

VÝVOJ A PERSPEKTÍVY SVETOVEJ EKONOMIKY

***OZDRAVENIE SVETOVEJ EKONOMIKY:
REALITA ALEBO MÝTUS?***

MENBERE T. WORKIE A KOLEKTÍV

Bratislava 2010

VEDÚCI AUTORSKÉHO KOLEKTÍVU:

doc. Dr. Ing. Menbere Workie Tiruneh, PhD.

AUTORI:

Ing. Daneš Brzica, PhD. (10. kap.)

Ing. Boris Hošoff, PhD. (3. kap.)

Ing. Veronika Hvozdíková, PhD. (4. kap.)

Ing. Saleh Mothana Obadi, PhD. (6. kap.)

doc. Ing. Iveta Pauhofová, CSc. (8. kap.)

Dr. h. c. prof. Ing. Rudolf Sivák, PhD. (9. kap.)

doc. Ing. Peter Staněk, CSc., host. prof. (7. kap.)

prof. Ing. Milan Šikula, DrSc. (11. kap.)

Ing. Ivana Šikulová, PhD. (2. kap.)

Ing. Jaroslav Vokoun (5. kap.)

doc. Dr. Ing. Menbere Workie Tiruneh, PhD. (1. kap.)

RECENZENTI:

doc. Ing. Juraj Sipko, MBA, PhD.

prof. Ing. Vladimír Gonda, PhD.

JAZYKOVÁ ÚPRAVA: PhDr. Katarína Rybanská

TECHNICKÉ SPRACOVANIE: Mária Lacková

Monografia je súčasťou riešenia projektu VEGA č. 2/0080/09 Dynamika nových zdrojov rastovej výkonnosti a konkurencieschopnosti v kontexte poznatkovo-založenej ekonomiky: teoretické poznatky a empirické zistenia (kap. 4. a 6.), projektu VEGA č. 2/0208/09 Determinanty polarizácie bohatstva v globalizovanom svete (súčasnosť a budúcnosť) (kap. 8.) a projektu APVV-0599-07 Nové trendy globalizácie svetovej ekonomiky a nároky na stratégiu konkurencieschopnosti slovenskej ekonomiky (kap. 1., 3., 7. a 11.).

© Ekonomický ústav Slovenskej akadémie vied
Bratislava 2010

TLAČ: REPRO-PRINT Bratislava

ISBN 978-80-7144-178-6

O B S A H

PREDSLOV	7
ÚVOD	9
GENERAL SUMMARY	13
I. GLOBÁLNE A REGIONÁLNE ASPEKTY OŽIVENIA SVETOVEJ EKONOMIKY	19
1. Globálny pohľad na oživenie svetovej ekonomiky: čo je reálne a čo je mýtus?	21
2. Európska únia: neisté oživenie a výzvy vyvolané krízou	43
3. Krehké oživenie ekonomík Spojených štátov amerických a Japonska	71
4. Rusko prekonáva nečakane hlbokú recesiú, dlhodobé problémy pretrvávajú	95
5. Čínska ekonomika a najväčší stimulačný balík	129
II. GLOBÁLNA FINANČNÁ A HOSPODÁRSKA KRÍZA A JEJ VPLYV NA VÝVOJ SVETOVÉHO OBCHODU	143
6. Dôsledky vplyvu globálnej finančnej a hospodárskej krízy na vývoj svetového obchodu	145
III. TRANSFORMÁCIE SVETOVÝCH FINANČNÝCH TRHOV V KONTEXTE GLOBÁLNEJ KRÍZY ...	165
7. Paradigmy budúceho vývoja	167
8. Sú suverénne fondy cieľ alebo nástroj globálneho vývoja?	197
9. Dynamika priamych zahraničných investícií v kontexte finančných kríz ..	231
10. Inštitucionálne reformy vo svete ako reakcia na finančnú a hospodársku krízu	253
IV. ROZPORUPLNÝ CHARAKTER KRÍZOVEJ A POKRÍZOVEJ ADAPTÁCIE	277
11. Rozporuplný charakter krízovej a pokrízovej adaptácie	279
LITERATÚRA	303

ZOZNAM GRAFOV A OBRÁZKOV

Graf	1.1	Rast reálneho HDP vo vyspelých a novoindustrializovaných ekonomikách (kvartálny, %)	21
Graf	1.2	Rast reálneho HDP novoindustrializovaných a rozvíjajúcich sa ekonomik (kvartálny, %)	22
Graf	1.3	Dynamika príspevkov vybraných krajín/skupín krajín k rastu svetového HDP (v PKS)	27
Graf	1.4	Vývoj indexov na hlavných akciových trhoch (1990 = 1 000)	28
Graf	1.5	Celková miera inflácie vo vybraných krajinách a regiónoch (2002 – 2010)	29
Graf	1.6	Celková miera inflácie krajín BRIC (2002 – 2010)	30
Graf	1.7	Vývoj indexov spotrebiteľskej dôvery (2000 – 2010)	30
Graf	1.8	Vývoj priemyselnej výroby (2005 – 2010)	31
Graf	1.9	Dynamika svetového obchodu (2000 – 2010, objem a index)	31
Graf	1.10	Zmeny v maloobchodnom predaji vo svete (2005 – 2010)	32
Graf	1.11	Nominálna krátkodobá úroková sadzba vo vyspelých ekonomikách (2000 – 2010)	33
Graf	1.12	Vývoj salda štátneho rozpočtu (v % HDP)	35
Graf	1.13	Miera nezamestnanosti (2007 – 2009, v %)	39
Graf	1.14	Počet zaniknutých bánk v USA (2000 – 2010)	40
Graf	2.1	Medziročný a medzikvartálny rast HDP v EÚ 27 v štvrtrokoch 1/2008 – 1/2010 a prognóza na 2/2010 – 4/2011 (v %)	45
Graf	2.2	Medziročné zmeny HDP, súkromnej a verejnej spotreby a celkových investícií v EÚ v rokoch 2006 – 2009 a prognóza na roky 2010 – 2011 (v %)	46
Graf	2.3	Ifo indikátor ekonomickej klímy pre eurozónu v období 1994 – 2010 (2005 = 100) v porovnaní s jeho dlhodobým priemerom a očakávaní na najbližších 6 mesiacov	48
Graf	2.4	Medziročné zmeny zamestnanosti a miera nezamestnanosti v EÚ a v eurozóne v rokoch 2006 – 2009 a prognóza na roky 2010 – 2011 (v %)	51
Graf	2.5	Bilancia bežného účtu vo vybraných krajinách EÚ v rokoch 2007 – 2010 (v % HDP)	53
Graf	2.6	Harmonizovaný index spotrebiteľských cien v eurozóne a v EÚ v rokoch 2002 – 2009 a prognóza na roky 2010 – 2011 (v %)	55
Graf	2.7	Prijmy a výdavky všeobecnej vlády v EÚ v rokoch 2005 – 2009 a prognóza na roky 2010 – 2011 (v % HDP)	56
Graf	2.8	Verejný dlh a saldo verejných financií v eurozóne a v EÚ v rokoch 2005 – 2009 a prognóza na roky 2010 – 2011 (v % HDP)	57
Graf	2.9	Saldo verejných financií v krajinách EÚ 27 v rokoch 2008 a 2009 (v % HDP)	58
Graf	2.10	Vývoj kurzu USD/EUR za posledných päť rokov	62

Graf	3.1	Pomer mediánu cien domov a ročného mediánu príjmu domácností v Spojených štátoch amerických (1975 – 2009)	77
Graf	3.2	Korelácia rastu verejného dlhu a inflácie v Spojených štátoch amerických (1967 – 2009)	83
Graf	3.3	Dlhodobý trend poklesu daňových príjmov v Japonsku (v % HDP, 1980 – 2008)	91
Graf	4.1	Vplyv krízy na vývoj komponentov HDP a priemyselnej produkcie v RF, 2000 – 2011 (medziročné zmeny v %)	96
Graf	4.2	Porovnanie vývoja obchodnej bilancie RF a ceny ropy Urals (1. Q 2007 – 1. Q 2010)	102
Graf	4.3	Zahraničný obchod RF s krajinami SNŠ, 2009, v mld. USD	114
Graf	5.1	Vývoj rastu reálneho HDP	131
Graf	5.2	Vývoj devízových rezerv Číny (v mld. USD)	132
Graf	5.3	Vývoj miery registrovanej nezamestnanosti v mestských oblastiach	134
Graf	6.1	Medziročný rast hodnoty svetového exportu tovarov (v %, 1948 – 2009)	146
Graf	6.2	Pomer svetového exportu tovarov a služieb a HDP v období 1981 – 2009 (index 2000 = 100)	148
Graf	6.3	Vývoj mesačných cenových indexov vybraných komodít (január 2003 = 100)	157
Graf	6.4	Jednoduchý priemer spotových cien ropy WTI, Brent a Dubai Fateh (v USD/b)	158
Graf	6.5	Vývoj cien zemného plynu podľa troch vybraných druhov	162
Graf	8.1	Finančné aktíva vo svete podľa alokácie	207
Obrázok	8.1	Lokalizácia suverénnych fondov vo svete podľa veľkosti	208
Graf	8.2	Štruktúra ekonomickej sily suverénnych fondov vo svete podľa krajín	209
Graf	9.1	Dynamika prílevu PZI a vývoj stavu PZI v SR (v mld. Sk)	234
Graf	9.2	Vývoj stavu PZI v SR a zamestnanosti (ESNÚ 95)	235
Graf	9.3	Vývoj salda výnosov z investícií a bežného účtu platobnej bilancie	236
Graf	9.4	Vývoj tokov PZI (hrubý prílev) v období „dotcom“ bubliny	241
Graf	9.5	Dynamika globálnych cezhraničných tokov rôznych druhov kapitálu v rokoch 2007 a 2008 (v bil. USD)	243
Graf	9.6	Dynamika tokov PZI (hrubý prílev) podľa jednotlivých skupín krajín v absolútnom a relatívnom vyjadrení	245
Graf	9.7	Vývoj stavu prílevu a odlevu PZI	247
Graf	9.8	Saldo tokov a stavov prílevu/odlevu PZI v jednotlivých skupinách krajín	249

ZOZNAM TABULIEK

Tabuľka	1.1	Rast reálneho HDP svetovej ekonomiky a prognóza ďalšieho vývoja (2008 – 2011)	24
Tabuľka	1.2	Frekvencia vysokého a nízkeho reálneho rastu HDP na obyvateľa vo svete (2007 – 2010)	25
Tabuľka	1.3	Fiškálne stimuly v priebehu finančnej a hospodárskej krízy	34
Tabuľka	1.4	Realizované a očakávané odpisy (oprávky) a straty z provízií bankového sektora	41
Tabuľka	2.1	Ekonomický rast, miera nezamestnanosti a inflácia v členských štátoch EÚ v rokoch 2008 a 2009, prognóza na roky 2010 a 2011	49
Tabuľka	3.1	Krátkodobý vývoj HDP Spojených štátov amerických (2008 – 2011)	72
Tabuľka	3.2	Krátkodobý vývoj HDP Japonska (2008 – 2011)	85
Tabuľka	4.1	Vývoj kľúčových ekonomických indikátorov RF (2008 – 2009; 1. Q 2009 – 1. Q 2010) (ROMR, ak nie je uvedené inak)	97
Tabuľka	4.2	Vývoj HDP a hrubej pridanej hodnoty podľa vybraných odvetví ekonomickej činnosti, 2008 – 2009 a detailne podľa štvrtrokov 2009 – 2010 (medziročná zmena v %)	99
Tabuľka	4.3	Vývoj základných položiek platobnej bilancie RF, 2007 – 2009 (v mld. USD)	104
Tabuľka	4.4	Vývoj základných ukazovateľov trhu práce, 2007 – 2009 (medziročná zmena v %, ak nie je uvedené inak)	110
Tabuľka	4.5	Vybrané ekonomické ukazovatele v krajinách SNS (2008 – 2010)	113
Tabuľka	5.1	Hlavné ekonomické ukazovatele (Čína, 2007 – 2011)	130
Tabuľka	5.2	Zahraničný obchod SR s ČLR v rokoch 2008 a 2009	139
Tabuľka	6.1	Štvrtročný rast svetového obchodu priemyselných výrobkov od 1. Q 2008 do 3. Q 2009 (v %) podľa hodnoty v b. c. USD	147
Tabuľka	6.2	Rast svetového exportu tovarov podľa regiónov (v %)	150
Tabuľka	6.3	Svetový export tovarov a komerčných služieb podľa kategórií v období 2005 – 2009 (v mld. USD a ročná percentuálna zmena)	151
Tabuľka	6.4	Najvýznamnejší exportéri tovarov na svete v rokoch 2008 a 2009 (v mld. USD)	153
Tabuľka	6.5	Najvýznamnejší importéri tovarov na svete v rokoch 2008 a 2009 (v mld. USD)	154
Tabuľka	6.6	Komparácia cenovej volatility komodít (týždenne v %)	156
Tabuľka	6.7	Vývoj reálnych cien komodít (reálne cenové indexy komodít, mesačne, priemer 1990 – 1999 = 100)	156
Tabuľka	6.8	Volatility reálnych cien komodít (v %)	157
Tabuľka	10.1	Návrhy opatrení Snemovne a Senátu USA ohľadne regulácie finančného sektora	260
Tabuľka	10.2	Porovnanie úlohy EK v kontexte hodnotenia štátnej pomoci s úlohou rozhodovacieho orgánu	270
Tabuľka	11.1	Podiely na svetovom HDP (v % PPP)	292

PREDSLOV

V čase, keď odbornej verejnosti predkladáme výsledky piatej etapy dlhodobého projektu Ekonomického ústavu SAV o vývoji a perspektívach svetovej ekonomiky, sa viac-menej už všeobecne akceptuje názor, že súčasná globálna ekonomická kríza je hlbšia a bude dlhšia, ako sa po jej prepuknutí predpokladalo. Pravda, za týmto „zjednoteným“ hodnotením, ktoré sa vytvorilo pod tlakom tvrdej reality ekonomických a sociálnych dôsledkov krízy, pretrváva a v mnohom sa aj prehľbuje široká, rozporuplná škála názorov na charakter a hĺbku príčin globálnej krízy a tým podmienených prístupov k hľadaniu a výberu najvhodnejších opatrení nielen na jej bezprostredné prekonávanie, ale aj vytváranie podmienok, aby sa v budúcnosti nemohla zopakovať. Prirodzene, v tejto konfrontácii rozdielnych a protichodných názorov nejde, a ani nemôže ísť len o akademickú diskusiu, aj keď tá nepochybne hrá tiež dôležitú úlohu. Hľadanie odpovedí na reálne príčiny krízy explicitne alebo implicitne evokuje otázky, ktorí aktéri, akými rozhodnutiami, aktivitami, zlyhaniami a pod., sa podieľali na jej vygenerovaní a aký diel zodpovednosti nesú za jej dôsledky. Samozrejme, v závislosti od toho sa odvodzujú cesty a prostriedky, pomocou ktorých sa má kríza prekonávať a kto ich má realizovať. V dôsledku toho sa tak odhaľovanie príčin krízy, ako aj presadzovanie spôsobov jej riešenia bytostne dotýka ekonomických, sociálnych a politických záujmov relevantných štruktúr spoločnosti, konkrétnych inštitúcií a ich predstaviteľov. Tých, ktorí sa usilujú o pochopenie a odhalenie skutočných príčin krízy, ale aj tých, ktorí ich zastierajú, tých, ktorí majú priamu či nepriamu zodpovednosť za jej vznik, tých, ktorí na nej profitovali, ale aj tých, ktorí pocítili jej dôsledky, tých, ktorí sa snažia preniesť náklady prekonávania krízy na iných, a napokon tých, ktorí sa snažia presadzovať jej reálne účinné a spravodlivé prekonávanie. Tento stret rôznych až protichodných záujmov, ich vzájomná konfrontácia a konštelácia pomeru síl ich nositeľov spôsobujú zložitú utváranie vecného obsahu krízových a pokrízových adaptačných procesov, ich časovú náročnosť a výslednú účinnosť. Zložitú, rozporuplnosť a ťažkú predvídateľnosť konkrétnej výslednice smerovania týchto procesov a ich dôsledkov predstavujú vážne riziká. Ich včasná anticipácia a rozpoznávanie majú však zásadný význam tak pre hospodársku politiku, ako aj pre adaptačnú stratégiu firiem. V tomto kontexte hrá dôležitú úlohu aj

ekonomická teória. Jej vplyv, ako na to poukazuje J. Stiglitz vo svojej najnovšej knihe *Im Freien Fall: Vom Versagen den Märkte zur Neuordnung der Weltwirtschaft* (München: Siedler 2010), však môže byť aj nepriaznivý, ak sa jednostranne argumentuje efektívnosť trhov, ktoré – keď sa nechajú neobmedzene, bez rušivého zasahovania štátu pôsobiť – bez problémov, dokonale fungujú a samy naprávajú svoje zlyhania, samy sa ďalej zdokonaľujú a prispôbujú novým podmienkam. Stiglitz zdôrazňuje, že takto orientovaná časť ekonomickej teórie podporovala záujmy tých, ktorí boli zodpovední za vznik globálnej ekonomickej krízy. Zároveň poukazuje na to, že mnoho významných ekonómov výsledkami seriózných výskumov upozorňovalo na silnejúce trendy, ktoré zákonite musia vyústiť do krízy nebývalých rozmerov. Niektorí teoretici dokonca zdôrazňujú, že na dostatočne hlbokú deskripciu jej príčin a vytvorenie predpokladov, aby sa nemohla opakovať, je potrebné sformovať „novú politickú ekonómiu finančnej krízy“. (K nim patrí napríklad R. E. Allen so svojou knihou *Financial Crisis and Recession in the Global Economy* (Cheltenham, UK – Northampton, MA: Edward Elgar 2009.)

Ekonomický ústav SAV v súlade s cieľmi dlhodobého projektu o vývoji a perspektívach svetovej ekonomiky chce touto publikáciou priblížiť najnovšie výsledky svojho výskumu o aktuálnom stave a možnom smerovaní krízových a pokrízových adaptačných procesov vo svetovej ekonomike ako celku, v jej najvýznamnejších centrách, osobitne v EÚ tak, aby z nich bolo možné odvodzovať nároky a výzvy pre ekonomiku a podnikateľskú sféru na Slovensku. Veríme, že poznatky obsiahnuté v prezentovanej publikácii podnietia k zamýšľaniu a diskusii, ktorá pomôže aktérom hospodárskej politiky, biznisu i širšej odbornej verejnosti lepšie sa orientovať v prebiehajúcej globálnej finančnej a hospodárskej kríze, ktorá jednak zrýchľuje proces transformácie podoby súčasného sveta, ale zároveň je sprevádzaná aj s prerozdeľovaním ekonomickej a politickej globálnej moci a vplyvu. Uvedomovanie a domýšľanie týchto súvislostí má vitálny význam pre malé Slovensko s mimoriadne otvorenou ekonomikou silne penetrovanou zahraničným kapitálom.

prof. Ing. Milan Šikula, DrSc.
riaditeľ Ekonomického ústavu
Slovenskej akadémie vied

Úvod

Kontroverzia v názoroch na ozdravovanie svetovej ekonomiky po globálnej finančnej a hospodárskej kríze je v súčasnosti najviac rezonujúcou témou všetkých relevantných národných a medzinárodných inštitúcií. Tak ako svet mal dilemu pri identifikácii príčin vzniku globálnej krízy, dnes sa do popredia dostávajú otázky súvisiace s východiskami z krízy, s jej prekonávaním a opatreniami, prostredníctvom ktorých je možné zabrániť opakovaniu krízy s takými zreteľne negatívnymi dôsledkami na vývoj hospodárskeho rastu, zamestnanosti, medzinárodného obchodu a globálnych finančných trhov. V tomto kontexte sa dá konštatovať, že niektoré signály oživenia svetovej ekonomiky už možno považovať za reálne, keďže v mnohých priemyselne vyspelých krajinách pomaly, ale isto dochádza nielen k zastaveniu prepadu ekonomického rastu, ale aj k jeho pozitívnemu vývoju. Tieto pozitívne signály zahŕňajú tak globálnu priemyselnú výrobu, maloobchodný predaj, ako aj finančné trhy a do značnej miery aj trh s nehnuteľnosťami. Nemenej dôležitým signálom oživenia svetovej ekonomiky je aj skutočnosť, že po takmer dvoji-ročnom prepade globálneho sentimentu spotrebiteľov sa v súčasnosti zaznamenáva väčšia miera dôveryhodnosti v budúcnosť svetovej ekonomiky.

Faktom však zostáva, že globálna kríza spôsobila (stále spôsobuje) rozsiahle, nielen sociálno-ekonomické škody, ale aj systémové deformácie a bude určitý čas trvať, kým sa svet vráti k „starým“ časom. Preto sú namiesto obavy, do akej miery sú signály o oživení svetovej ekonomiky udržateľné. Treba zdôrazniť, že za hlavné nástroje na ukončenie globálnej krízy sa považujú fiškálne stimuly, ktoré v tomto procese zohrali dominantnú úlohu zvýšením medzinárodnej likvidity, nahradením časti výpadku súkromného dopytu a odkupovaním tzv. toxických aktív od bankového sektora. Práve preto stále aktuálnou otázkou zostáva, dokedy bude súčasný relatívne priaznivý vývoj (oproti rokom 2008 a 2009) svetovej ekonomiky pokračovať po skončení účinnosti týchto opatrení. Treba pripustiť, že realita je taká, že stresové testy bankového sektora tak v Európe, ako aj v USA ukazujú, že ozdravenie globálneho finančného sektora je beh na dlhšej trati.

Viacere štúdie sa zhodujú v tom, že pre reálne ozdravenie svetovej ekonomiky bude nesmierne dôležité, aby dopyt verejného sektora bol nahradený

dopytom zo strany súkromného sektora. To je veľmi podstatné, pretože v súčasnosti mnohé krajiny, najmä v Európe, čaká – aj v dôsledku výdavkov na fiškálne stimuly spolu s výpadkom príjmov z dane fyzických i právnických osôb – nadmerný deficit vo verejných financiách, ktorý môže viesť k značnej nestabilite finančného sektora a menových kurzov, ktoré majú veľký význam pre svetovú ekonomiku.

Predkladaná monografia, ktorá je v poradí piata v sérii publikácií o vývoji a perspektívach svetovej ekonomiky, vydávaných Ekonomickým ústavom SAV, má za cieľ analyzovať a konfrontovať rôzne názorové prúdy týkajúce sa aktuálnych problémov globálnej ekonomiky. V tomto duchu by monografia mala slúžiť tak tvorcom hospodárskej politiky, podnikateľským kruhom, ako aj výskumným a pedagogickým inštitúciám na Slovensku. Monografia sa opiera jednak o analýzy vykonané jednotlivými autormi, jednak o štúdie Medzinárodného menového fondu, Svetovej banky, OECD, Európskej komisie, OSN a ďalšie domáce a medzinárodné publikácie.

Monografiu tvoria štyri systematicky usporiadané časti, ktoré sú rozčlenené na 11 kapitol.

V prvej kapitole sa Menbere Workie Tiruneh venuje vybraným aspektom oživenia svetovej ekonomiky a analyzuje riziká a neistoty ďalšieho vývoja globálnej ekonomiky. Kapitolu uzatvára konštatovaním, že – napriek mnohým neriešeným problémom – globalizácia prispela k prekonávaniu krízy, najmä prostredníctvom synchronizácie hospodárskej politiky medzi krajinami (namiesto protekcionizmu ako v minulosti), a preto je dôležité pokračovať v politike harmonizácie kľúčových nástrojov hospodárskej politiky.

Autorkou druhej kapitoly je Ivana Šikulová. Poukazuje v nej na kontroverznú pozíciu Európskej únie v súvislosti s finančnou krízou vrátane zlyhávania vlád EÚ v dodržiavaní Paktu stability a rastu, s negatívnymi dôsledkami predovšetkým na vývoj verejných financií. Upozorňuje aj na neisté oživenie ekonomík EÚ. V závere konštatuje, že budúcnosť EÚ bude závisieť od toho, do akej miery budú členské štáty EÚ dodržiavať Maastrichtskú zmluvu.

Podobnosti a rozdielnosti tak v dôsledkoch finančnej krízy, ako aj v náznakoch oživenia ekonomík Spojených štátov amerických a Japonska analyzuje Boris Hošoff v tretej kapitole. Poukazuje na komplexnosť problémov americkej ekonomiky a na súvislosti dlhotrvajúcej hospodárskej recesie

v Japonsku a na záver vyslovuje presvedčenie, že obidve ekonomiky by sa mohli dostať z finančnej krízy, i keď udržateľnosť takéhoto vývoja je neistá.

Vo štvrtej kapitole Veronika Hvozdíková rozoberá súvislosti rozsiahleho poklesu ekonomického rastu Ruska a ďalších krajín SNŠ v súvislosti s globálnou krízou, prináša rôzne názory na príčiny tohto poklesu vrátane spomalenia domáceho dopytu, zahraničného obchodu a poklesu investícií. Ako uvádza, napriek týmto starostiam sa ukazuje, že tak Rusko, ako aj iné členské štáty SNŠ sa už zotavujú z finančnej a hospodárskej krízy.

Piata kapitola, od Jaroslava Vokouna, prezentuje postavenie čínskej ekonomiky a úspechy hospodárskej politiky čínskej vlády v boji proti finančnej a hospodárskej kríze vrátane jej pozitívneho príspevku vo forme najväčších finančných stimulov na svete (ako percento HDP). Porovnáva kontroverznosť ideologickej orientácie čínskej vlády na jednej strane a výnimočnosť jej úspešnej hospodárskej politiky na strane druhej.

V ďalšej, šiestej kapitole sa Saleh Obadi Mothana zaoberá vplyvom globálnej krízy na dynamiku medzinárodného obchodu, v ktorom došlo k jeho obrovskému prepadu. Konštatuje, že aj keď za takýto pokles je zodpovedný celý rad faktorov, za najdôležitejšie považuje najmä vysoké miery interdependencie regiónov svetovej ekonomiky; rozmach informačných technológií a rozšírenie sietí dodávateľských firiem.

Siedma kapitola z pera Petra Staněka je venovaná súvislostiam a špecifikám finančnej a hospodárskej krízy v rôznych regiónoch svetovej ekonomiky s dôrazom na ich skúsenosti od 90. rokov minulého storočia až do súčasnosti. Upozorňuje na fundamentálne chyby hospodárskej politiky v týchto regiónoch v tom čase a načrtáva alternatívne riešenia, ktoré by mohli minimalizovať ďalší výskyt finančných kríz s ich ďalekosiahlymi negatívnymi dôsledkami vo všetkých oblastiach.

Iveta Pauhofová v ôsmej kapitole upriamuje pozornosť na narastajúci význam suverénnych fondov ako novú paradigmu globálnej ekonomiky a načrtáva špecifické investičné stratégie týchto fondov vzhľadom na ich finančnú silu. Podrobne analyzuje odlišnosti a podobnosti suverénnych fondov tak z aspektu ich teritoriálneho vplyvu, ako aj z hľadiska ich významu pre formovanie budúcnosti svetovej ekonomiky.

V deviatej kapitole Rudolf Sivák podrobne analyzuje význam priamych zahraničných investícií pre vývoj svetovej ekonomiky, najmä pre rozvojové

a rozvíjajúce sa ekonomiky, osobitne pre Slovenskú republiku. Hodnotí súvislosti, ktoré viedli k zmenám v dynamike globálnej mobility priamych zahraničných investícií, a vyslovuje očakávanie, že prudký pokles mobility globálneho kapitálu by sa mal v budúcnosti zlepšovať.

Problematiku inštitucionálnych reforiem v súvislosti s finančnou krízou nastoľuje v desiatej kapitole Daneš Brzica. Analyzuje inštitucionálne reformy v EÚ, USA a Číne a konštatuje, že napriek tomu, že je dôležité zastaraný regulačný systém zmeniť, úspešnosť inštitucionálnych reforiem bude závisieť od miery dôslednosti vlád v týchto reformách a od ich dodržiavania.

V poslednej, jedenástej kapitole sa Milan Šikula zaoberá kontroverziami v pokrízovej adaptácii svetovej ekonomiky a konfrontuje rôzne názorové prúdy tak z pohľadu ekonomickej teórie, ako aj z aspektu hospodárskej politiky. Je presvedčený, že v tak prepojenom a komplexnom svete môžu malé a otvorené ekonomiky, akou je aj Slovensko, prežiť iba vtedy, ak budú klásť veľký dôraz na stratégiu vlastnej konkurencieschopnosti v kontexte globalizácie.

Z analýzy predkladanej monografie vyplýva okrem iného aj to, že riešenie dlhodobej globálnej nerovnováhy, ktorá vyústila do finančnej a hospodárskej krízy, bude vyžadovať zodpovednú a synchronizovanú globálnu hospodársku politiku, adekvátnu úrovni hlbokkej interdependencie svetovej ekonomiky. Avšak na zabránenie vzniku hlbokých kríz podobného rozsahu, ako je tá súčasná, nebudú stačiť len globálne dohody a synchronizácia hospodárskej politiky, ale predovšetkým ich dodržiavanie v praxi. V tomto smere treba zdôrazniť, že verdikt dejín je jasný – najväčším problémom ľudstva v čase a priestore bol morálny hazard, čiže porušovanie dohôd vládami, individuami a inštitúciami; preto všetky prijaté opatrenia by mali byť zamerané najmä na minimalizáciu tohto javu, čo je veľmi náročné, avšak stojí to za námahu. Na druhej strane však treba zdôrazniť, že nové regulácie by sa mali zvážiť, a najmä dobre premyslieť, aby neboli proti základnej filozofii fungovania trhovej ekonomiky a aby nevedli k brzdeniu inovácií predovšetkým v podnikateľskom sektore.

Menbere Workie Tiruneh
vedúci autorského kolektívu

THE DEVELOPMENT AND PERSPECTIVES OF THE WORLD ECONOMY: THE RECOVERY OF THE WORLD ECONOMY: REALITY OR MYTH?

GENERAL SUMMARY

Controversies over the recovery of the world economy from its deepest economic and financial crisis ever since the Second World War, which kicked off in 2008 is the most frequently discussed issue throughout the contemporary world. As the dilemma over the causes of the underlined crisis loses momentum, there is a shift in the attention towards finding the ways out of it. In this respect, there is a continuous quest for installing global policy tools not only to end the crisis but also to avert the recurrence of a crisis of such magnitude, which has significant negative ramifications to global economic growth, employment, international trade and international finance, among other things.

While the global economic and financial crisis is far from over, there are nonetheless some positive signals that suggest that probably the gloomy days are over and that the future is more bright than the past. Positive signals such as improvements in industrial production; retail sales; financial markets, and to some extent the real estate sector, indicate that there is a more favorable dynamics in global demand for assets, goods and services today compared to the past two years. Moreover, after a drastic decline in the past two years, global consumer sentiment, which measures consumers' confidence about the future dynamics of the world economy, has been on the rise since the beginning of the 2010.

In contrast to the positive signals, the pending global crisis has caused not only significant socio-economic damages but also created systemic deformation and overall mistrust among market players. Therefore, it will take some time before the global economy returns to its „old“ heydays of the late 1990s and early 2000s. In this regard, there are legitimate doubts about the sustainability of the signals on the recovery of the global economy. There are a number of fundamental uncertainties, which overshadow the possible recovery of the world economy. First, financial stimulus packages (including the purchase of so-called „toxic assets“ from the banking industry)

in most countries are considered to be the most significant tools that served to avert possibly a protracted global downturn by somehow replacing the diminishing private demand with that of public since the outset of the crisis. Second, despite some improvements, investors are still pretty much cautious about the recovery of the global financial markets. Third, the banking industry does not seem to have the „bad“ days behind it. In fact, the recent so-called „stress tests“ both in Europe and the US seem to suggest that many large size banks are still in trouble and that there is a long way to go before the global banking industry returns to normality. Given the complementary nature of the financial markets and the banking industry, this suggests that a negative synergy could remain in force for sometime. Finally, world-wide massive unemployment does not show any significant recovery, which may continue to exert further pressure on public finance stemming both from the income side (declining income taxes leading to low tax revenues) and from the expenditure side in the form of unemployment insurance (benefits). Obviously, history proves that unemployment figures improve with time lag and this holds true today.

In this regard, one of the legitimate doubts about the optimistic scenario is linked to the sustainability of the recovery of global economy when government stimulus packages come to an end. Hence, as has been argued by the IMF, a successful global recovery can be guaranteed if and only if the current demand generated by the public sector would be replaced by the private sector. As has been mentioned earlier, it must be underlined that governments in most countries can no longer afford additional stimulus packages given their deteriorating tax revenues (caused by rising unemployment and poor corporate profits), outstanding enormous disequilibrium in public finance and balance payments that include mounting debt positions. Given gloomy employment pictures in most countries it is unlikely the world will get the consequences of the pending financial and economic crisis under control without undertaking further fundamental structural changes that may help raise global investment and consumption confidence.

The underlined book on the development and perspectives of the world economy (reality versus myth), which is the fifth series of the Institute of Economic Research of the Slovak Academy of Sciences, is aimed at analyzing

and confronting different approaches and perspectives on the hot issues regarding the causes, consequences and exit strategies of global economy. In this framework, we believe the book can serve policy makers, research and academic institutions, businesses and the wider public to better understand the core issues, contexts, problems and possible solutions about the rapidly changing global economic landscape. The book addresses the underlined bottlenecks of the global economy from various fronts. The book analyses the changing nature of the world economy from the perspectives of global economy based on aggregate data as well as from the viewpoint of different regions and groups (clubs). Moreover, the underlined book also looks at some of the controversies and challenges policy makers have been facing during the past and current financial crises.

In this framework, besides authors' expertise, the book also refers to a bulk of global literature, primarily the International Monetary Fund, the World Bank, OECD, the European Commission, the United Nations and similar other publications. Obviously, given the complexity of the global economy, the book remains far short of addressing all the problems of the world economy.

The book is divided into four parts and eleven chapters.

In chapter 1., Menbere Workie Tiruneh brings up some positive signals on the recovery of the world economy and discusses the risks and uncertainties that remain outstanding and argues that despite of many outstanding issues, globalization has helped to assure a quick recovery of the world economy mainly through synchronization of global economic policies (unlike protectionism practiced in the past) and concludes that it is necessary to carry on with efforts to harmonize and synchronize global policies.

In chapter 2., Ivana Šikulová addresses the controversies surrounding the economic position of EU members during the ongoing financial crisis, including the failure of EU governments when it comes to the sustainability of the growth and stability pact with respective negative spillover effects primarily to public finance and concludes that the future of EU will to a large extent depend on the successful enforcement of fulfilling the Maastricht criteria by all member states.

In chapter 3., Boris Hošoff analyses similarities and differences between the United States and Japan in managing the pending financial crisis and their potential for recovery and points out the complexity of the US economy and the long-term recession of the Japanese economy and concludes that there is a hope that both economies will recover soon while acknowledging serious outstanding uncertainties that may prolong recession in both countries.

In chapter 4., Veronika Hvozdíková explores the broader contexts of a massive loss in output of the Russian economy and selected other countries of the Common Wealth of Independent States (CIS) during the ongoing global financial crisis and highlights the main factors behind such unfavorable growth Dynamics and concludes the chapter with optimistic outlook that both Russia and members of the CIS are on the right track to recovery.

In chapter 5., Jaroslav Vokoun presents the unique position of the Chinese economy and the successful role of its economic policy in the fight against the global financial crisis that include the highest financial stimulus package in the world (% of GDP) and concludes the chapter by indicating the existing controversies of Chinese ideological orientation on the one hand and its successful and largely market-oriented economy on the other hand.

In chapter 6., Saleh Obadi Mothana deals with the ramifications of the ongoing global financial crisis on the dynamics of the world trade and explores the factors that have brought the world trade to its lowest level in decades and argues that in spite of many factors having played a role, the most significant factors are considered to be an increasing interdependence of world regions, information technology and expansion of networks of suppliers.

In chapter 7., Peter Staněk underscores the broader contexts and specific features of the financial and economic crises across regions and over time since the early 1990s and pinpoints the drawbacks of policy makers throughout these periods and presents alternative remedies to prevent the recurrence of such crises with spillover effects to economic growth, unemployment and public finance.

In chapter 8., Iveta Pauhofová draws attention towards the growing significance of sovereign funds as a new paradigm to the world economy and assesses the specific investment strategies of these funds, given their financial power, and offers a detailed analysis of the differences and similarities among sovereign funds both from the perspective of their territorial influence as well as their role in terms of reshaping the global economy.

In chapter 9., Rudolf Sivák analyses the critical role of foreign direct investment (FDI) to the development of the world economy, mainly to those of developing and emerging economies with emphasis on the Slovak Republic and evaluates the contexts that led to changes in the dynamics of FDI and argues that the dramatic fall in global capital mobility during the ongoing financial crisis will follow a positive trend in the coming years.

In chapter 10., Daneš Brzica critically looks into institutional reforms as a response to the global financial and economic crisis mainly in the US, EU and China and argues that while there is no doubt about the significance of reforming the outdated regulations, the success of the ongoing institutional reforms will to a large extent depend on government's ability and willingness to implement and sustain regulations.

In chapter 11., Milan Šikula presents a detailed analysis regarding the controversies in post-crisis adaptation strategies in different parts of the world and confronts different models (economic theory as well as policy) and argues that in such an interdependent and complex world, small and open economies like Slovakia could survive if they are successful at implementing strategies to increase their competitiveness in the context of globalization.

Overall, from our analyses, it implies that the solution to global economic instability is primarily addressing the causes of global imbalances that often serve as a major trigger for financial and economic crisis. In the context of an increasingly globalized and liberalized world economy, this seems to suggest that there is an urgent call for a more harmonized and synchronized economic policies that are compatible with the complexity and degree of interdependence of the global economy.

However, in order to prevent a repeated global financial crisis, synchronized and harmonized policies are necessary but not sufficient ingredients.

There must also be a mechanism of enforcement in place so that there is assurance of sustainability of policies over time. In this regard, we believe that the verdict of history is relatively straightforward: the fundamental problem of humanity across time and space has been the phenomena of „moral hazard“, hence individuals, governments and institutions changing their behaviors and walking away from their contracts.

Therefore, policies should be designed and implemented in order to guarantee moral hazard behavior is discouraged, a difficult task to accomplish but worth the effort. Finally, global policies installed (to be installed) to prevent potential crises should be fairly balanced and thoroughly thought of so that they wouldn't serve against the fundamental principles of a market economy with long-term negative consequences that include a slowdown in innovation and technological breakthrough mainly by the private sector in the years and decades to come.

Menbere Workie Tiruneh
Editor and project coordinator

I.

**GLOBÁLNE A REGIONÁLNE ASPEKTY
OŽIVENIA SVETOVEJ EKONOMIKY**

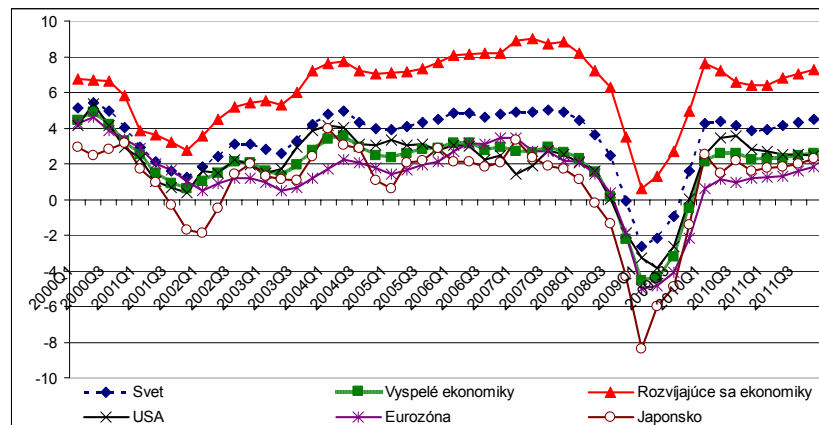
1. GLOBÁLNY POHĽAD NA OŽIVENIE SVETOVEJ EKONOMIKY: ČO JE REÁLNE A ČO JE MÝTUS?

