsledkom toho je situácia, v ktorej vlády, či obyvateľstvo stratili manévrovací priestor. Všetky finančné krízy, predovšetkým tie, ktoré boli hnané úverovou expanziou a následným rastom cien nehnuteľností, zanechávajú dlhodobú záťaž. Svet však musí nájsť cestu a ekonomické nástroje, ako tieto hrozby zdolať. Čím skôr rozvinuté krajiny zastavia snahy o ekonomický rast postavený na zvyšujúcich sa dlhoch, tým skôr sa zbavia destabilizujúcich dlhov, ktoré sa naakumulovali v posledných desiatich rokoch, a obrátia trend smerom k zdravému ekonomickému rastu. Nastal čas konsolidácie verejných a súkromných výdavkov.

Prebiehajúca globálna integrácia finančných trhov a finančných systémov prináša v dlhodobom horizonte hmatateľné ekonomické benefity. Avšak tento profit je spojený s rizikom a vyžaduje adekvátny manažment (Bassanini, Reviglio, 2011). Agregovaná ponuka a dopyt sa v globálnom merítku vyrovnávajú pomerne rýchlo. Bežné účty platobných bilancií počas krízy klesali, v čase oživenia ekonomík zaznamenali rast, avšak hroziaca recesia situáciu mení. Na úrovni individuálnych ekonomík je domáci dopyt niekde príliš silný, inde slabý, čo vytvára tlak na zavedenie ochranných opatrení. Koordinácia medzinárodného obchodu a medzinárodná spolupráca je preto viac ako žiadúca.

Zvýšená volatilita pohybov medzinárodného kapitálu ovplyvňuje ceny aktív, úrokové sadzby a rovnako ceny tovarov a služieb v jednotlivých krajinách. Tento efekt spôsobil v niektorých krajinách neúmerne úverový rast aj napriek chýbajúcim domácim úsporám. Výsledkom toho bol v posledných dvoch rokoch zaznamenaný neželaný inflačný rast, ktorý prinútil správcov menovej politiky upravovať základné úrokové sadzby smerom nahor.

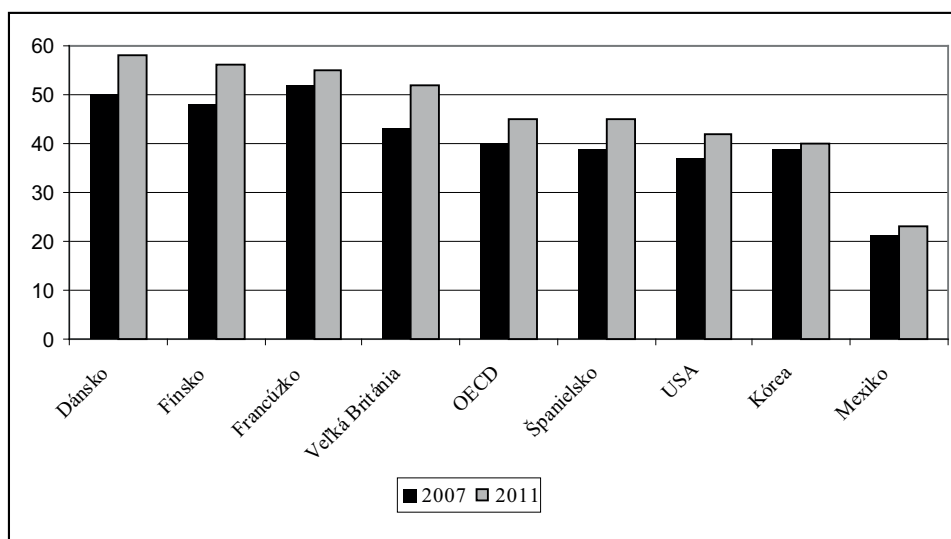
Čiastočný progres sa dosiahol v oblasti finančnej regulácie. Medzinárodná dohoda viedla k zvýšenej kapitálovej primeranosti bánk a novým pravidlám na riadenie likvidity. Otvorenou otázkou je nastolenie režimov, ktoré zabezpečia stabilitu rozhodujúcich bankových domov pri prípadných ďalších krízach či šokoch. Investori a finančné inštitúcie musia pochopiť zmeny v reguláciách a prispôsobiť tomu svoje myslenie a správanie s cieľom eliminovať možné systematické riziká (Cecchetti, King, Yetman, 2011). V nespolednom rade je tiež dôležité správne monitorovanie finančných trhov, presnosť informácií a následne aktivít vedúcich k predikcii negatívnych trendov a adekvátnej reakcii subjektov trhu.

1. Konsolidácia verejných financií

Významný vplyv vo vývoji národných ekonomík zohrávajú lokálne vlády, najmä ich ekonomická politika, rozpočtové hospodárenie a manažment dlhu. Realizované fiškálne zmeny sprevádzané kritikou zo strany obyvateľstva a podnikateľského sektora vedú k snahe nastolenia ekonomickej rovnováhy, predovšetkým v oblasti vládnych výdavkov a príjmov. Mnohé krajiny spustili ozdravný program konsolidácie verejného dlhu prostredníctvom balíčkov úsporných opatrení. Z krátkodobého hľadiska je redukcia vládnych výdavkov kombinovaná zvyšovaním daňových príjmov. V strednodobom horizonte sa budú musieť vlády zamyslieť nad efektívnosťou vládneho sektora a jeho reformách.

Posledne zverejnené údaje zo strany OECD však hovoria o náraste priemernej vládnej spotreby v krajinách OECD na úrovni 45 % meranej z HDP v roku 2011, čo je nárast oproti 40 %-ám dosiahnutým v predkrízovom období v roku 2007 (obr. 1). Najnovšie predikcie OECD hovoria o potrebe redukcie dlhov na úrovni 4 % potenciálneho HDP do roku 2026, len aby sa stabilizoval ukazovateľ pomeru dlhov k HDP. Navyše je potrebná ďalšia úspora vo výške 3 % v nadchádzajúcich 15 rokoch z dôvodu zvýšených výdavkov kvôli stárnutiu obyvateľstva a potrebe vyplácať dôchodky. Konsolidácia verejných financií nie je priamo závislá na veľkosti vládnych výdavkov. Niektoré krajiny so silnými fiškálnymi príjmami sa ponaučili z predchádzajúcich kríz a prijali potrebné reformy načas, iné však majú túto ťažkú úlohu pred sebou.