V dôsledku globálnej finančnej a hospodárskej krízy zaznamenala svetová ekonomika z viacerých dôvodov najdrastickejší prepád po druhej svetovej vojne (pozri Workie a kol., 2008; 2009). Avšak všetky relevantné medzinárodné inštitúcie vrátane Medzinárodného menového fondu (MMF), Organizácie Spojených národov (OSN), Svetovej banky (SB), Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD) a ďalších sa zhodujú v tom, že proces oživenia svetovej ekonomiky je nielen realitou, ale že k nemu dokonca dochádza rýchlejšie, než sa očakávalo na začiatku krízy v roku 2008. Prognózy ale zároveň poukazujú aj na krehkosť svetovej ekonomiky a jej regiónov. Medzi jednotlivými regiónmi svetovej ekonomiky, zoskupeniami štátov či medzi krajinami v rámci regiónov existujú rozdiely tak v rýchlosti, ako aj v miere hospodárskeho oživenia.

Ako vidíme z grafov 1.1 a 1.2 a z tabuliek 1.1 a 1.2, i keď vplyv finančnej a hospodárskej krízy na spomalenie globálnej ekonomiky bol symetrický, pokiaľ ide o ekonomický rast, miera prepádu HDP, resp. HDP na obyvateľa v krajinách či regiónoch (zoskupeniach) je rôzna.

Graf 1.1

**Rast reálneho HDP vo vyspelých a novindustrializovaných ekonomikách
(kvartálny, %)**



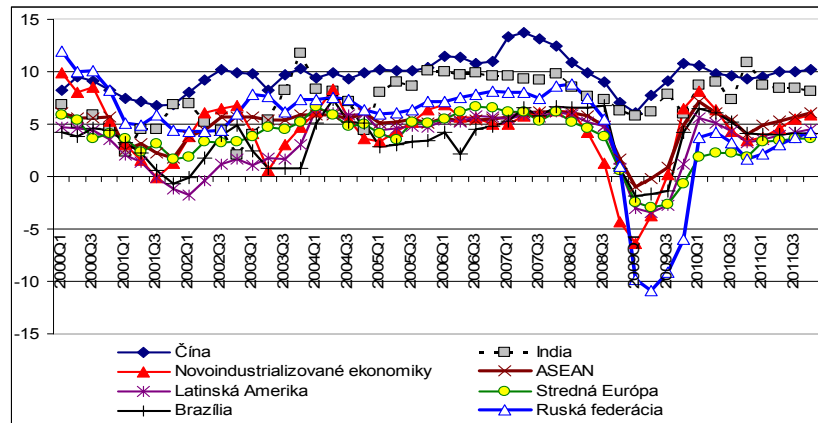
Prameň: Vlastné výpočty na základe údajov IMF (apríl 2010).

Z grafu 1.1 je evidentné, že veľkú stratu outputu zaznamenali vyspelé ekonomiky vrátane krajín eurozóny a USA.

Rozvíjajúce sa ekonomiky však vykázali ešte výraznejší prepád outputu. Napríklad Ruská federácia patrila napriek jej veľkosti medzi krajiny najviac postihnuté finančnou a hospodárskou krízou (graf 1.2). Pokles novoindustrializovaných ekonomík, ako aj krajín východnej Európy bol relatívne menší. Na rozdiel od ostatného sveta následky krízy na ekonomický rast Číny a Indie boli marginálne a aj vďaka ešte stále vysokému ekonomickému rastu týchto dvoch najľudnatejších krajín sveta tak existuje nádej na rýchlejšie oživenie svetovej ekonomiky.

Graf 1.2

Rast reálneho HDP novoindustrializovaných a rozvíjajúcich sa ekonomík (kvartálny, %)



Prameň: Vlastné výpočty na základe údajov IMF (apríl 2010).

V kontexte súčasnej krízy je paradoxné, že Spojené štáty americké, ktoré boli epicentrom globálnej finančnej a hospodárskej krízy, sa zotavujú rýchlejšim tempom než ostatné vyspelé ekonomiky (graf 1.1), čo sa v posledných mesiacoch prejavuje výrazným posilnením kurzu amerického dolára voči euru. Štúdie MMF, OSN či SB uvádzajú celý rad dôvodov, pre ktoré sa USA zotavujú rýchlejšie ako eurozóna a Japonsko. Tieto dôvody možno zhrnúť nasledovne:

- Prvý dôvod súvisí nielen s veľkosťou, ale aj s rýchlosťou poskytnutia finančných stimulov v USA po vypuknutí finančnej a hospodárskej krízy. Európska únia (EÚ) ako celok totiž považovala finančnú krízu pri jej prepuknutí výlučne za problém USA a k finančným stimulom prišlo príliš neskoro.
- Druhým dôvodom je skutočnosť, že miera závislosti nefinančného sektora od bankového sektora je oveľa nižšia v USA než v EÚ či v Japonsku, kde je tento sektor napriek zlepšovaniu ekonomickej situácie stále opatrný pri poskytovaní úverov.
- Tretí dôvod súvisí s rýchlosťou a razantnosťou intervencií menovej autority USA (na rozdiel od Európskej centrálnej banky a ďalších centrálnych bánk vyspelých štátov) pri znižovaní úrokových sadzieb. Neskôr, od októbra 2008, však aj v tejto oblasti došlo k lepšej koordinácii medzi centrálnymi bankami vyspelých štátov.
- Za ďalší dôvod možno považovať skutočnosť, že v čase krízy (2008 – 2009) došlo k podstatnej deprecii amerického dolára voči ostatným svetovým menám, najmä euru. Došlo tak k obmedzeniu exportu európskych firiem a tým aj k výraznejšej strate HDP v eurozóne v porovnaní s USA (graf 1.1). Treba však zdôrazniť, že ani vývoj v eurozóne nie je homogénny, keďže niektoré jej členské štáty sú finančnou krízou postihnuté vo väčšej miere. Grécko, ktoré zápasí s masovou zadlženosťou, je tým najhorším prípadom, navyše je tu riziko „nakazenia“ pre celú eurozónu tak z aspektu budúceho ekonomického, ako aj politického vývoja menovej únie i celej EÚ.

Najnovšie prognózy MMF (z júla 2010) dokonca naznačujú, že ekonomický rast jednotlivých krajín či regiónov bude väčší ako aprílová prognóza tohto roku. Podľa tejto prognózy by sa mal zvýšiť rast HDP sveta v roku 2010 na 4,6 % (oproti predpokladanému rastu na úrovni 4,2 % z apríla rovnakého roku) (tab. 1.1). Ukazuje sa, že tento rast je vygenerovaný najmä v dôsledku lepšej prognózy ekonomiky USA, ktorá by mala dosiahnuť úroveň 3,3 % v roku 2010 (podľa júlovej prognózy, čo je viac ako 2,7 % z prognózy v apríli rovnakého roku). Júlová prognóza MMF je optimistickejšia aj pre ďalšie kľúčové ekonomiky vrátane Číny a Indie (tab. 1.1).

Tabuľka 1.1
**Rast reálneho HDP svetovej ekonomiky a prognóza ďalšieho vývoja
 (2008 – 2011)**

	2008	2009	2010	2011
<i>Svet</i>	3,0	-0,6	4,6	4,3
Vyspelé ekonomiky	0,5	-3,2	2,6	2,4
<i>Eurozóna</i>	0,4	-2,4	3,3	2,9
Nemecko	1,2	-4,9	1,4	1,6
Francúzsko	0,1	-2,5	1,4	1,6
Taliansko	-1,3	-5,0	0,9	1,1
Španielsko	0,9	-3,6	-0,4	0,6
Japonsko	-1,2	-5,2	2,4	1,8
Veľká Británia	0,5	-4,9	1,2	2,1
Kanada	0,5	-2,5	3,6	2,8
<i>Ostatné vyspelé ekonomiky</i>	1,7	-1,2	4,6	3,7
Novoindustrializované ázijské ekonomiky	1,8	-0,9	6,7	4,7
<i>Rozvíjajúce sa ekonomiky</i>	6,1	2,5	6,8	6,4
Stredná a východná Európa	3,1	-3,6	3,2	3,4
Spoločenstvo nezávislých štátov	5,5	-6,6	4,3	4,1
Ruská federácia	5,6	-7,9	4,3	4,1
Čína	9,6	9,1	10,5	9,6
India	6,4	5,7	9,4	8,4
ASEAN	4,7	1,7	6,4	5,5
Stredný východ a severná Afrika	5,3	2,4	4,5	4,9
Subsaharská Afrika	5,6	2,2	5,0	5,9
Brazília	5,1	-0,2	7,1	4,2
Mexiko	1,5	-6,5	4,5	4,4

Prameň: Vlastné spracovanie podľa údajov IMF (2010), júl.

Z tabuľky 1.2 je evidentné, že zatiaľ čo v predkrízovom období (aspoň z krátkodobého hľadiska) v roku 2007 bol počet krajín s poklesom reálneho HDP na obyvateľa iba 11 spomedzi 160 krajín, v roku 2008 sa zvýšil na 30 krajín, a v roku 2009 dokonca na 107 krajín, v roku 2010 by to malo byť len 25 krajín, čo je jeden z hlavných signálov oživenia svetovej ekonomiky. Počet krajín s reálnym rastom HDP na obyvateľa vyšším ako 3 % klesol zo 106 spomedzi 160 krajín v roku 2007 na 75 v roku 2008 a na 14 v roku 2009, a predpokladá sa, že ani v roku 2010 by nemalo dojsť k zhoršeniu tohto stavu.

Tabuľka 1.2

Frekvencia vysokého a nízkeho reálneho rastu HDP na obyvateľa vo svete (2007 – 2010)

	Počet monitorovaných krajín	Počet krajín s poklesom reálneho HDP na obyvateľa				Počet krajín s rastom reálneho HDP na obyvateľa viac ako 3 %			
		2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Svet	160	11	30	107	25	106	75	14	14
z toho:									
Vyspelé ekonomiky	35	0	15	34	15	20	6	0	0
Tranzitívne ekonomiky	18	0	0	13	0	18	16	2	3
Rozvojové ekonomiky	107	11	15	60	10	68	53	12	21
z toho:									
Afrika	51	9	9	23	7	27	22	6	8
Východná Ázia	13	1	3	8	1	12	5	3	5
Južná Ázia	6	0	1	0	0	5	5	2	3
Západná Ázia	13	1	1	9	0	7	8	1	2
Latinská Amerika	24	0	2	19	2	17	13	0	3

Prameň: UN (2010).

Paradoxom súčasnej finančnej a hospodárskej krízy je, že na rozdiel od predošlých kríz, na ktoré spravidla najviac doplácali rozvojové a rozvíjajúce sa ekonomiky, v súčasnosti sa tieto skupiny krajín zotavujú rýchlejšie ako vyspelé ekonomiky. Niektoré rozvíjajúce sa ekonomiky (Čína, India a ďalšie) sú dokonca považované za hnací motor oživenia svetového hospodárstva. Tento úspech možno pripísať predovšetkým ich úspešným reformám v období pred vznikom krízy. Avšak súčasná kríza sa nezaobišla bez negatívneho vplyvu na vývoj rozvojových krajín, pokiaľ ide o mieru rastu chudoby. Predpokladá sa, že v dôsledku krízy sa v nich počet chudobných na konci roka 2010 zvýši o 64 miliónov ľudí v porovnaní s obdobím pred krízou (IMF, 2010, s. 25), a to v súvislosti so znížením exportu rozvojových krajín, ako aj zahraničnej pomoci zo strany vyspelých ekonomík.

Sú náznaky oživenia svetovej ekonomiky realitou alebo mýtom?

V súvislosti s ďalším vývojom svetovej ekonomiky vystáva niekoľko otázok:

- Prvá súvisí so spomínanou krehkosťou procesu uzdravovania svetového hospodárstva. Veľká zásluha na relatívne rýchlom oživení svetovej ekonomiky sa totiž pripisuje bezprecedentnému zásahu štátov prostredníctvom

fiškálnych stimulov a výrazného zníženia úrokových sadzieb. Otázkou tak zostáva, do akej miery bude proces uzdravovania svetovej ekonomiky udržateľný aj po ukončení uvedených stimulov. Existuje reálna obava, že náhle zníženie, resp. ukončenie fiškálnych stimulov môže predĺžiť čas potrebný na úplné prekonanie globálnej krízy.¹

- Druhý problém súvisí s relatívne novým fenoménom neistoty a rizika, ktoré sú spojené s ekonomikami krajín eurozóny, predovšetkým s Gréckom (ale aj s Španielskom, Portugalskom a do určitej miery aj s Talianskom a Írskom), a ktoré negatívne ovplyvnili pomerne stabilné postavenie eura vo svete, a tým aj fungovanie celej menovej únie.
- Tretí problém je spojený s odlišnosťami medzi vývojom reálnej ekonomiky a vývojom finančných trhov. Svetové finančné trhy zaznamenávajú výrazné zlepšenie skôr, než sa menia fundamenty reálnej ekonomiky, čo možno vnímať ako potenciálny problém. Ak by sa totiž finančné trhy naďalej vyvíjali oveľa lepšie ako reálna ekonomika, v budúcnosti môže opäť dochádzať k vzniku bublín na finančných trhoch a k ich následnému prasknutiu, čo by znamenalo návrat k starým časom.
- Poslednou problematickou oblasťou sú obavy spojené s procesom oddlžovania bankového sektora, najmä vo vyspelých ekonomikách, kde variantné riešenia nielen uzdravenia bankového sektora, ale i zabránenia morálnemu hazardu nie sú úplne jednoznačné.²

Z čoho pramení optimizmus ohľadne oživenia svetovej ekonomiky?

Napriek už spomínaným a iným obavám ohľadne oživenia globálnej ekonomiky existuje množstvo faktorov a dôvodov, ktoré poukazujú na „svetlo na konci tunela“. Patrí medzi ne predovšetkým mimoriadne vysoký ekonomický rast rozvojových a rozvíjajúcich sa ekonomík, najmä už spomínanej Číny

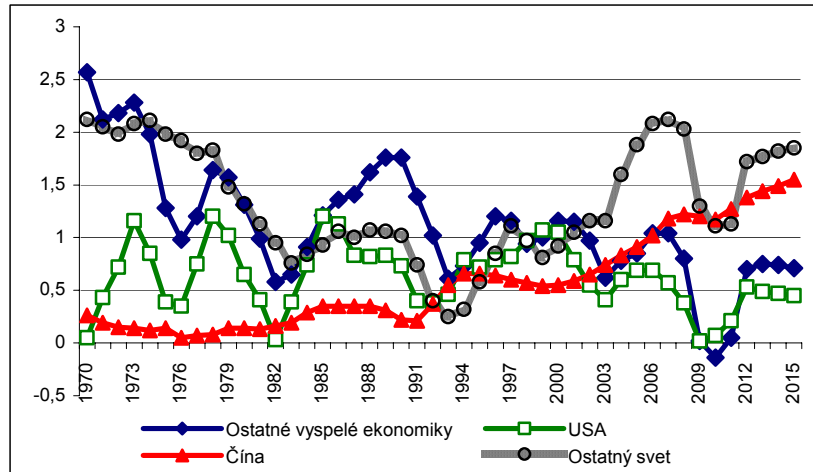
¹ Negatívnym príkladom je Japonsko, ktoré v 90. rokoch pri náznakoch ukončenia recesie zredukovalo fiškálne stimuly a zvýšilo niektoré dane, v dôsledku čoho krajina stratila viac než jednu dekádu, pokiaľ ide o hospodársky rast a zamestnanosť.

² Pomoc Grécku a rámcová dohoda na vytvorenie tzv. eurovalu na ochranu eura patria medzi najhorúcejšie témy v Európe.

(pozri graf 1.3), ktorá môže spolu s ďalšími krajinami slúžiť ako „magnet“ globálneho hospodárskeho rastu. Druhým dôvodom na optimizmus, pokiaľ ide o vývoj svetovej ekonomiky, je oficiálne ukončenie recesie v mnohých vyspelých krajinách, čo naznačuje, že svetová ekonomika má i napriek pretrvávajúcim problémom najhoršie obdobie za sebou. V priebehu najbližších rokov by mali takmer všetky krajiny zaznamenať pozitívny ekonomický rast (graf 1.3). Už v roku 2010 by zároveň malo dôjsť k zvýšeniu počtu krajín, ktoré dosahujú rast reálneho HDP na obyvateľa na úrovni vyššej ako 3 % (tab. 1.2).

Graf 1.3

Dynamika príspevkov vybraných krajín/skupín krajín k rastu svetového HDP (v PKS)



Prameň: Vlastné výpočty na základe údajov UN (2010).

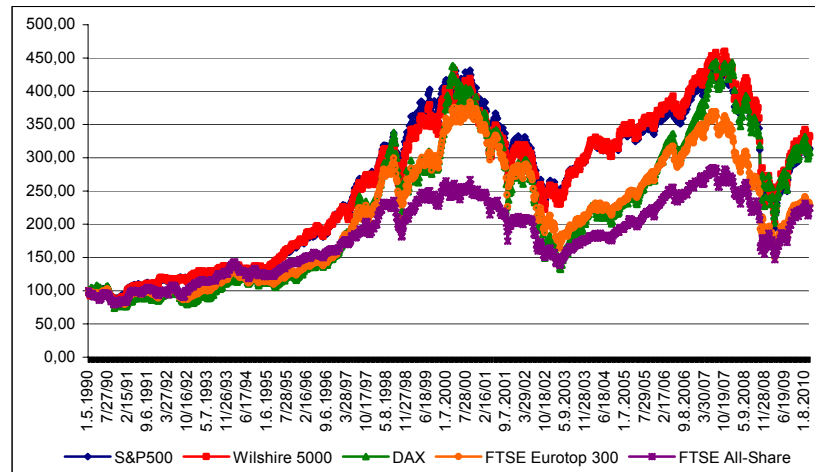
Aké sú signály procesu uzdravenia svetovej ekonomiky?

Niekoľko kľúčových signálov naznačuje, že proces zotavenia svetovej ekonomiky je realitou. Prvým signálom je stabilita globálneho menového trhu, s výnimkou oslabenia eura v prvom polroku 2010, ktoré súvisí najmä s vývojom ekonomiky Grécka a ďalších členských štátov eurozóny s veľkými vnútornými a vonkajšími nerovnováhami. Druhým signálom procesu uzdravenia

globálnej ekonomiky je značné zostúpenie takmer všetkých akciových indexov na svetových burzách (graf 1.4). V mnohých krajinách dochádza aj k postupnému zvýšeniu, respektíve k normalizácii cien nehnuteľností. Avšak rast cien v niektorých krajinách je príliš prudký, čo vyvoláva obavy v súvislosti s jeho udržateľnosťou a možným vznikom bubliny skôr, než bude reálna ekonomika v dobrej kondícii. Zároveň dochádza k postupnému zlepšovaniu podmienok poskytovania úverov (vrátane hypotekárnych úverov) vo vyspelých krajinách, hoci dopyt po nehnuteľnostiach, najmä luxusných, je stále slabý.³

Graf 1.4

Vývoj indexov na hlavných akciových trhoch (1990 = 1 000)



Prameň: Vlastné spracovanie na základe údajov IMF (apríl 2010).

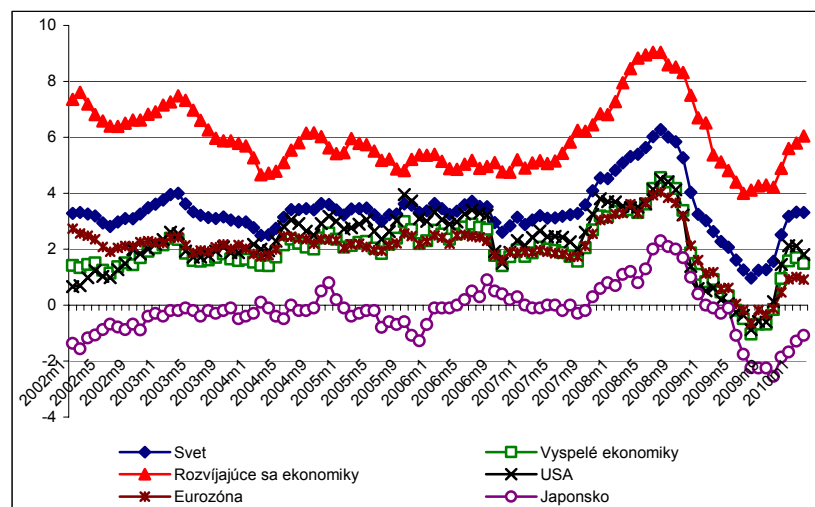
Za ďalší dôležitý signál možno považovať nárast inflácie, hoci pomalší (v niektorých krajinách ide o ukončenie obdobia deflácie), čo vyjadruje určitý pokrok v dynamike globálneho dopytu po tovaroch a službách. Podľa odhadov by v ďalších mesiacoch a rokoch vo svetovej ekonomike, s výnimkou Japonska, malo dôjsť k zvýšeniu miery inflácie (grafy 1.5 a 1.6 – len do 2010). Nepredpokladá sa síce, že zvyšovanie inflácie v najbližších dvoch

³ Ceny nehnuteľností v Číne sa tak prudko zvýšili, že čínska národná banka musela intervenovať zvýšením povinných minimálnych rezerv komerčných bánk.

rokoch by mohlo spôsobiť makroekonomickú nestabilitu, avšak existuje reálna obava z možného prudkého rastu cien ropy, ktorý by viedol k spomaleniu rastu svetovej ekonomiky.

Graf 1.5

Celková miera inflácie vo vybraných krajinách a regiónoch (2002 – 2010)

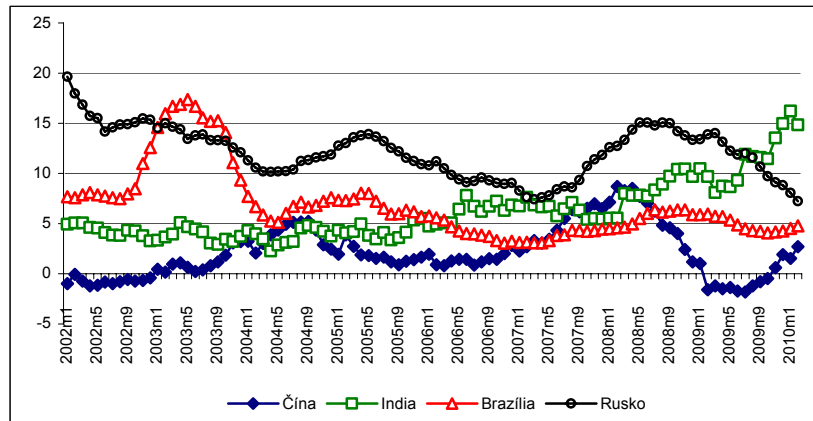


Prameň: Vlastné spracovanie na základe údajov IMF (apríl 2010).

Keďže, miera inflácie je v jednotlivých krajinách a regiónoch rôzna, jej zvýšenie nie je možné považovať za všeobecne pozitívnu správu pre svetovú ekonomiku. Krajiny BRIC, s výnimkou Číny, vykazovali totiž aj v čase krízy relatívne vysokú mieru inflácie (graf 1.6). Príliš vysoká inflácia môže pritom znamenať potenciálne zvýšenie úrokových sadzieb alebo využitie iných nástrojov na jej zníženie v budúcnosti.

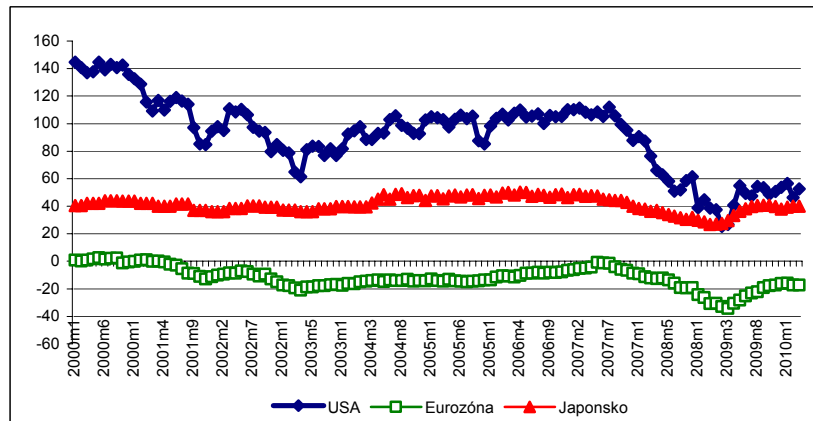
Výhľad budúceho vývoja možno dedukovať aj z iných kľúčových ukazovateľov. Jeden z najdôležitejších je index spotrebiteľskej dôvery, ktorý odzrkadľuje vnímanie budúceho vývoja svetovej ekonomiky, resp. ekonomiky určitej krajiny spotrebiteľmi. Ako je znázornené v grafe 1.7, po prepade spotrebiteľskej dôvery zaznamenávajú indexy v najvyspelejších častiach sveta určité zlepšovanie.

Graf 1.6
Celková miera inflácie krajín BRIC (2002 – 2010)



Prameň: Vlastné spracovanie na základe údajov IMF (apríl 2010).

Graf 1.7
Vývoj indexov spotrebiteľskej dôvery (2000 – 2010)

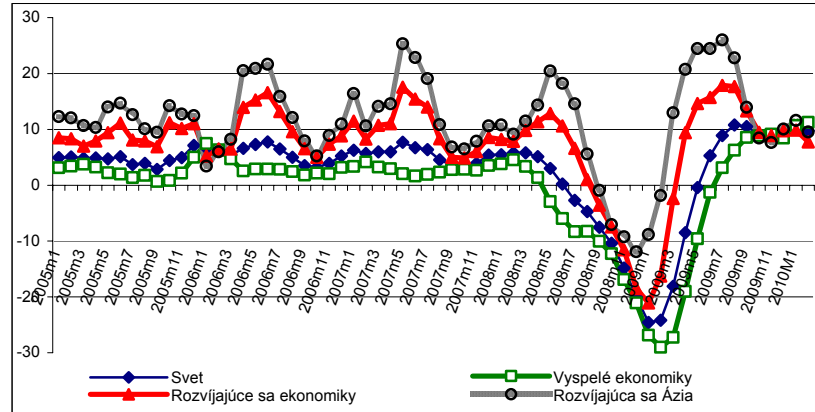


Prameň: Vlastné spracovanie podľa údajov IMF (apríl 2010).

Ďalším kľúčovým indikátorom je vývoj priemyselnej výroby, ktorej dynamika má mimoriadne dôležitý multiplikačný efekt. Na grafe 1.8 možno zreteľne vidieť, že po výraznom prepade priemyselnej výroby v krízovom období

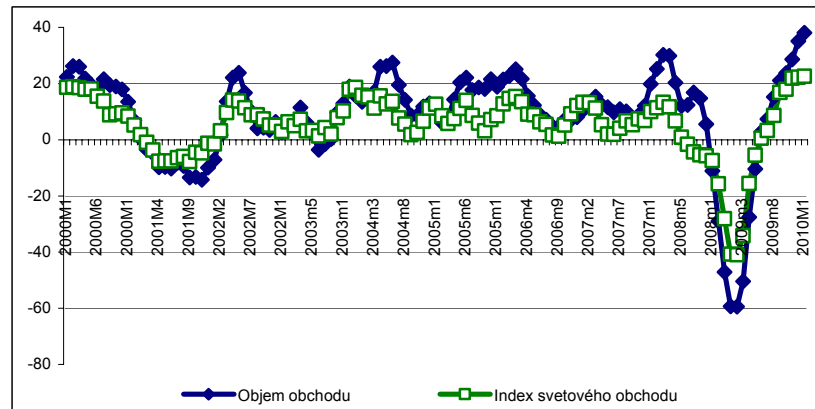
došlo k zlepšeniu situácie vo všetkých regiónoch svetovej ekonomiky. Pokrok v priemyselnej výrobe spolu so zlepšením indexu spotrebiteľskej dôvery znamená aj zlepšenie globálneho obchodu s tovarmi a službami (graf 1.9).

Graf 1.8
Vývoj priemyselnej výroby (2005 – 2010)



Prameň: Vlastné spracovanie podľa údajov IMF (apríl 2010).

Graf 1.9
Dynamika svetového obchodu (2000 – 2010, objem a index)

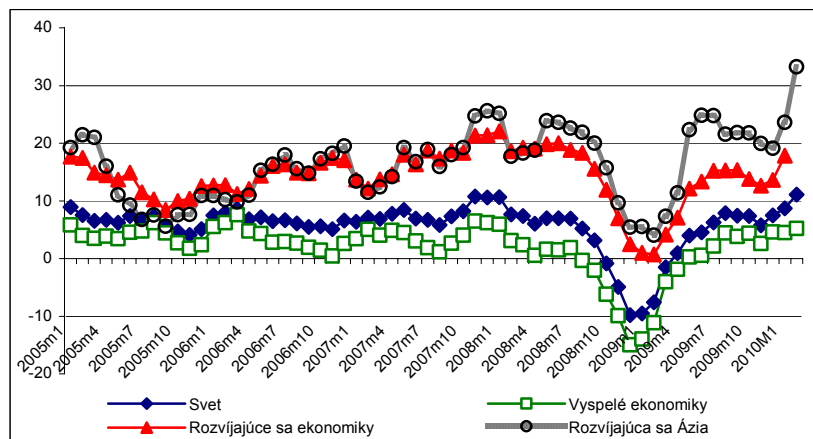


Prameň: Vlastné spracovanie podľa údajov IMF (apríl 2010).

Rovnako evidentný je pozitívny vývoj maloobchodného predaja vo svete. Napriek existujúcim rozdielom medzi jednotlivými regiónmi či skupinami krajín je celkový obraz veľmi optimistický, keďže takmer všetky regióny sa postupne dostávajú k úrovňam z predkrízového obdobia. Pravda, tak ako v prípade všetkých indikátorov, aj tu je namieste klásť dôraz na udržateľnosť uvedeného trendu.

Graf 1.10

Zmeny v maloobchodnom predaji vo svete (2005 – 2010)



Prameň: Vlastné spracovanie podľa údajov IMF (apríl 2010).

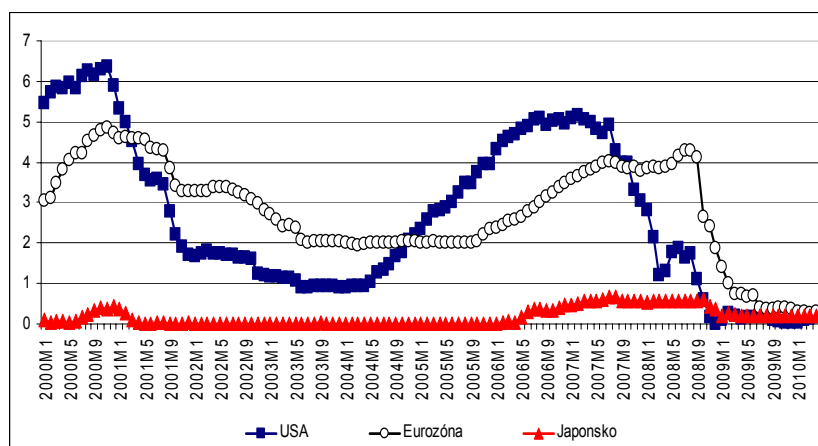
Čím prispela k uzdraveniu svetovej ekonomiky hospodárska politika?

V roku 2008 boli vlády takmer všetkých krajín sveta konfrontované s dvoma možnosťami, ako reagovať na vznikajúcu krízu. Prvou možnosťou bolo ponechať turbulencie na finančných trhoch samotným hráčom, t. j. nech krízu vyrieši „sám“ trh. Riziko tejto alternatívy spočívalo v tom, že pri pasívnej účasti štátu by pravdepodobne došlo k väčším stratám a tým aj k predĺženiu samotnej krízy. Druhou možnosťou bolo intervenovať tak prostredníctvom fiškálnej, ako aj menovej politiky (znížením úrokových sadzieb) (graf 1.11). Fiškálne stimuly však so sebou prinášajú obrovské riziká, keďže vedú

nielen k zadlžovaniu svetovej ekonomiky, ale aj k zvýšeniu morálneho hazardu v budúcnosti (Workie, 2007).

Graf 1.11

Nominálna krátkodobá úroková sadzba vo vyspelých ekonomikách (2000 – 2010)



Prameň: Vlastné spracovanie na základe údajov IMF (apríl 2010).

Vo všeobecnosti možno za hlavný prínos fiškálnych stimulov (napriek existujúcim rozdielom medzi krajinami, regiónmi či zoskupeniami) považovať zmiernenie pôsobenia začarovaného kruhu v podobe zadlženosti a deflácie, ktoré by mohli vo svetovej ekonomike spôsobiť oveľa väčšie straty. Na druhej strane, fiškálne stimuly výrazne zvýšili tak deficit štátneho rozpočtu, ako aj zadlženosť jednotlivých krajín. V mnohých vyspelých ekonomikách došlo k výraznému nárastu dlhu, pričom v roku 2014 sa očakáva zadlženie na úrovni vyše 100 % HDP, zatiaľ čo v predkrízovom období to bolo len 35 % (IMF, 2010, s. 6). Tento nárast je spôsobený vyššími výdavkami vlád v podobe fiškálnych stimulov, no aj prudkým poklesom HDP, a teda i príjmov do štátnych rozpočtov. Koordinovaný postup pri znižovaní úrokových sadzieb hlavnými centrálnymi bankami vyspelých ekonomik spolu s poskytnutím likvidity bankovému sektoru do značnej miery pomohli prekonať krízu rýchlejšie, hoci sa ukazuje, že fiškálna politika mala na ozdravenie svetovej ekonomiky oveľa väčší vplyv než menová politika.

Tabuľka 1.3

Fiškálne stimuly v priebehu finančnej a hospodárskej krízy

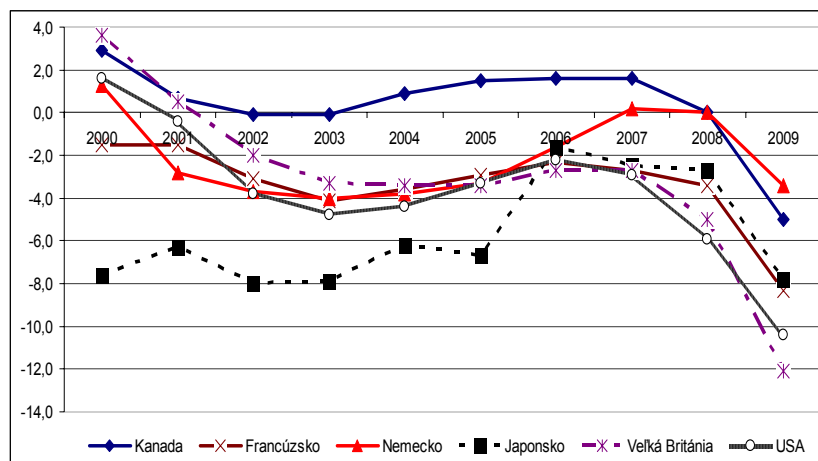
	Fiškálne stimuly (v % HDP)	Fiškálne stimuly (v mld. USD)		Fiškálne stimuly (v % HDP)	Fiškálne stimuly (v mld. USD)
Argentína	1,2	3,9	Luxembursko	3,6	2,0
Austrália	4,7	47,0	Malajzia	5,5	12,1
Rakúsko	4,5	18,8	Holandsko	1,0	8,4
Belgicko	1,0	4,9	Nový Zéland	4,2	5,4
Brazília	0,2	3,6	Nórsko	0,6	2,9
Kanada	2,8	42,2	Filipíny	4,1	7,0
Čile	2,4	4,0	Poľsko	2,0	10,6
Čína	13,3	585,3	Portugalsko	1,2	3,0
Česká republika	1,8	3,9	Rusko	1,2	20,0
Dánsko	2,5	8,7	Saudská Arábia	12,5	60,0
Egypt	1,7	2,7	Singapur	5,8	10,6
Fínsko	3,5	9,5	Slovinsko	1,0	0,5
Francúzsko	1,3	36,2	J. Afrika	1,5	4,2
Gruzínsko	10,3	1,3	Španielsko	0,9	15,3
Nemecko	2,2	80,5	Švédsko	2,8	13,4
Maďarsko	10,9	17,0	Švajčiarsko	0,5	2,5
India	3,2	38,4	Taiwan	3,9	15,3
Indonézia	1,4	7,1	Thajsko	14,3	39,0
Izrael	1,4	7,1	Turecko	14,3	38,0
Taliansko	0,7	16,8	Veľká Británia	1,4	38,0
Japonsko	6,0	297,5	USA	6,8	969,0
Južná Kórea	5,6	53,3			

Prameň: Vlastné spracovanie podľa údajov UN (2010).

V tomto kontexte treba poukázať i na skutočnosť, že vlády zvýšili likviditu aj nákupom vládnych dlhopisov a tzv. toxických aktív od bankového sektora, čím ho odbremenili od zlých pohľadávok. Napriek tomu však došlo k zániku mnohých, predovšetkým malých a stredne veľkých bánk, najmä v USA. Ďalším opatrením hospodárskej politiky väčšiny krajín bolo v roku 2008 zvýšenie garancií vkladov v snahe zabrániť panike, hlavne domácností (Workie a kol., 2009). Najmä v dôsledku fiškálnych stimulov došlo k nárastu deficitu verejných financií takmer vo všetkých vyspelých a rozvíjajúcich sa ekonomikách. Ako je znázornené v grafe 1.12, Veľká Británia a USA zaznamenali najvýraznejšie zhoršenie salda štátneho rozpočtu. Avšak ani situácia v ďalších vyspelých ekonomikách vrátane krajín eurozóny nie je priaznivá. Obava z možných dôsledkov zadlženosti týchto ekonomík na ďalší vývoj svetovej ekonomiky je teda pochopiteľná.

Ukazuje sa totiž, že fiškálne stimuly niektorých rozvojových a rozvíjajúcich sa krajín v pomere k HDP boli v porovnaní s vyspelými ekonomikami oveľa vyššie, a to predovšetkým v krajinách, ktoré disponujú dostatočným množstvom rezerv (Čína, Saudská Arábia, Thajsko, Turecko a ďalšie). Analýzy však potvrdzujú, že vysoké fiškálne stimuly ešte nie sú zárukou stabilizácie globálnej ekonomiky, pokiaľ nie sú alokované racionálnym spôsobom.

Graf 1.12

Vývoj salda štátneho rozpočtu (v % HDP)

Prameň: Vlastné spracovanie podľa údajov UN (2010).

Regionálna dimenzia zotavenia svetovej ekonomiky

Ako sme už uviedli, napriek tomu, že svetová ekonomika ako celok sa pomaly, ale isto zotavuje z najhoršej krízy v novodobých dejinách ľudstva, medzi regiónmi či krajinami v rámci regiónov existujú značné rozdiely, a to tak v rýchlosti oživovania, ako aj v zdrojoch rastu či v miere krehkosti procesu zotavovania. Za relatívne rýchlejšim uzdravovaním ekonomiky USA stojí predovšetkým rýchla masová pomoc v podobe fiškálnych stimulov. Podľa odhadov MMF (apríl 2010) fiškálne stimuly v USA zvýšili reálny rast HDP o jeden percentuálny bod. Avšak iné indikátory, vrátane miery nezamestnanosti,

sa v mnohých krajinách vyvíjajú nepriaznivo.⁴ Pozitívne sa vyvíja kapitálový trh ako celok, keď indexy akciových trhov zaznamenávajú stabilný rast a emisie podnikových dlhopisov sa dostávajú takmer na úroveň predkrízového obdobia.

Vážne sú však stále pretrvávajúce problémy s úvermi, predovšetkým vo vzťahu k malým a stredným podnikom. Ďalším problémom je nestabilita bankového sektora v USA. Proces uzdravenia americkej ekonomiky preto môže byť pomalší a náročnejší, najmä po ukončení fiškálnych stimulov. Najzávažnejším problémom zostáva rekordný deficit štátneho rozpočtu a celková zadlženosť štátu.

Európa patri medzi regióny najviac zasiahnuté krízou. Proces jej zotavovania bude pomalší ako v prípade USA, pričom dôsledky aj rýchlosť uzdravovania budú v jednotlivých krajinách rôzne. Za spoločný menovateľ dôsledkov krízy možno považovať zadlženosť a nestabilitu verejných financií, hoci finančné stimuly boli opodstatnené tak vo vyspelejších ekonomikách EÚ, ako aj v nových členských štátoch. Kríza, pravda, najviac zasiahla malé a otvorené ekonomiky, ktoré sú závislé od vonkajšieho dopytu a zahraničného financovania. Niektoré vyspelé členské štáty EÚ tiež vykazujú obrovské deficity verejných financií a budú musieť vyvinúť značné úsilie, aby sa dostali z problémov (Veľká Británia, Grécko, Španielsko, Írsko, Portugalsko či Taliansko).

Neistota vo fungovaní ekonomík EÚ sa výrazne zvýšila v posledných mesiacoch, a to vplyvom dvoch faktorov (IMF, 2010, s. 55). Prvým sú problémy so zadlženosťou a platobnou neschopnosťou Grécka, ktoré môžu destabilizovať celú eurozónu, čo by mohlo predĺžiť recesiu a oslabovať euro. Takýto vývoj by v konečnom dôsledku nebol prospešný ani pre ekonomiku USA, ani pre ekonomiky rozvíjajúcich sa a rozvojových krajín. Druhý veľký problém súvisí s turbulenciami vo finančnom sektore vrátane bankového sektora, ktoré limitujú dostupnosť úverov. To je spojené so snahou znížiť zadlženosť jednotlivých ekonomík. Najdôležitejšou skutočnosťou je, že EÚ by mala zabezpečiť rámec hospodárskej politiky tak, aby sa členské štáty správali v duchu pravidiel Paktu stability a rastu. Preto v súčasnosti na úrovni

⁴ V Spojených štátoch amerických je i napriek optimizmu domácností aj investorov v súčasnosti nezamestnaných okolo 7 miliónov ľudí a takmer 8,8 milióna je zamestnaných na čiastočný úväzok.

eurozóny i celej EÚ prebieha diskusia o tom, akým spôsobom bude možné vynútiť, aby členské štáty dodržiavali pravidlá hry.

Mnohé krajiny Spoločenstva nezávislých štátov (SNŠ), ktorých ekonomiky závisia predovšetkým od vývozu ropy a iných komodít, utrpeli v dôsledku finančnej a hospodárskej krízy výrazné straty. Ukazuje sa však, že väčšina krajín tohto zoskupenia sa pomerne rýchlo zotavuje, hoci aj medzi nimi existujú rozdiely. Analýzy MMF a OSN poukazujú na niekoľko dôvodov, ktoré umožňujú pomerne rýchly rast ich ekonomík. Prvým je skutočnosť, že v posledných mesiacoch dochádza k zvyšovaniu dopytu po rope a zemnom plyne. Druhým dôvodom je oživenie medzinárodného obchodu a prílevu kapitálu, pričom najmä zotavenie ekonomiky Ruskej federácie znamenalo nárast vonkajšieho dopytu v prospech uvedených krajín.

Takisto ázijské ekonomiky (s výnimkou Japonska) patria k regiónom, ktoré sa z krízy zotavili rýchlejším tempom. Na rozdiel od iných regiónov bol proces uzdravenia ázijských krajín relatívne rovnomerný, pričom dôležitú úlohu zohrali tak externé, ako aj interné faktory; MMF (apríl 2010) uvádza niekoľko faktorov, ktoré sú za rýchlym procesom zotavenia týchto ekonomík. Po prvé, krajiny tohto regiónu (podobne ako SNŠ) silno profitovali z oživenia svetového obchodu, pretože sú výrazne závislé od zahraničných trhov. Za ďalší dôvod rýchlejšieho zotavenia tohto regiónu možno považovať aj priaznivú východiskovú situáciu, keďže na rozdiel od iných regiónov ázijské ekonomiky nevykazovali v predkrízovom období nadmerný deficit, ani vysokú zadlženosť. To im pomohlo vyrovnať sa s následkami krízy oveľa rýchlejšie než regiónom s nepriaznivou východiskovou situáciou. Pravda, tak ako v iných častiach sveta, svoju úlohu pri zotavovaní týchto ekonomík zohrali aj fiškálne stimuly a nízke úrokové sadzby. Očakáva sa, že ekonomiky Ázie budú v rokoch 2010 a 2011 rásť tempom 7 %.

Najľudnatejšie krajiny sveta – India a Čína – podporili svoju ekonomiku v čase krízy predovšetkým zvyšovaním domáceho dopytu. V Číne sa predpokladá rast reálneho HDP v rokoch 2010 a 2011 o 10 %, pričom tento rast, podporovaný najmä zvýšením verejných výdavkov na infraštruktúru, by mal byť transformovaný do spotreby a investícií súkromného sektora. India by mala v roku 2010 zaznamenať rast reálneho HDP na úrovni 8,75 % a v roku 2011 na úrovni 8,5 %. Predpokladá sa, že vysoký rast HDP oboch krajín bude mať priaznivé multiplikačné efekty pre celý ázijský región. Pozitívne

pokračuje aj zotavovanie ekonomík zoskupenia ASEAN, kde sa v roku 2010 predpokladá rast reálneho HDP na úrovni 5,5 %.

Situácia je odlišná, pokiaľ ide o japonskú ekonomiku, ktorá by mala v roku 2010 zaznamenať výrazne nižšiu rast než ázijské ekonomiky v priemere, a to na úrovni len 2 %. Podobne ako v iných vyspelých ekonomikách, aj v Japonsku sa za najdôležitejší faktor rastu považujú fiškálne stimuly. Avšak na rozdiel od Indie a Číny Japonsko zápasí s mnohými problémami vrátane nízkeho domáceho dopytu, deflácie, nevyužitých výrobných kapacít a v posledných mesiacoch aj v súvislosti s posilnením japonského jenu voči svetovým menám, najmä voči euru.

Prevažná väčšina krajín Latinskej Ameriky bola voči globálnej kríze relatívne odolná, čoho dôkazom je pokles reálneho HDP v roku 2009 iba o 1,9 %, zatiaľ čo v roku 2010 sa očakáva rast na úrovni 4,1 %. Podobne ako v Ázii, aj proces uzdravovania ekonomík Latinskej Ameriky bol rovnomerný, pričom rast je podporovaný tak domácim, ako aj vonkajším dopytom, priaznivou predkrízovou situáciou a vysokým dopytom po komoditách na svetových trhoch (IMF, 2010). Avšak pretrvávajúca kríza americkej ekonomiky má ešte stále nepriaznivé efekty na tento región, najmä v dôsledku poklesu prílevu turistov, ako aj remitencií z USA.

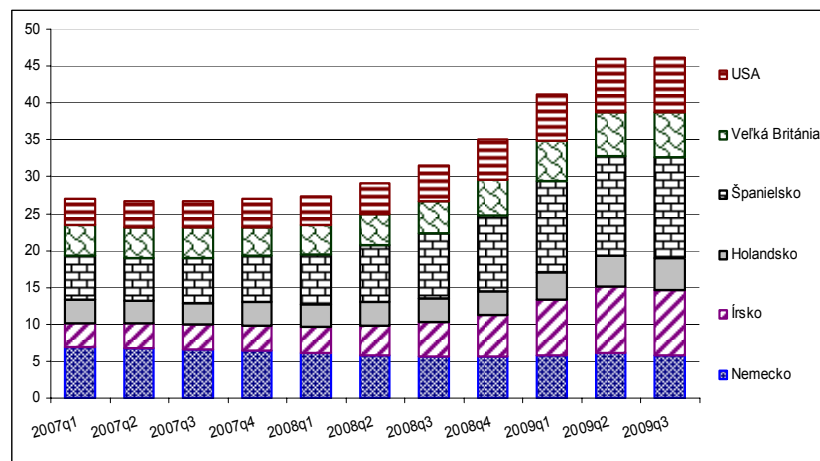
Blízky východ a severná Afrika (s výnimkou Kuvajtu) dosiahli v roku 2009 pozitívny rast reálneho HDP na úrovni 2,4 %, čo je však menej než v roku 2008 (5,1 %). Hlavnými zdrojmi rastu sú popri fiškálnych stimuloch vysoké ceny komodít a následne i vyššia miera využitia výrobných kapacít. Ďalší vývoj ekonomík tohto zoskupenia do značnej miery závisí od hospodárskeho vývoja vyspelých krajín.

Ostatné ekonomiky afrického kontinentu, v rozpore s historickými skúsenosťami, dokázali prekvapivo úspešne kríze odolať. Priemerný rast reálneho HDP síce poklesol z 5,5 % v roku 2008 na 2,1 % v roku 2009, avšak v roku 2011 sa predpokladá rast na úrovni 5,9 %. Na rozdiel od ázijských ekonomík, africké ekonomiky (s výnimkou vývozcov ropy) nie sú príliš naviazané na globálnu ekonomiku. Keďže nedošlo k výraznej redukcii zahraničnej pomoci, kríza na tento región nemala až taký silný vplyv. Zároveň treba dodať, že mnohé krajiny tohto regiónu uskutočnili reformné kroky a relatívne sa stabilizovali. Avšak z pohľadu politickej situácie, ako aj makroekonomického prostredia (vrátane miery inflácie) je stabilita Afriky stále krehká.

Krehkosť procesu ozdravenia svetovej ekonomiky: aké problémy hrozia?

Napriek optimistickým indikátorom zostáva niekoľko kľúčových otázok, ktoré determinujú mieru udržateľnosti svetovej ekonomiky. Jedným z kritických problémov súvisiacich s krehkosťou globálnej ekonomiky je nepriaznivý trend v miere nezamestnanosti, ktorá neodzrkadľuje ekonomický vývoj v iných oblastiach. Situácia je o to vážnejšia, že mnohé krajiny, ktoré zaznamenali vysoké deficity verejných financií a vysokú zadlženosť, budú musieť pristúpiť k šetreniu a pravdepodobne prepúšťať zamestnancov, najmä pracujúcich vo verejnej správe, čo môže mieru nezamestnanosti v ďalších rokoch ešte viac zvýšiť. Už v súčasnosti samosprávne celky (regionálne vlády) i národné vlády v mnohých krajinách zápasia v dôsledku vysokej miery nezamestnanosti s výpadkami daní nielen z príjmov právnických, ale i fyzických osôb. Ako možno vidieť na grafe 1.13, práve tie krajiny, ktoré čelia tlakom v oblasti verejných financií, zaznamenávajú zároveň i vysokú mieru nezamestnanosti (Španielsko, Írsko, Grécko a ďalšie).

Graf 1.13
Miera nezamestnanosti (2007 – 2009, v %)



Prameň: Vlastné výpočty na základe údajov IMF (apríl 2010).

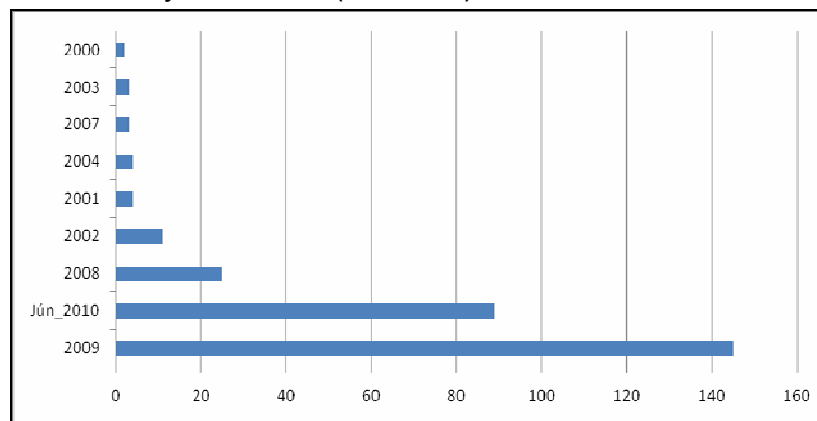
Skúsenosti z predošlých kríz (recesii) potvrdzujú, že zamestnanosť sa začína zlepšovať až s časovým oneskorením. Príkladom sú posledné dve recesie v USA (1991 a 2001), keď sa zamestnanosť – i napriek tomu, že po ôsmich mesiacoch došlo k ukončeniu recesie – dostala na predkrízovú úroveň až 30 mesiacov po recesii v roku 1991, a dokonca po 48 mesiacoch v roku 2001 (UN, 2010).

Problémy s bankovým sektorom sú alarmujúce v mnohých krajinách, najmä v USA, Nemecku a vo Francúzsku. Banky zachránené pôžičkami od vlád budú musieť štátu splácať svoje dlhy vrátane úrokov, čo bude limitovať ich možnosti poskytovať úvery podnikateľskému sektoru (najmä malým a stredným podnikom, ktoré nemôžu vygenerovať finančné zdroje prostredníctvom kapitálového trhu ako veľké podniky) i domácnostiam, v dôsledku čoho môže dochádzať k zníženiu agregátneho dopytu a tým aj k predĺženiu recesie.

Najviac kritizovaným krokom vlád na záchranu bankového sektora bola záchrana prevažne veľkých bánk, čo sa označuje pojmom *too-big to fail*. Ide teda o morálny hazard spočívajúci v záchrane veľkých bánk na úkor malých. Práve v dôsledku takéhoto asymetrického prístupu zanikli mnohé menšie banky (graf 1.14), ktorých existencia je veľmi dôležitá pre malé podniky a živnostníkov. Počet zaniknutých bánk v USA dosiahol takmer 145 v roku 2009 a 89 v prvej polovici roka 2010.

Graf 1.14

Počet zaniknutých bánk v USA (2000 – 2010)



Prameň: Vlastné spracovanie na základe FDIC (júl 2010).

Realizované odpisy (oprávky) bankového sektora dosiahli v rokoch 2007 – 2009 v USA výšku 680 mld. USD, v eurozóne 415 mld. USD a vo Veľkej Británii 355 mld. USD (tab. 1.4). Aj v roku 2010 bankový sektor zaznamenáva straty, i keď v relatívne menšom rozsahu. Tabuľka 1.4 dokumentuje, že zatiaľ čo celkové straty z úverov a iných cenných papierov v rokoch 2007 – 2009 boli na úrovni 1 555 mld. USD, v roku 2010 by mali byť takmer o polovicu nižšie. Hoci vlády vyspelých krajín sú si vedomé tohto problému, zatiaľ neexistuje globálny mechanizmus na predchádzanie problémom podobného druhu v budúcnosti.

Tabuľka 1.4

Realizované a očakávané odpisy (oprávky) a straty z provízií bankového sektora

	Realizované odpisy (oprávky) a straty z provízií (v mld. USD) (2007:Q2 – 2009:Q4)	Očakávané odpisy (oprávky) a straty z provízií (v mld. USD) (2010:Q1 – 2010:Q4)	Kumulatívna strata (v %)
USA	680	205	7,0
Veľká Británia	355	100	5,4
Eurozóna	415	250	2,9
Ostatné vyspelé ekonomiky	82	74	3,9
Ázia	23	92	1,5
Celková strata z úverov a cenných papierov	1 555	721	

Prameň: Vlastné spracovanie na základe údajov IMF (apríl 2010).

Situácia nie je veľmi priaznivá ani vo veľkých podnikoch, pretože kapitálové trhy stále nie sú natoľko stabilné, aby tieto firmy mohli nadobúdať dostatočné množstvo kapitálu na financovanie svojej činnosti. Preto pretrváva názor, že úspech a udržateľnosť procesu uzdravenia svetovej ekonomiky bude do značnej miery závisieť od schopnosti presmerovať dopyt vygenerovaný primárne vo verejnom sektore do súkromného sektora. Táto skutočnosť je dôležitá predovšetkým z pohľadu malých a otvorených ekonomík, ktoré sú závislé od priaznivého vývoja dopytu vyspelých krajín.

Záver

Vývoj svetovej ekonomiky zaznamenal v priebehu posledných dvoch rokov najväčší prepád od Veľkej depresie v 30. rokoch minulého storočia.

Dôvodov vzniku súčasnej krízy je mnoho, ale za najdôležitejšie možno považovať globálny boom v predkrízovom období, inovácie a bubliny na kapitálových trhoch, špekulatívne praktiky hráčov na trhu, zlyhanie inštitúcií vrátane vládnych, ako aj ratingových agentúr a ďalšie. Hoci reakcie vlád boli rôzne, v princípe sa mnohé štáty snažili zmierniť následky finančnej a hospodárskej krízy prostredníctvom fiškálnych stimulov a znižovaním úrokových sadzieb. Okrem toho použili nástroje zmiernujúce paniku, napríklad zvýšenie garancií na ochranu vkladov sporiteľov.

Ukazuje sa však, že i napriek výraznému zníženiu globálnych úrokových sadzieb sa investície a spotreba nezvýšili v očakávanej miere. Fiškálne stimuly tak boli považované za nevyhnutné nástroje schopné zabrániť väčšiemu prepadu jednotlivých ekonomík a tým i predĺženiu trvania recesie. Fiškálne stimuly však priniesli svoju daň v podobe výraznej nerovnováhy tak z aspektu verejných financií, ako aj vonkajších vzťahov. Pretrvávajú aj problémy bankového sektora, kde zatiaľ nedošlo ku globálnemu konsenzu v názoroch na nástroje, ktoré by zamedzili opakovanie kríz. Napriek tomu, že sú prítomné také náznaky oživenia svetovej ekonomiky, ako rast indexov akciových trhov a indexu dôveryhodnosti spotrebiteľov, zvýšenie priemyselnej výroby a maloobchodného predaja, stále sa nedosiahol významný pokrok v znížení miery nezamestnanosti. Vysoká miera nezamestnanosti sa odzrkadľuje vo verejných financiách prostredníctvom vyšších výdavkov na nezamestnaných, ako aj v podobe výpadkov dane z príjmov fyzických osôb.

Súčasná globálna, finančná a hospodárska kríza je do značnej miery zrkadlom interdependencie a liberalizácie svetovej ekonomiky, ktoré prinášajú nielen zvyšovanie mobility tovarov a služieb, ale aj rýchlejší transfer kríz (nákazlivých efektov) z jednej časti sveta do ostatných. Globalizácia svetovej ekonomiky vo veľkej miere zabránila možnému rozsiahlejšiemu uplatneniu protekcionizmu, ktorý by vrátil svet o niekoľko dekád späť. Preto je veľmi dôležité a nevyhnutné, aby sa tak na úrovni krajín, ako aj na úrovni globálnej ekonomiky uskutočňovala zodpovedná hospodárska politika, ktorá by zabránila vzniku rozsiahlych nerovnováh odčerpávajúcich zdroje zo svetovej ekonomiky.

2. EURÓPSKA ÚNIA: NEISTÉ OŽIVENIE A VÝZVY VYVOLANÉ KRÍZOU⁵

Úvod

Globálna kríza a hospodárska recesia zasiahli Európsku úniu (EÚ) v roku 2009 v plnej sile a stali sa pre ňu, a osobitne pre eurozónu, nesmierne náročným testom. Zahraničný i domáci dopyt sa znížili, priemyselná a stavebná produkcia sa prepadli, hospodársky rast EÚ sa rapídne spomalil, nezamestnanosť aj napriek pomalému oživovaniu ekonomiky stále rastie, situácia vo verejných financiách sa zhoršuje a neudržateľné verejné dlhy niektorých členských štátov eurozóny vytvárajú tlak na jednotnú menu. Európska únia v roku 2009 pokračovala v implementácii Plánu hospodárskej obnovy Európy (European Economic Recovery Plan) prijatého v decembri 2008. V boji proti kríze v plnej miere využila tak expanzívnu a proticyklickú fiškálnu politiku, ako aj redukciu úrokových sadzieb na historické minimá a poskytovanie rozsiahlej likvidity finančnému sektoru.

Kríza potvrdzuje niektoré silné stránky európskej integrácie, no zároveň nemilosrdne zvýrazňuje i viaceré jej nedostatky. Možno medzi ne zaradiť najmä asymetrickú štruktúru eurozóny s jednou menovou politikou a (zatiaľ) šesťnástimi fiškálnymi politikami,⁶ slabú vymáhateľnosť Paktu stability a rastu (PSR) prispievajúcu k problémom s udržateľnosťou verejných financií, absenciu koordinácie hospodárskych politík, rozdiely v hospodárskych cykloch krajín, ako aj v ich konkurencieschopnosti. Heterogenita členských štátov pretrváva už od založenia EÚ, avšak globálna kríza tento problém ešte viac zvýraznila. Európa sa z recesie dostáva pomalšie než iné regióny. Medzi jednotlivými členskými štátmi EÚ sú rozdiely z pohľadu dôsledkov krízy, pričom najviac zasiahnuté boli ekonomiky čeliace vonkajšej a vnútornej nerovnováhe, ako aj z pohľadu vyhliadok do budúcnosti.

Pomalé, nerovnomerné a stále krehké zotavovanie ekonomík EÚ z najhlbšej a najdlhšej recesie v histórii je podporované oživením svetového obchodu, opatreniami hospodárskej politiky, ako aj koordinovanou pomocou

⁵ Práca je súčasťou riešenia projektu VEGA č. 2/0068/09.

⁶ Dňa 1. januára 2011 sa sedemnástou krajinou eurozóny stane Estónsko.

medzinárodných inštitúcií najviac zasiahnutým krajinám. Prekonávanie recesie spomaľujú najmä nerovnováhy verejných financií a bežných účtov. Zatiaľ čo bilancia bežných účtov sa v prípade niektorých členov EÚ v roku 2009 zlepšila, situácia vo verejných financiách sa v dôsledku poklesu outputu a protikrizových opatrení zhoršila vo všetkých členských štátoch.

Pre ďalší hospodársky vývoj bude kľúčové optimálne načasovanie a naplánovanie tzv. ústupových stratégií (*exit strategies*) spočívajúcich v systematickom zmierňovaní expanzívneho charakteru makroekonomických politík. V prípade príliš rýchleho upustenia od expanzívnych politík by ťažko naštartované oživenie ekonomík mohlo byť ohrozené. Na druhej strane, mnohé opatrenia prospešné v čase krízy, by mohli mať negatívne vplyvy na ekonomiku, ak by sa uplatňovali dlhší čas. Dôležitou úlohou teda bude postupné a koordinované sprísňovanie fiškálnych politík jednotlivých členských štátov, ako aj menovej politiky Európskej centrálnej banky (ECB) a menových autorít krajín, ktoré zatiaľ neprijali jednotnú európsku menu. V prípade fiškálnych politík už pod tlakom finančných trhov dochádza k prijímaniu úsporných opatrení vo viacerých krajinách EÚ, sprísňovanie menovej politiky ECB sa očakáva v druhom kvartáli 2011.

Negatívne vplyvy krízy na ekonomiku, či už ide o trh práce, verejné financie alebo investičné aktivity, však pretrvávajú dlhšie. Krízu bude možné považovať za skutočne prekonanú, až keď sa podarí obnoviť makroekonomickú stabilitu, udržateľnosť verejných financií, zdravý ekonomický rast a nízku úroveň nezamestnanosti. Nevyhnutné bude posilnenie koordinácie hospodárskych politík (najmä v rámci eurozóny) vrátane reformy PSR, fiškálna konsolidácia, prijímanie potrebných opatrení vo finančnom sektore umožňujúcich predísť podobným krízam v budúcnosti, posilnenie jednotného trhu a rozsiahle štrukturálne reformy v súlade so stratégiou *Európa 2020*.

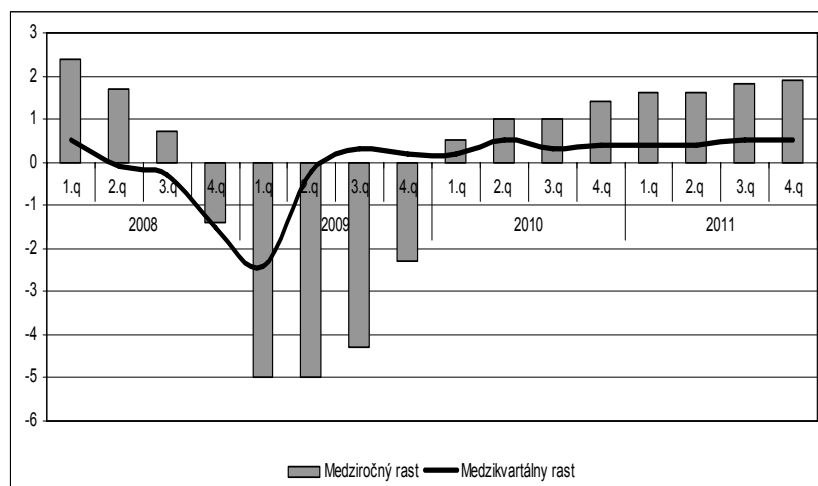
Pomalé a neisté oživovanie hospodárstva

Po výraznom spomalení ekonomického rastu v priebehu roka 2008 dosiahol medziročný reálny HDP EÚ aj eurozóny v roku 2009 zápornú hodnotu, pričom dno na úrovni až -5% sa v dôsledku prudkého prepadu (najmä priemyselnej) produkcie zaznamenalo v prvých dvoch štvrtrokoch (graf 2.1).

V druhom štvrtroku sa výroba vďaka oživeniu zahraničného obchodu stabilizovala a počnúc tretím štvrtrokom pomaly rástla, čo sa spolu so zlepšením finančných podmienok a pôsobením opatrení menovej a fiškálnej politiky prejavilo zmiernením prepadu, a teda medzikvartálnym rastom ekonomiky. Za celý rok ekonomika eurozóny poklesla o 4,1 % a EÚ 27 o 4,2 %.

Graf 2.1

Medziročný a medzikvartálny rast HDP v EÚ 27 v štvrtrokoch 1/2008 – 1/2010 a prognóza na 2/2010 – 4/2011 (v %)

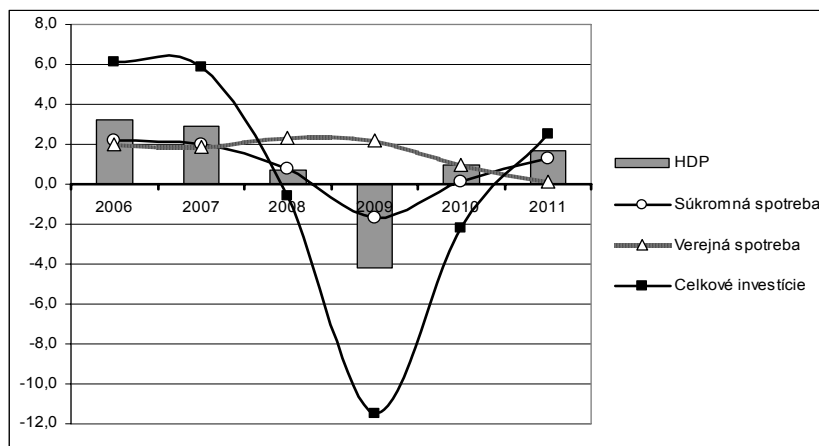


Prameň: Vlastné spracovanie podľa údajov Eurostatu (2010b) a EC (2010).

Súkromná spotreba bola v priebehu roka 2009 nízka, keďže domácnosti v situácii zhoršujúcich sa podmienok na trhu práce a prísnejších úverových podmienok obmedzovali svoje výdavky a zvyšovali úspory. Spotreba aj investície verejnej správy zaznamenali medziročné zvýšenie, zatiaľ čo súkromné investície sa výrazne znížili, čo sa prejavilo v silnom poklese celkových investícií (graf 2.2). V dôsledku znižujúceho sa domáceho dopytu síce v roku 2009 poklesol dovoz, no vývoz sa znížil ešte výraznejšie. Čistý export tak podobne ako domáci dopyt vrátane zmeny stavu zásob zaznamenal negatívny príspevok k rastu HDP.

Graf 2.2

Medziročné zmeny HDP, súkromnej a verejnej spotreby a celkových investícií v EÚ v rokoch 2006 – 2009 a prognóza na roky 2010 – 2011 (v %)



Prameň: Vlastné spracovanie podľa údajov EC (2010).

Rozsah a charakter následkov krízy v jednotlivých ekonomikách bol determinovaný najmä mierou ich otvorenosti a (ne)existenciou vnútorných a vonkajších nerovnováh. Rovnako aj vyrovnávanie sa s krízou v jednotlivých krajinách prebieha a bude prebiehať rôznym tempom v závislosti od uskutočňovanej hospodárskej politiky a od vážnosti problémov, ktorým čelia.

Z krajín eurozóny zaznamenali v roku 2009 silný prepád HDP najmä Fínsko (-7,8 %), Slovinsko (-7,8 %), Írsko (-7,1 %), ale aj Nemecko (-5,0 %), Taliansko (-5,0 %) a Slovensko (-4,7 %) (tab. 2.1). Svoju úlohu zohrali také faktory, ako sú napríklad vysoká otvorenosť ekonomík (Slovinsko, Slovensko) a charakter komoditnej štruktúry exportu (Fínsko, Taliansko), zintenzívňujúce vplyv prepádu zahraničného dopytu na hospodársky vývoj, korekcie na realitnom trhu (Írsko) a vo všeobecnosti výrazný pokles investícií a slabá súkromná spotreba. K porovnateľnému poklesu došlo aj v trojici starých členských štátov mimo eurozóny – ekonomiky Spojeného kráľovstva, Švédska i Dánska sa prepádli o 4,9 %. Spomedzi nových členských štátov EÚ nepatriacich do eurozóny zasiahla globálna kríza veľmi tvrdo pobaltské krajiny, kde došlo v roku 2009 k najväčšiemu, až dvojcifernému poklesu HDP (najmä v dôsledku prepádu domáceho dopytu), a to vplyvom úpravy závažných

makroekonomických nerovnováh existujúcich ešte pred vypuknutím krízy. V ostatných krajinách EÚ nepoužívajúcich euro ako oficiálnu menu bol nepriaznivý vývoj ekonomickej aktivity, najmä začiatkom roka, vyvolaný predovšetkým prepadom zahraničného dopytu a prísnejšími podmienkami externého financovania, čo nepriaznivo zasiahlo najmä Rumunsko (-7,1 %) a Maďarsko (-6,3 %). Jedinou krajinou EÚ, ktorá v roku 2009 zaznamenala hospodársky rast (1,7 %), bolo Poľsko so svojou málo otvorenou ekonomikou nevykazujúcou výraznejšie makroekonomické nerovnováhy.

Prognóza Európskej komisie (EK) z jari 2010 je v porovnaní s jej jesennou prognózou celkovo optimistickejšia, no zároveň prináša väčšiu diferenciáciu medzi krajinami, pokiaľ ide o rýchlosť oživovania ich ekonomík. V roku 2010 predpokladá EK len slabý hospodársky rast tak v EÚ ako celku (1,0 %), ako aj v eurozóne (0,9 %), podporovaný najmä zahraničným dopytom. Príspevok čistého exportu k rastu HDP očakáva na úrovni 0,6 p. b. v EÚ a 0,8 p. b. v eurozóne. Rozsah priaznivého vplyvu globálneho oživenia na jednotlivé členské štáty bude pritom determinovaný ich konkurencieschopnosťou, produktovou špecializáciou a teritoriálnou štruktúrou ich zahraničného obchodu. Určitú úlohu môže v tejto súvislosti zohrať aj znehodnotenie eura, ku ktorému dochádza od začiatku tohto roka (2010). Domáci dopyt bude v roku 2010 v EÚ naďalej nízky a medziročná zmena celkových investícií zostane vplyvom pretrvávajúcej neistoty podľa EK v zápornom pásme (graf 2.2). Vzhľadom na slabý rast miezd a nepriaznivé podmienky na trhu práce sa súkromná spotreba v roku 2010 len stabilizuje a v ďalšom roku sa bude oživovať miernym tempom. Na druhej strane rast verejnej spotreby by sa mal vzhľadom na konsolidačné úsilie členských štátov spomaliť. Zatiaľ čo v roku 2010 EK očakáva záporný príspevok domáceho dopytu k rastu HDP, v roku 2011 by sa mal opäť stať hlavným ťahúňom hospodárskeho rastu.

Najrýchlejší rast spomedzi ekonomík eurozóny v roku 2010 predpokladá EK na Slovensku (2,7 %)⁷ a v Luxembursku (2,0 %) a z veľkých ekonomík v Nemecku (1,2 %) a vo Francúzsku (1,3 %) (tab. 2.1). Na druhej strane Španielsko ako ďalšia veľká ekonomika používajúca euro pravdepodobne zostane v recesii (-0,4 %), podobne aj menší členovia menovej únie Grécko

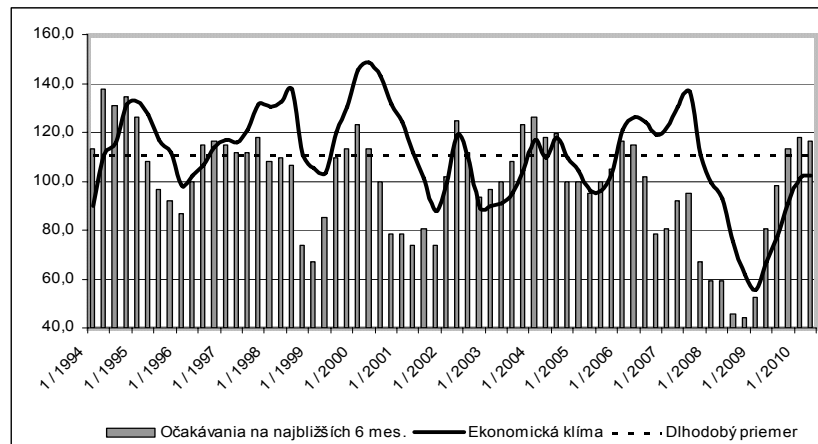
⁷ Podľa prognózy MMF (apríl 2010) bude slovenská ekonomika v roku 2010 rásť dokonca tempom 4,1 %.

(-3,0 %), Írsko (-0,9 %) a Cyprus (-0,4 %). Spomedzi nečlenov eurozóny by malo najrýchlejšie rásť Poľsko (2,7 %) a z malých ekonomík Švédsko (1,8 %), Dánsko (1,6 %) a Česká republika (1,6 %). Pokles HDP, aj keď omnoho miernejší než v predchádzajúcom roku, bude pretrvávať v Lotyšsku (-3,5 %) a v Litve (-0,6 %). Rok 2011 by mal priniesť zlepšenie hospodárskeho rastu vo všetkých členských štátoch Únie. Problémové Grécko zostane podľa EK ako jediná krajina EÚ v červených číslach.

Indikátor ekonomickej klímy pre eurozónu, konštruovaný nemeckým Ifo inštitútom na základe expertných hodnotení konjunktúrneho vývoja, dosiahol po prepade v priebehu roka 2008 najnižšiu úroveň v prvom kvartáli 2009 (55,8; index 2005 = 100). V priebehu roka sa zlepšil na 91,0 a v roku 2010 dokonca na 102,3; čo však vôbec neznamená, že hospodárska situácia v menovej únii by bola uspokojivá, keďže indikátor sa stále nachádza pod dlhodobým priemerom (110,4 za obdobie 1994 – 2009, graf 2.3). Očakávania na najbližších šesť mesiacov sú mierne pozitívne, avšak v porovnaní so začiatkom roka poklesli. Ekonomický rast krajín strednej a východnej Európy bude vo veľkej miere závisieť od udržateľnosti oživenia v západnej Európe, ktoré je kľúčové pre ich export, produkciu i zamestnanosť.

Graf 2.3

Ifo indikátor ekonomickej klímy pre eurozónu v období 1994 – 2010 (2005 = 100) v porovnaní s jeho dlhodobým priemerom a očakávania na najbližších 6 mesiacov



Prameň: Vlastné spracovanie podľa údajov Ifo (2010).

Tabuľka 2.1

Ekonomický rast, miera nezamestnanosti a inflácia v členských štátoch EÚ v rokoch 2008 a 2009, prognóza na roky 2010 a 2011

	Rast reálneho HDP (v %)				Nezamestnanosť (v %)				Inflácia HICP (v %)			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
Nemecko	1,3	-5,0	1,2	1,6	7,3	7,5	7,8	7,8	2,8	0,2	1,3	1,5
Francúzsko	0,4	-2,2	1,3	1,5	7,8	9,5	10,2	10,1	3,2	0,1	1,4	1,6
Taliansko	-1,3	-5,0	0,8	1,4	6,7	7,8	8,8	8,8	3,5	0,8	1,8	2,0
Španielsko	0,9	-3,6	-0,4	0,8	11,3	18,0	19,7	19,8	4,1	-0,3	1,6	1,6
Holandsko	2,0	-4,0	1,3	1,8	2,8	3,4	4,9	5,2	2,2	1,0	1,3	1,5
Belgicko	1,0	-3,1	1,3	1,6	7,0	7,9	8,8	9,0	4,5	0,0	1,6	1,6
Grécko	2,0	-2,0	-3,0	-0,5	7,7	9,5	11,8	13,2	4,2	1,3	3,1	2,1
Rakúsko	2,0	-3,6	1,3	1,6	3,8	4,8	5,1	5,4	3,2	0,4	1,3	1,5
Portugalsko	0,0	-2,7	0,5	0,7	7,7	9,6	9,9	9,9	2,7	-0,9	1,0	1,4
Fínsko	1,2	-7,8	1,4	2,1	6,4	8,2	9,5	9,2	3,9	1,6	1,7	1,9
Írsko	-3,0	-7,1	-0,9	3,0	6,3	11,9	13,8	13,4	3,1	-1,7	-1,3	0,8
Slovensko	6,2	-4,7	2,7	3,6	9,5	12,0	14,1	13,3	3,9	0,9	1,3	2,8
Slovinsko	3,5	-7,8	1,1	1,8	4,4	5,9	7,0	7,3	5,5	0,9	1,8	2,0
Luxembursko	0,0	-3,4	2,0	2,4	4,9	5,4	6,1	6,4	4,1	0,0	2,6	2,0
Cyprus	3,6	-1,7	-0,4	1,3	3,6	5,3	6,7	7,0	4,4	0,2	2,7	2,5
Malta	2,1	-1,9	1,1	1,7	5,9	6,9	7,3	7,2	4,7	1,8	2,0	2,1
EUROZÓNA	0,6	-4,1	0,9	1,5	7,5	9,4	10,3	10,4	3,3	0,3	1,5	1,7
Spojené kráľovstvo	0,5	-4,9	1,2	2,1	5,6	7,6	7,8	7,4	3,6	2,2	2,4	1,4
Švédsko	-0,2	-4,9	1,8	2,5	6,2	8,3	9,2	8,8	3,3	1,9	1,7	1,6
Dánsko	-0,9	-4,9	1,6	1,8	3,3	6,0	6,9	6,5	3,6	1,1	2,3	1,5
Česká republika	2,5	-4,2	1,6	2,4	4,4	6,7	8,3	8,0	6,3	0,6	1,0	1,3
Poľsko	5,0	1,7	2,7	3,3	7,1	8,2	9,2	9,4	4,2	4,0	2,4	2,6
Maďarsko	0,6	-6,3	0,0	2,8	7,8	10,0	10,8	10,1	6,0	4,0	4,6	2,8
Bulharsko	6,0	-5,0	0,0	2,7	5,6	6,8	7,9	7,3	12,0	2,5	2,3	2,7
Rumunsko	7,3	-7,1	0,8	3,5	5,8	6,9	8,5	7,9	7,9	5,6	4,3	3,0
Estónsko	-3,6	-14,1	0,9	3,8	5,5	13,8	15,8	14,6	10,6	0,2	1,3	2,0
Litva	2,8	-15,0	-0,6	3,2	5,8	13,7	16,7	16,3	11,1	4,2	-0,1	1,4
Lotyšsko	-4,6	-18,0	-3,5	3,3	7,5	17,1	20,6	18,8	15,3	3,3	-3,2	-0,7
EÚ 27	0,7	-4,2	1,0	1,7	7,0	8,9	9,8	9,7	3,7	1,0	1,8	1,7

Prameň: EC (2010).