Zaujímavou je oblasť outsourcingu vybraných vládnych služieb na neziskové a súkromné spoločnosti. Úroveň outsourcingu sa v krajinách OECD zvýšila v poslednej dekáde o 15 % a dosiahla 10 % z HDP. Uvedený trend poukazuje na snahy vlád



Obr. 1 Všeobecné výdavky vlády ako % z HDP. Zdroj: OECD, National Accounts Statistics, 2011.

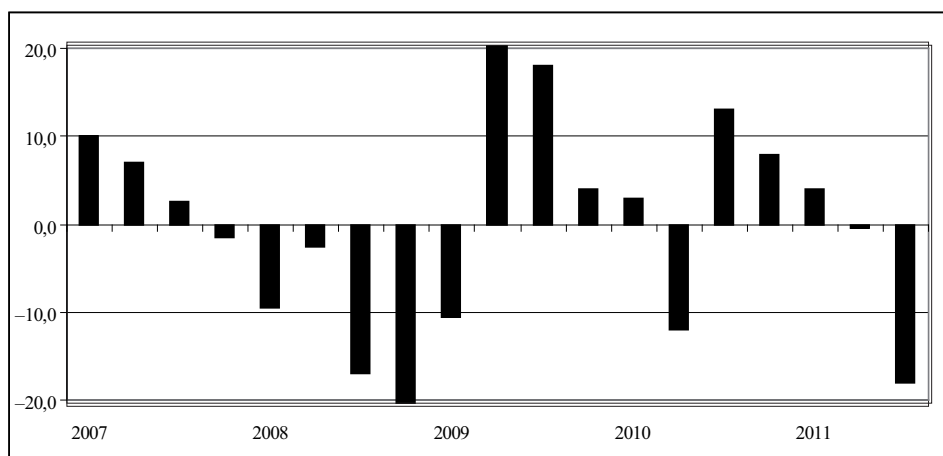
o hľadanie potenciálnych úspor a zvyšovanie efektivity riadenia štátu

2. Vývoj na finančných trhoch

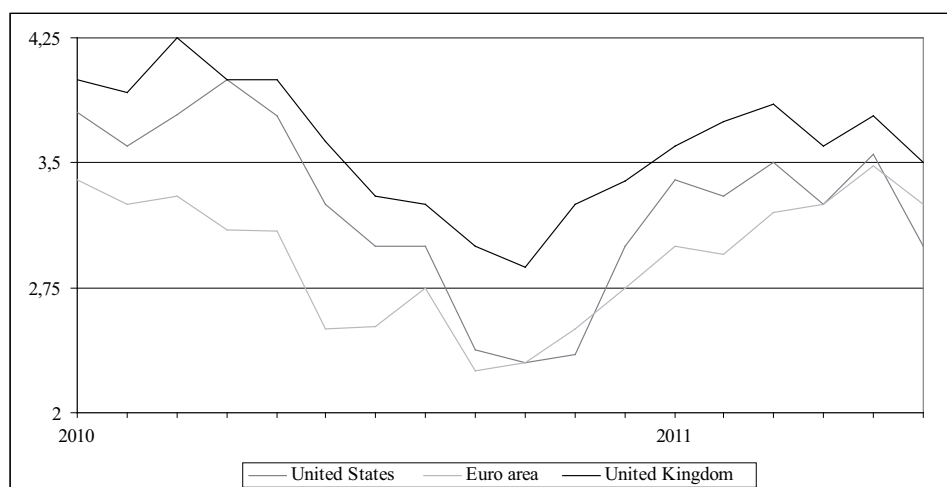
Vývoj na finančných trhoch bol poznamenaný viacerými udalosťami, akými boli napríklad zemetrasenie a tsunami v Japonsku v marci 2011, bezpečnosť jadrových elektrární a snahy o ich čiastočné odstavenie, dlhové problémy viacerých krajín Európy, špeciálne Grécka, zníženie ratingu USA či narastajúce obavy z inflácie. Vplyvom týchto udalostí došlo k zvýšeniu neistoty investorov o budúci vývoj, sprevádzané

né poklesom viacerých akciových titulov a indexov (obr. 2).

Obdobný klesajúci trend bol zaznamenaný na poli výnosov dlhodobých vládnych dlhopisov (obr. 3). Riziko nechopnosti splácať nahromadené vládne dlhy sa zvýšilo po ohlásení znížených ratingov krajín Grécka, Španielska, Portugalska, Írska a Talianska, a postavilo do pozornosti rozhodujúcich veriteľov, financujúcich štátny dlh uvedených krajín. Dlhopisy vlády USA ohodnotené zo strany Standard&Poors investičným stupňom AAA boli v júli 2011 revidované na AA+ s negatívnym výhľadom, poukazujúce nevyhnutnú potrebu konsolidácie verejného dlhu. Na základe týchto správ viacerí investori revidovali



Obr. 2 Vývoj akciových trhov (FTSE World Index), medzikvartálna % zmena. Zdroj: Thomson Reuters Datastream.



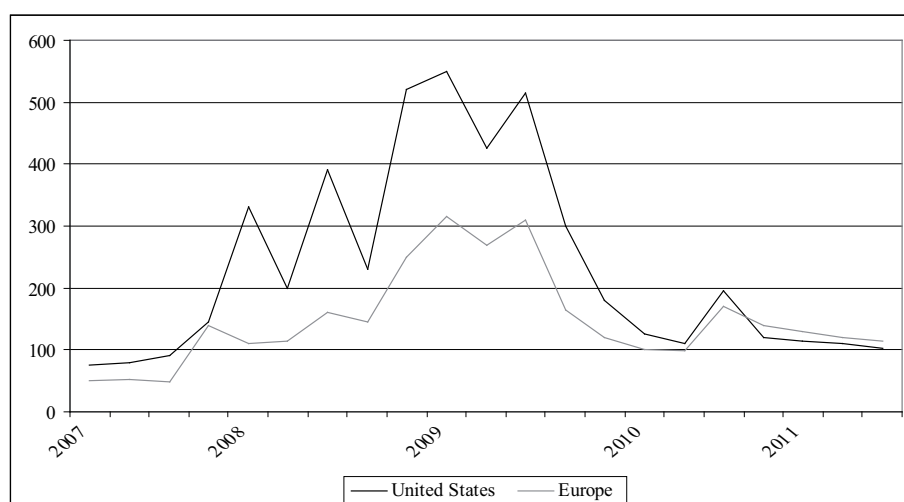
Obr. 3 Výnos 10-ročných vládnych dlhopisov. Zdroj: Bloomberg Datastream, Markit, BIS calculation, 2011.

vali svoje predikcie o nastolení rastu ekonomiky a sprísnenia monetárnej politiky.