Oživenia hospodárstva EÚ bývajú typicky ťahané exportom a následne rastom investícií, čo podporuje zamestnanosť a tým aj súkromnú spotrebu. Z tohto hľadiska možno vývoj od jesene 2009, keď sa začal prejavovať pozitívny vplyv rastu zahraničného dopytu na hospodárstva krajín EÚ, považovať za priaznivý.

Avšak vzhľadom na relatívne pomalý očakávaný nárast investícií v najbližších dvoch rokoch si zrejme bude treba dlhšie než v minulosti počkať na ďalšie etapy cesty z krízy spojené so zlepšením podmienok na trhu práce a následne s rastom súkromnej spotreby. Oživovanie európskej ekonomiky bude vo významnej miere determinované aj ďalším vývojom finančného sektora a globálnych nerovnováh. Naďalej bude len pozvoľné, sprevádzané nezanedbateľnými rizikami a vysokou neistotou.

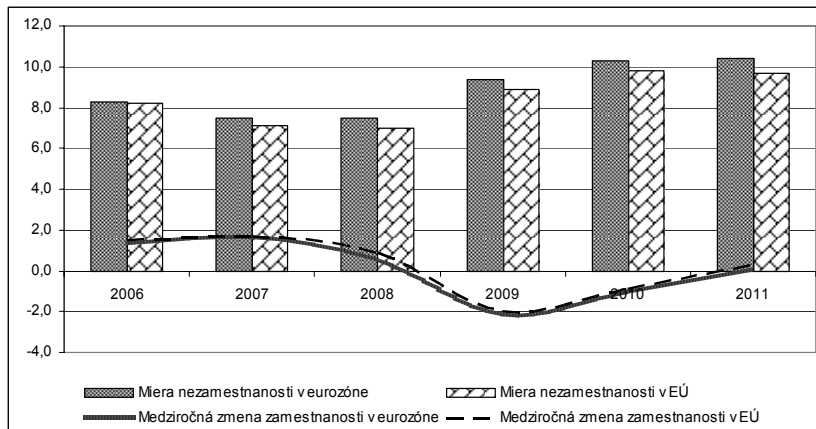
Neuspokojivá situácia na trhoch práce

Po spomalení rastu zamestnanosti v roku 2008 došlo v nasledujúcom roku na trhoch práce v eurozóne i v ostatných krajinách Európskej únie k výraznému zhoršeniu podmienok. Medziročná zmena zamestnanosti sa dostala do záporných čísel (pozri graf 2.4) a miera nezamestnanosti v menovej únii vzrástla zo 7,5 % v roku 2008 až na 9,4 % v roku 2009, čo je najvyššia úroveň od založenia tohto integračného zoskupenia. Situácia v Európskej únii ako celku nebola omnoho priaznivejšia, keď nezamestnanosť stúpila na 8,9 %.

Vzhľadom na prepad vo výrobe sa však dal očakávať ešte drastickejší pokles zamestnanosti a nárast nezamestnanosti. Rozsah znižovania počtu zamestnaných zmiernila skutočnosť, že podniky začali vo väčšej miere využívať rôzne formy krátkodobých pracovných úväzkov dotovaných vládami viacerých členských štátov. Uprednostnili tak vynaloženie obmedzených nákladov na udržanie počtu zamestnancov pred vyššími nákladmi spojenými s ich prepúšťaním (odstupné, strata ľudského kapitálu). Treba si však uvedomiť, že hoci tento prístup môže byť krátkodobo prínosný, z dlhodobého hľadiska môže brzdiť štrukturálnu adaptáciu spočívajúcu v efektívnej realokácii zdrojov v rámci jednotlivých sektorov ekonomiky.

Graf 2.4

Medziročné zmeny zamestnanosti a miera nezamestnanosti v EÚ a v eurozóne v rokoch 2006 – 2009 a prognóza na roky 2010 – 2011 (v %)



Prameň: Vlastné spracovanie podľa údajov EC (2010).

Vývoj v jednotlivých členských štátoch a v jednotlivých skupinách na trhu práce bol a aj naďalej bude značne heterogénny. Výrazné medziročné zvýšenie mier nezamestnanosti zaznamenali v roku 2009 aj vplyvom korekcie bublín v stavebníctve Španielsko (18 %), Írsko (11,2 %) a Lotyšsko (17,1 %). Mimoriadne nepriaznivo sa situácia na trhoch práce vyvíjala i v ďalších prudko sa prepadajúcich pobaltských ekonomikách, kde miera nezamestnanosti vzrástla z necelých 6 % v roku 2008 na takmer 14 % v nasledujúcom roku. Slovenský trh práce reagoval na hospodársky pokles pomerne rýchlo, čo sa odzrkadlilo v piatej najvyššej miere nezamestnanosti (12 %) po Španielsku a pobaltských ekonomikách. Na druhej strane v Nemecku (7,5 %) a v Taliansku (7,8 %) vzrástla nezamestnanosť len mierne, najmä vzhľadom na rozsiahle využívanie väčšej flexibility pracovného času, predovšetkým v priemysle. Najpriaznivejšiu situáciu na trhoch práce si z podobných dôvodov udržalo Holandsko (3,4 %) a Rakúsko (4,8 %). Pokles zamestnanosti v EÚ zasiahol najmä mladých ľudí, zamestnancov s pracovnými zmluvami na dobu určitú a menej kvalifikovaných pracovníkov.

Vplyvom snahy o zachovanie počtu zamestnancov i napriek poklesu ekonomickej aktivity sa vo viacerých krajinách rýchlo znižovala produktivita

práce. Za celý rok zaznamenala EÚ bezprecedentný pokles produktivity práce o 2,2 % (ako podiel HDP a celkovej zamestnanosti).⁸ V dôsledku zhoršujúcich sa podmienok na trhu práce sa v roku 2009 spomalil rast miezd. Vzhľadom na to, že mzdy reagovali na hospodársku situáciu v obmedzenej miere, jednotkové náklady práce sa prudko zvyšovali, pričom najvyšší medziročný nárast zaznamenali v prvom štvrťroku. V poslednom štvrťroku sa síce rast jednotkových nákladov práce v dôsledku pomalšieho rastu miezd a miernejšieho poklesu produktivity spomalil, avšak celoročne i napriek tomu dosiahol rekordných 4,2 %.

Kríza a jej negatívne vplyvy na trhy práce krajín EÚ ešte viac zvýraznili potrebu reforiem vrátane zvýšenia flexibility miezd, ako aj efektívnosti aktívnych politík trhu práce. V roku 2010 sa i napriek miernemu hospodárskemu rastu očakáva pretrvávanie nepriaznivej situácie na trhoch práce a pokračujúci (i keď pomalší) pokles zamestnanosti sprevádzaný rastom miery nezamestnanosti o približne 1 p. b. až na úroveň 9,8 % v EÚ, a dokonca 10,3 % v eurozóne. Už v apríli 2010 sa pritom miera nezamestnanosti vyšplhala veľmi blízko k uvedeným hodnotám. Pôsobí tu niekoľko faktorov – cyklický vývoj na trhu práce zvyčajne zaostáva za vývojom HDP minimálne o pol roka, vlády tiež postupne upúšťajú od protikrizových opatrení na podporu zamestnanosti, navyše v najbližšom období bude tvorbu nových pracovných miest v niektorých krajinách spomaľovať intenzívnejšie využívanie krátkodobých pracovných úväzkov v čase krízy. V roku 2011 predpokladá EK pokračovanie pomalého oživovania hospodárstva bez významnejšieho nárastu zamestnanosti s pretrvávajúcim tlmiacim účinkom na mzdové i inflačné tlaky.

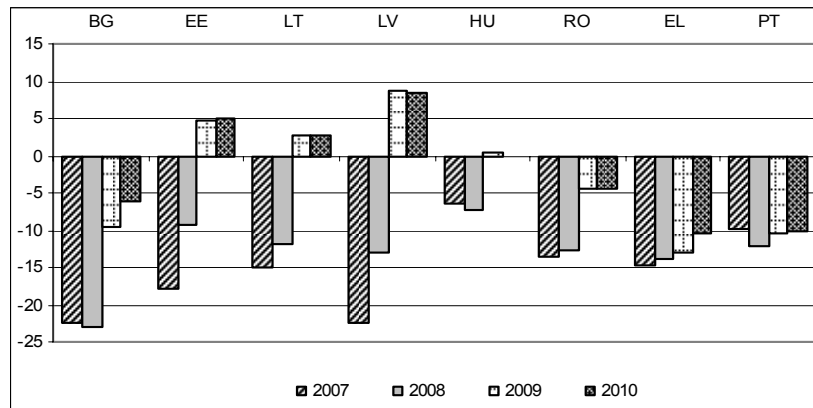
Zmiernenie vonkajších nerovnováh

V roku 2009 sa v prípade viacerých nových členských štátov EÚ výrazne zmiernila nerovnováha na ich bežnom účte. Niektorí členovia eurozóny (najmä Grécko a Portugalsko), ktorí nemôžu využiť depreciaцию národnej meny ako mechanizmus na zlepšenie svojej konkurenčnej schopnosti, však aj naďalej čelia vysokým deficitom bežného účtu (graf 2.5).

⁸ V eurozóne došlo k silnejšiemu poklesu produktivity než v USA, kde nezamestnanosť počas krízy rástla rýchlejšim tempom.

Graf 2.5

**Bilancia bežného účtu vo vybraných krajinách EÚ v rokoch 2007 – 2010
(v % HDP)**



Poznámka: BG – Bulharsko; EE – Estónsko; LT – Litva; LV – Lotyšsko; HU – Maďarsko; RO – Rumunsko; EL – Grécko; PT – Portugalsko.

Prameň: Vlastné spracovanie podľa údajov EC (2010).

Spomedzi krajín strednej a východnej Európy vykazovali v minulosti najvyššie, až dvojciferné deficity na bežnom účte Bulharsko, Rumunsko a pobaltské krajiny. Rok 2009 im síce priniesol prepád exportu, avšak import sa v dôsledku prudkého poklesu domáceho dopytu znížil v ešte väčšej miere, čo viedlo k výraznému zlepšeniu obchodnej bilancie a tým i bežného účtu (v pobaltských ekonomikách a v Maďarsku dokonca k jeho prebytku). V menšej miere sa uvedené zmeny prejavili aj v ostatných krajinách strednej a východnej Európy, pričom v nasledujúcich rokoch by vzhľadom na pretrvávajúci nízky dopyt po importe nemalo dôjsť k návratu k predkrízovým deficitom bilancie bežného účtu.

Pokračujúca expanzívna menová politika a tlmené inflačné tlaky

V roku 2009 uskutočňovala ECB silne expanzívnu menovú politiku v reakcii na finančnú krízu a hospodársku recesiu. V prvej polovici roka došlo k redukcii kľúčových úrokových sadzieb o 1,5 percentuálneho bodu (v januári a v marci o 0,5 p. b., v apríli a v máji o 0,25 p. b.), a to až na historicky

najnižšiu úroveň 1 %. Počas druhého polroka ponechala ECB sadzbu pre hlavné refinančné operácie na nezmenenej úrovni. Väčšina centrálnych bánk krajín zapojených do kurzového mechanizmu ERM II opatreniami menovej politiky kopírovala kroky ECB. Národné banky krajín EÚ mimo eurozóny i mechanizmu ERM II znižovali úrokové miery v závislosti od miery inflácie a vnímaného rizika. Kľúčovou úlohou ECB, ako aj ostatných centrálnych bánk bude optimálne načasovanie opätovného sprísňovania menovej politiky po odznení recesie.

Okrem znižovania kľúčových úrokových sadzieb Rada guvernérov ako hlavný rozhodovací orgán ECB prijala v roku 2009 dodatočné neštandardné opatrenia s cieľom zlepšiť podmienky financovania a tok úverov domácnostiam a podnikom v rozsahu, aký by sa nedosiahol len samotným znížením úrokových sadzieb. Prijaté neštandardné opatrenia sa zameriavali na banky ako hlavný zdroj financovania v eurozóne. Postupná stabilizácia hospodárstva menovej únie v druhej polovici roka a zlepšovanie podmienok na finančných trhoch znížili potrebu pokračovania mimoriadnych opatrení ECB a celého Eurosystemu.⁹ Rada guvernérov preto v decembri 2009 rozhodla, že bude postupne ukončovať tie opatrenia, ktoré už nie sú potrebné, avšak v záujme pokračujúceho oživenia ekonomiky bude aj naďalej zabezpečovať rozšírenú úverovú podporu. Treba ale upozorniť na skutočnosť, že prídľhé uplatňovanie neštandardných opatrení by v súvislosti so spoliehaním sa na dostupnosť výnimočnej likvidity bolo spojené s morálnym rizikom.

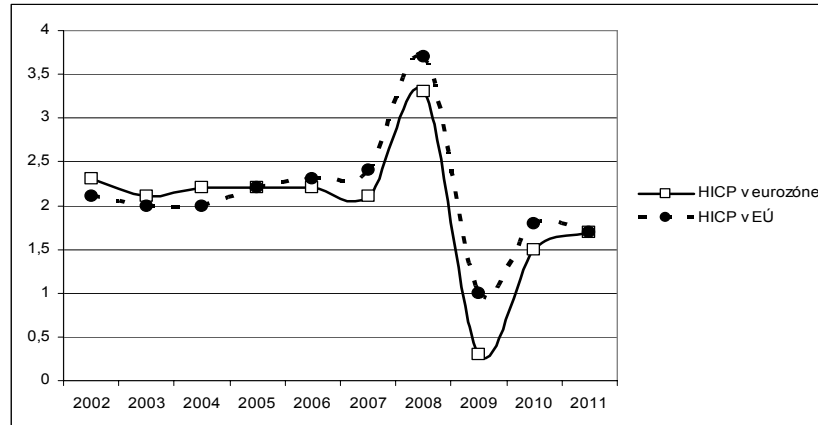
V priebehu roka 2009 síce dochádzalo k postupnému oživovaniu ekonomiky eurozóny, avšak priemerná ročná miera inflácie dosiahla len 0,3 %, t. j. o celé 3 p. b. menej než v predchádzajúcom roku (graf 2.6). Nízka úroveň inflácie bola dôsledkom výrazne nižších cien ropy a iných (energetických, priemyselných i potravinových) komodít v porovnaní s rokom 2008, slabnúcich inflačných tlakov vplyvom oslabenia ekonomickej aktivity a zhoršujúcej sa situácie na trhu práce. V prvom polroku 2009 inflácia postupne klesala, v júni sa dokonca dostala do záporného pásma a v júli dosiahla najnižšiu úroveň (−0,7 %). V poslednom štvrtroku sa inflácia vplyvom rastúcich cien komodít a základných efektov z predchádzajúceho roka vrátila ku kladným hodnotám. Podobné faktory pôsobili na pokles inflácie v porovnaní

⁹ Eurosystem pozostáva z ECB a národných centrálnych bánk členských štátov eurozóny.

s predchádzajúcim rokom aj v členských štátoch EÚ nepatriacich do menovej únie. Spomedzi nich najvyšší rast cien vykázali najmä Rumunsko, Litva, Poľsko a Maďarsko (tab. 2.1). Priemerná ročná inflácia meraná harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien (HICP) dosiahla v roku 2009 v EÚ ako celku úroveň 1 %.

Graf 2.6

Harmonizovaný index spotrebiteľských cien v eurozóne a v EÚ v rokoch 2002 – 2009 a prognóza na roky 2010 – 2011 (v %)



Prameň: Vlastné spracovanie podľa údajov Eurostatu (2010b) a EC (2010).

Očakáva sa, že nasledujúce dva roky prinesú spolu s hospodárskym oživovaním mierne zrýchlenie rastu cien. V roku 2010 dosiahne HICP podľa prognóz EK v krajinách eurozóny 1,5 % a v EÚ 1,8 % (graf 2.6). Za nízkou predpokladanou infláciou stojí pomalé tempo oživovania ekonomiky spojené s tlmeným nárastom miezd, ktoré by mali vyvážiť pôsobenie inflačných tlakov vyvolaných zvyšujúcimi sa cenami komodít a slabším kurzom eura.

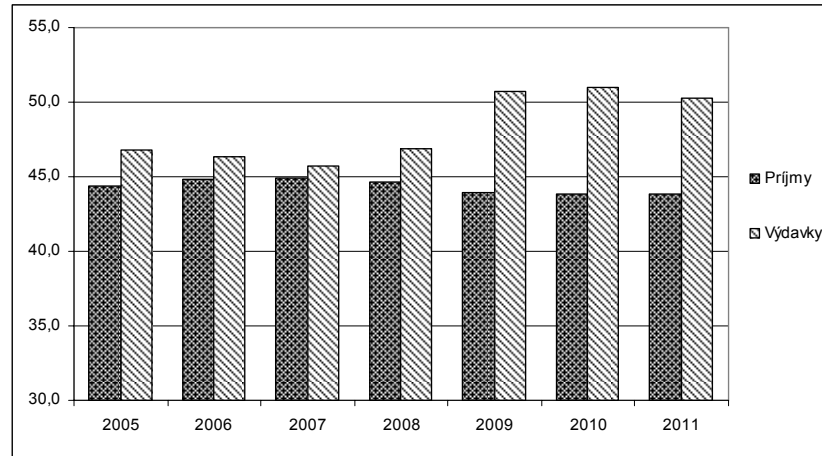
Krízou silno zasiahnuté verejné financie

V dôsledku pôsobenia automatických stabilizátorov pri poklese hospodárskej aktivity, vplyvom diskrétnych opatrení fiškálnej politiky, ako aj znížením podielu príjmov verejných financií na HDP (graf 2.7) došlo v roku 2009

v krajinách EÚ k výraznému zhoršeniu situácie vo verejných financiách. Väčšina členských štátov porušila pravidlá PSR – deficit verejných financií pod úrovňou 3 % HDP a verejný dlh pod 60 % HDP. Treba však podotknúť, že kritériá PSR krajiny EÚ bežne porušovali aj v minulosti, a to bez postihov nedisciplinovaných členských štátov.

Graf 2.7

Príjmy a výdavky všeobecnej vlády v EÚ v rokoch 2005 – 2009 a prognóza na roky 2010 – 2011 (v % HDP)

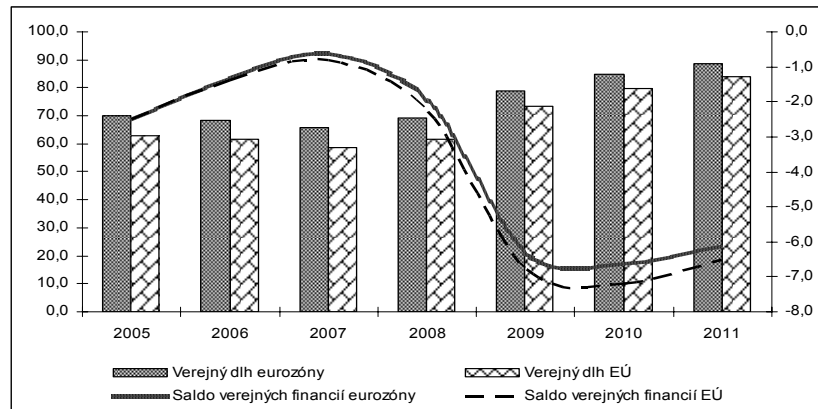


Prameň: Vlastné spracovanie podľa údajov EC (2010).

Priemerný deficit verejných financií v EÚ vzrástol z 2,3 % HDP v roku 2008 na 6,8 % HDP v nasledujúcom roku (v eurozóne z 2,0 % na 6,3 %) (graf 2.8), počas ktorého Rada ECOFIN začala procedúru pri nadmernom deficite voči väčšine členských štátov. V niekoľkých prípadoch Rada rozhodla o predĺžení pôvodných lehôt na korekciu nadmerného deficitu. Najvyšší deficit verejných financií zaznamenali v roku 2009 Írsko (14,3 % HDP), Grécko (13,6 %), Spojené kráľovstvo (11,5 %) a Španielsko (11,2 %) (graf 2.9). Len piatim ekonomikám sa podarilo udržať deficit pod 3 % hranicou PSR, a to Švédsku (0,5 %), Luxembursku (0,7 %), Estónsku (1,7 %), Fínsku (2,2 %) a Dánsku (2,7 %), z ktorých všetky, s výnimkou Estónska, vykázali v predchádzajúcom roku prebytok verejných financií.

Graf 2.8

Verejný dlh a saldo verejných financií v eurozóne a v EÚ v rokoch 2005 – 2009 a prognóza na roky 2010 – 2011 (v % HDP)



Prameň: Vlastné spracovanie podľa údajov EC (2010).

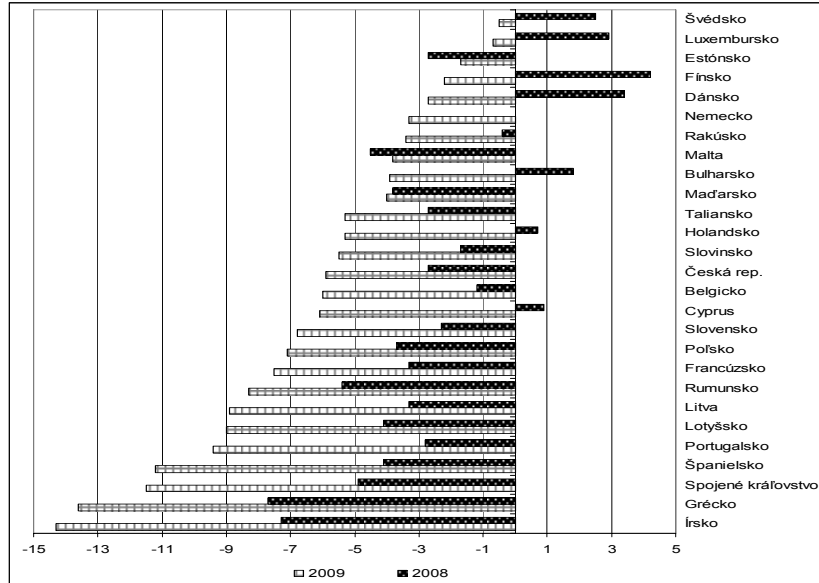
Priemerný verejný dlh v EÚ v uvedenom období vplyvom nižšej hospodárskej aktivity a vyšších deficitov verejných financií vzrástol zo 61,6 % na 73,6 % HDP, v krajinách eurozóny zo 69,4 % na 78,7 % HDP (graf 2.8). Najvyššie hodnoty, dokonca takmer na úrovni dvojnásobku hranice stanovenej v PSR, zaznamenali Taliansko (115,8 %) a Grécko (115,1 %). Hranicu 60 % HDP však prekročilo ďalších desať členov EÚ, a to Belgicko, Maďarsko, Francúzsko, Portugalsko, Nemecko, Malta, Spojené kráľovstvo, Rakúsko, Írsko a Holandsko.

Rastúce fiškálne nerovnováhy a zvyšujúce sa riziko udržateľnosti verejných financií viacerých členov eurozóny mali v priebehu roka 2009 za následok turbulencie na trhoch vládnych dlhopisov, pričom sa rozširovali *spreads* výnosov z vládnych dlhopisov najmä Grécka, Španielska, Portugalska a Írska. V roku 2010 sa situácia ešte viac zdramatizovala, čo viedlo k bezprecedentným reakciám EÚ.¹⁰ Vzhľadom na uvedený alarmujúci vývoj musí konsolidácia verejných financií nevyhnutne patriť medzi priority členských štátov. Dôraz by sa mal klásť najmä na reformy na strane výdavkov, slabá reakcia vládnych výdavkov na nízku produkciu totiž v roku 2009 viedla k rastu ich podielu na HDP (graf 2.7).

¹⁰ Bližšie v ďalšej časti tejto kapitoly.

Graf 2.9

Saldo verejných financií v krajinách EÚ 27 v rokoch 2008 a 2009 (v % HDP)



Prameň: Vlastné spracovanie podľa údajov Eurostatu (2010a).

V roku 2010 sa v dôsledku pokračujúcej expanzívnej fiškálnej politiky očakáva ďalšie zhoršenie situácie vo verejných financiách. Európska komisia predpokladá, že deficity verejných financií dosiahnu rekordnú výšku (7,2 % HDP v EÚ; 6,6 % HDP v eurozóne) a v nasledujúcom roku sa v súvislosti s ukončovaním dočasných protikrízových opatrení a fiškálnou konsolidáciou mierne znížia (6,5 % HDP v EÚ; 6,1 % HDP v eurozóne) (graf 2.8). Len Švédsku, Estónsku a Bulharsku sa podľa EK podarí stlačiť deficit pod hranicu PSR v oboch rokoch. Zatiaľ čo podiel príjmov všeobecnej vlády na HDP v EÚ aj v eurozóne by sa mal v najbližších dvoch rokoch stabilizovať na úrovni okolo 44 % HDP, podiel výdavkov dosiahne podľa EK v roku 2010 rekordných 51 % a v nasledujúcom roku by mal len mierne klesnúť (graf 2.7). Verejné dlhy teda podľa prognóz porastú tak v roku 2010, ako aj v nasledujúcom roku, v eurozóne dokonca na úroveň takmer 90 % HDP (graf 2.8).

Rada ECOFIN vyzvala na začatie fiškálnej konsolidácie najneskôr v roku 2011 za predpokladu rýchlejšieho a udržateľnejšieho oživenia. Lotyšsko,

Maďarsko a Rumunsko, ktoré dostali finančnú pomoc od EÚ a od MMF, boli nútené prijať adaptačné programy už v roku v 2009. Grécko, Španielsko, Portugalsko či Taliansko v snahe zvýšiť dôveru trhov v ich ekonomiky prijímajú prísne fiškálne opatrenia, najmä vo verejnom sektore, šetria však aj ďalšie krajiny EÚ. Proces redukcie deficitov pod 3 % HDP stanovené v PSR by mal byť ukončený do roku 2013. Vzhľadom na mnohé riziká vrátane rizík súvisiacich s nepriaznivým demografickým vývojom bude realizácia fiškálnej konsolidácie v krajinách EÚ nesmierne náročná. Podmienkou úspešnej konsolidácie sú štrukturálne reformy dôchodkových systémov, systémov zdravotnej starostlivosti, sociálneho zabezpečenia a vzdelávania.

Problémy Grécka a stabilizačný mechanizmus

Do najväčších problémov sa pre narastajúce zadĺženie spojené s vysokým deficitom verejných financií dostali viaceré periférne ekonomiky eurozóny na čele s Gréckom.¹¹ Vzhľadom na pochybnosti o jeho schopnosti splácať dlhy a s tým súvisiace znižovanie ratingov, úroky z jeho štátnych dlhopisov výrazne vzrástli. Grécko tak prestalo byť schopné financovať svoje dlhy vydávaním nových dlhopisov. Turbulencie na finančných trhoch vyvolané problematickou situáciou v niekoľkých periférnych krajinách eurozóny sa nepriaznivo prejavili aj na kurze eura. Nasledovali dlhé a búrlivé diskusie o riešení tohto problému, či už ide o riadený bankrot, pomoc Grécku riskujúci morálny hazard, (ne)zapojenie MMF do záchranej akcie alebo možnosť vylúčenia Grécka z menovej únie.

Situácia sa krátkodobo stabilizovala po schválení *záchranného plánu pre Grécko* do roku 2012 vo výške 110 mld. eur (takmer štvornásobok pôvodne plánovanej sumy) za podmienky prijatia úsporných opatrení. Z toho 80 mld. eur poskytnú členské štáty eurozóny vo forme bilaterálnych pôžičiek¹² a sumou 30 mld. eur prispeje MMF. Grécko prvé prostriedky využilo už v máji 2010,

¹¹ Grécko opakovane poskytovalo nepravdivé údaje o stave svojich verejných financií, vrátane obdobia, ktoré bolo rozhodujúce na jeho prijatie do eurozóny.

¹² Výpočet výšky príspevku vychádza z podielov jednotlivých krajín na základnom kapitáli ECB bez započítania Grécka. Najvyššiu záťaž teda nesie Nemecko a Francúzsko. Zároveň treba zdôrazniť, že Grécko má vysoké dlhy práve voči francúzskym a nemeckým bankám, čo vyvoláva úvahy, či nejde viac o záchranu bánk než o záchranu krajiny.

keď muselo splatiť 8,5 mld. eur a za celý rok by malo dostať 30 mld. eur. Poskytnutie pomoci je podmienené prijatím rozsiahlych úsporných opatrení – Grécko kontrolované Úniou a MMF bude musieť postupne znižovať deficit verejných financií až na úroveň 3 % HDP, kam by sa malo dostať do roku 2013, čo však ešte viac spomalí oživenie ekonomiky.

Záchranné úvery pre Grécko načas upokojili trhy a odvrátili ohrozenie eura a samotnej menovej únie. Avšak alarmujúci je fakt, že vážnym problémom s fiškálnou udržateľnosťou a v niektorých prípadoch aj s nízkou konkurencieschopnosťou čelia ďalšie krajiny – Portugalsko, Španielsko, Taliansko, Írsko (spolu s Gréckom označované ako PIIGS) nachádzajúce sa na periférii EÚ, do ktorých by sa mohla „nákaza“ preniesť. Prijatie eura týmito krajinám prinieslo nízke úrokové sadzby, ktoré síce mohli vyhovovať Nemecku, no v Grécku a Portugalsku viedli k rastu spotreby domácností na dlh, v Írsku a Španielsku až k realitnej bubline.

V reakcii na oslabujúce sa euro a prehľbujúcu sa dlhovú krízu sa začiatkom mája 2010 Európska rada dohodla nielen na spustení podpory Grécku, ale aj na potrebe vytvorenia mechanizmu na ochranu krajín, ktoré čelia vážnym dlhovým problémom ohrozujúcim stabilitu eura. Najvyšší predstavitelia členských štátov udelili Komisii mandát, aby navrhla *európsky stabilizačný mechanizmus*. Európska komisia ho následne predložila Rade ECOFIN, ktorá sa dohodla na bezprecedentnom kroku – vytvorení stabilizačného mechanizmu vo výške 750 mld. eur na podporu členských štátov čeliacich problémom.¹³

Cieľom nového mechanizmu, opierajúceho sa o článok 122 konsolidovanejšieho znenia Zmluvy o fungovaní EÚ,¹⁴ je zabrániť, aby sa grécka dlhová

¹³ Na pôde EÚ sa zvažoval aj nemecký návrh na vytvorenie Európskeho menového fondu, t. j. inštitúcie na spôsob MMF, ktorého úlohou by bolo pomôcť stabilizovať eurozónu tým, že by podporoval členské štáty čeliace problémom. Vyžadovalo by si to však zmeny v obsahu európskych zmlúv, čo by bolo časovo náročné.

¹⁴ V článku 122 sa uvádza: „Ak členský štát má alebo mu hrozia závažné ťažkosti spôsobené prírodnými katastrofami alebo výnimočnými udalosťami, ktoré sú mimo jeho kontroly, môže Rada za určitých podmienok na návrh Komisie rozhodnúť o poskytnutí finančnej pomoci Únie dotknutému členskému štátu.“ Avšak možno polemizovať o tom, či sa dá dlhotrvajúca fiškálna nedisciplinovanosť interpretovať ako „výnimočná udalosť, ktorá je mimo kontroly“ krajiny. Navyše podľa článku 125 (tzv. pravidlo *no bailout*) tej istej zmluvy Únia ani členské štáty nezodpovedajú za záväzky, ani nepreberajú záväzky vlád iných členských štátov. Záchrana Grécka sa tak stala terčom silnej kritiky.

kríza šírila do ďalších zraniteľných krajín menovej únie, a tak ochrániť jednotnú európsku menu. Stabilizačný mechanizmus by mal spĺňať funkcie MMF, a zároveň by s ním mal úzko spolupracovať. Pozostáva z troch častí: 1. Členské štáty eurozóny poskytnú úverové garancie vo výške okolo 440 mld. eur (uvoľnia ich len v prípade, ak daná krajina eurozóny nebude schopná splácať svoje dlhy);¹⁵ 2. MMF poskytne okolo 250 mld. eur, ak to bude nutné; 3. EK poskytne prostriedky vo výške 60 mld. eur, ktoré získa z finančných trhov. Ministri financií krajín eurozóny potvrdili založenie európskeho záchranného fondu začiatkom júna 2010.¹⁶ Európska únia a MMF naliehajú na členské štáty, aby urýchlili fiškálnu konsolidáciu v snahe zabrániť šíreniu gréckej dlhovej krízy do ďalších krajín. Úsporné opatrenia sú však dvojsečnou zbraňou, pretože môžu zároveň komplikovať zotavovanie ekonomík.

Začiatkom mája 2010 ECB prelomila tabu a v rámci plánu EÚ na stabilizáciu eura pristúpila k nákupom dlhopisov členských štátov eurozóny na sekundárnych trhoch, za čo čelí ostrej kritike. Dochádza totiž k prepojeniu menovej politiky s nedisciplinovanými fiškálnymi politikami, čo vyvoláva pochybnosti o nezávislosti centrálnej banky.

Zvýšená volatilita eura

V roku 2009 sa jednotná európska mena celkovo oslabilila, a to vplyvom vývoja na globálnych finančných trhoch, klesajúcich úrokových sadzieb ECB a nevelmi priaznivých prognóz rastu ekonomík eurozóny i celej EÚ. Výrazné znehodnotenie eura voči britskej libe (približne o 7 %) bolo v roku 2009 čiastočne kompenzované posilnením voči americkému doláru, hlavným ázijským menám naviazaným na americký dolár (čínsky renminbi, hongkongský dolár) a voči japonskému jenu. Voči americkému doláru sa síce euro začiatkom roka 2009 oslabilo (graf 2.10), avšak v mesiacoch marec až október sa posilnilo o takmer 19 %. Koncom roka sa jednotná európska mena voči americkej opäť oslabilila, no i napriek tomu skončila v porovnaní so začiatkom

¹⁵ Podiel Slovenska je približne 4,4 mld. eur (0,99 %).

¹⁶ Záchranný mechanizmus bude fungovať ako akciová spoločnosť založená podľa luxemburského práva. Luxembursko sa stalo jej 100 % akcionárom a ostatné členské štáty majú možnosť, najlepšie čo najskôr, odkúpiť si svoje podiely. Štáty budú podľa dohody za svoj vklad ručiť 120 %, čo by malo slúžiť ako dôkaz kredibility mechanizmu pre svetové trhy.

roka na úrovni o 3,5 % vyššej. V priebehu roka sa euro oslabilo aj voči kanadskému a austrálskemu doláru.

Tlak na hodnotu eura vyvolaný obavami, že gréckou cestou pôjdu ďalšie krajiny, sa po vytvorení stabilizačného mechanizmu čiastočne zmiernil, no neskôr rozdiely medzi výnosom nemeckých dlhopisov a výnosmi dlhopisov ohrozených krajín eurozóny opäť vzrástli. Ani nákupy štátnych dlhopisov zo strany ECB nedokázali upokojiť trhy a ich nedôvera voči stabilizačnému mechanizmu a krajinám skupiny PIIGS sa opäť zvýšila. Obavy, že dlhová kríza krajín eurozóny by mohla ohroziť ich členstvo v menovej únii, ale aj samotnú existenciu jednotnej európskej meny, sa v priebehu prvej polovice roka 2010 silno odrazili na kurze eura voči doláru. Do začiatku júna sa euro oslabilo približne o 16 % a prepadlo sa na 4-ročné minimum, a to pod hranicu 1,20 USD/EUR. Napriek tomu je podľa mnohých ekonómov kurz USD/EUR stále mierne nadhodnotený.¹⁷ Euro sa znehodnocovalo aj oproti ďalším hlavným svetovým menám.

Graf 2.10

Vývoj kurzu USD/EUR za posledných päť rokov



Prameň: <<http://openiazoch.zoznam.sk>>, 18. 8. 2010.

¹⁷ Podľa prezidenta mníchovského Ifo inštitútu Wenera Sinna je primeraný kurz eura okolo 1,14 USD/EUR.

Pozitívom tohto vývoja je, že slabšie euro zvýšilo cenovú konkurencieschopnosť krajín eurozóny pri exporte. Kríza však vyvoláva silné pochybnosti o možnom nahradení dolára ako svetovej rezervnej meny eurom. Dôležitou vlastnosťou rezervnej meny je totiž aj jej schopnosť udržať si hodnotu v dlhodobom horizonte.

Koordinácia hospodárskych politík v reakcii na krízu

Vzhľadom na alarmujúci vývoj verejných financií, ktorý ohrozuje nielen súčasné oživenie ekonomiky eurozóny, ale i budúcnosť eura, v roku 2010 sa v európskych inštitúciách zintenzívnili diskusie o posilnení koordinácie hospodárskych politík v rámci tohto zoskupenia. Tak pôžičkou Grécku, ako aj vytvorením stabilizačného mechanizmu pomoci eurozóna len získala čas na vyriešenie svojho závažného systémového problému.

Európska rada na svojom zasadnutí v marci 2010 prijala nasledujúce závery: „Celková koordinácia hospodárskych politík sa posilní lepším využívaním nástrojov ustanovených v článku 121 Zmluvy o fungovaní EÚ.¹⁸ V záujme riešenia výziev, ktorým čelí eurozóna, sa posilní koordinácia na jej úrovni. V tomto zmysle Komisia do júna 2010 predloží návrhy, pričom využije nové nástroje hospodárskej koordinácie, ktoré ponúka článok 136 Zmluvy o fungovaní EÚ.“¹⁹ Znamenalo by to výrazné prehĺbenie integrácie členských štátov a tým i zmiernenie asymetrie v štruktúre menovej únie. Stále viac sa totiž ukazuje, že popri menovom pilieri je potrebný aj pevnejší hospodársky pilier a že fungovanie eurozóny bez spoločnej hospodárskej politiky nie je dlhodobo udržateľné. Pravidlá o posilnenej spolupráci sú súčasťou navrhovanej stratégie Európa 2020.²⁰

¹⁸ Článok 121 dáva Rade ministrov právomoc prijať „návrh hlavných smerov hospodárskych politík členských štátov a Únie“. Ak sa zistí, že „hospodárske politiky členského štátu nie sú v súlade s hlavnými smermi... alebo že môžu ohroziť riadne fungovanie hospodárskej a menovej únie, Komisia môže dotknutý štát napomenúť. Rada môže dotknutému štátu na základe odporúčaní Komisie adresovať potrebné odporúčania“.

¹⁹ Podľa článku 136 môže Rada ministrov prijať osobitné opatrenia týkajúce sa krajín eurozóny „na posilnenie koordinácie a dohľadu nad ich rozpočtovou disciplínou“ a „na vypracovanie usmernení pre hospodársku politiku pre tieto štáty, pričom zabezpečí, aby boli zlučiteľné s tými, ktoré boli prijaté pre celú Úniu, a aby sa zabezpečil dohľad nad nimi“.

²⁰ Viac o novej stratégii EÚ v ďalšom texte tejto kapitoly.