Zmeny vo vývoji spreadov firemných dlhopisov boli po upokojení situácie z konca roka 2009 mierne počas posledných 18-tich mesiacov (obr. 4). V severnej Amerike bol zaznamenaný len mierny rast credit default swapov firemného sektora, kým v Európe minimálny pokles. To môže signalizovať divergetný trend v očakávaniach investorov na oboch kontinentoch. Iným významnejším faktorom je blížiaci ukončenie výkupu aktív zo strany amerického FEDu, čo predikuje rastúce obavy z očakávaného rastu výnosnosti štátnych pokladničných poukázok

emitovaných FEDom a negatívny vývoj cien rizikových aktív.

Komoditné trhy prechádzajú striedavým volatilným vývojom. Rastúci trend z roku 2010 sa zastavil v marci 2011 a odštartoval prepád takmer vo všetkých kategóriách komodít. Ceny striebra sa v období marec-máj 2011 prepadli o 30 %, kým ceny ropy len o 10 %. Predchádzajúce rasty cien komodít boli spájané s očakávaním investorov participovať na ich raste a ukryť sa pred hroziacou infláciou. Znížené predikcie USA a Nemecka o vývoji globálnej inflácie spôsobili uzatváranie pozícií na futuritných trhoch komodít a tým prispeli k otočeniu trndu.



Obr. 4 Vývoj spreadov firemných dlhopisov. Zdroj: Bloomberg Datastream, 2011.

Kým investori koncetrovali svoju pozornosť na krátkodobý vývoj cien komodít, správcovia menových politík sledovali predvšetkým možný inflačný dopad z predzadzajúceho rastu cien komodít. Riziko z obáv krátkodobého rastu rastu inflácie bolo zmierené po revidovaní inflačných prognóz zo strany centrálnych bánk USA, Nemecka a Veľkej Británie v máji 2011.

Významná zmena trendu bola zaznamenaná v oblasti vývoja úrokových mier. Kým americký FED a anglická Bank of England zotrúva na dlhodobé nízke sadzby, menová politika ECB vplyvom vyššej inflácie zmenila kurz smerom nahor. Základná sadza pre euribor bola dvakrát upravená na aktuálnu úroveň 1,5 % /august 2011/, čo sa automaticky prenieslo do všetkých splatností euriboru. V krajinách emerging markets sa centrálné banky rozhodli pre sprísnenie menovej politiky z inflačných dôvodov a silnejúcej ekonomickej aktivity. Rozdielna menová politika a očakávania ekonomického rastu viedli v druhom kvartáli 2011 k prílevu kapitálu do krajín emerging markets, predovšetkým do dlhopisov a akciových fondov a k zmenám výmenných kurzov. Americký dolár v uvedenom období oslabil voči väčšine svetových mien.

3. Dlhová kríza v eurozóne

Aktuálny vývoj Eurozóny je nutné vnímať už od prvopočiatkov jej vzniku, teda od obdobia kedy sa povojnové Spoločenstvo uhlia a ocele premenilo na Európsku úniu. Jej tvorcovia poukazovali na ekonomické prínosy posilnenej integrácie generované v politickom kontexte odstránenia hrozieb z druhej svetovej vojny. Rozhodujúcu úlohu zohralo Nemecko, ktoré pomáhalo zmieriť protichodné národné záujmy a postupovanie európskej integrácie dosiahlo svoj vrchol Maastrichtskou zmluvou a zavedením eura.

Spoločná mena euro mala jednotnú centrálnu banku, ale nemala spoločnú pokladnicu. Jej tvorcovia sa spoliehali na politickú vôľu v prípade potreby, podľať však predstave, že finančné trhy dokážu korigovať svoje nerovnováhy, tak že pravidlá nastavili tak, aby potláčali iba nerovnováhy verejného sektora, ktoré navyše ponechali sebakontrolu suverénnych štátov. Nerovnováhy sa však vyskytovali najmä v súkromnom sektore, pretože konvergencia úrokových sadzieb vyvolala ekonomickú divergenciu: nižšie úrokové sadzby v slabších krajinách podnecovali realitné bubliny, zatiaľ čo najsilnejšia krajina Nemecko musela prijímať úsporné opatrenia, aby sa vysporiadala s bremenom znovuzjednotenia.

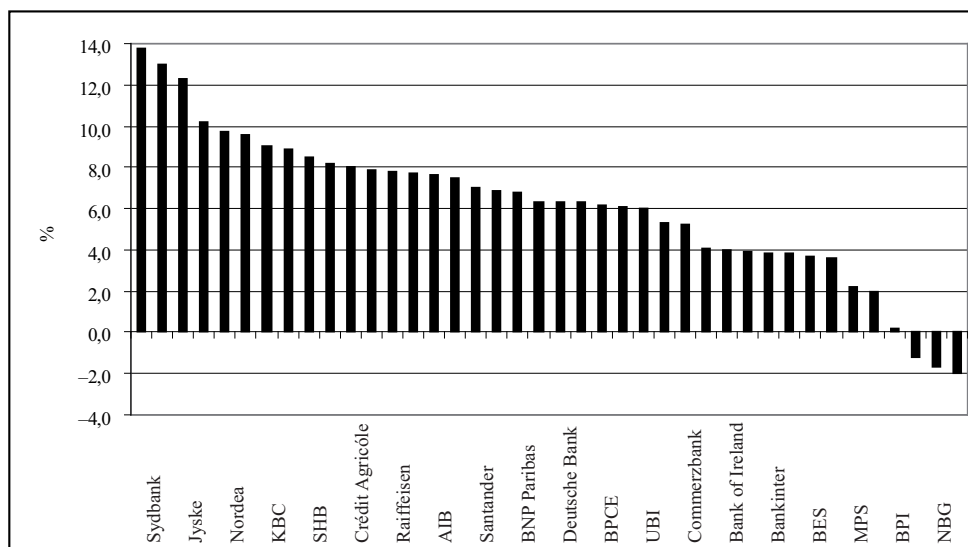
Ďalším nebezpečným javom bolo narušenie finančného sektora v dôsledku šírenia nezdravých finančných inštrumentov, nadmernej sekuritizácie, emisií kreditných derivátov a neukotrovaného úverového boomu (Wehinger, 2011).