Európska komisia navrhla súbor pravidiel, ktoré majú sprísniť fiškálne politiky členských štátov a pomôcť zabrániť ďalším krízam v budúcnosti.²¹ Súčasťou návrhu je kontrola rozpočtov členských štátov (konkrétne výšky príjmov a výdavkov a ich vyváženosti) na úrovni EÚ predtým, ako sa o nich hlasuje na národnej úrovni. Tento systém, tzv. európsky semester schválila Európska rada na svojom zasadnutí v júni 2010, platný bude od roku 2011. Niektoré krajiny sa obávajú ohrozenia národnej suverenity, podľa predstaviteľov EÚ by však k tomu nemalo dôjsť, pretože EÚ bude rozpočty len koordinovať, nie detailne kontrolovať, ani priamo rozhodovať o použití finančných prostriedkov. Európska rada sa tiež dohodla na priebežnej kontrole konkurencieschopnosti, ktorá by mala umožniť včasné odhaľovanie neudržateľných trendov. Po skúsenostiach s poskytovaním nepravdivých údajov z Grécka sa rozšíria právomoci európskeho štatistického úradu Eurostat pri audite národných údajov.

Vytvorila sa špeciálna pracovná skupina na reformu PSR, ktorá má v októbri 2010 zverejniť svoju záverečnú správu. Reforma má priniesť sprísnenie rozpočtových pravidiel a urýchlenie sankcií. Diskutuje sa o forme postihov pre krajiny, ktoré porušia pravidlá PSR, a to nielen pokiaľ ide o deficit verejných financií, ale aj verejný dlh, ktorého udržateľnosti sa dosiaľ nevenovala dostatočná pozornosť. Zvažujú sa najmä sankcie spočívajúce v pozastavení prístupu prostriedkov zo štrukturálnych fondov a Kohézneho fondu, suspendovaní financií z rozpočtu EÚ, sankcie vo forme dočasného odobratia hlasovacích práv v Európskej rade, či dokonca vylúčenie z menovej únie. Jednotlivé návrhy narážajú na odpor niektorých členských štátov, avšak užšia hospodárska koordinácia a prísne sankcie sú nevyhnutné na obnovenie dôvery v eurozónu a jej menu.

Ozývajú sa hlasy volajúce po vytvorení nového orgánu na kontrolu rozpočtov a proti nim zase názory vedúcich predstaviteľov EÚ, podľa ktorých na riešenie jej hospodárskych problémov nie sú potrebné nové inštitúcie, ale efektívnejšie fungovanie tých existujúcich. Európske hospodárske riadenie sa zrejme bude týkať celej EÚ, nielen eurozóny. Realizovať by sa malo

²¹ Nemecko dokonca v roku 2009 zahrnulo do svojej ústavy paragraf, ktorý vláde od roku 2016 zakazuje hospodáriť s deficitom vyšším než 0,35 % HDP a od roku 2020 bude musieť vláda vykazovať prebytok. Nemecká vláda tlačí na ostatné krajiny eurozóny, aby prijali obdobu jej zákona obmedzujúceho deficitné hospodárenie, ktorý je známy ako „Schuldenbremse“ (dlhová brzda).

prostredníctvom Európskej rady, proti čomu sa postavil Európsky parlament, podľa ktorého by pri vynucovaní nových opatrení mala kľúčovú úlohu zohrávať EK. Nemožno pritom vylúčiť, že nové pravidlá hospodárskej koordinácie budú vyžadovať zmeny v súčasnej európskej legislatíve.

Otázne zostáva, či a ak áno, akým tempom sa bude eurozóna pod tlakom krízy približovať k fiškálnej únii, čo sa dnes ukazuje ako dôležitý predpoklad zachovania menovej únie. Zostane pri dohľade nad zostavovaním rozpočtov členských štátov, alebo sa prepracuje až k (dnes ťažko predstaviiteľnému) systému poskytovania fiškálnych transferov svojim členom v núdzi? Každopádne ide o veľmi citlivú oblasť hospodárskej politiky, pretože práve fiškálna politika (zatiaľ obmedzovaná Paktom stability a rastu) je po strate autonómnej menovej politiky významným nástrojom v rukách členov eurozóny. Dôležitou otázkou je, či menová únia vôbec môže fungovať bez ďalšieho prehlbovania integrácie vrátane fiškálnej, ale i politickej únie, t. j. bez „európskej ekonomickej vlády“ ako protiváhy ECB. Podľa P. De Grauweho dlhodobý úspech eurozóny závisí od pokračujúceho politického zjednocovania (De Grauwe, 2009).

Perspektívy vo finančnom sektore

V roku 2009 sa finančný sektor v EÚ vplyvom opatrení vlád stabilizoval. Hoci podmienky na finančných trhoch sa postupne zlepšujú, vývoj v jednotlivých segmentoch je heterogénny. Pozitívne sa vyvíja situácia na peňažných trhoch, akciových trhoch a na trhoch s firemnými dlhopismi, zatiaľ čo trhy s vládnymi dlhopismi čelia tlaku v súvislosti s fiškálnou situáciou v eurozóne, najmä v Grécku a Portugalsku. Postupné oživovanie bankového sektora je stále krehké. Pomaly rastie úverovanie domácností, avšak úverovanie nefinančných spoločností zaostáva. Tento vývoj je v súlade s minulými skúsenosťami, keď nárast úverovania súkromného sektora zaostával za oživením ekonomiky minimálne o jeden rok. Európska komisia síce v horizonte najbližších dvoch rokov predpokladá ďalšie zlepšovanie podmienok na finančných trhoch, avšak spojené s vysokou citlivosťou a volatilitou.

Medzi priority EÚ by malo rozhodne patriť vytvorenie stabilného finančného sektora schopného financovať reálne hospodárstvo. Kríza odhalila potrebu efektívnejšieho dohľadu nad finančnými inštitúciami v EÚ, ktoré sú

napriek ich stále rozsiahlejším medzinárodným aktivitám kontrolované najmä národnými autoritami. V záujme zlepšenia fungovania finančného dohľadu a prevencie krízy sa plánuje vytvorenie systému mikro- a makroregulácie finančných trhov v EÚ (box 2.1). Tento plán vychádza zo správy expertnej skupiny pod vedením Jacqua de Larosièra zverejnenej vo februári 2009. Správu následne prerokovala Európska rada, ktorá po zložitých vyjednávaniach²² dospela k dohode vo viacerých otázkach týkajúcich sa vypracovania novej podoby finančného dohľadu. V septembri 2009 EK prijala súbor legislatívnych návrhov pre túto oblasť, ktorý bol konzultovaný s ECB a má ho prijať Európsky parlament, ako aj Rada ECOFIN. Nová architektúra finančného dohľadu by sa mala zaviesť začiatkom roka 2011.

Box 2.1

Systém mikro- a makroregulácie finančných trhov v Európskej únii

V rámci *mikroregulácie* sa kontrola inštitúcií ponechá v rukách národných regulátorov a medzinárodných kolégií, avšak s lepšou koordináciou pri monitorovaní medzinárodných bánk a poisťovní, a to vytvorením *Európskeho systému orgánov finančného dohľadu* (*European System of Financial Supervisors – ESFS*). Tento systém bude pozostávať z troch nových európskych orgánov dohľadu (*European Supervisory Authorities – ESA*),²³ ktoré vzniknú transformáciou súčasných výborov dohľadu, a z kompetentných národných orgánov dohľadu. Banka pôsobiaca v jednej krajine EÚ bude pod dohľadom príslušného regulačného orgánu, zatiaľ čo banka s medzinárodnými aktivitami bude podliehať medzinárodnému kolégiu orgánov národného dohľadu zo všetkých krajín, v ktorých pôsobí. V prípade nezhôd v rámci kolégia bude rozhodovať jeden z troch nových európskych orgánov dohľadu.

Pokiaľ ide o *makroreguláciu*, vznikne nový nezávislý orgán zameraný na finančný systém ako celok – *Európsky výbor pre systémové riziká* (*European Systemic Risk Board – ESRB*), tvorený guvernermi európskych centrálnych bánk na čele s prezidentom ECB, ktorý bude monitorovať a analyzovať možné hrozby pre finančnú stabilitu. V prípade potreby bude vydávať upozornenia o systémových rizikách a odporúčania, ktorých implementáciu bude monitorovať.

²² Najmä Veľká Británia sa obáva, že by mohla stratiť vplyv na najväčšie finančné centrum Európy – londýnske City. Ako nečlen eurozóny nemá totiž vplyv v ECB, ktorá má v regulácii európskeho finančného sektora zastávať kľúčovú pozíciu.

²³ Európsky orgán pre bankovníctvo (*European Banking Authority – EBA*), Európsky orgán pre poisťovníctvo a dôchodkové poistenie zamestnancov (*European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA*) a Európsky orgán pre cenné papiere a trhy (*European Securities and Markets Authority – ESMA*).

Od Lisabonskej stratégie k stratégii Európa 2020

Lisabonskú stratégiu ako program obnovy EÚ v ekonomickej a sociálnej oblasti prijali najvyšší predstavitelia štátov a vlád vtedajšej EÚ 15 v marci 2000 na rokovaní v Lisabone. Podľa Stratégie sa mala z EÚ do roku 2010 stať najkonkurencieschopnejšia a najdynamickejšia znalostná ekonomika schopná trvalo udržateľného hospodárskeho rastu, so zvýšeným počtom a kvalitou pracovných miest a s väčšou sociálnou súdržnosťou. Nasledujúce roky však ukázali, že ciele Stratégie sú príliš ambiciózne a že v ich dosahovaní nebadat' očakávaný pokrok. V roku 2005 bola Stratégia revidovaná pod názvom *Stratégia pre rast a pracovné miesta*. Revízia priniesla zúženie počtu prioritných oblastí a silnejšie zainteresovanie členských štátov do naplňania Stratégie prostredníctvom národných reformných programov.

Pokračujúci neúspech pri naplňaní cieľov Lisabonskej stratégie viedol k prijatiu záverov o jej nástupkyňi – stratégii Európa 2020 – na zasadnutí Rady ECOFIN v decembri 2009. V marci 2010 zverejnila EK dokument *Európa 2020, Stratégia na zabezpečenie inteligentného, udržateľného a inkluzívneho rastu*, v ktorej stanovila ciele pre EÚ na najbližších desať rokov a program pozostávajúci z niekoľkých hlavných iniciatív.

Nová stratégia je postavená na troch navzájom sa doplňajúcich prioritách:

- *inteligentný rast* – rozvoj hospodárstva založeného na znalostiach a inováciách;
- *udržateľný rast* – podpora ekologickejšieho a konkurencieschopnejšieho hospodárstva, ktoré efektívnejšie využíva zdroje;
- *inkluzívny rast* – podpora hospodárstva s vysokou mierou zamestnanosti, ktoré prispieva k hospodárskej, sociálnej a územnej súdržnosti.

Do roku 2020 má EÚ splniť nasledujúcich päť navzájom prepojených a posilňujúcich sa cieľov:

- miera zamestnanosti obyvateľov vo veku 20 – 64 rokov by mala dosiahnuť 75 %;
- úroveň investícií do výskumu a vývoja by mala dosiahnuť 3 % HDP EÚ;
- v oblasti klímy/energie by sa mali dosiahnuť obmedzenia emisií skleníkových plynov minimálne o 20 % v porovnaní s rokom 1990, zvýšenie

- podielu obnoviteľných zdrojov energie na konečnej spotrebe energie na 20 %, a zároveň zvýšenie energetickej účinnosti o 20 % (ciele „20/20/20“);
- podiel ľudí, ktorí predčasne ukončia školskú dochádzku, by sa mal znížiť pod 10 % a minimálne 40 % mladých ľudí by malo mať vysokoškolské vzdelanie;
 - o 20 miliónov ľudí menej by malo byť ohrozených chudobou.

Komisia v dokumente sformulovala sedem hlavných iniciatív, ktoré budú podporovať pokrok v prioritných oblastiach, pričom predstavujú záväzok pre EÚ aj členské štáty. Sú to nasledovné iniciatívy: *Inovácia v Únii, Mládež v pohybe, Digitálny program pre Európu, Európa efektívne využívajúca zdroje, Priemyselná politika vo veku globalizácie, Program pre nové zručnosti a nové pracovné miesta, Európska platforma na boj proti chudobe.*

Podľa návrhu EK majú byť program Európa 2020 a PSR oddelenými nástrojmi, no predkladanie správ a monitorovanie oboch programov by malo prebiehať súbežne, čím by sa zabezpečilo prepojenie prostriedkov a cieľov. Realizáciu novej stratégie má usmerňovať Európska rada, Komisia má monitorovať pokrok pri dosahovaní cieľov.

Eurooptimisti od Stratégie, pokiaľ ide o zlepšenia, ktoré by mala priniesť, očakávajú väčšiu úspešnosť než v prípade Lisabonskej agendy. Kritici návrhu EK upozorňujú, že pokiaľ sa nová stratégia nezameria v prvom rade na rýchle riešenie súčasných problémov a výziev, skončí ako jej predchodkyňa, ktorá podľa nich doplatila na nerealistické ciele, pasivitu členských štátov, nedostatočné monitorovanie plnenia národných reformných programov a slabé vymáhacie mechanizmy. Ministri financií krajín EÚ upozornili na to, že úspech v oblasti výskumu, vývoja a inovácií by sa mal merať pomocou ukazovateľa, ktorý sa sústreďuje viac na výsledok. Veľkú diskusiu vyvolala i kvantifikácia cieľa na obmedzenie chudoby.

O predložení návrhu EK rokovala Európska rada v marci aj v júni 2010. Na jarnom zasadnutí vedúci predstavitelia členských štátov schválili len tri z piatich kvantitatívnych cieľov navrhovaných Komisiou. Nedohodli sa na výsledkoch, ktoré majú krajiny EÚ dosiahnuť do roku 2020 v oblasti vzdelávania a obmedzovania chudoby. Spochybnili totiž, či EÚ má zákonné právo určovať ciele v oblasti vzdelávania a chudoby. Dospeli len k dohode o všeobecnom význame rozvoja školstva a boja proti chudobe. Na letnom

zasadnutí však už potvrdili všetkých päť cieľov, pričom členské štáty budú mať možnosť vybrať si z troch rôznych indikátorov chudoby. Pokiaľ ide o cieľ dosiahnuť do roku 2020 investície do vedy a výskumu na úrovni 3 % HDP, EK má vypracovať ukazovateľ intenzity výskumu, vývoja a inovácií. Členské štáty majú na základe schválených cieľov sformulovať vnútroštátne ciele, v ktorých zohľadnia svoju východiskovú situáciu. Na jeseň tak popri svojich programoch stability a konvergenčných programoch predložia aj národné programy reforiem.

V dokumente EK *Stratégia 2020* (s. 7) sa uvádza, že „*najaktuálnejšou výzvou je vymaniť sa z krízy, ale najväčšou výzvou je potlačiť reflexívnu snahu obnoviť situáciu, ktorá existovala pred krízou*“. Uvedomenie si tejto skutočnosti je len prvý malý krôčik k úspešnému vyrovnaniu sa s krízou a k upevneniu pozície EÚ vo svete. Tými ďalšími, rozhodujúcim krokmi reagujúcimi na dnešné závažné problémy musia byť rýchle a efektívne reformy vyžadujúce politickú vôľu a veľké úsilie všetkých zúčastnených strán.

Lisabonská zmluva schválená

Po takmer dva roky trvajúcim ratifikačnom procese v krajinách EÚ nadobudla 1. decembra 2009 platnosť *Lisabonská zmluva*, ktorá je výsledkom mnohých kompromisov po neúspešnom ratifikačnom procese *Zmluvy o Ústave pre Európu* v dôsledku zamietavých referend vo Francúzsku a v Holandsku v roku 2005. Z textu pôvodnej euroústavy sa vypustili niektoré sporné oblasti, najmä tie, ktoré vyvolávali dojem európskeho „superštátu“. Upustilo sa napríklad od používania termínu „ústava“ pre zmluvu a vynechali sa odkazy na európske symboly, ako sú hymna a vlajka EÚ. Eurooptimisti privítali Lisabonskú zmluvu ako záchranu podstaty návrhu euroústavy, zatiaľ čo euroskeptici kritizovali vedúcich predstaviteľov EÚ za to, že vlastne prijali odmietnutú euroústavu, len pod iným názvom.

Lisabonská zmluva prináša viacero zmien a s nimi spojených neistôt pre budúce fungovanie EÚ, pričom presúva na európsku úroveň viac právomocí. Významnou zmenou je priznanie právnej subjektivity EÚ, čo by malo pomôcť zvýšiť vplyv EÚ vo svete, ako aj zavedenie stáleho predsedníctva EÚ. Zmluva upravuje vnútornú štruktúru európskych inštitúcií, právomoci, vzťahy

medzi nimi aj systém rozhodovania. Európska rada a ECB sa stávajú inštitúciami EÚ, posilňuje sa postavenie Európskeho parlamentu a umožňuje sa väčšia hospodárska koordinácia. Zmluva po prvýkrát zahŕňa aj možnosť vystúpenia z EÚ.

Zástancovia Lisabonskej zmluvy poukazujú na zjednodušenie procesu rozhodovania v rozšírenej EÚ, rovnocenné postavenie malých a veľkých členských štátov či posilnenie úlohy národných parlamentov v európskom legislatívnom procese. Avšak, ako tvrdia kritici, Lisabonská zmluva ruší právo národného veta v mnohých oblastiach a pri detailnejšom pohľade sa podľa nich ukazuje, že mení systém hlasovania²⁴ v prospech veľkých štátov, najmä Nemecka a Francúzska.

Záver

Pre EÚ by mala byť práve kríza príležitosťou a katalyzátorom uskutočnenia zásadných zmien jej fungovania, ktoré by prispeli k upevneniu jej momentálne oslabeného postavenia v globálnom meradle. V súčasnosti je viac než kedykoľvek predtým dôležité zvýšenie akcieschopnosti EÚ, zefektívnenie jej rozhodovacieho procesu, posilňovanie jednotného trhu s vynutím sa protekcionizmu, realizácia štrukturálnych reforiem a vytvorenie, resp. dokončenie mechanizmov potrebných v krízových časoch.

Budúcnosť eurozóny a jej členov vrátane Slovenska bude vo veľkej miere závisieť od schopnosti členských štátov urýchlene riešiť problémy fungovania menovej únie, ktoré vyplynuli z jej zásadných nedostatkov výrazných počas krízy. Len ak sa eurozóna vyrovná so svojimi vnútornými problémami, možno očakávať zlepšenie jej pozície ako globálneho hráča. V opačnom prípade by bolo ohrozené nielen euro, ale aj samotná idea európskeho zjednotenia.

²⁴ Po roku 2014 sa kvalifikovaná väčšina pri hlasovaní v Rade EÚ dosiahne dvojitou väčšinou – návrh bude prijatý, ak ho schváli minimálne 55 % členských štátov (15 z 27), a zároveň počet obyvateľov hlasujúcich štátov predstavuje aspoň 65 % celej populácie.

3. KREHKÉ OŽIVENIE EKONOMÍK SPOJENÝCH ŠTÁTOV AMERICKÝCH A JAPONSKA

3.1. Aktuálny vývoj ekonomiky Spojených štátov amerických

Finančná kríza, ktorá sa začala na jeseň 2008, prispela k najhoršej recesii ekonomiky USA po druhej svetovej vojne. Treba povedať, že Komisia BCDC (*Business Cycle Dating Committee*), ktorá skúma priebeh hospodárskeho cyklu, ešte stále oficiálne neoznámila dátum obratu v cykle. Aj keď viacerí členovia komisie v apríli 2010 konštatovali, že recesia v USA sa skončila už v minulom roku (2009) – podľa odhadov by to malo byť niekedy okolo polovice roka 2009 – pri oficiálnom vyhlásení o jej ukončení zostávali opatrní. Dôvodov je viacero.

Mnohé údaje naznačujúce zlepšenie vo vývoji sú zatiaľ len predbežné a v najbližších mesiacoch budú revidované. Komisia BCDC vyčkáva s vyhlásením aj preto, lebo nie je jasné, ako by vyhodnotila prípadný náhly prudký pokles ekonomickej aktivity v roku 2010. Bola by táto fáza vyhodnotená ako súčasť jednej recesie, alebo ako celkom nová recesia? Komisia BCDC ani centrálna banka FED však v roku 2010 recesiou nepredpokladajú. Očakávania pokračovania hospodárskeho rastu vychádzajú z predpokladu, že oživenie rastu HDP počas tretieho a posledného štvrtroka 2009 nebolo ťahané len fiškálnymi stimulmi, ale bolo podporované aj udržateľnými faktormi rastu.

Konjunktúra ekonomiky Spojených štátov amerických prechádza fázou relatívne pozvoľného oživovania aktivity v súkromnom sektore. Tento pozitívny trend by mohol narušiť prípadný neúspech fiškálnych opatrení pri stimulovaní dopytu. Pokiaľ by sa expanziu konjunktúry nepodarilo udržať prostredníctvom súkromného dopytu, monetárnej a fiškálnej politike už nezostáva takmer žiaden priestor²⁵ na ďalšie stimuly, čo naznačuje, že ekonomika by mohla mať potenciálne problémy pri dosahovaní trajektórie vyššieho hospodárskeho rastu.

²⁵ Oficiálne úrokové miery sú takmer na nule, fiškálna politika vytvára vysoké deficity a verejný dlh.

Tabuľka 3.1

Krátkodobý vývoj HDP Spojených štátov amerických (2008 – 2011)

	2008	2009	2010	2011	Posledný štvrťrok		
					2009	2010	2011
	bežné ceny, v mld. USD	percentuálna zmena za rok					
Súkromná spotreba	10 129,9	-0,6	1,3	2,4	0,9	1,6	2,8
Spotreba vlády	2 386,9	2,0	1,8	0,4	1,8	1,1	0,2
Hrubé fixné investície	2 667,1	-14,3	2,1	7,8	-10,5	4,5	8,9
verejné	496,4	2,4	2,8	0,4	4,0	1,1	0,2
do bývania	477,2	-20,0	8,5	16,0	-11,3	11,7	17,3
ostatné	1 693,6	-17,8	0,2	8,4	-14,9	3,9	9,9
Konečný domáci dopyt	15 183,9	-2,6	1,5	2,9	-0,9	2,0	3,3
zmena stavu zásob ¹	-34,7	-0,7	1,1	0,1			
Celkový domáci dopyt	15 149,2	-3,4	2,5	3,0	-1,1	2,6	3,3
Export tovarov a služieb	1 831,1	-10,8	6,8	7,8	-4,9	6,9	8,2
Import tovarov a služieb	2 538,9	-14,8	6,2	8,1	-9,3	6,6	8,9
čistý export ¹	-707,8	1,2	-0,1	-0,3			
HDP v trhových cenách	14 441,4	-2,5	2,5	2,8	-0,3	2,5	3,0

¹ Príspevok k zmene reálneho HDP, vyjadrený ako percentuálny podiel na reálnom HDP v predchádzajúcom roku.

Prameň: OECD Economic Outlook (2009).

Ako ukazuje tabuľka 3.1, USA zaznamenali v roku 2009 pokles celkového domáceho dopytu, k čomu prispel najmä súkromný sektor, ako je vidieť na ukazovateľoch súkromnej spotreby či súkromných hrubých fixných investícií. V roku 2010 sa očakáva mierne zlepšenie vo všetkých hlavných ukazovateľoch, avšak expanziu hospodárskeho cyklu bude naďalej spomaľovať viacero faktorov. Medzi inými môžeme spomenúť nasledovné:

1. Obmedzenia pri poskytovaní úverov

Expanziu hospodárskeho cyklu v roku 2009 brzdila slabšia ponuka a dopyt po úveroch. Obmedzenia pri poskytovaní úverov sa týkali hlavne malých firiem a spotrebiteľov. Môžeme konštatovať, že komerčné banky ešte stále neodbúrali podstatnú časť prekážok na ponuku úverov vytvorenú v rokoch 2008 – 2009. Bankové štandardy pri poskytovaní úverov pre veľké a stredné firmy sa v poslednom štvrťroku 2009 nezmenili v 95 % bánk a len v 5,5 % bánk došlo k ich zmierneniu. Podobne to bolo aj v súvislosti s úvermi pre malé firmy, pri ktorých podmienky na poskytovanie úverov nezmenilo približne 96 % bánk, pričom asi 4 % bánk pristúpili k sprísneniu úverových podmienok pre malé firmy. Je zaujímavé, že pre 73,7 % bánk nebolo pri

sprísnení podmienok dôležité súčasné alebo očakávané oslabenie ich vlastnej kapitálovej pozície. Dôvody pre opatrnosť bánk pri poskytovaní úverov boli iné, hlavne menšia tolerancia rizika, neistý ekonomický výhľad a špecifické problémy jednotlivých sektorov hospodárstva. Pri uvoľňovaní podmienok na poskytovanie úverov bolo posilnenie vlastnej kapitálovej pozície rozhodujúce len pre 20 % bánk. Dôležitejší pre banky bol zlepšený ekonomický výhľad, alebo agresívnejšia konkurencia zo strany iných bánk a nebankových subjektov poskytujúcich úvery, alebo dostatočne veľká likvidita na sekundárnom trhu pri obchodovaní so sekuritizovanými úvermi.²⁶

Väčšiu ochotu poskytovať spotrebné úvery indikovalo na konci roka 2009 len 11,5 % bánk, pričom 86,5 % bánk podmienky pre spotrebiteľov nemenilo. Komerčné banky vo všeobecnosti sprísnilo podmienky hlavne pri hypotekárnych úveroch, čo súvisí s tým, že v roku 2010 neočakávajú stabilizáciu kvality aktív v tomto segmente finančných trhov.²⁷ Na konci roka 2009 sa situácia výraznejšie nemenila k lepšiemu ani na strane dopytu po úveroch, keďže len 9,1 % bánk zaznamenalo mierne vyšší dopyt zo strany veľkých a stredných firiem a len 3,7 % deklarovalo silnejší dopyt po úveroch zo strany malých firiem. Nezmenený dopyt po spotrebných úveroch indikovalo 50 % bánk, pričom viac ako 37 % bánk zaznamenalo mierny pokles dopytu po spotrebných úveroch a len 7,8 % bánk jeho mierne posilnenie (FRB, 2010).

2. Nezamestnanosť

Posilneniu hospodárskeho rastu bráni utlmený dopyt po práci. Môžeme síce konštatovať, že v roku 2010 sme po prvýkrát od decembra 2007 zaznamenali pozitívny prírastok zamestnanosti a počtu ľudí poberajúcich mzdu, dovtedy ale prijímanie nových zamestnancov klesalo, v lepšom prípade stagnovalo (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2010). Prvé tri mesiace roka 2010 boli z hľadiska vývoja zamestnanosti najlepšie od začiatku recesie, avšak o udržateľnom oživení trhu práce zatiaľ hovoriť nemožno.

Nezamestnanosť sa na úroveň vyše 10 % dostala po 27 rokoch. V januári a vo februári 2010 sa počet nezamestnaných mierne znížil, avšak v marci

²⁶ Tento posledný faktor bol veľmi dôležitý pre 13,3 % bánk, istý význam mal pre 20 % bánk, pričom pre 66,7 % bánk nemal sekundárny trh s aktívami žiaden význam pri ich rozhodovaní o uvoľnení podmienok na poskytovanie úverov.

²⁷ Čo súvisí s očakávaniami poklesu cien nehnuteľností.

sa opäť zvýšil, čo naznačuje, že trh práce stagnuje a stále nemôžeme hovoriť o definitívnom obrate trendu. Pokiaľ bude ekonomika fungovať pod svojím potenciálom, nezamestnanosť sa môže znižovať len veľmi pozvoľne, podobne ako v roku 2001, keď rast nezamestnanosti pokračoval ešte takmer dva roky po skončení recesie a začiatku oživenia hospodárskeho cyklu. Spojené štáty americké tak s najväčšou pravdepodobnosťou zaznamenajú ďalšie oživenie hospodárskeho cyklu bez väčšej tvorby nových pracovných miest. Prebiehajúca konjunktúra ponúka aj iné porovnanie, so začiatkom 80. rokov,²⁸ keď trvalo päť rokov, kým sa porovnateľný nárast nezamestnanosti vrátil na úroveň pred začiatku recesie. Spojené štáty americké sa však teraz, vzhľadom na export pracovných miest a väčší objem pracovnej sily, nachádzajú v inej situácii ako v 80. rokoch minulého storočia a strata viac ako 7 miliónov pracovných miest od decembra 2007 naznačuje, že opätovné zamestnanie týchto ľudí bude pravdepodobne vyžadovať viac rokov.

Flexibilita trhu práce v USA vytvára vo všeobecnosti lepšie predpoklady na rast zamestnanosti, ako je to v EÚ alebo Japonsku, prispieva však aj k relatívne vysokému počtu chudobných pracujúcich a k slabej ochrane pracovných miest. Tento vývoj sa odráža aj na ukazovateľoch daňovej a rozpočtovej politiky, predovšetkým v súvislosti s ich vzájomným negatívnym ovplyvňovaním. Na jednej strane je daňová politika, ktorá výrazne uprednostňuje firmy a skupiny obyvateľstva s vysokými príjmami, na druhej strane sú sociálne a environmentálne náklady sprevádzajúce rýchlo sa zväčšujúci rozpočtový deficit, podporovaný znižovaním daní a rastom výdavkov na zbrojenie. Pri súčasnej štruktúre príjmov a výdavkov federálneho rozpočtu vláda nie je schopná uspokojivo naplniť potreby výdavkov, spojených s infraštruktúrou či vzdelávaním a zdravotníctvom, čo negatívne ovplyvňuje ekonomickú výkonnosť USA. Potreba hospodárskych a rozpočtových reforiem sa vo svetle rozširovania dôchodkových rozdielov, chudoby medzi staršími obyvateľmi a zhoršovania dostupnosti zdravotnej starostlivosti,²⁹ ukazuje ako vysoko aktuálna.

²⁸ Keď USA zaznamenali v rokoch 1980 – 1982 dve po sebe idúce recesie.

²⁹ Reforma zdravotníctva bude USA stáť približne 940 mld. USD, pričom by mala priniesť zdravotné poistenie pre 95 % obyvateľov a v priebehu nasledujúcich 20 rokov ušetriť viac ako 1,3 bil. USD.

3. Súkromná spotreba

Domáce spotrebiteľské výdavky sú zodpovedné za viac ako 70 % ekonomickej aktivity USA a ich pozitívny vývoj je jedným z kľúčových faktorov udržateľného oživenia hospodárskeho cyklu. Osobné výdavky na spotrebu sa na prelome rokov 2008 a 2009 po prvýkrát od roku 1958 reálne znížili, pričom mierne oživenie spotrebiteľských výdavkov v roku 2009 a v prvom štvrtroku 2010 naznačuje isté zlepšenie trendu. Napriek tomu však súkromná spotreba a výdavky zostávajú na nízkych hodnotách, pričom ich utlmuje hlavne vysoká nezamestnanosť a pokles príjmov domácností, ktoré sprevádza zhoršený prístup k úverom, zníženie majetku v dôsledku poklesu cien nehnuteľností a v neposlednom rade aj rozšírenie dôchodkovej nerovnováhy v spoločnosti. Relatívne slabú súkromnú spotrebu dokumentoval maloobchodný predaj, ktorý sa zvyšoval len v druhom polroku 2009, avšak stále výrazne zostával za svojou úrovňou pred recesie na konci roka 2007.

Pri obmedzenom prístupe k úverom majú pre amerických spotrebiteľov oveľa väčší význam ich vlastné osobné dôchodky, čím sa prebiehajúca konjunktúra zásadne odlišuje od predchádzajúcich epizód hospodárskych cyklov. Nepriaznivý vývoj v súkromnej spotrebe USA dokumentuje pokles mediánu príjmu domácností v rokoch 2007 – 2008 (–3,6 %), čo je porovnateľné s poklesom mediánu príjmu domácností pri predchádzajúcich recesiách 2001 a 1990 – 1991, avšak vzhľadom na rast nezamestnanosti v roku 2009 môžeme očakávať, že pokles príjmu súvisiaci so súčasnou recesiou bude ešte väčší, porovnateľný s recesiami v rokoch 80. a 70., keď dosiahol viac ako 6 % (US Census Bureau, 2010). Pokles príjmov bezprostredne súvisiaci s recesiou je možné prekonať v strednodobom horizonte, avšak horšiu dlhodobú perspektívu vytvára v tomto smere rozširovanie medzigeneračnej chudoby a dôchodkovej nerovnováhy, ktorá sa stala reálnou hrozbou pre udržateľnú súkromnú spotrebu a rast HDP USA.

Postavenie amerických domácností dokumentuje štúdia OECD, podľa ktorej postup obyvateľov na sociálnom rebríčku v USA zaostáva za väčšinou vyspelých ekonomík. Sociálna mobilita medzi generáciami Američanov je podstatne nižšia ako vo väčšine členských štátov OECD a intenzita vzťahu medzi príjmami rodičov a ich detí je v USA najvyššia, hneď po Veľkej Británii

a Taliansku (OECD, 2010). Dôchodková nerovnováha USA je v súčasnosti najväčšia od roku 1917. Jedno percento najviac zarábajúcich Američanov získalo približne jednu polovicu z rastu HDP v rokoch 1993 – 2007, pričom v období 2002 – 2007 to bolo až okolo troch štvrtín. Priemerná reálna mzda je dnes v USA nižšia ako bola v 70. rokoch minulého storočia, pričom reálna minimálna mzda je dokonca nižšia ako bola v 50. rokoch minulého storočia (Saez, 2009). Tento nerovnovážny vývoj v dôchodkoch vytvára dlhodobé predpoklady negatívneho vývoja domácej spotreby.

4. *Trh s nehnuteľnosťami*

Jednou z hlavných príčin vzniku súčasnej krízy v USA bola bublina na trhu s nehnuteľnosťami, po ktorej nasledoval prudký pokles cien domov a majetku domácností. Môžeme predpokladať, že zvýšenie aktivity na trhu, rast cien nehnuteľností a ich predaja, sú základné predpoklady rozvinutia expanzie hospodárskeho cyklu. Treba povedať, že administratíva prezidenta USA a Kongres si uvedomujú vplyv trhu s nehnuteľnosťami na konjunktúru ekonomiky a vytvorili program podpory pre približne 7,5 milióna majiteľov domov, ktorí sa dostali do omeškania pri splácaní hypoték, alebo im hrozí vyvlastnenie ich nehnuteľného majetku.

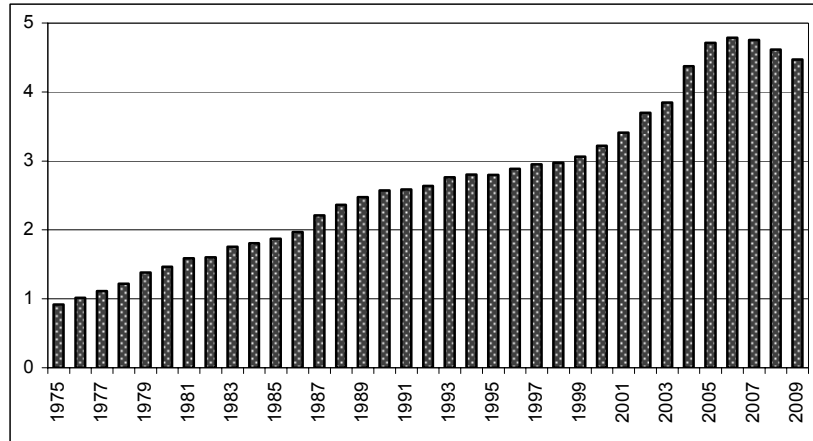
Pozvoľnému rastu predaja domov pomáhali v roku 2009 viaceré opatrenia, napríklad federálna úľava na dani pre kupujúcich či zmeny v splátkach hypotekárnych úverov pre problémových dlžníkov, avšak tieto opatrenia už nemusia na konci roka 2010 platiť. Keď obyvateľom bez práce vyprší šesť-mesačné obdobie pomoci zo strany štátu, banky budú musieť opäť čeliť nepracujúcim úverom a dlžníci sa opäť dostanú do situácie, v ktorej sú aj v dôsledku obmedzeného počtu trvalých znížení splátok hypoték neschopní splácať existujúce či nové hypotekárne úvery. Podporné opatrenia zo strany federálneho rozpočtu sa nemôžu realizovať donekonečna a po ich skončení v roku 2010 môže dôjsť k rastu úrokových mier z hypoték, čo popri iných faktoroch ovplyvní náklady pri kúpe nehnuteľnosti.

Nárast počtu ľudí neschopných splácať hypotéky sa vďaka pomoci zo strany štátu darí oddaľovať, pretože pokles cien domov a rozhodnutia o vyvlastnení sa rozložili na dlhšie obdobie, čím sa zmiernili a oddialili následky krízy pre obyvateľov. V priebehu takto získaného času sa však nepodarilo

dostatočne oživiť príjmy domácností a súkromný dopyt. Na základe uvedeného môžeme predpokladať, že ceny domov v USA ešte nedosiahli svoje dno. Pri porovnaní cien domov v pomere k dôchodkom sa ukazuje, že ceny sú stále relatívne vysoké, čo pri porovnaní s predchádzajúcim vývojom naznačuje, že pravdepodobne ešte existuje priestor na ich zníženie.

Graf 3.1

Pomer mediánu cien domov a ročného mediánu príjmu domácností v Spojených štátoch amerických (1975 – 2009)



Prameň: US Census Bureau (2010); vlastné výpočty, odhad za rok 2009.

Vývoj znázornený na grafe 3.1 je odrazom pozvoľného rastu mediánu príjmu domácností sprevádzaného vyšším, avšak tiež rovnomerným rastom mediánu cien domov; až do expanzie po recesii v roku 2001, keď sa začal prudký rast cien domov pri stagnácii príjmov domácností. Výsledkom bol neproporcionálny rast pomerového ukazovateľa znázorneného na grafe 3.1, ktorého pokles v posledných troch rokoch sprevádzalo tak zníženie príjmov domácností, ako aj cien domov, vôbec po prvýkrát od roku 1991.

Medián príjmov domácností klesá a príjmy stagnujú od roku 1999, čo je podstatne dlhší čas ako pokles mediánu cien domov za posledné tri roky. Na základe vývoja znázorneného na grafe 3.1 môžeme predpokladať, že pri pokračovaní trendov na trhu práce a v príjmoch domácností by mohli ceny

domov v roku 2010 klesnúť ešte viac.³⁰ V dôsledku potenciálneho poklesu cien domov môžeme v krátkodobom horizonte očakávať oslabenie spotreby domácností, sprevádzané poklesom hodnoty kolaterálu a zhoršením prístupu k úverom.

5. Deficit zahraničného obchodu

Ďalším nerovnovážnym faktorom hospodárskeho cyklu je pozícia USA v globálnej ekonomike, kde pôsobia ako čistý importér, čo sa z pohľadu domácej ekonomiky prejavuje hlavne na rozširovaní rozdielov medzi výrobou a spotrebou. Rast HDP čoraz viac závisí od toho, ako sa vyvíja konjunktúra zahraničných ekonomík a kurz USD. Deficit zahraničného obchodu sa stal bezprostrednou súčasťou hospodárskeho cyklu ekonomiky USA, čo znamená, že expanzia konjunktúry vedie k rastu deficitu bežného účtu platobnej bilancie. Vysoký deficit bežného účtu platobnej bilancie je však problémom nielen z hľadiska zadlžovania USA, ale aj z hľadiska dlhodobého exportu pracovných miest z USA do zahraničia, s čím súvisí fakt, že americké nadnárodné spoločnosti sa prostredníctvom svojho pôsobenia v iných regulačných a daňových podmienkach podieľajú na približne 40 % importu USA.

O tomto probléme hovoril aj prezident Obama vo svojej správe o stave Únie v roku 2010, kde vyjadril zámer zdvojnásobiť export USA počas nasledujúcich piatich rokov. Podľa očakávaní by takto malo vzniknúť približne 2 mil. nových pracovných miest (CFR, 2010). Splnenie toho zámeru pravdepodobne nebude možné bez výraznejšieho zásahu do výmenných kurzov medzi USD a ázijskými menami.