Pád banky Lehman Brothers bol vyvrcholením týchto trendov a zároveň štartom svetovej finančnej krízy. Toxické aktíva v portfóliách bánk boli odpísané, rozkolísaný trh sa po problémoch likvidity upokojil, potom, čo vlády a národné banky poskytli potrebnú finančnú i ekonomickú pomoc a stabilizovali najmä finančný sektor. Výrazný prepád ekonomickej aktivity firemného sektora spôsobil výpadky daňových príjmov a následný rast dlhov už aj tak dlhmi neúmerne zaťažených verejných financií. Rizikové prírážky štátnych cenných papierov rástli a rozdelili eurozónu na veriteľské a dlžnícke krajiny. Dlžnícke krajiny sa pod váhou svojich pasív potápali a prebytkové krajiny si razili cestu vpred. Nemecký zámer integrácie Európy sa premenil na dezintegráciu.

Európska únia tak stojí pred novou výzvou, vytvoriť nový ekonomický model, neodvratne vyriešiť riadeným bankrotom problémové krajiny južnej Európy a posilniť zdravú časť eurozóny širším využitím eurobondov, prísnu ropočtovou kontrolou zavedením tzv. povoleného dlhu, či celoúijného programu ochrany vkladov (Soros, 2011). Súkromní veritelia budú musieť dobrovolne súhlasiť s dhopisovým swapom s predĺženou splatnosťou a odpisom časti investície. K tomu by sa nakombinovala pomoc výkupu dlhopisov z verejných zdrojov získaných okrem iného z privatizácie. Ak k tomu zarátame celkový balík pomoci z eurovalu a Medinárodného menového fondu, je reálne znížiť dlhové bremeno krajín na únosnú mieru a nastoliť program dlhobehkej konsolidácie verejných financií. Toto by mohla byť cesta, ako vyriešiť dlhovú krízu Európy.

3.1 Stresové testy bánk

V júli 2011 Európsky bankový úrad (EBA) vykonal stresové testy európskych bánk. Cieľom stresového testovania bolo vyhodnotiť odolnosť bankového systému Európskej únie na málo pravdepodobné, no stále možné negatívne makroekonomické scenáre (stresové scenáre). Hlavným kritériom bola výška kapitálu (Core Tire 1), ktorého hodnota mala byť minimálne na úrovni 5 % rizikovo vážených aktív. Výsledkom testu bolo osem bánk, ktoré predmetné kritérium nespĺnili. Uvedená štúdia však neposkytla reálne údaje o zdraví európskych bánk. Kvalitatívne hodnotnejší test uskutočnila Sociétés Générale, ktorá sa zaoberala testovaním 40-tich európskych bánk, založenom na myšlienke reálneho odpisu ich dlhu. Negatívny scenár počítal s 50 %-tným odpisom



Obr. 5 Stresový test európskych bánk. Zdroj: European Banking Authority.

gréckych, írskych a portugalských dlhopisov a 20%-tným odpisom talianskych a španielskych dlhopisov. Graf na obr. 5 ukazuje, čo by uvedený scenár spravil s kapitálovou pririeranosťou bánk.

Okrem strát z odpisov dlhov je nemenej dôležitý prístup k likvidite. Kríza z roku 2008 ukázala toto riziko v plnej podobe, keď niektoré bankové inštitúcie neboli schopné získať potrebnú likviditu na medzibankových trhoch. Preto v teste Société Générale zakomponovala do kalkulácie rizík aj CDS (credit default swap) na danú inštitúciu. Vo všeobecnosti platí, že čím je CDS vyššie, tým je financovanie banky drahšie a riziko banky z potenciálnej straty k prístupu k likvidite vyššie. Výsledok testu tohto

kritéria poukázal na problémy španielskych bánk. Tie by mali v prípade negatívneho vývoja nízky kapitál a ich vysoké CDS naznačujú, že rýchlo stratia prístup k likvidite. Relatívne rizikové boli aj banky Unicredit, RBS, Popolare alebo Commerzbank. Naopak, bezpečnými bankami z testov vyšli severské banky Danska Banka, SEB alebo Nordea. Stesové testy ukázali, že v prípade negatívneho vývoja by bola potreba kapitálu najvýznamnejších európskych bánk niekoľkonásobne vyššia, ako tvrdí EBA vo svojom oficiálnom teste.

Jednou z možností riešenia krízy, ku ktorej sa prikláňajú názory mnohých uznávaných ekonomických expertov je odpis dlhu zo strany ich investorov. Ekonomická logika hovorí, že investori, najmä banky, ktoré inkasovali dlhodobé zaujímavé výnosy s titulom držby štátnych dlhopisov dnes už problémových krajín, si musia znášať riziko z investovania sami, teda účtovne odpísať stratu z preceňovania cenných papierov.

Pre ilustráciu uvádzame údaje (tab. 1) top 10 európskych bankových skupín podľa výšky celkových aktív ku koncu roka 2010. Z predmetnej tabuľky vyplýva, že pri odpise len 1% aktív, by banky prišli o cca 144 miliárd eur, ak zarátame celé bankové spektrum, tak 20–30 %-tný odpis dlhu problémových krajín nepredstavuje pre bankové domy ekonomický problém. Ziskovosť bankových inštitúcií je na solídnej úrovni a straty aj do 2% aktív je systém schopný uniesť. Problém dlhu niektorých krajín európony je teda viac politický, ako ekonomický, čo predostiera väčšina politických reprezentatov EÚ.

Tab. 1 Top 10 európskych bankových skupín podľa výšky celkových aktív k 31.12.2010.

Banka	Krajina	Celkové aktíva (v mld. €)	Čistý zisk (v mld. €)
BNP Paribas	FR	1998	7.8
Deutsche Bank	GE	1906	2.3
HSBC	UK	1834	9.8
Barclays	UK	1693	5.1
Crédit Agricole	FR	1731	3.6
RBS	UK	1651	-2.9
ING	NE	1247	3.2
Santander	S	1218	8.1
Lloyds	UK	1127	-0.28
Société Générale	FR	1048	3.9
TOP 10	–	14 405	40.6

Zdroj: International Directory of Banks.

4. Americký scenár

Z ekonomickej teórie vyplýva, že krátkodobé injekcie likvidity môžu pôsobiť na ekonomiku na určitý čas povzbudzujúco. Z dôvodu väčšej zadlženosti sa však na jednej strane prehľbuje insolventnosť štátov, v dlhodobejšom horizonte to zasa spôsobuje na trhoch značnú nestabilitu. Predpoklady, že kvantitatívne uvoľňovanie menovej politiky bude mať na ekonomiku nepriaznivý vplyv, sa zatiaľ nenaplnili. Menový vývoj v štátoch, ktoré realizujú kvantitatívne uvoľňovanie, sa vyvíja relatívne stabilne. Mena krajiny, ktorá tlačí nové peniaze v miliardových množstvách, by mala zároveň oslabovať (Eiteman, 2010). Nedeje sa tak, pretože kolobeh týchto peňazí je uzatvorený v kruhu medzi vládou a centrálnou bankou. Z hľadiska typu ide o účtovné peniaze kategórie M3, nie o transakčné peniaze v obehu. Ak by sa tieto peniaze prostredníctvom komerčných bánk dostali do obehu, umelo by zvyšovali ceny aktív a neúmerne by rástla inflácia. Kvantitatívnym uvoľňovaním vláda emituje nový dlh. Obratom sa dlhopisy dostávajú na burzy. Včasné ohlasovanie aukcií umožňuje burzovým účastníkom pohotovo reagovať na nákup dlhopisov. Ich cena z obdobia emisie do termínu konania aukcie narastie smerom nahor. Centrálna banka musí teda zaplatiť za dlhopisy viac. Zisk z tohto obchodu smeruje obratom do nákupu nových vládnych dlhopisov, a kruh sa opäť uzatvára. K uvoľňovaniu štandardnej menovej politiky a jej stability došlo už od roku 1974, keď sa zrušil zlatý štandard. To umožnilo obrovskú expanziu, ktorá sa premietla do emitovania obrovského objemu peňazí, neodrážajúceho výsledky reálnej ekonomiky. Za 37 rokov znížili kvantá vytlačených peňazí kúpnu silu dolára o viac ako 80 %.

Finančná kríza spôsobila na jeseň 2008 situáciu, v ktorej banky pôvodne kvalitné aktíva reklasifikovali na toxické. Americký Fed sa vtedy rozhodol ochrániť bankový sektor tým, že vymenil 1,3 bilióna dolárov vo forme čerstvo vytlačených peňazí za pôžičky a dlhové cenné papiere s mimoriadne nízkou bonitou. Americké banky sa tak obratom zbavili časti nekvalitných aktív. Tak vstúpilo do platnosti prvé kolo kvantitatívneho uvoľňovania (QE1). Jeho primárnym cieľom bolo postupné znižovanie bilancie a výpredaj nakúpených cenných papierov s dosiahnutím primeraného zisku. Potreba stimulácie ekonomiky však vyvolala spustenie nového spôsobu kvantitatívneho uvoľňovania, a to QE Lite. Malo zastaviť pokles bilancie Fedu. Cena hypotekárnych cenných papierov začala klesať. Prostredníctvom permanentných nefinančných operácií Fed nakupo-

val za získané peniaze vládne dlhopisy. Hotovosť, ktorá bola investovaná do aktív kvalifikovaných ako rizikové, zvýšila ich hodnotu. QE1 úplne nesplnilo cieľ obnovy ekonomiky. Ukázalo sa, že problém americkej ekonomiky nie je cyklický, ale štruktúrny (Wolff, 2011). V novembri 2010 Komisia pre operácie na voľnom trhu ohlásila ďalšie kolo kvantitatívneho uvoľňovania vo forme nákupu vládnych dlhopisov v objeme 800 miliárd dolárov. Kým QE1 riešilo hlavne bilancie bankového sektora, QE2 malo stimulačný charakter, bolo zamerané hlavne na podporu ekonomiky stimulovaním spotreby, zvyšovaním inflácie so súbežným znižovaním reálnej úrokovej sadzby a odvrátením deflácie, oslabením dolára, podporou exportu a zvyšovaním ceny aktív prostredníctvom nákupu dlhopisov. Aktuálne je Fed krizizovaný za deformovaný trh s nehnuteľnosťami a neúmerne rastúci verejný dlh. Kongres po politickej dohode a navrhovaných úsporných opatreniach schválil ďalšie zvyšovanie dlhového stropu zo 14,3 na vyše 16,7 biliónov dolárov.

Kvantitatívne uvoľňovanie koncepčne nerieši základné ekonomické problémy. Naopak, môže viesť k tomu, že svet bude zahľtený ďalšími nekrytými peniazmi, čo povedie ku konkurenčnej devalvácii (Rašo, 2011). Kvantitatívne uvoľňovanie je v očiach ekonómov iných krajín vnímané negatívne, pretože prispieva k rastu cien komodít na svetových trhoch ako aj k rastu cien aktív, hlavne v krajinách emerging markets. Tieto krajiny sa potom sťažujú na prílev špekulatívneho kapitálu.

Expanzívna politika USA realizovaná v rokoch 2009 a 2010 pomohla stabilizácii a následnému oživeniu rastu HDP. Štátny dlh USA však dosiahol rekornú hranicu 14,3 bilióna dolárov. Ešte na začiatku 80-tych rokov predstavoval zhruba 900 miliárd dolárov. Len za fiškálny rok 2011 je plánovaný rozpočtový deficit 1600 miliárd dolárov. Doterajšie politické odhodlanie naznačuje v pokračovaní tohto trendu. Ochota zahraničia financovať americký štátny dlh klesá, najmä vo väzbe na ponúkané nízke úrokové výnosy. Ich zvýšenie by však spôsobilo brzdenie ekonomického rastu a zníženie hodnoty aktív, zároveň by rástli splátky dlhu a prehľboval by sa deficit. Možno teda počítať s ďalšou emisiou štátnych dlhopisov, a to aj napriek očakávanému poklesu dopytu. Otázka prasknutia vznikajúcej bubliny je len otázkou času.

Tlačenie peňazí vyvoláva obavy zo zraniteľnosti nekrytých mien a napätie v globálnom obchode. Rozvíjajúce sa ekonomiky prijali na ochranu svojich mien regulačné opatrenia vo vzťahu ku kapitálovým tokom a zdaňovaniu aktív v držbe zahraničných subjektov. Doterajší trend získavania ľahko dostup-

ných peňazí centrálnymi bankami môže pokračovať, zatiaľ čo rozvíjajúce sa ekonomiky sa budú snažiť obmedziť bubliny na trhu s úvermi a aktívami a čeliť prílevu zahraničného kapitálu. Americký Fed sa politikou kvantitatívneho uvoľňovania dostal do pasce a vystavil sa riziku, že sa môže stať funkčne nesolventným (Roubini, 2011). Postupne sa rozplynú krátkodobé výhody doterajších nízkych úrokových sadzieb a preváži ich ťažisko insolventnosti. Podpora americkej ekonomiky prostredníctvom nízkej úrokovvej sadzby a pokračujúce kvantitatívne uvoľňovanie oslabujú pozíciu dolára a čoraz viac pôsobia na inflačné tlaky, ktoré sa stávajú dlhodobým problémom. Zároveň sa oslabuje pozícia dolára ako hlavnej svetovej rezervnej meny a investori prechádzajú na iné meny, najmä na euro.