Deficit zahraničného obchodu sa v roku 2009 zmenšil až o 45 %, čo bolo ale spôsobené hlavne nižším importom. Potenciálnu expanziu hospodárskeho cyklu by mal opäť sprevádzať rast importu, ktorý sa stal bezprostrednou súčasťou predchádzajúcich expanzií hospodárskych cyklov USA. V tejto súvislosti je otázne najmä to, do akej miery sú USA schopné nahradiť import doma vyrobenými tovarmi, keďže v posledných desaťročiach sa kapacity na takúto výrobu výrazne obmedzili. Pomôcť by mohli len rozsiahle investície do výroby, po ktorej by bol dostatočne silný a udržateľný dopyt. Pri nelichotivom vývoji dôchodkovej situácie amerických domácností sa takýto dopyt hľadá

³⁰ K čomu prispievajú aj milióny domácností ohrozených vyvlastnením a potenciálny rast ponuky na trhu s domami.

v zahraničí. Vo svetle tohto vývoja sa administratíva USA snaží podporovať aj nové zdroje rastu domácej spotreby, či už v súvislosti s ekologizáciou spoločnosti, energetickými projektmi na bývanie a dopravu alebo v súvislosti so starnutím obyvateľstva a z toho vyplývajúcim dopytom, napríklad po zdravotníckych službách.

Posilnenie výmenných kurzov ázijských mien voči USD je v súčasnosti nereálne. Navyše, potenciálne oslabenie USD by bola nepochybne zlá správa pre trhy s dlhopismi štátu. Pri pohľade na posilňovanie kurzu USD počas prvých mesiacov roka 2010 môžeme konštatovať, že cieľ udržateľného zvýšenia zamestnanosti v dôsledku rastu exportu USA je pri nezmenených podmienkach na devízových trhoch a bez väčšieho zapojenia USA do medzinárodných obchodných dohôd len ťažko realizovateľný.

Fiškálna a monetárna politika

Fiškálny stimul prijatý vo februári 2009 prechádza v roku 2010 do svojej druhej fázy. Väčšina z doterajšej fiškálnej pomoci smerovala do zníženia daní v členských štátoch Únie – napríklad na potravinové lístky, zdravotnú starostlivosť pre chudobných a platy pre zamestnancov verejnej služby. Väčšina z pracovných miest, ktoré sa podarilo zachrániť, bola vo verejnom sektore. V roku 2010 sa zostávajúce prostriedky použijú na projekty výstavby a opravy cestnej infraštruktúry, výstavbu vysokorýchlostných železníc, zlepšenie prístupu k internetu, znižovanie energetickej náročnosti budov, na podporu výskumu či zdravotníckych zariadení, čo sú opatrenia, ktoré by mali priniesť rast pracovných miest hlavne v súkromnom sektore.

Z prijatého programu podpory v objeme 787 mld. USD sa v roku 2009 minula približne polovica. K už vynaloženej sume 301,7 mld. USD treba prirátat' ešte 93 mld. USD úľav na daniach. Na stimuly a investície v roku 2010 tak zostáva približne 392 mld. USD. Na druhej fáze stimulov sa budú podieľať aj nepoužitú finančné prostriedky z programu pomoci TARP³¹ (Troubled Asset Relief Program), k čomu dopomohli lepšie hospodárske výsledky dotknutých firiem, ako sa očakávalo.

³¹ Program TARP a posilnenie vplyvu štátu sa týkali firiem ako Citigroup, Bank of America, AIG, JPMorgan Chase, Wells Fargo, General Motors, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Chrysler a ďalších asi 200 firiem.

Druhá fáza fiškálnych stimulov je zameraná na vytváranie pracovných miest v súkromnom sektore, ktorý je schopný vytvoriť podstatne vyšší rast zamestnanosti, ako sme boli svedkami počas prvej fázy programu, čo dáva predpoklady na pokles nezamestnanosti v roku 2010, pričom však hrozí, že po skončení druhej fázy fiškálnych stimulov sa nezamestnanosť opäť zvýši. Fiškálne opatrenia nemôžu same osebe stačiť na to, aby zaručili vytvorenie dlhodobých a dobre platených pracovných miest, ktoré sú nevyhnutné na udržateľný rast ekonomiky.

Vo svetle pretrvávania vysokej nezamestnanosti sa ukazuje, že konjunktúra ekonomiky USA sa v krátkodobom horizonte stále nemôže spoliehať na tradičného ťahúňa expanzie – súkromný dopyt. Preto je dôležité, aby sa neopakovali chyby hospodárskej politiky z 30. rokov minulého storočia, keď sa po štyroch rokoch od prvej recesie (1929 – 1933) rozvinula nová recesia, pri ktorej sa zamestnanosť medzi májom 1937 a júnom 1938 znížila až o 22 %. Z tohto pohľadu by bolo pravdepodobne predčasné opustiť fiškálnu expanziu a nerealizovať aj druhú vlnu fiškálnych stimulov. V ekonomike USA, pre ktorú je charakteristická veľká diferenciácia dôchodkov a z toho vyplývajúci nedostatočný agregátny dopyt,³² môžu sa výdavky vlády (redistribúcia) ukázať ako užitočný nástroj na oživenie konjunktúry.

Treba povedať, že fiškálnej politike výrazne sekunduje monetárna politika FED-u. Nízke úrokové miery a vysoký dopyt centrálnej banky po dlhopisoch štátu relatívne uľahčujú dlhovú službu USA, a zároveň znižujú úverové náklady domácností a firiem. Centrálna banka USA sa snaží stabilizovať podmienky na trhu prostredníctvom lacných pôžičiek pre veľké banky. Stala sa najväčším nákupcom cenných papierov na trhu s hypotékami aj napriek tomu, že nie je typickým účastníkom tohto trhu. Aktivity FED-u dovoľujú komerčným bankám predávať cenné papiere za vyššiu cenu, ako by to bolo zvyčajne, čím sa pre banky vytvára skrytá podpora. Nakupovanie hypoték od znárodnených spoločností Freddie Mac a Fannie Mae zatiaľ nevytvára tlak na rast inflácie hlavne preto, lebo táto ponuka peňazí sa nedostáva do ekonomiky vo forme spotreby a investícií, keďže banky poskytujú relatívne málo úverov v porovnaní s tým, ako sa zvýšili úspory obyvateľstva a firiem.

³² A z toho vyplývajúce nadmerné zadlžovanie.

Americké firmy držia v súčasnosti približne 7 % svojich aktív (1,86 bil. USD) v podobe hotovosti, čo je najviac od roku 1963.

Expanzívna monetárna politika FED-u a nízke úrokové miery tiež prispievajú k špekulačným *Carry Trade* (CT) obchodom,³³ ktoré môžu podporovať vytváranie bublín cien aktív v rozvíjajúcich sa ekonomikách (napr. Brazília), na rozdiel od minulosti, keď sa CT obchody podieľali na vytváraní bubliny cien aktív v USA. Z tohto pohľadu sa nedarí dosiahnuť rovnováhu medzi žiadanými prínosmi expanzívnej monetárnej politiky pre súkromný dopyt USA a jej dôsledkami v podobe nových bublín cien aktív.

Verejný dlh Spojených štátov amerických

Narastajúce bremeno verejného dlhu dokumentujú odhady Congressional Budget Office (CBO, 2010), podľa ktorých USA zvýšia svoj verejný dlh do roku 2015 o približne 5 biliónov USD, z čoho budú úrokové platby tvoriť približne 1,8 bil. USD. Verejný dlh by mal v roku 2010 dosiahnuť 63,2 % HDP (9,2 bil. USD), pričom CBO očakáva, že do roku 2015 sa zvýši na 77,4 % HDP (14,2 bil. USD). Úrokové platby z nesplateného dlhu sa zvýšia z 209 mld. USD (1,4 % HDP) v roku 2010 na 520 mld. USD v roku 2015, čo bude predstavovať nárast o 2,8 % HDP (CBO, 2010).

Za isté pozitívum vyššieho zadĺženia USA možno považovať účelové použitie takto získaných prostriedkov, ktoré prispelo k zmierneniu recesie a globálnej krízy. Môžeme spomenúť aj fakt, že chýbajúce prostriedky³⁴ si USA požičali pri veľmi nízkych úrokových mierach. Riziká dlhodobého zadĺžovania sú však omnoho väčšie ako prínosy. Už len preto, lebo úrokové miery budú v budúcnosti pravdepodobne vyššie, hlavne potom, keď súkromní investori začnú na kapitálových trhoch vo väčšej miere konkurovať vládam a centrálnym bankám. Z dôvodu veľkého objemu naakumulovaného dlhu sa môže podiel úrokových platieb na HDP výrazne zvýšiť už aj pri miernom raste úrokových mier.

Financovanie ekonomiky USA závisí od zahraničných pôžičiek, pričom sa popri vyššom zadĺžení krajiny a ponuke dlhopisov Treasury zväčšuje

³³ Ktoré sú založené na rozdieloch v úrokových mierach.

³⁴ Na financovanie nových či refinancovanie starých emisií cenných papierov Treasury.

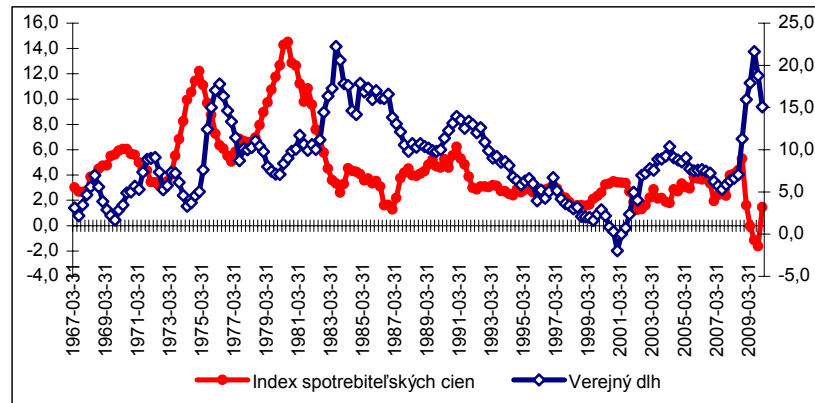
pravdepodobnosť, že veritelia začnú od USA požadovať vyššie úroky. Vyššie úrokové platby zároveň sťažujú splácanie istiny úveru. Administratíva USA sa tak dostáva do situácie, keď sú ohrozené viaceré výdavky za tovary a služby, čím sa federálny rozpočet zároveň stáva menej flexibilným v prípade neočakávaných udalostí, ako sú napríklad živelné pohromy, vojna alebo recesia.

Na udržanie dopytu zahraničných investorov potrebovali USA zastaviť trend dlhodobého klesajúceho výnosov z dlhopisov štátu, pri ktorom investori nie sú schopní dosiahnuť prijateľné zhodnotenie svojich úspor, čo posilňuje ich nedôveru voči USD. Výnosy z desaťročných dlhopisov Treasury sa v januári 2010 v dôsledku väčšieho dopytu zvýšili na 3,73 %, oproti hodnote 2,42 % na konci decembra 2008, keď však boli na svojom päťdesiatročnom minime (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2010). K miernemu rastu úrokových mier z dlhopisov štátu mohla prispieť aj väčšia nedôvera zahraničných investorov, avšak stále zostávajú na historicky nízkych hodnotách. Pred začiatkom finančnej krízy boli výnosy z desaťročných dlhopisov štátu okolo 5 %, pričom v dlhodobom horizonte môžeme očakávať ich pozvoľnú konvergenciu k tejto hodnote.

Pravdepodobne jediný presvedčivý faktor, ktorý by FED prinútil k výraznejšiemu zvýšeniu úrokových mier, bude rast inflácie. Súčasná monetárna stratégia a aktivity FED-u na trhoch potenciálne nahrávajú príliš dlhú fázu akomodatívnej monetárnej politiky, čo ministerstvu financií teoreticky dovoľuje kalkulovať so zvýšením inflácie v budúcnosti a z toho vyplývajúcim znehodnotením zahraničného dlhu USA.

Kríza dôvery v schopnosť USA splácať svoj dlh a následný rast úrokových mier sa môžu objaviť náhle. Dôvodom je aj pomerne rozšírené refinancovanie istiny dlhu zo strany vlády. V momente, keď sú štátne dlhopisy splatné, vláda musí zaplatiť investorom menovitú hodnotu tohto dlhu. Ministerstvo financií si pri deficitnom hospodárení musí na tento účel požičať nové finančné zdroje, čo znamená, že musí refinancovať dlh bez ohľadu na aktuálne úroky. Je pravdepodobné, že FED sa bude snažiť refinancovať čo možno najviac dlhu, pokiaľ budú úrokové miery na súčasných nízkych hodnotách, to znamená hlavne v tomto a budúcom roku (2011). Ako sa ukazuje, úrokové miery by mali v roku 2010 zostať aj naďalej mimoriadne nízke, a to nepochybne bude refinancovanie uľahčovať. Táto situácia sa však môže zmeniť vplyvom rastu inflácie a úrokových mier v nasledujúcich rokoch.

Graf 3.2

Korelácia rastu verejného dlhu a inflácie v Spojených štátoch amerických (1967 – 2009)


Poznámka: Rast verejného dlhu je znázornený na pravej osi, index CPI na ľavej osi.

Prameň: Federal Reserve Bank of St. Louis (2010).

Vývoj inflácie a verejného dlhu USA je v krátkodobých a strednodobých intervaloch často skôr opačný, v dlhodobom horizonte však rast verejného dlhu koreluje s rastom inflácie a naopak, pokles rastu verejného dlhu koreluje s nižším rastom cien. Vývoj znázornený na grafe 3.2 indikuje potenciálne zvýšenie tlaku na rast cien v nasledujúcich rokoch. Aj preto administratíva USA plánuje postupne znížiť deficit federálneho rozpočtu z viac ako 10,3 % HDP v roku 2010 na úroveň okolo 4,3 % HDP v roku 2015 (CBO, 2010). Poklesom deficitu federálneho rozpočtu sa prestane zvyšovať objem nesplateného dlhu a menej dlhu bude spomaľovať rast úrokových mier z dlhopisov Treasury. To však bude podľa predpokladov CBO platiť len dočasne, keďže deficit federálneho rozpočtu sa do roku 2020 opäť zvýši na 5,6 % HDP.

Je otázne, do akej miery sú zámery konsolidácie reálne z pohľadu prebiehajúcej konjunktúry a budúcich výdavkov rozpočtu, ktoré by sa mali do roku 2020 zvýšiť na 25,2 % HDP. To je približne rovnaká hodnota, ako sa očakáva v tomto a budúcom roku (2011), čo naznačuje, že prijaté úsporné opatrenia nebudú mať vplyv na dlhodobý vysoký podiel výdavkov rozpočtu na HDP. Deficit rozpočtu budú relatívne znižovať len federálne príjmy, ktoré by sa

mali podľa odhadov CBO medzi rokmi 2011 – 2015 podstatne zvýšiť, zo súčasnej hodnoty 14,5 % HDP na približne 19 % HDP. Federálny rozpočet na rok 2010 sa však k tomuto cieľu zatiaľ nepribližuje a môžeme konštatovať, že pokiaľ budú USA chcieť pokračovať v znižovaní fiškálneho deficitu, budú musieť pristúpiť k rovnako, ak nie viac ambicióznym krokom, ako bola reforma zdravotníctva vrátane znižovania diskrecionárnych výdavkov a zvyšovania daní.

3.2. Oživenie hospodárskeho cyklu japonskej ekonomiky

Japonská ekonomika vytvorila v roku 2009 o približne 5 % menej tovarov a služieb ako v predchádzajúcom roku. V súčasnosti sme svedkami mierneho oživenia rastu, k čomu prispel predovšetkým rast zahraničného dopytu v zahraničí. Týka sa to najmä rozvojových ekonomík, ktoré zaznamenali rýchlejšie oživenie, ako sa pôvodne očakávalo. Z pohľadu japonských exportérov nebol zaujímavý len zahraničný investičný dopyt,³⁵ ale aj každoročne sa zvyšujúca osobná spotreba obyvateľov rozvojových ekonomík. S prispením zahraničného agregátneho dopytu sa od druhej polovice roka 2009 zvyšuje výrobná aktivita a kapacity japonských firiem, pričom sa darí hlavne firmám v automobilovom a elektrotechnickom priemysle. To je dôležité pre oživenie konjunktúry domácej ekonomiky, pretože na rast výroby v týchto sektoroch nadväzuje množstvo domácich subdodávateľov materiálov, súčiastok, technológií a služieb.

Na druhej strane, expanziu konjunktúry naďalej brzdí domáci súkromný dopyt, pretože fixné investície firiem a súkromná spotreba v roku 2009 klesli, pričom ich oživenie sa očakáva až v druhej polovici roka 2010 (tab. 3.2). Podľa prieskumu TANKAN³⁶ podnikateľské subjekty naďalej odkladajú svoje investičné plány a keďže vývoj fixných investícií firiem je komplementárny s vývojom spotreby, môžeme pomalé oživenie hospodárskeho cyklu spojiť aj s podstatným znížením zamestnaneckých odmien a so zvýšenou mierou nezamestnanosti, ktorá bola v apríli 2010 na úrovni 5,1 % (3,56 mil. nezamestnaných), čo bolo o 2,9 % viac ako pred rokom (Statistics Bureau, 2010). Nebyť fiškálnych stimulov, domáci dopyt by bol utlmený pravdepodobne ešte viac.

³⁵ Napríklad v oblasti dopravnej a prenosovej infraštruktúry.

³⁶ Štvrťročný prieskum podnikateľskej dôvery, ktorý realizuje japonská centrálna banka.

Môžeme konštatovať, že prebiehajúce oživenie hospodárskeho cyklu v roku 2010 charakterizuje pomerne výrazný kontrast medzi rastom exportu a výroby na jednej strane a stále oslabeným domácim dopytom na strane druhej (tab. 3.2). Vzhľadom na pomalší rast súkromnej spotreby ako spotreby vlády zatiaľ nemôžeme od súkromného dopytu očakávať udržateľnú podporu expanzie konjunktúry. Treba povedať, že aj rast exportu a zahraničného dopytu je do istej miery obmedzený, pretože je sčasti vyvolaný prijatými fiškálnymi a monetárnymi stimulmi.

Tabuľka 3.2
Krátkodobý vývoj HDP Japonska (2008 – 2011)

	2008	2009	2010	2011	Posledný štvrťrok		
					2009	2010	2011
	bežné ceny, v bil. jenov	percentuálna zmena za rok					
Súkromná spotreba	293,4	-0,7	1,2	1,2	0,7	0,8	1,5
Spotreba vlády	94,1	1,1	2,3	2,4	1,1	2,5	2,4
Hrubé fixné investície	117,2	-12,8	-0,8	4,4	-9,5	2,2	4,7
verejné	20,1	8,8	-7,9	-5,2	7,0	-9,6	-4,0
do bývania	16,5	-13,3	-2,9	11,4	-22,7	8,6	10,0
ostatné	80,6	-18,0	2,1	5,9	-11,0	4,7	6,1
Konečný domáci dopyt	504,7	-3,2	1,0	2,1	-1,5	1,4	2,4
zmena stavu zásob ¹	2,2	-0,2	0,1	0,0			
Celkový domáci dopyt	506,8	-3,4	1,1	2,1	-2,0	1,4	2,3
Export tovarov a služieb	88,5	-25,1	10,8	6,2	-8,6	5,9	6,3
Import tovarov a služieb	87,8	-14,7	5,9	6,9	-13,0	6,0	7,2
čistý export ¹	0,7	-1,8	0,6	-0,1			
HDP v trhových cenách	507,6	-5,3	1,8	2,0	-1,1	1,4	2,2

¹ Príspevok k zmene reálneho HDP (vyjadrený ako percentuálny podiel na reálnom HDP v predchádzajúcom roku).

Prameň: OECD Economic Outlook (2009).

Dlhodobý výhľad japonskej ekonomiky tak závisí od toho, či sa podarí udržať jednak rastovú trajektóriu exportom ťahanej výroby, jednak očakávané oživenie v domácom súkromnom dopyte. Kombinácia týchto dvoch faktorov by mohla viesť k dlhodobej expanzii japonskej ekonomiky. Pokračovanie rastu exportu a výroby je na jednej strane potenciálne ohrozené oslabením tempa rastu zahraničného dopytu, komplementárneho napríklad s postupným odznievaním pozitívneho vplyvu fiškálnych a monetárných stimulov. Na druhej strane však môže byť rast zahraničných ekonomík vyšší, ako sa očakáva, čo by mohlo pozitívne ovplyvniť domácu ekonomickú aktivitu a zvýšiť rast HDP.

Zo zahraničných ekonomík je pre Japonsko čoraz dôležitejším obchodným partnerom Čína, ktorá zaznamenáva neočakávane silnú expanziu hospodárskeho cyklu. V tejto súvislosti môžeme predpokladať, že rozvíjajúce sa ekonomiky a Čína budú aj v strednodobej budúcnosti dosahovať vysoké tempo rastu HDP. Pri neistote ohľadom vývoja ekonomického rastu v EÚ a USA sa však zväčšuje potenciálne riziko prehriatia rýchlo sa rozvíjajúcich ekonomík.

Pokiaľ budú zahraničné ekonomiky a obchodní partneri Japonska pokračovať v expanzii, môžeme predpokladať, že pozitívne externality rastu japonského exportu a výroby by sa mali z exportérov prenášať aj na ich subdodávateľské firmy.³⁷ Pozitívne trendy v podnikateľskom sektore by sa mali prenášať ďalej do sektora domácností, hlavne v súvislosti s potenciálnym rastom zamestnanosti a postupným zlepšovaním mzdových podmienok. Priaznivé trendy na trhu práce by mali mať následne pozitívny vplyv aj na spotrebu domácností. Tento scenár však môže byť ohrozený veľkou nerovnováhou verejných financií.

Nerovnováha medzi domácim a zahraničným dopytom

Jednou z hlavných výziev, pred ktorými dnes Japonsko stojí, je znovuzískanie dôvery firiem a domácností vo vývoj domácej ekonomiky v dlhodobom horizonte. Po takmer dvoch desaťročiach stagnácie Japonsko potrebuje získať perspektívu udržateľného rastu HDP. V tejto súvislosti sa ukazuje, že je potrebné dosiahnuť väčšiu rovnováhu medzi tým, nakoľko konjunktúra japonskej ekonomiky závisí od zahraničného dopytu a nakoľko sa môže oprieť aj o domáci dopyt. Po roku 2002 bol pre expanziu domácej ekonomiky kľúčovým faktorom predovšetkým vysoký rast exportu, ktorý sa však náhle skončil po výraznom zhoršení konjunktúry zahraničných ekonomík v dôsledku finančnej krízy na jeseň 2008.

Kolaps exportu poukázal na relatívnu krehkosť konjunktúry a potrebu štruktúrnych zmien v ekonomike. Z tohto pohľadu sa ukazuje, že na udržateľnosť expanzie hospodárskeho rastu je potrebná silnejšia domáca súkromná spotreba. Pri oživení domácej súkromnej spotreby však môže

³⁷ Rast exportu a výroby zvýši využitie kapacít, predaj a zisky firiem, pri potenciálnom raste fixných investícií.

export zohrať dôležitú úlohu. Firmy popri raste exportu zvyšujú aj fixné investície a tým rastie domáci dopyt. Zároveň prijímajú nových zamestnancov, čím rastú dôchodky obyvateľstva a súkromná spotreba, čo posilňuje domáce fundamenty na pokračovanie expanzie. Môžeme konštatovať, že takto dochádza k transmisii medzi zahraničným a domácim dopytom, čo má pozitívny vplyv na hospodársky cyklus japonskej ekonomiky. V strednodobej budúcnosti môže pokračujúca transmisia prispieť k posilneniu vplyvu domáceho dopytu na konjunktúru ekonomiky Japonska.

V súčasnosti sa upevňuje postavenie Ázie ako centra rastu globálnej ekonomiky. Japonsko má v porovnaní s USA a Európou konkurenčnú výhodu aj v tom, že sa nachádza priamo v oblasti s rýchlo sa zväčšujúcim potenciálom rastu. Pravdepodobne preto sa bude snažiť získať čo najviac z prehlbujúcej sa globalizácie a využiť rastúci zahraničný dopyt v Ázii, čo by mohlo urýchliť pozitívnu transmisiu medzi zahraničným a domácim dopytom a vytvoriť dostatočné posilnenie domácich fundamentov ďalšieho ekonomického rastu.

V súvislosti s uvedeným môžeme očakávať zvyšovanie podielu japonských exportérov na rozvíjajúcich sa ázijských trhoch, kde sa vytvárajú nové zdroje rastu. Veľké trhy ázijských ekonomík začínajú naplňať svoj potenciál a popri zvyšovaní úrovne príjmov a majetku obyvateľov sa rýchlo zväčšuje aj objem tovarov a služieb, ktoré sú títo spotrebiteľia schopní kúpiť.

V tomto zmysle môžeme predpokladať, že Japonsko získalo nový priestor na zvýšenie potenciálneho rastu HDP. Problémom je, ako transformovať potenciálny rast HDP na jeho reálny rast. Tento posun nie je možné uskutočniť bez technologických inovácií firiem, ktoré by mali byť v súlade so zmenami v štruktúre dopytu, či už v zmysle starnutia domáceho obyvateľstva alebo rastu strednej vrstvy obyvateľstva v Číne, Indii a inde v Ázii.

Finančná kríza v Japonsku

Východiská udržateľnej konjunktúry ekonomiky podporuje relatívne lepšie postavenie japonských bánk v porovnaní s bankami v EÚ a USA, kde sú hlavným problémom nepracujúce aktíva bánk a nadmerné zadĺženie štátov a domácností, aj keď v prípade EÚ to neplatí o všetkých členských štátoch rovnako, a takisto platí, že európske domácnosti sú v priemere

menej zadžené ako porovnateľné domácnosti v USA. O Japonsku môžeme v tejto súvislosti uviesť, že zadženie domácností a nepracujúce aktíva finančných inštitúcií sú tu podstatne nižšie ako v USA a EÚ, čo však nemôžeme povedať o zadžení štátu, ktoré je v Japonsku najvyššie spomedzi vyspelých ekonomík.

Finančná kríza v rokoch 2008 – 2009 mala na japonské banky v porovnaní so zahraničím relatívne malý bezprostredný vplyv. Jedným z hlavných dôvodov ich menších strát oproti americkým a európskym bankám bol fakt, že japonské banky v rokoch 2001 – 2004 podstatne posilnili svoju kapitálovú základňu, pričom klesol objem ich nepracujúcich úverov o viac ako polovicu. Domáce finančné inštitúcie vlastnia len veľmi málo finančných produktov naviazaných na podradné úvery a v oveľa menšej miere sa zúčastňujú na finančných stratégiách vytvor a rozdeľuj (*originate and distribute*), pričom sa úvery menia (sekuritizujú) na cenné papiere a ďalej predávajú (Jones – Tsutsumi, 2009).

V súvislosti s príčinami finančnej krízy a jej prejavmi v Japonsku môžeme konštatovať, že popri spomínanej sekuritizácii úverov sa Japonsko vyhlo aj bubline cien nehnuteľností a negatívnym dôsledkom prudkého zníženia ich nadhodnotených cien. Zatiaľ čo v mnohých krajinách OECD v prvej dekáde nového milénia zaznamenali vysoký rast cien nehnuteľností, v Japonsku sa podiel cien domov k dôchodkom znížil o 22 %, na rozdiel od rastu tohto podielu o viac ako 20 % vo viacerých krajinách OECD. Pokles cien domov v Japonsku súvisí s 15-ročným nepretržitým poklesom cien pôdy, ktoré sa stabilizovali až v rokoch 2006 – 2007, avšak táto fáza mala len krátke trvanie a posilnené deflačné tlaky v domácej ekonomike viedli po roku 2008 k opätovnému poklesu cien pôdy (Jones – Tsutsumi, 2009). Z tohto hľadiska zostáva trh s nehnuteľnosťami aj naďalej utlmený.

Japonsko sa síce vyhlo prvotným šokom vyplývajúcim z globálnej finančnej krízy, ale okrem sprievodných javov vlastnej dlhodobej stagnácie bolo naplno zasiahnuté sekundárnymi šokmi globálnej krízy a faktormi, ako sú nerovnováha na kapitálovom trhu, pokles cien aktív, pokles reálnej ekonomickej aktivity, rast úverových rizík a rizikových prémieí pre firmy emitujúce cenné papiere, ako aj sťažnený prístup k úverom. Väčšia opatrnosť investorov a nedostatok likvidity na kapitálových trhoch zhoršili podmienky emisie dlhopisov a sťažili prístup firiem k úverom.

Problematika financovania dlhu

Kombinácia deflácie brzdiacej expanziu konjunktúry a vysokého verejného dlhu vyvoláva obavy a v mnohých krajinách by viedla k vážnym finančným otrasom. Japonsku však obvyklý scenár, spojený s prudkým zvýšením úrokových mier z dlhopisov štátu a poklesom výmenného kurzu, v strednodobej budúcnosti pravdepodobne nehrozí. Úrokové miery z desaťročných dlhopisov štátu ponúkajú výnosy na úrovni okolo 1,3 %, čo naznačuje dôveru trhu a teoreticky vytvára priestor na ďalšie fiškálne manévry. Zároveň sa ukazuje, že ani naakumulovaný vysoký verejný dlh nemusí byť automatickým spúšťačom dlhovej krízy. Skôr je ním neschopnosť vlády zabezpečiť financovanie tohto dlhu.

Ak by zahraniční investori a trhy verili tomu, že Japonsku hrozí vážna dlhová kríza (či bankrot štátu), s najväčšou pravdepodobnosťou by sa výmenný kurz japonského jenu neposilňoval tak ako doteraz, naopak, výpredajom jenov by sa kurz oslaboval. V podobnom duchu môžeme hovoriť aj o dlhopisoch štátu, ktoré by sa nemohli predávať za také vysoké ceny, ako je to teraz. Správanie investorov a trhu v tomto smere naznačuje, že na ňom prevláda skôr dôvera než nedôvera v schopnosti Japonska vyrovnáť sa so svojím dlhom. Ako sa ukazuje, trhové sily, naopak, tlačia na posilňovanie jenu, a nie na jeho oslabovanie. Dlhodobý trend apreciacie sa nezmenil ani v roku 2009, keď sa japonský jen po prvýkrát v histórii dostal na hranicu 90 jenov za jeden americký dolár.

Na vysvetlenie tohto vývoja existuje viacero argumentov. Japonsko disponuje veľkým objemom domácich úspor,³⁸ ktoré zohrali rozhodujúcu úlohu pri financovaní rozširujúceho sa verejného dlhu počas posledných dvoch desaťročí. Na konci roka 2008 vlastnili domáci investori približne 94 % z nesplatených dlhopisov štátu.³⁹ Viac ako polovica z 1,4 bilióna jenov finančných aktív sa nachádza v podobe hotovosti a vkladov v bankách, pričom banky veľkú časť z toho investujú práve do dlhopisov štátu (The Economist, 2010). Dopyt japonských bánk tak zásadným spôsobom ovplyvňuje trend vývoja na trhu so štátnymi dlhopismi, pričom môžeme konštatovať, že

³⁸ Aj keď musíme konštatovať, že tempo ich rastu sa v posledných rokoch spomalilo.

³⁹ Čo svedčí o konzervatívnej povahe japonských investorov, pričom nehovoríme len o štátnych podnikoch a obyvateľstve, ale aj o súkromných firmách s prebytkom kapitálu.

japonské banky sa v podstate správajú v súlade so záujmami štátu, ministerstva financií a centrálnej banky.

Vplyv na takéto správanie investorov majú aj iné faktory. Mnohí japonskí investori nediverzifikovali svoje finančné portfóliá tak, ako to býva zvykom v USA alebo v Európe. Investície do iných japonských aktív (pôda, akcie) sú v porovnaní s minulosťou menej atraktívne, či už z pohľadu cien alebo rizík. Investície do zahraničných aktív tiež nie sú vo všeobecnosti príťažlivé, hlavne vo svetle dlhodobého posilňovania výmenného kurzu japonského jenu.

Na rozdiel od iných finančných aktív, trh s dlhopismi štátu zaznamenal výraznú expanziu a nárast cien. Z tohto pohľadu by sa mohlo zdať, že zodpovedné authority sa nesnažili spraviť viac na utlmenie deflačných tlakov, lebo sa obávali dôsledkov rastu inflácie na trh s dlhopismi. V dôsledku poklesu ich cien by na trhu pravdepodobne došlo k poklesu dopytu. Na druhej strane, zvýšenie úrokov by podstatne zväčšilo bremeno dlhu, pretože splátky úrokov z verejného dlhu sa v súčasnosti pohybujú na úrovni okolo 26 % daňových príjmov rozpočtu (Ministry of Finance, 2009). Rast úrokových mier z dlhopisov štátu by mohol narušiť relatívnu rovnováhu verejných financií.

V budúcnosti sa môže vplyv verejných inštitúcií na trh s dlhopismi štátu oslabiť, či už v dôsledku väčšej liberalizácie,⁴⁰ deficitného rozpočtového hospodárenia alebo vplyvom starnúceho obyvateľstva na dopyt po finančných aktívach. Potenciálne oslabenie domáceho dopytu po dlhopisoch štátu by mohlo viesť k prudkému poklesu ich ceny a k zásadným zmenám v doterajšom modeli financovania. Jedným z náznakov potenciálnych komplikácií môže byť deficitný rozpočet na rok 2010. Pokračovanie trendu rozširovania rozdielu medzi príjmami a výdavkami rozpočtu by v kombinácii s inými faktormi znižujúcimi dopyt na trhu s dlhopismi mohlo v budúcnosti prispieť k tomu, že pri financovaní vysokého zadlženia sa japonská vláda bude musieť vo väčšej miere spoliehať na zahraničné zdroje.

Zatiaľ sa však podmienky na trhu nemenia a japonská vláda platí za svoje dlhy mimoriadne nízke úroky, či už v porovnaní so zahraničím alebo pri pohľade na pomer verejného dlhu k HDP. Jedným z dôvodov je aj to, že Japonsku na splácanie verejného dlhu ešte stále stačia domáce súkromné úspory. Iné krajiny, ktoré financujú dlh zo zahraničných úspor, takéto výhody

⁴⁰ Máme na mysli napríklad väčšiu flexibilitu penzijných fondov pri investovaní do iných aktív, ako sú dlhopisy štátu.

nemajú a okrem samotného dlhu sa musia vedieť vyrovnat' aj s vývojom zahraničných úrokových mier a výmenných kurzov, ktoré v nemalej miere ovplyvňujú celkovú výšku splátok dlhu.

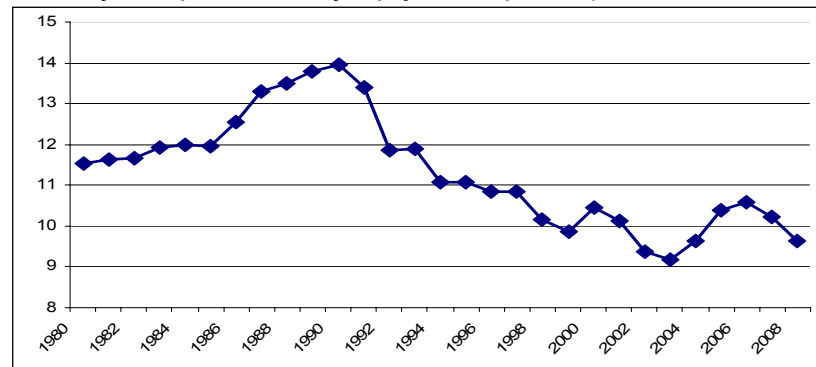
Udržateľnosť verejných financií

Štát sa pri emisiách a predaji obligácií mohol až doteraz spoľahnúť na domáce úspory. Staršie obyvateľstvo Japonska však bude postupne menej sporiť a naopak, nazhromaždené úspory začne vo väčšej miere využívať a spotrebúvať. Vzhľadom na očakávaný väčší rast verejného dlhu a nižší rast aktív domácností sa vláda bude musieť pravdepodobne vo väčšej miere spoliehať na zahraničné úspory,⁴¹ ktoré však bude možné získať len za vyššie úrokové miery ako v Japonsku.

Pri súčasnom lokálnom oživení ekonomickej aktivity nemôže Japonsko v strednodobom horizonte rátať s takým silným zahraničným dopytom (USA, EÚ) ako v minulosti. Relatívne slabší zahraničný dopyt bude v kombinácii s oslabeným domácim dopytom vytvárať relatívne nižší rast HDP, ktorý bude pri existujúcej štruktúre daní sťažovať vytváranie dostatočne vysokých príjmov rozpočtu (graf 3.3). Nízke príjmy rozpočtu môžu dlhodobo komplikovať znižovanie zadĺženia Japonska a konsolidáciu verejných financií.

Graf 3.3

Dlhodobý trend poklesu daňových príjmov v Japonsku (v % HDP, 1980 – 2008)



Prameň: OECD Economic Outlook (2009).

⁴¹ Tak ako vláda USA a iné.

Kritický vývoj vo verejných financiách dokumentuje rozpočet na fiškálny rok 2010, ktorý má už druhý rok po sebe projektované pôžičky vyššie ako daňové príjmy. Vo fiškálnom roku 2009 tento rozdiel predstavoval približne 16,6 bil. jenov, pričom vo fiškálnom roku 2010 sa zníži na približne 7 bil. jenov, avšak len v dôsledku podstatného zníženia verejných investícií, čo nemôžeme povedať o emisiách dlhopisov na financovanie fiškálneho deficitu, ktoré zostávajú druhý rok po sebe na rekordných hodnotách (Ministry of Finance, 2009).

Okrem stagnácie rastu HDP sú nedostatočné daňové príjmy odrazom existujúcej štruktúry daní, konkrétne nízkeho zdanenia firiem a domácností. Japonsko má jedny z najvyšších daní z príjmu právnických osôb a najnižších spotrebných daní spomedzi krajín OECD. Ako sa ukazuje, táto štruktúra daní nie je prínosom ani k vyššiemu rastu HDP.

Fakt, že pôžičky vlády sú už druhý rok po sebe vyššie ako daňové príjmy, naznačuje, že Japonsko sa dostalo do zlomového bodu, keď sa ceny dlhopisov štátu dostávajú pod väčší tlak. Môžeme očakávať, že vplyv výdavkov štátu na konjunktúru ekonomiky bude v Japonsku pretrvávať aj v roku 2010, pričom môžeme konštatovať, že úmerne s tým sa bude zväčšovať tlak na zásadnejšie štrukturálne reformy, ktoré by mali byť základom ekonomického rastu v budúcnosti. Nejde pritom len o daňovú reformu a rast deficitu rozpočtu, ale aj o starnutie obyvateľstva, zvýšenie produktivity,⁴² dereguláciu poľnohospodárstva či liberalizáciu dopravy a energetiky.

Riziká deflácie

Negatíva dlhodobej deflácie v Japonsku jednoznačne prevažujú nad jej pozitívami. Klesajúce ceny síce znížili životné náklady domácností, avšak ostatné sektory ekonomiky sú defláciou negatívne ovplyvnené podstatne viac. Očakávaní rovnakých alebo nižších cien oslabujú spotrebiteľský dopyt a predaj firiem, pričom deflácia neprímerane zväčšuje aj pomer verejného dlhu k HDP.

⁴² Japonsko dosahovalo medzi rokmi 1970 – 1989 medziročný rast produktivity práce okolo 4 %, pričom po roku 2000 to bolo v priemere len okolo 1,9 %.

V druhom polroku 2008 sa po prvýkrát za desať rokov zvýšil index spotrebiteľských cien, bez potravín a energie, hneď v nasledujúcom roku 2009 však došlo k prudkému poklesu inflácie a k opätovnému návratu deflácie do japonskej ekonomiky. Fundamentálne príčiny deflácie treba okrem vývoja cien surovín, od ktorého však môžeme abstrahovať, hľadať v domácej ekonomike Japonska, konkrétne v nerovnováhe medzi domácou agregátnou ponukou a dopytom, čo sa odráža na poklese ekonomickej aktivity.