4.1 Legislatívne zmeny v USA

V rokoch 1980 až do roku 2005 vzrástli podľa Financial Times príjmy finančného sektora o 800 % (zatiaľ čo ostatným spoločnostiam len o 250 %). Túto finančnú megabublinu nafúklo z veľkej časti zrušenie dlhotrvajúceho Glass-Steagalovho zákona oddeľujúceho investičné a komerčné bankovníctvo, ku ktorému došlo v roku 1999. Tento zákon bol pritom prijatý v roku 1933, aby zabránil opakovaniu Veľkej hospodárskej krízy. Tento zámer sa z veľkej časti naplnil, pretože znamenal polovicu storočia finančnú stabilitu.

Nová reforma setárora Crisa Dodda a kongresmana Barney Franka nazvaná Dodd-Frankov zákon (Dodd a Frank, 2010) má takmer 80 rokov starý zákon vrátiť čiastočne späť. Práve zrušenie Glass-Steagalovho zákona zavŕšilo vtedajšiu postupnú dereguláciu a viedlo k vzniku finančných derivátov a hedgeových fondov a globálnych finančných gigantov, príliš veľkých na to, aby padli. Dodd – Frankov zákon z júla 2010 zavádza reformu pre Wall Street a ochranu spotrebiteľov. Zákon uviedol do praxe viaceré okamžité úpravy existujúceho rámca regulácie a dohľadu v nasledovných oblastiach:

Ochrana spotrebiteľov: Zákon zriaďuje nezávislú inštitúciu na ochranu spotrebiteľov – The Consumer Financial Protection Bureau – so samostatným rozpočtom a právomocami. Inštitúcia bude kontrolovať a regulovať všetky obchody s hypotékami a kreditnými kartami.

Adresné systematické riziko: Zákon zavádza nový orgán, radu – Financial Stability Oversight Council, ktorá bude riadená ministrom financií a zahŕňa: Fed, Komisiu pre cenné papiere, Komisiu pre obchodovanie s komoditnými futuritami, Úrad kontroly meny, Federálny úrad na ochranu vkladov, Federálnu agentúru pre financovanie domov, Národnú úve-

rovú úniu, Finančný úrad na ochranu spotrebiteľov a nezávislý expert z oblasti poisťovníctva.

Kompetenčná právomoc: Zákon vyžaduje od regulátorov identifikovať a pokutovať finančné inštitúcie, ktoré by mohli spôsobiť systematické riziko, či škody. Regulátory môžu vykryť škody prostredníctvom zavedenia poplatkov firmám, ktorých celkové aktíva prevyšujú sumu 50 miliárd dolárov

OTC derivátové trhy: So základnými typmi derivátov (Plain vanilla derivatives) je možné obchodovať na burzách a obchody vyrovnávať cez clearingový systém. Swapy pre individuálnych klientov je nutné reportovať centrálnemu depositárovi. Akékoľvek neobvyklé obchodné operácie s derivátmi je možné realizovať len s licencovanými firmami, ktoré obchodujú s derivátmi.

Ratingové agentúry: Zákon zavádza nový Úrad pre kontrolu ratingových agentúr, cieľom ktorého je vykonávať kontrolu udelených ratingov a metodológie ich stanovovania. Zámerom je eliminovať konflikt záujmov ratingových agentúr, zároveň udeľuje právo investorom podať sťažnosť proti ratingovej agentúre v prípade významného poklesu konkrétneho titulu, resp. emisie, ktorej bol udelený rating.

Sekuritizácia: Zákon vyžaduje od inštitúcií, ktoré realizujú sekuritizáciu a s tým spojenú emisiu cenných papierov o držanie predmetného kreditného rizika v minimálnej výške 5%. Okrem toho musí emitent odkryť detaily a kvalitu podkladových aktív, ktoré sú predmetom sekuritizácie. Emisie nízko rizikových hypotekárnach záložných listov zákon zbavuje týchto požiadaviek, ak spĺňajú minimálne štandardy.

Obchodovanie vlastníkov: Zákon zavádza pre banky limit vo výške maximálne 3 % z ich vlastných aktív, ktoré môžu investovať do hedgeových fondov a private equity spoločností. Banky majú zakázané obchodovať s vlastnými fondmi.

5. Frakčné bankovníctvo

Od roku 1789 bol americký dolár vymeniteľný za zlato. Cenový vývoj bol stabilný, problém inflácie nehrozil. V roku 1913 vznikol Federal Reserve System, ktorý prevzal úplnú kontrolu nad celkovým množstvom peňazí v obehu. O 50 rokov neskôr, za vlády amerického prezidenta R. Nixona, bola zrušená posledná väzba americkej meny na zlato. Hodnota dnešného dolára, merajúc ju úrovňou z roku 1913, dosahuje 4,5 centa.

V počiatkoch bankovníctva bolo jednoduché stráženie peňazí a vydávanie certifikátov – dlžobných úpisov v rukách zlatníkov. V záujme zvýšenia zisku

začali zlatníci vystavovať viac úpisov, ako objem zlata, ktorý ich kryl. Tu vznikol počiatok iracionálnej roviny, keď sa do obehu dostalo viac dlžobných úpisov, ako nahromadený objem zlata. Odmena zlatníkov za spoluúčasť prišla zo strany svetových monarchov vo forme oficiálneho uznania tejto praktiky ako frakčného (zlomkového) rezervného bankovníctva.

V súčasnom svete bankovníctva sú banky povinné udržiavať rezervy len do výšky istého percenta celkových aktív. Nízky úrok za požičanie peňazí ženie banky do maximálnej snahy poskytovať čo najviac úverov, zaplavujúc tak ekonomiku dolármi, ktoré vlastne nikdy ani neexistovali. Dostupnosť úverov spôsobuje rast cien nehnuteľností, komodít a ziskov. Premrštené ceny vyústia do bubliny, ktorá jedného dňa praskne a nastáva bolestná korekcia v podobe prepadu cien realít, akciových kurzov, burzových indexov a strát. Výsledkom je nechopnosť subjektov trhu splácať úvery, ktorá má podobu krachu bánk, zvýšenej nedôvery bánk vzájomne si požívať a ohromenej dôvery investorov.