Dôsledkom zaostávania dopytu za ponukou nie je len pokles cien potravín a surovín, ale aj širokého spektra iných spotrebiteľských tovarov.⁴³ Nerovnováha medzi agregátnym dopytom a ponukou pretrvávala aj v roku 2009, pričom tempo rastu HDP bolo príliš nízke na to, aby sa podarilo vyrovať predchádzajúci prepád ekonomickej aktivity.

Rast deflačných tlakov korešponduje s existujúcou medzerou v outpute, čo naznačuje, že trend poklesu spotrebiteľských cien by mal pokračovať aj naďalej. Využitie prevádzkových kapacít japonských firiem je stále pod svojím potenciálom a odhadovaná medzera v outpute bola na konci roka 2009 okolo 6,4 %, na základe čoho môžeme predpokladať, že pokles cien bude pokračovať aj v nasledujúcom roku 2011.

Nedostatočný dopyt znižuje objem predaných tovarov a služieb, čo je sprevádzané poklesom cien a negatívnym vplyvom na príjmy a zisky podnikateľských subjektov. Tlak na zisky firiem sa zvyšuje aj v súvislosti s ich zadlžením. Firmy sa tento deflačný tlak snažia dlhodobo kompenzovať prostredníctvom znižovania svojich výrobných a fixných nákladov. Vplyvom zlých skúseností z minulosti sa situácia môže komplikovať aj v budúcnosti, pretože pokles predaja a ziskov zhoršuje očakávania ohľadom budúceho vývoja a firmy prehodnocujú, či zastavia svoje plány fixných investícií a technologických inovácií. Podnikateľské subjekty sa tak prikláňajú skôr k zlepšovaniu cenovej konkurencieschopnosti existujúcej výroby, akoby investovali do vývoja nových produktov.

Táto stratégia konkurencieschopnosti môže prispieť k ekonomickému rastu len vo veľmi obmedzenej miere. Dá sa konštatovať, že predĺžením obdobia negatívneho vplyvu deflácie sa môže zásadne zhoršiť konkurencieschopnosť celej domácej ekonomiky, čo negatívne ovplyvní hlavne

⁴³ Pokles cien zaznamenalo 60 – 70 % tovarov.

stredné a malé firmy, ktoré nemajú na svojej strane toľko disponibilných a likvidných zložiek ako veľké firmy.

Okrem spomínaných faktorov vývoj cien ovplyvňuje aj deflačná psychológia ekonomických subjektov a s ňou súvisiace očakávania poklesu cien v budúcnosti. Strednodobé a dlhodobé očakávania firiem a domácností zostávajú nemenné, pričom vytvárajú tlak na pokles cien už v súčasnosti, čo sa premieta do cien aktuálnych tovarov a služieb, ako aj do vývoja miezd zamestnancov.⁴⁴ Na to, aby sa zmenili deflačné očakávania, ekonomika bude potrebovať dlhodobejšiu expanziu hospodárskeho cyklu pri vyššom raste HDP.

Na záver

Za posledné dve desaťročia ekonomickej stagnácie sa zhoršilo postavenie Japonska v mnohých ekonomických ukazovateľoch, čomu nezabránil ani rastúci podiel verejného dlhu na HDP. Napriek rekordne vysokému verejnému dlhu (190 % HDP) však úrokové miery z dlhopisov štátu zostávajú na nízkych hodnotách. Japonsko si stále udržiava vysoký životný štandard, čo prispieva k tomu, že obyvateľstvo, a hlavne politici nepociťujú potrebu zásadných zmien v doterajšej stratégii rozvoja.

Z viacerých vyjadrení Japonskej centrálnej banky a ministerstva financií možno vyčítať, že defláciu považujú skôr za dôsledok väčších štrukturálnych problémov než problém monetárny. Z tohto postoja zodpovedných autorít pravdepodobne vyplýva aj ich nedostatočný dôraz na monetárne odbúranie deflačných tlakov, ktoré ovplyvňujú ekonomickú aktivitu už takmer dve desaťročia.

Monetárnemu riešeniu problému deflácie nenahráva spodná hranica úrokovej miery, ktorá už v Japonsku nemôže byť nižšia (zápomá), čo ale dáva priestor iným, fiškálnym a štrukturálnym riešeniam tohto problému. Bez potrebných reforiem môžu existujúce štrukturálne nerovnováhy výrazne obmedziť dlhodobú expanziu konjunktúry japonskej ekonomiky a tým aj riešenie problematiky vysokého zadĺženia, ktoré sa bez dostatočne vysokého rastu HDP a daňových príjmov rozpočtu pravdepodobne nepodarí vyriešiť.

⁴⁴ Do tohto procesu vstupujú aj ceny importovaných tovarov, ktoré vplyvom oslabeného globálneho dopytu a posilňovania jenu môžu podporovať deflačné tlaky v japonskej ekonomike.

4. RUSKO PREKONÁVA NEČAKANE HLBOKÚ RECESIU, DLHODOBÉ PROBLÉMY PRETRVÁVAJÚ

Rok 2009 bol pre Ruskú federáciu (RF) bezpochyby rokom hospodárskej krízy. Recesiou, štatisticky ohraničenú práve prvým a posledným kvartálom 2009, zaznamenáva ruská ekonomika symbolicky presne po desaťročí nepretržitej hospodárskej expanzie trvajúcej od ruskej krízy v roku 1998. Aj keď tentokrát nešlo len o menovú a finančnú krízu – rok 2009 znamenal reálne zníženie výkonnosti hospodárstva ako súčasť celosvetovej hospodárskej recesie – ruská ekonomika bola v oveľa lepšej kondícii a schopná (na rozdiel od krízy v roku 1998) bez vonkajšej pomoci čeliť tejto výzve.

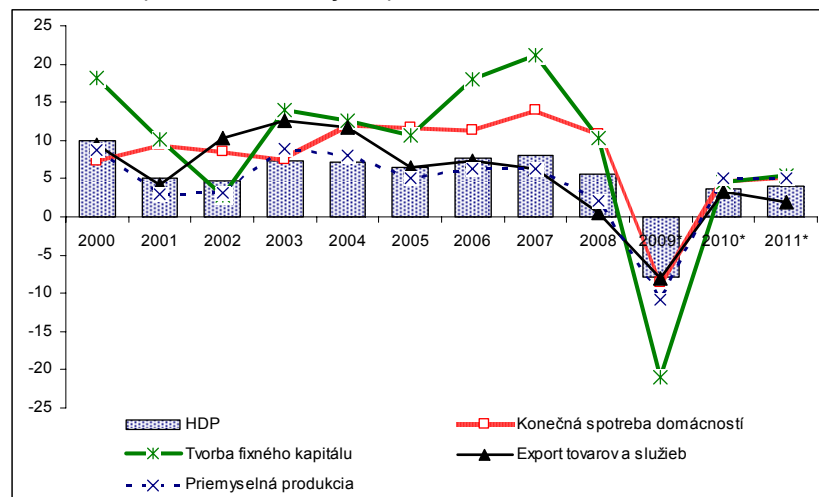
Ak v predkrízovom období stál za hospodárskym rozmachom (viac ako 6 % tempá rastu HDP po roku 2002) priam expandujúci domáci dopyt (investičný aj spotrebiteľský), napokon odrážalo sa to i v 20 % tempách rastu objemov importu či dlhodobom negatívnom príspevku čistého exportu k rastu HDP, bola to práve súkromná spotreba a (najmä) tvorba kapitálu, ktoré recesia poznačila viac, než sa čakalo – štatistiky Ministerstva hospodárskeho rozvoja Ruskej federácie (MER RF) vykázali 17 % medziročný pokles investícií do fixného kapitálu a takmer 8 % pokles konečnej spotreby domácností. Za nepriaznivým vývojom môžeme hľadať celkové zhoršenie podmienok v externom prostredí, najmä však citelný čistý odlev kapitálu a prudký pokles cien ropy (teda koniec investičného boomu v najdôležitejších odvetviach a pokles pre Rusko tak významných exportných príjmov), ale aj v dôsledku krízy obmedzený prístup na medzinárodné finančné trhy a následné zmrazenie aktivít domáceho bankového sektora smerom k domácim subjektom. S opätovným rastom svetových cien ropy a znovuoživením prílevu súkromného zahraničného kapitálu však rýchlo dochádza i k zotavovaniu ruskej ekonomiky – Európska komisia hovorí dokonca o zotavení v tvare písmena V, čo potvrdzuje i graf 4.1, ktorý názorne dokumentuje vplyv hospodárskej krízy na vývoj niektorých hlavných zložiek HDP a vývoj priemyselnej produkcie.

Aj napriek tomu, že prvé príznaky krízy v ruskej ekonomike boli zjavné už v poslednom kvartáli 2008, vďaka výrazne pozitívnemu vývoju v prvých troch štvrťrokoch dosiahla ruská ekonomika v roku 2008 uspokojivé priemerné

ročné výsledky. Recesia tak v ruskej ekonomike ostáva štatisticky ohraničená rokom 2009, keď Rusko zaznamenalo medziročný pokles hrubého domáceho produktu na úrovni 7,9 %. Takýto pokles ekonomickej aktivity v negatívnom zmysle predstihol všetky prognózy: kým oficiálny domáci odhad vývoja HDP, publikovaný MER RF v marci 2009, ráatal s poklesom produktu na úrovni 2,2 %, Svetová banka v rovnakom čase upravila v pravidelnej správe o stave ruskej ekonomiky svoj odhad z 3 % rastu na 4,5 % pokles HDP. Viedenský inštitút pre medzinárodné ekonomické štúdie (WIIW) predpovedal ruskej ekonomike ešte vo februári rast na úrovni 1,1 %; asociácia európskych inštitútov AIECE pokles na úrovni 2,3 %. Pesimistickejšie boli prognózy Consensus Economics (pokles produktu o 4,6 %), OECD (pokles na úrovni 5,6 %) či Goldman Sachs, ktorá v máji upravila odhad prepadu HDP z -5,5 % na -7,5 % (Workie a kol., 2009). Aj tie najpesimistickejšie odhady sa teda ku skutočnosti len priblížili.

Graf 4.1

Vplyv krízy na vývoj komponentov HDP a priemyselnej produkcie v RF, 2000 – 2011 (medziročné zmeny v %)



Poznámka: * 2009 – 2011 prognóza EC (2010); priemyselná produkcia – prognóza WIIW (2010).

Prameň: Podľa údajov ROSSTAT-u <www.gks.ru> a MER RF <www.economy.gov.ru>.

Recesia sa postupne premietla v podstate do všetkých sfér reálnej ekonomiky – prejavila sa v negatívnom vývoji produkcie a pridanej hodnoty (najmä v spracovateľskom priemysle a stavebníctve); vo viac ako 30 % poklese nominálnych hodnôt dovozu aj vývozu, výsledkom čoho bola zhruba len polovičná hodnota prebytku bežného účtu platobnej bilancie; odlev kapitálu sa podpísal pod záporné saldo kapitálového a finančného účtu; protikrizové opatrenia hospodárskych politik sa odrazili na deficite federálneho rozpočtu a poklese devízových rezerv; zníženie produkcie na raste nezamestnanosti a poklese reálnej mzdy. Pohľad na vplyv hospodárskej krízy na niektoré kľúčové faktory vývoja ruskej ekonomiky v priebehu roka 2009, ako i začiatkom roka 2010 uvádza tabuľka 4.1.

Tabuľka 4.1

Vývoj kľúčových ekonomických indikátorov RF (2008 – 2009; 1. Q 2009 – 1. Q 2010) (ROMR, ak nie je uvedené inak)

	2008	2009	2009				2010
			1. Q	2. Q	3. Q	4. Q	
HDP	5,6	-7,9	-9,4	-10,8	-7,7	-3,8	2,9
Index priemyselnej produkcie	2,1	-10,8	-14,3	-15,4	-11,0	-2,6	5,8
Index poľnohospod. produkcie	10,8	1,2	2,3	0,8	-0,1	6,4	3,6
Investície do fixného kapitálu	9,9	-17,0	-15,6	-21,0	-19,0	-13,1	-4,7
Inflácia meraná CPI	14,1	11,8	13,9	12,6	11,5	9,3	7,2
Priem. miera nezamestnanosti	6,3	8,4	9,1	8,5	7,8	8,0	8,8
Reálna mzda	11,5	-2,8	-0,8	-3,9	-5,2	-1,0	2,2
Cena ropy Urals (USD/barel)	94,4	61,1	43,5	58,0	68,0	74,1	75,0
Export tovarov (v mld. USD)	471,6	303,3	57,4	68,3	82,5	95,1	92,6
Import tovarov (v mld. USD)	291,9	192,7	38,4	43,9	49,3	61,1	45,6
Výmenný kurz* (RUB/USD)	29,38	30,24	34,01	31,29	30,09	30,24	29,36
Devízové rezervy* (v mld. USD)	427,1	439,0	383,9	412,6	413,4	439,0	447,4

* Ku koncu obdobia.

Prameň: CBR RF (<www.cbr.ru>); MER RF (2010); MER RF (2010b); OeNB (2010); ROSSTAT (<www.gks.ru>); World Bank (2010).

V prípade Ruskej federácie rok trvajúca recesia opäť raz obnažila vysokú citlivosť jej ekonomiky na zmeny v externom prostredí, odvíjajúcu sa najmä od jej závislosti od vývoja cien energetických surovín (ropy), od zahraničných investícií a zahraničného zadlžovania. Spolu so zotavovaním sa globálnej ekonomiky dochádza aj k oživeniu ruskej ekonomiky, tá patrí spolu s ostatnými rozvíjajúcimi sa ekonomikami dokonca k „ťahúňom“ globálneho

oživovania. V súvislosti s hospodárskou krízou sa opäť do popredia dostáva požiadavka modernizácie, diverzifikácie ruskej ekonomiky, inštitucionálnych reforiem, čím obdobie zotavenia poskytuje príležitosť na hľadanie riešenia jej dlhodobých problémov.

Vývoj komponentov hrubého domáceho produktu a produkcie vo vybraných odvetviach ekonomickej činnosti⁴⁵

Pokles *hrubého domáceho produktu* v medzročnom vyjadrení dosiahol svoje dno v druhom kvartáli 2009 (rekordný medzročný pokles o 10,8 %; pozri tab. 4.2), v medzikvartálnom vyjadrení však išlo skôr o stabilizáciu vývoja po tom, keď ešte v predošlom (prvom) kvartáli 2009 zaznamenala ekonomická aktivita takmer 10 % prepád aj v medzikvartálnom vyjadrení. Od polovice roka 2009 už dochádza k zotavovaniu ekonomickej aktivity (od júna 2009 pozorujeme medzimesačný rast HDP), aj keď medzročná zmena hrubého domáceho produktu ostáva v záporných hodnotách aj po zvyšok roka 2009.

Z hľadiska *domáceho dopytu* sa pod ekonomický pokles najviac podpísal prepád v investičnom dopyte – investície do fixného kapitálu poklesli v roku 2009 podľa odhadov ruského štatistického úradu ROSSTAT o 17 % (resp. 16,2 % podľa ruskej centrálnej banky CBR). K ich najvýraznejšiemu poklesu došlo v máji, keď sa investície medzročne znížili o 24,5 %, k stabilizácii v ich vývoji došlo až ku koncu roka 2009, keď ich objem už medzimesačne stúpal.

Pokles investícií sa prejavil v priemyselnej produkcii, predovšetkým v *spracovateľskom priemysle*, kde došlo k najvýraznejšiemu zníženiu produkcie práve v odvetviach orientovaných na investičný dopyt (výroba dopravných prostriedkov – pokles o 38 %, výroba elektrických zariadení, elektronických a optických výrobkov – pokles o 31,6 %, výroba strojov a zariadení – pokles o 28,4 %; údaje podľa MER RF). Celkovo poklesla produkcia v spracovateľskom priemysle o 16 %, *index priemyselnej produkcie* sa medzročne znížil o 10,8 %, pričom k tomuto zníženiu prispel v najväčšej miere práve vývoj

⁴⁵ Makroekonomické dáta v nasledujúcich častiach kapitoly vychádzajú, pokiaľ nie je uvedené inak, z údajov publikovaných ruským štatistickým úradom ROSSTAT, Ministerstvom hospodárskeho rozvoja RF (MER RF) aktualizovaných k aprílu 2010 a Centrálnou bankou RF (CBR) aktualizovaných k máju 2010.

v spracovateľskom priemysle – jeho príspevok k negatívnej hodnote indexu priemyselnej produkcie predstavoval až 93 %.

Rovnako tak v dôsledku nepriaznivého vývoja v investičnom dopyte si pohoršovalo aj *stavebníctvo*, objem stavebných prác medziročne poklesol o 16 %. Problémy s investíciami a zhoršenie prístupu k úverom viedli k zmrazeniu mnohých stavebných projektov, resp. k odkladu ich realizácie. Zastavenie alebo odklad stavebných prác sa týkali prevažne objektov podnikateľského účelu, bytová výstavba sa znížila len o 6 %. Kým v prvých troch kvartáloch 2009 klesla produkcia v stavebníctve v porovnaní s rovnakým obdobím predošlého roka o 18,4 %, v poslednom kvartáli 2009 dochádzalo k postupnej obnove stavebných prác, čo vyvolalo pozitívne očakávania ministerstva hospodárskeho rozvoja. To si od zotavenia v stavebníctve sľubuje zrýchlenie celkového oživenia HDP. (Z hľadiska vývoja HDP a pridanej hodnoty bolo práve stavebníctvo najrýchlejšie sa rozvíjajúcim kľúčovým odvetvím hospodárskeho rastu v predkrízovom období.) Pod priaznivejší vývoj v stavebníctve koncom roka sa mohli podpísať i nemalé finančné balíčky smerované do odvetvia v rámci vládneho programu protikrízových opatrení (vrátane opatrení na zlepšenie bytovej situácie rôznych špecifických kategórií občanov).

Tabuľka 4.2

Vývoj HDP a hrubej pridanej hodnoty podľa vybraných odvetví ekonomickej činnosti, 2008 – 2009 a detailne podľa štvrtrokov 2009 – 2010 (medziročná zmena v %)

	2008	2009	1. Q 2009	2. Q 2009	3. Q 2009	4. Q 2009	1. Q 2010
HDP v trhových cenách	5,6	-7,9	-9,4	-10,8	-7,7	-3,8	2,9
Hrubá pridaná hodnota:							
Poľnohospodárstvo, poľovníctvo, lesné hosp.	7,2	0,3	-0,8	-1,6	-1,4	5,2	2,7
Ťažba nerastných surovín	1,3	-3,1	-4,8	-6,8	-2,6	2,0	11,5
Spracovateľský priemysel	-0,7	-15,3	-23,0	-19,0	-12,6	-6,6	11,8
Výroba a rozvod elektriny, plynu a vody	0,5	-7,9	-10,1	-7,7	-11,0	-3,5	8,5
Stavebníctvo	11,2	-17,0	-19,0	-20,8	-18,2	-11,7	-9,0
Veľkoobchod a maloobchod	9,6	-8,6	-7,9	-12,4	-9,2	-5,0	0,0
Hotely a reštaurácie	9,6	-16,3	-14,6	-17,7	-15,5	-17,1	-4,3
Doprava a spoje	6,0	3,0	-7,3	-6,5	-1,4	3,1	9,3

Poznámka: Ročné dáta k 1. 4. 2010, kvartálne k 11. 6. 2010.

Prameň: ROSSTAT <www.gks.ru>.

Vývoj produkcie bol začiatkom roka 2009 skutočne pesimistický – kým v poslednom kvartáli 2008, teda v čase prepuknutia hospodárskej krízy i v ruskej ekonomike, došlo k poklesu *pridanej hodnoty* v siedmich z prvých 15 odvetví OKEČ (kategórie A – O podľa odvetvovej klasifikácie ekonomickej činnosti), za prvé tri mesiace roka 2009 sa z pohľadu pridanej hodnoty prepadlo až 11 z 15 odvetví. Najvýraznejší pokles sa pritom zaznamenal práve v spomínanom spracovateľskom priemysle a v stavebníctve – z hľadiska celoročných hodnôt zachraňoval vývoj skôr verejný sektor (v kategórii verejná správa a obrana, sociálne zabezpečenie; a v kategórii zdravotníctvo a sociálna starostlivosť) a aj finančné sprostredkovanie či rybolov. Najvýznamnejšie odvetvia ekonomickej činnosti si však zachovali negatívny vývoj v priebehu celého roka 2009, z toho sa ku krízou najviac postihnutým odvetviam okrem spracovateľského priemyslu a stavebníctva zaradili aj hotely a reštaurácie či maloobchod a veľkoobchod (podľa dát ROSSTAT-u aktualizovaných k 1. 4. 2010). Naopak, pomerne priaznivý vývoj si aj v priebehu „krízového“ roka 2009 zachovalo poľnohospodárstvo, jednak vďaka teplej jeseni a neskorému zberu úrody, ale i nárastu objemu živočíšnej výroby. Index poľnohospodárskej produkcie tak medziročne dosiahol hodnotu 1,2 %.

Okrem citeľného prepadu investícií do fixného kapitálu sa z pohľadu dopytovej stránky vo významnej miere na poklese hrubého domáceho produktu podieľala *konečná spotreba domácností*, ktorá rovnako ako tvorba fixného kapitálu dosahovala ešte v roku 2008 viac ako 10 % rast. Rastúca nezamestnanosť a obmedzený prístup k úverom sa však v roku 2009 podpísali pod jej medziročný pokles na úrovni 7,7 % a aj keď *spotreba verejnej správy* rástla dvojpercentným tempom (najmä vďaka fiškálnym protikrízovým opatreniam), výsledná celková spotreba poklesla za rok 2009 o 5,1 %. Okrem spotreby verejnej správy pôsobil v opačnom (teda v tomto prípade pozitívnom) smere na vývoj dynamiky HDP *čistý export tovarov a služieb*, ktorý v roku 2009 prispel k zmene HDP 11,4 percentuálnymi bodmi. Pozitívny príspevok čistého exportu k zmene HDP pritom zaznamenala ruská ekonomika prvýkrát od roku 2003, čo odráža práve zlom v trende predkrízového výrazného posilňovania *domáceho dopytu* (spotreba domácností rástla do roku 2008 viac ako 10 % tempom a tvorba fixného kapitálu v rokoch 2006 – 2007 dokonca 20 % tempom, prispievajúc tak k približne 20 % medziročnému rastu objemu importu, čo bol rast oveľa vyšší než v prípade exportu).

Rok 2009 priniesol obrat v uvedených trendoch, výsledkom čoho bol spomínaný pozitívny príspevok čistého exportu k zmene HDP. Ani ten však nestačil na vykompenzovanie negatívneho príspevku na strane domáceho dopytu (-15,1 p. b.), ruská ekonomika tak vykázala zápornú zmenu hrubého domáceho produktu. (*Hrubá tvorba kapitálu* medziročne poklesla dokonca o rekordných 37,4 %, pod čo sa podpísal negatívny vývoj v stave zásob najmä v prvých dvoch kvartáloch 2009; tvorba fixného kapitálu, ako sme už uviedli, poklesla o 17 %.)

Recesia v ruskej ekonomike je štatisticky ohraničená rokom 2009, po sezónnych výkyvoch v januári 2010 dochádza k oživovaniu vo väčšine základných makroekonomických ukazovateľov už vo februári 2010, výsledkom čoho sú priaznivé kvartálne výsledky za 1. kvartál 2010 (tab. 4.1, 4.2). (Medziročné výsledky zo začiatku roka 2010 sú samozrejme nadhodnotené z dôvodu nízkej porovnávacej základne zo začiatku roka 2009.) Rozhodne možno v roku 2010 hovoriť minimálne o stabilizácii vývoja v ruskej ekonomike, predovšetkým vo väzbe na celkové oživenie v externom prostredí, zlepšenie investorského sentimentu a opätovný prílev investícií, a samozrejme nárast cien ropy.

Zahraničný obchod a platobná bilancia v znamení stabilizácie cien ropy a kapitálových tokov

Počiatkové obavy z deficitu bežného účtu platobnej bilancie⁴⁶ zo začiatku roka 2009 sa napokon nepotvrdili, najmä vďaka vývoju na strane importu, ktorý v dôsledku oslabeného domáceho dopytu medziročne klesal v hodnotovom vyjadrení porovnateľne s exportom (teda výraznejšie, než sa predpokladalo), dokonca i k jeho postupnému oživovaniu dochádza až s približne trojmesačným časovým oneskorením za oživením exportu.

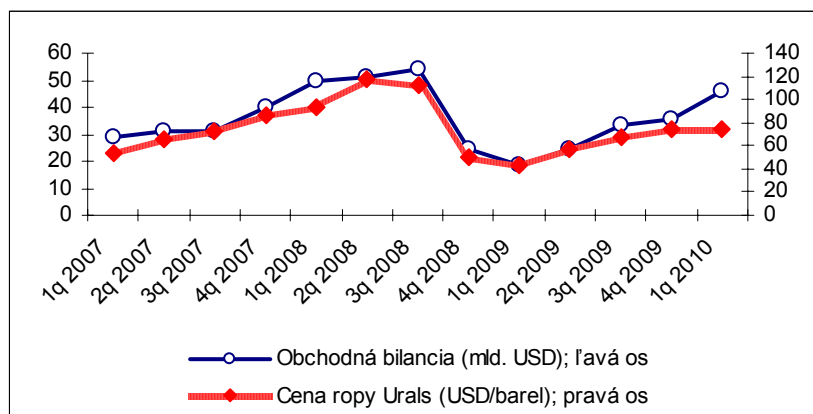
Celkovo za rok 2009 vykázala Ruská federácia podľa centrálnej banky *export tovarov* v hodnote 303,4 mld. USD, čo predstavuje medziročný pokles o 35,7 %. Nižšie hodnoty exportu zaznamenala ruská ekonomika už v posledných troch mesiacoch 2008, pokles exportu bol ovplyvnený

⁴⁶ Obavy z deficitu bežného účtu PB pramenili začiatkom roka 2009 zo zníženia exportnej výkonnosti ruskej ekonomiky v dôsledku krízou oslabeného vonkajšieho dopytu, a zároveň z vývoja svetových cien ropy.

predovšetkým cenovým faktorom (cena ropy ako hlavného exportného artikla Ruskej federácie klesala od septembra 2008 a do konca roku 2008 stratila ruská ropa Urals viac ako polovicu svojej hodnoty). Prepad v hodnotách exportu sa však začiatkom roka 2009 ďalej prehľboval, za prvý kvartál vykázal až 47 % pokles na medziročnej báze. Od mája 2009 dochádza k výraznejšiemu obnovovaniu ceny ruskej ropy (a svetových cien ropy vôbec), a zároveň od polovice roka pozorujeme i postupné oživovanie exportu, ktorý sa v posledných dvoch mesiacoch roka dokonca vracia na rok staré hodnoty a zaznamenáva mierny medziročný rast (samozrejme i vďaka nízkej porovnávacej základni z posledného kvartálu 2008, v absolútnych hodnotách však jeho objem v priebehu, a najmä ku koncu roka 2009 skutočne narastá). Úzka väzba medzi ruským exportom a vývojom svetových cien ropy je daná pomerne jednotvárnou komoditnou štruktúrou ruského exportu – palivo-vo-energetické suroviny v roku 2009 predstavovali 70 % exportu, druhá najväčšia tovarová skupina z hľadiska exportu, kovy a kovové produkty, len 11 % exportu. Ako vidno z grafu 4.2, závislosť vývoja ruského exportu od cien ropy sa pretavuje aj do takmer absolútnej závislosti vývoja obchodnej bilancie RF od cien tejto komodity.

Graf 4.2

**Porovnanie vývoja obchodnej bilancie RF a ceny ropy Urals
(1. Q 2007 – 1. Q 2010)**



Poznámka: Obchodná bilancia v 1. kvartáli 2010 podľa odhadu ruskej centrálnej banky.

Prameň: Na základe údajov Centrálnej banky Ruska <www.cbr.ru>.

Graf 4.2 viditeľne dokumentuje mieru závislosti zahraničného obchodu RF od exportu ropy a ropných produktov, keď vyjadruje, do akej miery je obchodná bilancia Ruska závislá od vývoja cien ropy (graf vychádza z priemerných údajov o mesačnom vývoji ceny ruskej ropy Urals, ale rovnaký obraz dostaneme pri použití dát napr. o cene ropy Brent).⁴⁷

Podobnú medziročnú zmenu ako export vykázal aj *import tovarov*, keď s celkovou výslednou hodnotou 191,8 mld. USD zaznamenal pokles o 34,3 %. Medziročný prepad importu bol v priebehu jednotlivých mesiacov 2009 o niečo miernejší, nedošlo ale ani k takému výraznému oživeniu ku koncu roka, ako to bolo v prípade exportu. *Bežný účet platobnej bilancie* tak aj napriek poklesu cien ropy a vonkajšieho dopytu uzavrel rok 2009 s prebytkom, i keď citeľne nižším, než na aký je ruská ekonomika z posledných rokov zvyknutá, a to na úrovni 49 mld. USD (na porovnanie, napríklad v rokoch 2006 a 2008 predstavoval prebytok BÚ PB približne 100 mld. USD), k zápornému saldu však vďaka oslabenému a ťažkopádne sa zotavujúcemu domácemu dopytu napokon nedošlo (bežný účet PB RF zaznamenal deficit naposledy v roku 1997). Prebytok bežného účtu tak v roku 2009 predstavoval 3,1 % HDP v porovnaní so 6 % HDP v predchádzajúcich dvoch rokoch. Prevažná časť prebytku sa realizovala v druhej polovici roka 2009, najmä s príspevom spomínaného obnovovania ceny ruskej ropy Urals od mája 2009.

Kým v predkrízovom období bol prílev zahraničného kapitálu významným faktorom rastu ruskej ekonomiky, v poslednom kvartáli 2008, s príchodom globálnej krízy do ruskej ekonomiky a v kombinácii s dôveru zhoršujúcimi domácimi hospodárskopolitickými krokmi, dochádza k obratu v kapitálových tokoch. Tento vývoj sa v roku 2008 prejavil aj v rekordnom zápornom salde *kapitálového a finančného účtu PB* vo výške –131 mld. USD po tom, keď ešte v roku 2007 vykázal prebytok 86 mld. USD. V priebehu roka 2009 sa vývoj položiek finančného účtu postupne stabilizoval a kapitálový a finančný

⁴⁷ Pritom význam položky exportu ropy a ropných produktov v platobnej bilancii dokazuje aj fakt, že ak použijeme tento postup na porovnanie celého bežného účtu platobnej bilancie, teda vrátane ostatných jeho položiek, s vývojom ceny ropy, výsledné krivky kopírujú trend prezentovaný v grafe 4.2 len s miernymi odchýlkami. Graf 4.2 odhaľuje aj pravdepodobne nadhodnotené očakávania centrálnej banky ohľadne prebytku obchodnej bilancie v prvom kvartáli 2010, ktoré v porovnaní s vývojom cien ropy Urals v rovnakom období a vzhľadom na vysokú mieru závislosti obchodnej bilancie od vývoja týchto cien pôsobia ako skutočne optimistické.

účet PB uzavrel rok 2009 s deficitom na úrovni 44 mld. USD. Zlepšenie vývoja na finančnom účte odráža najmä nižší čistý odlev kapitálu, ktorého hodnota poklesla zo 133 mld. USD v roku 2008 na 52,4 mld. USD v roku 2009 (World Bank, 2010).⁴⁸ K výslednému miernejšiemu čistému odlevu kapitálu síce prispel prevažne pozitívny vývoj v nefinančných korporáciách, no priaznivým signálom je aj keď menšie, avšak predsa zníženie čistého odlevu kapitálu zo štruktúrne slabého a krízou výrazne poznamenaného ruského bankového sektora.

Tabuľka 4.3

Vývoj základných položiek platobnej bilancie RF, 2007 – 2009 (v mld. USD)

	2007	2008	2009	1. Q 2009	1. Q 2010*
Bežný účet	76,2	103,7	49,0	9,7	33,9
<i>Obchodná bilancia</i>	130,9	179,7	111,6	18,8	46,0
<i>Bilancia služieb</i>	-19,6	-24,3	-19,9	-3,9	-4,3
<i>Bilancia výnosov z investícií</i>	-23,4	-34,8	-31,5	-3,1	-5,2
Kapitálový a finančný účet	85,9	-131,3	-44,4	-32,6	-5,4
Chyby a omyly	-13,2	-11,3	-1,2	-7,6	-11,8
Zmena v rezervných aktívach („-“ nárast, „+“ pokles rezerv)	-148,9	38,9	-3,4	30,5	-16,6

* Odhad CBR z 2. apríla 2010.

Prameň: <www.cbr.ru>.

Výsledný deficit kapitálového a finančného účtu v hodnote nižšej než prebytok bežného účtu prispel k miernemu zvýšeniu rezervných aktív. Odhad vývoja platobnej bilancie v prvom kvartáli 2010 na základe predbežných výsledkov z prvých mesiacov ráta s výrazným zlepšením tak bežného, ako i finančného účtu (porovnanie prvých kvartálov 2009 a 2010 prezentuje tab. 4.3); na strane bežného účtu by zlepšenie vývoja mali zabezpečiť najmä vyššie hodnoty exportu ropy a ropných produktov a na strane kapitálového a finančného účtu citelné zlepšenie na strane záväzkov bánk.⁴⁹ Je ťažké predpovedať vývoj kapitálových tokov, ktoré kolísali i v priebehu roka 2009,

⁴⁸ Pritom napríklad hrubý prílev priamych zahraničných investícií klesol v roku 2009 až o 40 %, z 27 mld. USD na 16 mld. USD.

⁴⁹ Napriek počiatočným problémom so splácaním zahraničných úverov ruskými bankami sa napokon podarilo (prevažne vďaka splateniu krátkodobých zahraničných pôžičiek) ruskému bankovému sektoru znížiť svoj zahraničný dlh v roku 2009 zo 166 mld. USD (stav k decembru 2008) na 127 mld. USD (podľa údajov centrálnej banky).

stabilizácia bude závisieť od ďalšieho vývoja cien ropy, ale i od očakávaní ohľadne ďalšej apreciacie rubľa. Môžeme však predpokladať pokračujúce zlepšovanie investorského sentimentu, keďže oživenie globálneho rastu prináša práve rýchle zotavovanie rozvíjajúcich sa ekonomík vrátane ruskej ekonomiky.

Zotavenie ekonomiky príležitosťou na optimalizáciu politik a fiškálnu konsolidáciu

Pokles ceny ruskej ropy a exportných príjmov v auguste 2008 spolu so silnejúcim odlevom kapitálu a rastúcim podielom dolárových záväzkov sa v podstate okamžite odrazili aj na vývoji *výmenného kurzu* domácej meny. Dovtedy posilňujúci sa rubľ sa začal znehodnocovať už v auguste 2008 a do konca roku 2008 stratil viac ako 20 % svojej hodnoty voči euro-dolárovému menovému košu. Tento vývoj si vyžiadal mimoriadnu pozornosť ruskej centrálnej banky, ktorej hlavná snaha bola do toho času upriamená najmä na boj s dvojcifernou infláciou. V priebehu druhého polroka 2008 tak centrálna banka pristúpila k sérii postupných devalvačných krokov vrátane viacnásobného rozširovania obchodovacieho pásma rubľa a uvoľňovania dodatočných rezerv. Napokon sa centrálna banka rozhodla pre väčšiu flexibilitu a v januári 2009 oznámil guvernér CBR obchodovacie pásmo v intervale 26 – 41 rubľov voči menovému košu, v ktorom sa menový kurz mohol pohybovať bez väčších zásahov banky. Od vyhlásenia voľnejšieho obchodovacieho pásma sa menový kurz nielen stabilizoval, počnúc marcom 2009 sa rubľ začal zhodnocovať a doteraz (ku koncu apríla 2010) aprecioval o takmer 18 % (EC, 2010). (Aprílovou hodnotou 29,3 rubľov za dolár sa menový kurz vrátil približne na úroveň z novembra 2008; na porovnanie, v „predkrízovom“ júli 2008 sa dolár kúpil za 23,5 rubľa a vo februári 2009, v čase „dolného bodu“ ruskej recesie za 35,7 rubľov; údaje podľa CBR.) Za posilnením domácej meny, ku ktorému dochádza od marca 2009, stojí opätovný rast cien ropy a postupné medzimesačné zotavovanie exportných príjmov i celkovej ekonomickej aktivity. Vo februári 2010 centrálna banka zaviedla nové pravidlá úpravy pásma v rámci riadeného floatingu (systém menového kurzu používaný pre ruskú menu), pravdepodobne s cieľom obmedziť predvídateľnosť

budúcich zmien pásma a tak zabrániť špekulatívnym obchodom s ruskou menou a znížiť volatilitu na trhu (World Bank, 2010).

Intervencie v prospech stabilizácie výmenného kurzu si už v priebehu roka 2008 vyžiadali uvoľnenie časti *devízových rezerv* (približne 100 mld. USD), ďalší pokles rezerv ovplyvnilo poskytnutie dodatočnej likvidity ruským bankám trpiacim vysokou mierou zahraničného zadĺženia (podľa Európskej komisie touto priamou intervenciou v prospech komerčných bánk ruská centrálna banka nielenže prispela k výraznému zníženiu čistého zahraničného dlhu bankového sektora, ale zabránila platobnej neschopnosti viacerých bánk) – devízové rezervy klesli zo svojej maximálnej hodnoty 600 mld. USD v júli 2008 na 384 mld. USD v marci 2009. Od mája však (vďaka rastúcej cene ropy) dochádza k ich opätovnému navyšovaniu, ku koncu roka 2009 dosiahli devízové rezervy RF hodnotu 439,5 mld. USD, a aktuálne k 1. 6. 2010 dokonca 456 mld. USD (aj napriek ich výraznému poklesu ide stále o tretie najvyššie rezervy na svete, po Číne a Japonsku).

Po rokoch skôr neúspešného boja centrálnej banky proti vysokej inflácii to bola práve hospodárska kríza so všetkými svojimi dôsledkami, ktorá zmiernila inflačné tlaky v ekonomike. Samotná hĺbka recesie v poslednom kvartáli 2008 eliminovala aj inflačné efekty devaluujúceho rubľa. Neskôr, od marca 2009 to bol práve zhodnocujúci sa kurz domácej meny, ktorý spolu so stagnáciou miezd v priemysle a celkovo oslabeným domácim dopytom a pretrvávajúcou produkčnou medzerou kompenzoval inflačné tlaky prameniace z rastúcej ceny ropy. Zníženie peňažnej zásoby (agregát M2) o 3,5 % v porovnaní s rokom 2008 prispelo k ďalšiemu poklesu inflácie. *Inflácia meraná indexom spotrebiteľských cien* (CPI) tak dosiahla v priemere za rok 2009 hodnotu 11,7 % v porovnaní so 14,1 %, čo je priemerná hodnota z roku 2008. Pozitívnu správou je pokračovanie trendu zmiernenia inflácie aj v roku 2010, ktorá sa v máji 2010 v 12-mesačnom vyjadrení dostala na hranicu 6 %, čím sa podľa OECD priblížila k svojmu historickému minimu za celé 19-ročné transformačné obdobie ruskej ekonomiky (OECD, 2010).

Spomalenie inflácie umožnilo centrálnej banke iniciovať kroky na podporu oživenia ekonomiky postupným *uvoľňovaním monetárnej politiky*. Centrálna banka v snahe motivovať poskytovanie nových úverov na bankovom trhu znížila od apríla 2009 do 1. júna 2010 svoju refinančnú úrokovú sadzbu až

14-krát, spolu o 525 bazických bodov, konkrétne z 13 % na 7,75 % (centrálne banka zvýšila refinančnú sadzbu na 13 % ešte v decembri 2008 v snahe zabrániť devalvujúcej mene prekročiť hranicu chráneného pásma výmenného kurzu). Podľa Svetovej banky (World Bank, 2010) však malo znižovanie kľúčových sadzieb minimálny vplyv na objem realizovaných úverov, objem úverov poskytnutých korporáciám, ako i objem úverov pre domácnosti klesali v priebehu celého roka 2009, čo možno pripísať pokračujúcej opatrnosti komerčných bánk, napríklad aj vzhľadom na stále rastúci podiel nesplácaných úverov. Objem problematických úverov stúpol od začiatku roka 2008 do začiatku roka 2010 z 2,5 % na 9,6 % celkového počtu úverov (EC, 2010).