Frakčné bankovníctva je so svojej podstate podvodné konanie, ktoré by sa však nemohlo uskutočniť bez posvätenia zo strany vlád. Papierové, ničím nekryté peniaze, sú zase veľmi výhodné pre vlády, pretože im umožňujú uskutočňovať nezmyselné deficitné financovanie s minimálnymi problémami.

Prax ukazuje, že finančný systém založený na tomto princípe smeruje ku krachu.

6. Zlato a rezervné meny

Neistý vývoj mien a najmä hrozba straty kúpnej sily obracajú záujem investorov v snahe ochrániť hodnotu svojich úspor do zlata. Výsledky priskumu švajčiarskej banky UBS signalizujú rastúcu plohu zlata. Správcovia devízových a zlatých rezerv tvrdia, že v najbližších 10-tich rokoch bude podiel zlata v ich rezervách rásť. Centrálné banky od začiatku roka 2011 nakúpili približne 151 ton zlata, čím pradedopodobne prekonajú najvyšší nákup zlata do roku 1971, kedy skolaboval brettonwoodske menový systém. Najviac tento rok nakupujú zlato centrálny banky Ruska a Mexika. Manažéri menových rezerv zároveň očakávajú, že zlato bude v budúcom roku najvýkonnejšou triedou aktív. Ako príčinu uviedli riziká štátnych bankrotov, ktoré ohrozujú globálnu ekonomiku. V nasledujúcom grafe (Graf 6) je vidieť cenový vývoj zlata, ktorý na prelome roka 2011 prekonal hranicu 1800 dolárov za trojsku uncu. Kvantitatívne uvoľňovanie peňazí v USA oslabuje pozíciu i hodnotu dolára. Americký dolár stratil od začiatku roka 2011 približne 5% a obchoduje sa v blízkosti historického minima voči košu svetových mien.

USD pre ounce



Obr. 6 Vývoj ceny zlata za posledných päť rokov. Zdroj: Economic History Resources (2011).

Majitelia veľkých devízových rezerv, predovšetkým Čína, ich diverzifikujú. Pre ilustráciu, počas prvých štyroch mesiacov roka 2011 sa hodnota devízových rezerv Číny zvýšila o 200 miliárd USD, pričom tri štvrtiny z toho tvorili investície do nedolárových aktív. Aktuálne má Čína celkové devízové rezervy v prepočte na USD vo výške 3,2 triliónov USD, z toho zlato tvorí len 1%. Tvrdenia predstaviteľov Čínskej národnej banky vypovedajú o záujme zdvojnásobiť objem zlatých rezerv na úroveň 54 miliárd USD. Očakávaná mnohopolárneho menového sveta, zloženého z dolára, eura, jenu, libry, juanu a zlata sú v súlade s návrhmi mnohých bankárov, politikov a ekonómov.

Americký dolár pravdepodobne stratí do 25 rokov status rozhodujúcej rezervnej meny. Podľa prieskumu švajčiarskej banky UBS, ktorý uskutočnila medzi 80 manažérmi rezerv centrálnych bánk, štátnych investičných fondov a ďalších inštitúcií, ktorí celkovo kontrolujú viac než 8 biliónov dolárov (5,52 biliónov eur), viac než polovica z nich pripustila nahradu dolára inou rezervnou menou. Hlavnými príčinami sú obavy týkajúce sa schopnosti americkej vlády znížiť výdavky a obrovskej expanzie bilancie Federálneho rezervného systému, ktorý plní v USA funkciu centrálnej banky.

Diskusia

Za posledných 30 rokov stúpila zadlženosť deviatich najvyspelejších krajín takmer trojnásobne. V pomere k HDP bol priemerný verejný dlh týchto štátov 37% v roku 1980, 55% v roku 1990, 70% v roku 2000 a v roku 2010 až 102%. Zadlženosť štátu do výšky jeho jednoročnej produkcie sa javí ako znesiteľná, avšak príjmy štátu sú oveľa nižšie. Na porovnanie, Slovensko má ročnú produkciu HDP vo výške približne 78 miliárd eur a príjmy štátneho rozpočtu len 11 miliárd eur. Ak by bol dlh Slovenska 78 miliárd eur, rovnal by sa približne sedem násobku ročného príjmu. Kumulovaný dlh Slovenska je aktuálne na úrovni 42% z HDP, v absolútnej sume teda 32 miliárd eur. Priemer dlhu krajín Európskej únie však dosahuje hranicu 80% a je dlhodobou neúnosný. Logickým výstením tohto trendu je nervozita ratingových agentúr a finančných trhov. Ak chceme v budúcnosti výrazne stlmiť dosahy výkyvov trhov, nazývaných krízami, musia najvyspelejšie krajiny sveta nasadiť masívny úporný program, a to aj za cenu spomalenia svetovej ekonomiky, prípadne recesie, zvýšenej nezamestnanosti a straty volebných preferencií (Obadi, 2011).

Na zabezpečenie stabilného vývoja krajín by bolo treba vypracovať stratégiu prechodu na skutočné peniaze (zlato) spojenú s nápravou bankovníctva postavenom na oddelenom fungovaní investičného a klasického komerčného bankovníctva.

Záver

Súčasná masívna volatilita na globálnych trhoch a silná korekcia akciových trhov signalizuje hrozbu dvojitej recesie vo väčšine vyspelých ekonomík. Doteraz aplikované ekonomické nástroje, ktoré viedli k miernemu oživeniu ekonomického rastu boli podporované len na úkor rastúcich dlhov. Tento politický priestor sa pre ďalšie obdobie uzavrel. Zvýšená volatilita na komoditných trhoch, politický vývoj na blízkom východe, zemetrasenie v Japonsku, dlhová kríza v Európe a v USA viedli k zvýšeniu rizika a zhoršeniu ekonomických vyhliadok. K spomaleniu rastu ekonomík dochádza aj v rozvíjajúcich sa krajinách Ázie, Latinskej Ameriky, Číny a rovnako v komoditne bohatej Austrálii.

Fiškálna politika v Európe, Veľkej Británii a v USA sa ocitla v pasci. Mnohé krajiny sú dnes z pohľadu výšky daňových sadzieb na strope a ich ďalšie zvyšovanie by ešte viac pribrzdilo snahu o naštartovanie ekonomického rastu. Rozhodujúcu časť vládnych dlhov dnes financujú banky. Zníženie ratingov viacerých krajín pravdepodobne povedie k diverzifikácii investícií bánk z hľadiska držby štátnych cenných papierov. Monetárna politika centrálnych bánk v Európe a Veľkej Británii nebude realizovať politiku kvantitatívneho uvoľňovania peňazí vzhľadom na hrozbu rastu inflácie. Americký FED pravdepodobne spustí aj tretie kolo ďalšieho pumpovania peňazí do ekonomiky, jeho dopad na ekonomický rast však bude malý. Pre ilustráciu, v roku 2010 sa prostredníctvom QE2 (600 miliárd USD) a odpustenia daní (1000 miliárd USD) podporil ekonomický rast v štvrtom štvrťroku na 3%, avšak v zápätí klesol v prvom štvrťroku 2011 na 1%. QE3 bude kapitálo slabšie a dopad na ekonomiku bude menší.

Z pohľadu vývoja výmenných kurzov nie je možné uplatňovať v záujme podpory exportu a vyrovnania obchodnej bilancie politiku slabého kurzu pre každú krajinu. Výsledkom tejto menovej vojny bude neutrálny efekt. Menové intervencie niektorých centrálnych bánk budú nasledovať iní, čo v globálnom pohľade udrží kurzy na aktuálnych úrovniach.

Riešenie dlhovej krízy v Európe bude dlhodobá záležitosť. Zriadený záchranný fond – European Financial Stability Facility – vo výške 440 miliárd eur

nie je dostatočný na to, aby pokryl dlhy všetkých problémových krajín. Snahy Nemecka a Francúzska vedúce k jeho navýšeniu a zavedeniu tzv. fiškálnej únie sú nevýhodné pre menšie krajiny, ktoré požadujú garancie za účasť v záchranných programoch. Bez ohľadu na výsledok politických dohôd, Európu čakajú masívne škrtky vo vládnych výdavkoch, zefektívnenia riadenia štátov a prísne rozpočtové kontroly.

Jedným z mála sektorov, ktorý vykazuje zdravé čísla je podnikový sektor veľkých korporácií. Skúsenosti z poklesu objednávok z minulých rokov a neistá budúcnosť však skresali investičné projekty a pozastavili prijímanie nových zamestnancov. Výsledkom je stagnácia plátov a pokles spotreby v maloobchode.

Redistribúcia príjmov smerom k držiteľom kapitálu spôsobuje redukciu v agregovanom dopyte, na druhej strane zvyšuje úspory a tým likviditu bankového sektora. V tomto kontexte mal Karl Marx čiastočne pravdu v tom, že globalizácia a finančné sprostredkovanie vedú k redistribúcii príjmov a bohatstva od práce ku kapitálu, teda od bežného obyvateľstva smerom k vlastníkom kapitálu a môžu

viest' k deštrukcii kapitalizmu (zároveň však chybné trvdil, že socializmus je lepší ekonomický systém). V skutočnosti, ak je nedostatočný príjem obyvateľstva, agregovaný dopyt je slabý, zvlášť ak nahromadené dlhy neumožňujú kryť rozdiely medzi anemickými príjmami a konzumnými cieľmi.

Neregulovaný kapitalizmus je v kríze, je nutné nájsť novú cestu, ktorá bude ohraničená voľným anglo-saským *laissez faire* princípom a tradičným kontinentálnym európskym modelom tvorby bohatstva financovanom dlhmi. Keď si uvedomíme, koľko zmien sme prežili za posledných 20 rokov, môžeme konštatovať, že nasledujúcich 20 rokov bude ešte rýchlejších a dramatickejších. Surovinou 21. storočia bude okrem vody, potravín a energií kreativita, ktorá nám pomôže zmeniť svet, v ktorom žijeme.

Poděkování

Článok je výstupom riešiteľov grantovej úlohy Vega 1/04515/10 „Optimalizácia finančného riadenia podnikov pôsobiach v SR v kontexte súčasných globálnych problémov“.

Literatura

- Bank for International Settlement, Quarterly Review (June 2011), Monetary and Economic Department. Dostupné z www.bis.org.
- Bassanini, F., Reviglio, E. (2011). Financial stability, fiscal consolidation and long-term investment after the crisis. In: OECD Journal: Financial Market Trends, Issue 1; 23–67.
- Bloomberg Datastream, JP Morgan Chase (2011). Corporate spreads development and 10 years government bond yields. Dostupné z www.bloomberg.com.
- Cecchetti, S., King, M. R., Yetman, J. (2011). Weathering the financial crisis: good policy or good luck? In: BIS Working Paper No. 351.
- Dodd – Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (2010). Public Law no. 111–203, 124 Statutes 1376, July 21.
- Economic History Resources (2011). What was the price of gold then? Dostupné z www.goldprice.org.
- European Banking Authority (2011). Société Générale Gross Asset Research. Dostupné z www.eba.europa.eu.
- Eiteman, K. D. (2010). Multinational Business Finance. Pearson, ISBN 978-0-13-612156-5.
- International Directory of Banks (2011). Top Banks and Banking Groups in Europe. Dostupné z www.banksdaily.com.

- Obadi, S. M. a kolektív (2011). Spomaľovanie rastu a vysoká nezamestnanosť. REPRO-PRINT Bratislava, ISBN 978-80-7144-185-4.
- OECD (2011). National Accounts Statistics. General government expenditures. Dostupné z www.oecd.org.
- Rašo, M (2011). Kvantitatívne uvoľňovanie. A čo ďalej?: Hospodárske noviny, 21. júl 2011, str. 20.
- Roubini, N (2011). Global financial crisis 2.0: How to rescue capitalism, [online] [cit.2011-08-12] Dostupné z www.roubini.com.
- Soros, G (2011). Európa potrebuje plán B: Hospodárske noviny, 15. júl 2011, str. 7.
- Thomson Reuters Datastream (2011). FTSE World Index. Dostupné z www.thomsonreuters.com
- Wehinger, G. (2011). Fastening long-term investment and economic growth, In: OECD Journal: Financial Market Trends, Issue 1; 1–21.
- Wolff, R. (2011). Why capitalism is choosing plan B, [online] [cit. 2011-08-22] Dostupné z www.gouradian.co.uk.

Doručeno redakci: 27. 9. 2011

Recenzováno: 18. 5. 2012

Schváleno k publikování: 31. 5. 2012

Ing. Miloš Bikár, PhD.

Ekonomická univerzita v Bratislave,
Fakulta podnikového manažmentu,
Katedra podnikových financií
Dolnozemska cesta 1
852 35 Bratislava
E-mail: bikar@chello.sk

Doc. Dr. Ing. Anna Polednáková

Ekonomická univerzita v Bratislave,
Fakulta podnikového manažmentu,
Katedra podnikových financií
Dolnozemska cesta 1
852 35 Bratislava
E-mail: polednak@euba.sk