Okrem uvoľnenia monetárnej politiky, podobne ako vlády mnohých iných krajín, aj ruská vláda odobrila balíček *fiškálnych stimulov* vyčlenených na boj proti dôsledkom krízy na reálnu ekonomiku. Podľa ministerstva financií predstavoval objem fiškálnych protikrizových opatrení vyčlenených v roku 2009 3 % HDP. Opatrenia zahŕňajúce rôzne formy – od poskytnutia priamej pomoci bankovému sektoru, cez diskrečné fiškálne stimuly až po rozsiahle sociálne výdavky – by mali podľa Európskej komisie celkovo zaťažiť ruský rozpočet v rokoch 2009 – 2010 šiestimi percentami hodnoty HDP z roku 2008. Fiškálne protikrizové opatrenia spolu s poklesom cien komodít, ako i daňových príjmov⁵⁰ viedli k *deficitu federálneho rozpočtu* na úrovni 5,9 % HDP (údaj ministerstva financií; <www.minfin.ru>) v porovnaní s prebytkom dosahujúcim 4,1 % HDP zaznamenaným v roku 2008.⁵¹ Vo februári 2010 upravilo ruské ministerstvo financií aj prognózu rozpočtového deficitu na rok 2010, a to z pôvodne predpokladaných 6,8 % na 7,2 % HDP. Aktuálne podľa Ekonomickej expertnej skupiny Ministerstva financií RF štatistiky o plnení federálneho rozpočtu v prvých mesiacoch roka 2010 potvrdzujú deficit za obdobie január – apríl 2010 na úrovni 3,1 % HDP.

⁵⁰ Zníženie dane z príjmu právnických osôb z 24 % na 20 % spolu s poklesom ekonomickej aktivity v dôsledku krízy znamenalo zníženie daňových príjmov z výberu tejto dane z 10 % HDP v roku 2008 na 7,5 % HDP v roku 2009; časť tejto straty z daňových príjmov však kompenzoval zvýšený výber dane z pridanej hodnoty (World Bank, 2010).

⁵¹ Pôvodný návrh rozpočtu schválený v októbri 2008 rátať s prebytkom 3,5 % HDP (pri cene ropy 95 USD za barel); revidovaný rozpočet z apríla 2009 už rátať s deficitom na úrovni 7,4 % HDP – vychádzal skôr však z pesimistických očakávaní (najmä ohľadne ceny ropy), výsledný deficit teda nebol v roku 2009 taký vysoký.

Realizované protikrizové opatrenia zmiernili podľa odhadov ruskej vlády pokles HDP v roku 2009 približne o 2 percentuálne body. Kým správa Svetovej banky (World Bank, 2010) uvádza, že ruskej vláde sa podarilo realizovať v roku 2009 až 98 % všetkých rozpočtovaných fiškálnych protikrizových opatrení, napríklad podľa jarnej prognózy Európskej komisie sa v skutočnosti realizovala len menej ako polovica pôvodne oznámených fiškálnych stimulov. Obe inštitúcie sa však zhodujú v kritike načasovania realizácie opatrení, kvôli viacerým omeškaniam sa prevažná väčšina z nich realizovala až v druhej polovici roka 2009, kým reálne sektory ekonomiky prežívali najhlbšiu recesiu v prvej polovici roka, a najmä začiatkom roka. Mnohé ďalšie zahraničné inštitúcie zhodne vyjadrujú pochybnosti o skutočnej efektívnosti realizovaných stimulov (jednak vzhľadom na ich pomerne rozsiahle objemy, napríklad WIIW odhaduje celkový objem všetkých typov protikrizových opatrení vo výške 10 % HDP; jednak vzhľadom na aj napriek stimulom výrazný prepád všetkých komponentov domáceho súkromného dopytu), najmä v súvislosti s netransparentnosťou, vysokou mierou korupcie a zneužívania verejných zdrojov, nízkou adresnosťou či s nesprávnym cíelením stimulov (napr. absencia opatrení na rozvoj infraštruktúry či adresnej sociálnej pomoci). Výnimku predstavuje finančný a bankový sektor, u ktorého väčšina inštitúcií potvrdzuje pozitívny vplyv vládnych opatrení.

Rozpočtový deficit bol z prevažnej časti vykrytý z *Rezervného fondu* (vyčlenený z pôvodného Stabilizačného fondu, ktorý mal chrániť ekonomiku v prípade nepriaznivých výkyvov cien ropy), ktorý akumuluje exportné príjmy do výšky 10 % HDP a slúži práve na účely preklenutia obdobia nepriaznivých hospodárskych podmienok. Rezervný fond sa znížil v roku 2009 v dôsledku kompenzovania rozpočtového deficitu o viac ako polovicu, zo 63 mld. USD na 26 mld. USD k decembru 2009 (dokonca na 18 mld. USD ku koncu apríla 2010; podľa údajov MF RF po očistení o rezervnú pozíciu RF v MMF). Aktualizovaný návrh rozpočtu na rok 2010 ráta s deficitom vo výške 7,2 % HDP (napríklad podľa EK sa ruský rozpočtový deficit bude pohybovať pod hranicou 2 %), čo by v prípade len pomalého zotavovania exportných príjmov mohlo znamenať úplné vyčerpanie Rezervného fondu. Ruská federácia disponuje aj ďalším fondom v správe MF RF, *Fondom národného blahobytu*, ktorý k máju 2010 tvorilo ďalších 32 mld. USD, tie sú však určené na

kompenzáciu deficitov penzijného systému. Rozsiahly deficit ruského penzijného systému je pritom podľa Svetovej banky jednou z najväčších rozpočtových výziev najbližších rokov.

Keďže rozpočtový deficit bol vykrytý zo zdrojov Rezervného fondu, deficitné hospodárenie nemalo v podstate žiaden vplyv na výšku zahraničného dlhu a aj keď *hrubý zahraničný dlh RF* v absolútnom vyjadrení v roku 2009 mierne poklesol (v decembri 2009 dosiahol hodnotu 471,6 mld. USD v porovnaní so 479,4 mld. USD k decembru 2008; údaje CBR), v pomere k HDP stúpol medziročne o 7 %, keď celkovo zaznamenal úroveň 37 % HDP (za čím však stojí výrazný pokles HDP a výsledný nižší priemerný ročný výmenný kurz rubľa).

V súvislosti s oživovaním ruskej ekonomiky venujú medzinárodné organizácie pozornosť postoju ruskej vlády voči stiahnutiu fiškálnych a monetárnych protikrizových opatrení a k implementácii *tzv. exit strategy*, ktorá je súčasťou záväzkov členov G 20 vrátane Ruska. Európska komisia vo svojej jarnej prognóze konštatuje (EC, 2010), že ruská centrálna banka skutočne pristúpila k zastaveniu časti opatrení týkajúcich sa poskytovania dodatočnej likvidity. Zastavenie poskytovania zvýhodnených krátkodobých pôžičiek bez zábezpeky zo strany CBR či niektorých fiškálnych opatrení ministerstva financií smerovaných do bankového sektora a schválenie pomerne konzervatívneho rozpočtu na roky 2010 – 2012 by mohlo naznačovať snahu ruskej vlády pristúpiť zodpovedne k nastaveniu optimálnej pokrizovej kombinácie politík. Podobne OECD (OECD, 2010) hodnotí stiahnutie stimulov za správne načasované, najmä vzhľadom na rýchlejšie oživovanie domáceho dopytu, než sa predpokladalo. Zároveň odporúča využiť zotavujúce sa ropné príjmy a opätovný prílev kapitálu ako rezervu voči prípadnému ďalšiemu cyklickému výkyvu, ktorý by v prípade ruskej ekonomiky mohol prameniť z príliš rýchleho a výrazného zlepšenia výmenných relácií a zopakovania masívneho prílevu kapitálu z predkrízového obdobia.

Kríza dočasne oddialila problém nedostatku pracovných síl

Súčasťou protikrizových opatrení, ktoré „ochudobnili“ federálny rozpočet, v tomto prípade o 77 miliárd rubľov, bol balíček opatrení určený pre regióny

a na stabilizáciu situácie na trhu práce. V dôsledku krízy vzrástla v Rusku *miera nezamestnanosti* z predkrízovej pozitívnej úrovne 6,1 % v roku 2007 na 7,8 % v roku 2008, a napokon 8,2 % v roku 2009 (koncoročné hodnoty, pozri aj tab. 4.4). K zmenám na trhu práce súvisiacim s poklesom ekonomickej aktivity dochádza v Rusku už v poslednom kvartáli 2008, výsledná (zdanlivo priaznivá) priemerná hodnota miery nezamestnanosti za tento štvrtrok na úrovni 7,1 % ekonomicke aktívnej populácie bola podľa Svetovej banky skreslená až neobvyklým nárastom počtu zamestnaných na čiastočné úväzky a nedobrovoľného čerpania dovolenky (zamestnávateľom nariadené hromadné čerpanie dovolenky a pod.), ktoré v tomto prípade slúžili ako akési automatické stabilizátory reagujúce na príchod recesie. Celkovo v roku 2008 narástol počet zamestnaných na čiastočné úväzky takmer o 250 % (teda viac ako trojnásobný nárast v porovnaní s rokom 2007) a počet zamestnaných čerpajúcich dovolenku stúpol o 137 % (z 397 tis. na 944 tis. osôb, prevažne v poslednom kvartáli 2008). V priebehu roka 2009 sa situácia stabilizovala a oba trendy sa oslabili, ani zďaleka sa však nedostali na svoju predkrízovú úroveň. Práve tieto javy prispeli podľa Svetovej banky k tomu, že ani v priebehu roka 2009 miera nezamestnanosti nepresiahla 10 %, ako sa pôvodne očakávalo.

Tabuľka 4.4

Vývoj základných ukazovateľov trhu práce, 2007 – 2009 (medziročná zmena v %, ak nie je uvedené inak)

	2007	2008	2009	2009			
				1. Q	2. Q	3. Q	4. Q
Rast zamestnanosti	2,4	0,5	-2,1	-2,3	-2,9	-2,1	-1,3
Rast produktivity práce	5,5	5,0	-5,9	-7,6	-7,8	-6,9	-1,9
Reálny disponibilný príjem	12,1	1,9	1,9	0,4	3,1	-2,9	7,0
Rast reálnej mzdy	17,2	11,5	-2,8	-0,8	-3,9	-5,2	-1,0
Priemer. mesačná mzda (v USD)	533,2	692,1	593,0	514,2	572,0	596,2	700,1
Miera nezamestnanosti (v %, ku koncu obdobia)	6,1	7,8	8,2	9,2	8,3	7,6	8,2

Prameň: World Bank (2010); podľa údajov ROSSTAT-u.

Detailnejší pohľad na vývoj miery nezamestnanosti podľa mesiacov odhaľuje, že po relatívne miernom nástupe jej rastu koncom roka 2008 kulminovala miera nezamestnanosti na svojich najvyšších hodnotách vo februári

a marci 2009 (9,4 % a 9,2 % miera nezamestnanosti), neskôr začala postupne klesať, na prelome rokov 2009/2010 však znova dochádza k jej nárastu (je však v súlade s trendom štandardnej sezónnej nezamestnanosti). Údaje za prvé mesiace roka 2010 neindikujú žiadne zlepšenie v tejto oblasti.⁵² Počet voľných pracovných miest klesol v priebehu roka 2009 takmer o tretinu, najviac v stavebníctve, energetike a priemyselnej výrobe.

Recesia sa prejavila na vývoji *reálnej mzdy* v roku 2008 spomalením tempa jej rastu a v roku 2009, najmä v druhom a treťom štvrtroku, už poklesom priemernej reálnej mzdy, celkovo za rok o 2,8 %. Pokles reálnej mzdy bol pritom čiastočne kompenzovaný jej rastom v niektorých verejných sektoroch, hlavne vo vzdelávaní a v zdravotníctve. Naopak, k jej najväčšiemu poklesu došlo v krízou silno postihnutom stavebníctve a vo finančnom sektore. Celkovo došlo k najvýraznejšiu zníženiu mzdovej úrovne v odvetviach s vysokými príjmami (bankový, finančný sektor) a naopak, pri nízkopříjmových kategóriách nebola zaznamenaná taká výrazná zmena priemernej mzdy (s určitým príspevom takmer dvojnásobného zvýšenia minimálnej mzdy v januári 2009), čo prispelo k čiastočnému vyrovnaniu mzdových rozdielov.

Podľa simulácií Svetovej banky (World Bank, 2010), vládou prijaté fiškálne stimuly v prospech zvýšenia starobných dôchodkov, náhrady mzdy, resp. dávok v nezamestnanosti, sociálnej výpomoci a iných programov na stabilizovanie situácie spojenej s nepriaznivým vývojom parametrov trhu práce, zabránili nárastu *miery chudoby* na 17,4 % ku koncu roka 2009 – skutočná miera chudoby dosiahla vďaka týmto opatreniam podľa odhadov len 14 % a v roku 2010 by mala ďalej klesať až na úroveň 12,5 %, čím by sa po dvoch rokoch vrátila na svoju predkrízovú hodnotu.

Ešte v roku 2007 bojovala rýchlo rastúca ruská ekonomika s nedostatkom voľnej pracovnej sily (pri rekordne nízkej miere nezamestnanosti); dvojciferný rast priemernej reálnej mzdy, ktorý sme sledovali už od roku 2003, vysoko predstihoval rast produktivity práce, čo negatívne ovplyvňovalo konkurencieschopnosť obchodovateľných sektorov. Tempo rastu reálnych

⁵² Prikláňame sa k variantu, že miera nezamestnanosti sa aj v roku 2010 udrží nad ôsmimi percentami a v roku 2010 bude naďalej stagnovať; napríklad Európska komisia ráta s o niečo optimistickým vývojom – predpokladá pokles priemernej ročnej hodnoty miery nezamestnanosti na 7,0 % v roku 2010 a na 6,5 % v roku 2011.

miezd a disponibilného príjmu predstihujúce tempo rastu reálneho HDP a produktivity, bolo v tom čase podľa Svetovej banky dokonca signálom prehrievania sa ruskej ekonomiky. Z tohto pohľadu znamenala kríza akési „schladienie“ vývoja na trhu práce, ktorého zotavenie sa pravdepodobne dostaví až s určitým časovým oneskorením za oživením celkovej ekonomickej činnosti. Zo strednodobého pohľadu bude problémom opäť nedostatok pracovných kapacít, a najmä starnúca a ubúdajúca pracovná sila (efekt migračného prírastku, ktorý kompenzuje prirodzený úbytok ruskej populácie od roku 2006, sa čoskoro vyčerpá). V krátkodobom horizonte prispeje k posilneniu domácej spotreby skôr legislatívna úprava v prospech zvýšenia starobných dôchodkov, rast miezd vo verejnom sektore a výraznejšie zvýšenie minimálnej mzdy.

Vývoj v regióne Spoločenstva nezávislých štátov a vonkajšie vzťahy Ruskej federácie

Rusko nie je jedinou ekonomikou regiónu, ktorá v nadväznosti na oživenie externého prostredia vykazuje známky zotavovania z dôsledkov globálnej hospodárskej krízy. Keďže podobný model hospodárskeho rozvoja kopírujú aj ďalšie exportne orientované ekonomiky krajín *Spoločenstva nezávislých štátov (SNŠ)*, tak ako v prípade ruskej ekonomiky, aj ich pokrízový vývoj závisí od vývoja svetových cien ich exportných komodít (predovšetkým ropy, plynu a kovov), od stabilizovania globálnych kapitálových tokov a medzinárodného obchodu, dostupnosti zahraničného financovania a obnovy prílevu zahraničného kapitálu a v neposlednom rade od znovuoživenia samotnej ruskej ekonomiky. V kontexte aktuálneho vývoja týchto determinantov predpovedá Medzinárodný menový fond (IMF, 2010) po recesii zaznamenatej v roku 2009 (keď ako celok Spoločenstvo vykázalo pokles reálneho HDP o 6,6 %) regiónu 4 % rast v roku 2010, pred miernym spomalením tempa rastu v roku 2011 (na 3,6 %). Najrýchlejšie rastúcimi ekonomikami regiónu by mali byť podľa projekcií MMF v najbližších dvoch rokoch *Turkménsko* (12 % tempo rastu HDP v rokoch 2010 – 2011) a *Uzbekistan* (8 % a 7 % tempo rastu v uvedených dvoch rokoch), v prvom prípade profitujú

z veľkého objemu exportu plynu a výrazného prílevu investícií, v druhom prípade rovnako vďaka rastúcim cenám energetických komodít.⁵³

Tabuľka 4.5

Vybrané ekonomické ukazovatele v krajinách SNŠ (2008 – 2010)

Krajina	HDP v PKS (v mil. \$)	Reálny HDP (medziročná zmena v %)			Inflácia CPI (priemerná ročná hodnota v %)		Bežný účet (v % HDP)	
		2008	2009	2010 ¹	2008	2009	2008	2009
Rusko	2 109 551	5,6	-7,9	4,0	14,1	11,7	6,2	3,9
Ukrajina	289 739	2,1	-15,1	3,7	25,2	15,9	-7,1	-1,7
Kazachstan	182 044	3,2	1,2	2,4	17,1	7,3	4,6	-3,1
Bielorusko	120 750	10,0	0,2	2,4	14,8	13,0	-8,6	-12,9
Azerbajdžan	85 770	10,8	9,3	2,7	20,8	1,5	35,5	23,6
Uzbekistan	78 338	9,0	8,1	8,0	12,7	14,1	12,5	5,1
Turkménsko	31 966	10,5	4,1	12,0	14,5	-2,7	18,7	-9,7
Gruzínsko ²	20 862	2,3	-4,0	2,0	10,0	1,7	-22,7	-12,2
Arménsko	16 222	6,8	-14,4	1,8	9,0	3,4	-11,5	-13,8
Tadžikistan	13 666	7,9	3,4	4,0	20,4	6,5	-7,7	-7,3
Kirgizsko	12 101	8,4	2,3	4,6	24,5	6,8	-8,1	3,5
Moldavsko	10 141	7,8	-6,5	2,5	12,7	0,0	-16,3	-7,9
Mongolsko ²	9 378	8,9	-1,6	7,2	26,8	6,3	-14,0	-5,6
SNŠ	2 980 528	5,5	-6,6	4,0	15,6	11,2	4,9	2,6

¹ Prognóza MMF.

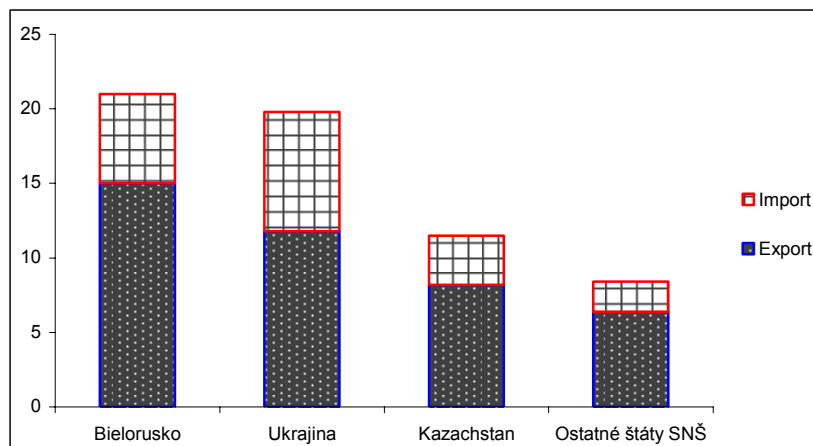
² Gruzínsko a Mongolsko nie sú členmi SNŠ (Gruzínsko vystúpilo zo Spoločenstva v auguste 2008, dôvodom bol ozbrojený konflikt s Ruskom v južnom Osetsku, s platnosťou od 18. augusta 2009 bolo jeho členstvo ukončené), MMF ich však eviduje v tejto skupine z dôvodu geografickej blízkosti a podobnosti v ekonomickej štruktúre.

Prameň: IMF (2010) a databáza IMF World Economic Outlook (WEODATA) aktualizovaná k aprílu 2010.

Najväčšie ekonomiky Spoločenstva nezávislých štátov po Rusku (podľa HDP vyjadrenom v PKS), ako dokumentuje tabuľka 4.5, však predstavujú *Ukrajina, Kazachstan a Bielorusko*. Ide zároveň o hlavných obchodných partnerov Ruskej federácie v regióne – na obchod s Bieloruskom, Ukrajinou a Kazachstanom pripadá až 86 % celkového obchodu s tovarmi Ruskej federácie s krajinami SNŠ (na celom objeme zahraničného obchodu Ruska sa Bielorusko podieľa 5,1 %, Ukrajina 4,8 % a Kazachstan 2,8 %) (pozri graf 4.3). Vzhľadom na ich hospodársky význam v regióne (i vo vzťahu k Rusku) venujeme týmto ekonomikám v ďalšej časti textu detailnejšiu pozornosť.

⁵³ Trojicu Rusko, Turkménsko a Uzbekistan dopĺňajú v skupine čistých exportérov energetických surovín v regióne SNŠ Kazachstan a Azerbajdžan.

Graf 4.3
Zahranický obchod RF s krajinami SNŠ, 2009, v mld. USD



Poznámka: Podľa údajov za január – november 2009.

Prameň: MER RF (2010).

Pomerne priaznivý hospodársky vývoj sme aj počas roka 2009 mohli sledovať v *Kazachstane*, ktorého ekonomika profituje najmä z vývozu ropy a plynu (palivovo-energetické tovary tvoria takmer 70 % tovarovej štruktúry kazašského exportu). Kazachstan ťaží aj z veľkého surovinového bohatstva (export kovov a kovových výrobkov tvorí 15 % vývozu), ale aj vďaka prírodným podmienkam z rozsiahlej poľnohospodárskej produkcie (v roku 2009 predstavoval podiel poľnohospodárskej výroby na celkovej hrubej pridanej hodnote 14 %, pričom produkcia v poľnohospodárstve vzrástla v roku 2009 o 13,8 %, čím sa poľnohospodárstvo stalo najrýchlejšie rastúcim sektorom ekonomiky, priemyselná produkcia vzrástla medziročne o 1,7 %; Kazachstan je napríklad najväčším svetovým exportérom pšeničnej múky). Dôsledky poklesom cien ropy spôsobeného výpadku exportných príjmov na ekonomiku⁵⁴ kompenzovala kazašská vláda protikrizovým balíčkom v objeme

⁵⁴ Globálna kríza poznačila v kazašskej ekonomike najmä stavebníctvo a v minulých rokoch dynamicky sa rozvíjajúci finančný a bankový sektor (časť monetárnych opatrení bola v roku 2009 cieleňá na ozdravenie bankového sektora, ten však naďalej ostáva závislý od externého financovania).

10 % HDP (14 mld. USD); povzbudená rastom cien ropy od polovice roka 2009 vláda dokonca ohlásila na rok 2010 výrazné zvyšovanie penzií a ambiciózne verejné investičné projekty (WIIW, 2010). Kazašská ekonomika sa zaradila do skupiny tých ekonomík SNS, ktoré nezaznamenali v roku 2009 v dôsledku krízy pokles ekonomickej aktivity, ale len spomalenie tempa rastu HDP, a to z 3,2 % na 1,2 %.

Cenou za vládou odobrenú protikrizovú pomoc je však vyšší vplyv štátu v strategických sektoroch a vyššia koncentrácia bohatstva pod kontrolou štátnych inštitúcií. Vláda využila nepriaznivé hospodárske obdobie na uskutočnenie svojho dlhodobého zámeru – odkúpiť časť akcií v spoločnostiach so zahraničným vlastníctvom, najmä v energetickom a bankovom sektore, nevyhýbajúc sa pritom sporom so zahraničnými investormi či nátlaku zo strany štátnych predstaviteľov. (Podľa WIIW vlastní štátny holding Samruk-Kazyna aktíva vo výške 50 % HDP.) Pritom napríklad CESifo vo svojej správe *World Economic Survey*, ktorá hodnotí ekonomickú klímu a očakávania ďalšieho vývoja v regiónoch sveta, radí Kazachstan podľa indexu bariér podnikania s hodnotou 6,2 k tým „priateľskejším“ krajinám v regióne z pohľadu zahraničných investorov – Kazachstan skutočne patril v predkrízovom období k jedným z najväčších recipientov PZI v regióne SNS – čo však pramení hlavne (okrem atraktívnych surovinových sektorov a veľkého domáceho trhu) v nízkom daňovom zaťažení a v menších legislatívnych a administratívnych bariérach pre podnikanie zahraničných firiem (na porovnanie, Rusko na škále 1 – 9, pričom 1 znamená najvyššiu mieru obmedzení pre podnikanie zahraničných subjektov, dosiahlo hodnotu 2,6 a Ukrajina 3,5; CESifo, 2010). V porovnaní s ostatnými krajinami SNS sa Kazachstan umiestňuje pomerne vysoko aj v rebríčku *Doing Business*. Väčšia ekonomická moc v rukách štátu ďalej umocňuje pozíciu autoritatívneho režimu v krajine (Nursultan Nazarbajev je prvým a zatiaľ aj posledným kazašským prezidentom od rozpadu Sovietskeho zväzu, pred zvolením do funkcie bol prvým tajomníkom komunistckej strany; ako prezident vládne už od roku 1991, a pravdepodobne ním ostane až do svojej smrti; v posledných parlamentných voľbách v roku 2007 neobsadila žiadna z opozičných strán ani jedno kreslo v dolnej komore parlamentu, prezident tak má bezvýhradnú podporu,

priebeh volieb kritizovali i pozorovatelia OBSE,⁵⁵ opoziční lídri boli zatknutí, už v minulosti bola zamietnutá registrácia nových strán, v krajine sa uplatňuje cenzúra médií). K bariéram v ďalšom hospodárskom rozvoji však nesporné patrí vysoká miera korupcie, slabá ochrana vlastníckych práv a nízka vymožitelnosť práva.

Obnovujúci sa vplyv Moskvy v regióne podľa analytikov dokumentuje i prístupenie Kazachstanu k colnej únii medzi Ruskom, Bieloruskom a Kazachstanom (v platnosti od júla 2010), skutočné výhody colnej únie sú zrejmé podľa nich len v prípade Ruska. Kazachstan je najviac otvorenou ekonomikou zo spomínaných troch, podľa odhadov WIIW tak bude zjednotenie taríf (ktoré budú harmonizované prevažne podľa vzoru existujúcich ruských taríf) v rámci novej colnej únie znamenať pre Kazachstan približne 30 % zvýšenie dovozných ciel na produkty dovážané z tretích krajín. Ide pritom najmä o produkciu, od importu ktorej je kazašská ekonomika závislá. Vytvorenie colnej únie môže tiež skomplikovať prebiehajúce prístupové rokovania medzi Kazachstanom a WTO. O posilnenie vzťahov s Kazachstanom sa usiluje aj Európska únia, ktorá v rámci svojej energetickej politiky hľadá spôsoby diverzifikácie zdrojov a transportných trás na dovoz ropy a zemného plynu. Kazachstan je v tomto smere pre EÚ dôležitým potenciálnym partnerom (samozrejme, na úkor závislosti krajín EÚ od ruskej ropy).

Politika Ruska voči Kazachstanu, ale i Ukrajine, bola vždy špecifická, aj z dôvodu veľkého zastúpenia ruskej menšiny medzi obyvateľstvom týchto dvoch krajín (obyvateľstvo ruskej národnosti tvorí až jednu pätinu celkovej populácie oboch krajín); Moskva teda považuje obe krajiny za prirodzenú sféru svojho vplyvu. Turbulentný vývoj na ukrajinskej politickej scéne však komplikoval presadzovanie ruských záujmov, samozrejme, znižuje aj atraktivitu krajiny pre zahraničných investorov a zhoršuje ekonomickú klímu. Globálna hospodárska kríza pritom poznamenala ekonomiku *Ukrajiny*, na rozdiel od Kazachstanu, zásadným spôsobom, hrubý domáci produkt sa v roku 2009 prepadol o 15,1 %, čo je najväčší pokles HDP v celom regióne SNŠ. Za hlbokou recesiou v roku 2009 stojí úverový útlm na globálnych kapitálových

⁵⁵ Paradoxne, na slovenských júnových parlamentných voľbách sa zúčastnili aj zástupcovia Kazachstanu, keďže je to práve Kazachstan, ktorý je napriek kritike v roku 2010 predsedajúcou krajinou OBSE.

trhoch, pokles cien ocele, následné zníženie investícií do fixného kapitálu v domácej ekonomike o 38 %, pokles produkcie v stavebníctve o rekordných 48,2 % a aj prepád priemyselnej produkcie o 22 % (v nemalej miere v dôsledku spomalenia ruskej ekonomiky, ktorá je významným dovozcom ukrajinskej strojárkej produkcie; k prepádu však došlo aj v oceliarskom a chemickom priemysle – pilieroch ukrajinskej ekonomiky; hrubá produkcia v spracovateľskom priemysle poklesla až o 44 %). Nárast nezamestnanosti na 9,5 % (z 6,4 % v roku 2008) a pokles reálnej mzdy takmer o 9 % sa podpísali pod 14 % prepád v súkromnej spotrebe. Okrem oslabeného domáceho dopytu odrážal pokles dovozu tovarov o 42 % aj výrazné znehodnotenie domácej meny, ktorá ešte do začiatku roka 2009 stratila polovicu svojej hodnoty. Úverová kríza a neschopnosť splácať zahraničné záväzky donútili ukrajinskú vládu požiadať o pomoc Medzinárodný menový fond, ktorý v novembri 2008 vyčlenil pre krajinu stabilizačný balíček v hodnote 16,4 mld. USD. Čerpanie pomoci bolo koncom roka 2009 dočasne pozastavené (v roku 2009 tak bolo z balíčka poskytnutých 10,6 mld. USD) pre neplnenie podmienok poskytnutia pôžičky (sprísnenie monetárnej a fiškálnej politiky, nezávislé postavenie centrálnej banky, uvoľnenie menového kurzu či zvýšenie ceny plynu pre domácnosti; v rozpore s požiadavkami MMF ukrajinská vláda v novembri v súvislosti s blížiacimi sa voľbami vyčlenila dodatočné verejné prostriedky na zvýšenie miezd a dôchodkov). Krajina sa v situácii, keď čelila nedostatku zdrojov na financovanie rekapitalizácie bánk, vysokého deficitu štátnej spoločnosti Naftogaz a deficitu penzijného systému, rozhodla koncom roka 2009 emitovať štátne dlhopisy (pritom v tom čase dosahovala hodnota swapu úverového zlyhania – CDS na ukrajinské dlhopisy rekordne vysokú úroveň, čo pre emitenta predstavuje vysokú rizikovú prírážku), v dôsledku čoho (spolu s už čerpanou pôžičkou od MMF) vzrástol verejný dlh Ukrajiny na 32 % HDP (v porovnaní s 20 % v roku 2008).

Významným faktorom, ktorý podľa medzinárodných inštitúcií komplikuje ekonomickú klímu a zodpovedá za hĺbku recesie v roku 2009, bolo v prípade Ukrajiny nestabilné politické prostredie. Pretrvávajúce rozpory medzi (bývalými spojencami a lídrami oranžovej revolúcie) prezidentom Viktorom Juščenkou a premiérkou Juliou Tymošenkovou, ktoré v kritickej hospodárskej situácii znemožnili akúkoľvek konsolidovanú reakciu hospodárskej politiky či

koordinovaný postup vlády a prezidentovi podriadenej centrálnej banky, napokon vyriešili prezidentské voľby vo februári 2010, v ktorých zvíťazil bývalý premiér, prorusky orientovaný Viktor Janukovyč. Vyslovenie nedôvery vláde Julie Tymošenkovej ukrajinským parlamentom v marci 2010 a vymenovanie novej vlády na čele s premiérom Azarovom (ktorý je prezidentovým spojencom) vytvára predpoklad stabilizovania situácie, revízie rozpočtu na rok 2010 (čo je podmienkou poskytnutia poslednej tranže pôžičky MMF), ale aj príležitosť na urovnanie vzťahov s Ruskou federáciou,⁵⁶ ktoré sú negatívne poznačené érou prezidenta Juščenka. Nový prezident však zároveň deklaruje snahu o prehĺbenie integrácie krajiny aj do európskych štruktúr. Nájsť rovnováhu medzi vzťahmi s EÚ a Ruskom⁵⁷ je neľahká úloha, pred ktorou stojí nový prezident a nová vláda. Nemenej náročnými výzvami sú však aj boj proti chudobe a korupcii, diverzifikácia ekonomiky, privatizácia, liberalizácia, zlepšenie pravidiel hospodárskej súťaže a vymožitelnosti práva a ďalšie inštitucionálne reformy.

Úzke prepojenie hospodárskeho vývoja s politickým rámcom môžeme sledovať i v prípade Bieloruska. *Bielorusko* si ponechalo charakter centrálne riadenej ekonomiky dlho po rozpade Sovietskeho zväzu, dominantné postavenie štátu v bieloruskej ekonomike je tiež potenciálnym zdrojom rozporov v rusko-bieloruských vzťahoch, ktoré sa po dezilúzii zo skôr neúspešného projektu spoločného zväzového štátu Ruska a Bieloruska (so spoločnou

⁵⁶ Vyplatením finančných záväzkov ruskej strane sa podarilo novému prezidentovi Janukovyčovi odvrátiť Putinom navrhované zlúčenie ruského Gazpromu a ukrajinského Naftogazu, ktorým by ruská strana získala kontrolu nad ukrajinskou sieťou plynovodov.

⁵⁷ Ruská strana reagovala vo februári 2010 na vyhlásenie nového prezidenta Janukovyča, že pod jeho vedením nebude krajina pokračovať v úsilí bývalého prezidenta o vstup do NATO a skôr sa sústreďí na posilnenie vzťahov s Ruskom, oznámením, že neexistujú právne prekážky, ktoré by bránili Ukrajine pristúpiť k prebiehajúcim dohodám o colnej únii a že pristúpenie Ukrajiny považujú za vítané. Vstup Ukrajiny do pripravovanej colnej únie by však mohol znamenať negatívne dôsledky pre ukrajinský export, nehovoriac o ohrození jej členstva vo WTO. Už v apríli však po vyhláseniach komisára EÚ pre rozšírenie a susedskú politiku Š. Füleho, že pripojenie Ukrajiny k colnej únii by bolo v rozpore s prebiehajúcimi rokovaniami Ukrajiny s EÚ o zóne voľného obchodu, ukrajinský predstaviteľia popreli, že by kedy o vstupe do colnej únie medzi Ruskom, Bieloruskom a Kazachstanom uvažovali. Ukrajina (po podpise viacerých dohôd s EÚ napríklad v oblasti energetiky) aktuálne rokuje s EÚ o dohode o pridružení, ktorá by nahradila dohodu o partnerstve a spolupráci z roku 1998, ale aj o bezvízovom režime a budúcom možnom vytvorení zóny voľného obchodu.

menou) striedavo zhoršujú a zlepšujú. Geopolitická a hospodárska izolácia spôsobená „protizápadnou“ politikou 16 rokov úradujúceho prezidenta Alexandra Lukašenka v podstate odsúdila bieloruskú proexportnú ekonomiku na užšiu hospodársku integráciu v rámci Eurázijského hospodárskeho spoločenstva (EurAsEc). Vzhľadom na vysokú prepojenosť ruskej a bieloruskej ekonomiky (aj napriek 30 % poklesu objemu bieloruského zahraničného obchodu s tovarmi v roku 2009 – z toho napríklad export do Ruskej federácie sa v dôsledku recesie v ruskej ekonomike znížil o viac ako 40 % – ostáva Bielorusko hlavným obchodným partnerom Ruska spomedzi krajín SNŠ) majú obe strany skutočný záujem na užšej hospodárskej spolupráci a zjednodušení vzájomného obchodu, ale len do tej miery, pokiaľ bieloruská vládna elita necíti ohrozenie suverenity svojej moci v ekonomike.⁵⁸

Bielorusko tiež uplatnilo v reakcii na globálnu hospodársku krízu v roku 2009 svoju protikrizovú politiku. Súčasťou vládneho protikrizového programu bola rozsiahla podpora domácich (štátnych) podnikov kľúčových z pohľadu tvorby HDP a exportu, bez ohľadu na situáciu na strane vonkajšieho dopytu (export tovarov klesol z 32,5 mld. USD v roku 2008 na 21,3 mld. USD v roku 2009) či domáceho dopytu (ktorý by beztak nebol schopný túto produkciu absorbovať). Výsledkom bol na jednej strane „len“ 2,8 % pokles priemyselnej produkcie a udržanie nízkej nezamestnanosti (takmer na predkrízových hodnotách; aj vďaka vládou nariadeného skráteného pracovného času), na druhej strane dosiahli skladové zásoby úroveň 61 % produkcie, pričom najväčšie objemy nepredajnej produkcie boli evidované v strojárskom priemysle. Importovaná kríza sa v bieloruskej ekonomike napokon predsa len prejavila; vládna stratégia nezabránila výraznému spomaleniu rastu HDP, a to z 10 % na 0,2 % v roku 2009 (údaje MMF potvrdzujú aj oficiálne domáce štatistiky); zmrazeniu vývoja reálnej mzdy (dovtedy rastúcej približne 10 % tempom); spomaleniu rastu investícií do fixného kapitálu (z 23 % na menej než 5 % v roku 2009); či znehodnoteniu domácej meny.

⁵⁸ Bielorusko patrí k tým krajinám susediacim s EÚ, v ktorých ešte nie je v plnej platnosti *Európska susedská politika ENP* (pozri ďalej v texte), keďže Bielorusko doteraz neratifikovalo Akčný plán. Lavírovanie Bieloruska medzi prípadnou spoluprácou s EÚ a hlbšou integráciou s Ruskom v rámci EurAsEc-u či novovytvorenej colnej únie bude pokračovať v tom smere, ktorý zaručí prezidentovi zachovanie autokratického režimu v krajine a, samozrejme, väčšie ekonomické výhody.

Pokles vonkajšieho dopytu po bieloruskej priemyselnej produkcii (produkty petrochemického priemyslu, hnojivá, strojárská produkcia), nárast deficitu bežného účtu platobnej bilancie, a zároveň strata veľkej časti zásob zlata a devízových rezerv použitých na ochranu znehodnocujúcej sa meny priviedli krajinu do vážnych ekonomických problémov ešte koncom roka 2008. V januári 2009 MMF potvrdil súhlas s poskytnutím pôžičky vo výške 2,5 mld. USD, Rusko reagovalo vlastnou ponukou: „... v záujme prehĺbenia integrácie a spolupráce medzi oboma krajinami a v snahe podporiť stabilný rast bieloruskej ekonomiky“ ponúklo Rusko ďalšie 2 mld. USD. Časom Rusko svoju ponuku prehodnotilo a v októbri 2009 odmietlo poskytnúť zostávajúcich 500 mil. USD s odkázaním na pôžičku, ktorú jeho obchodný partner čerpá od MMF. Skutočným motívom zrejme nie je ani tak údajná „zmena politickej orientácie Bieloruska“, ale blokovanie odkúpenia akcií v kľúčových bieloruských podnikoch ruskými spoločnosťami, neustále odďaľovanie prehĺbenia integrácie v rámci spoločného zväzového štátu, a najmä stupňujúce sa spory ohľadne ceny ropy a plynu. (Rusko dlhodobo poskytuje Bielorusku energetické zdroje za zvyhodnenú cenu, v posledných rokoch postupne zmluvné ceny zvyšuje; pozri ďalej v texte.) Dodatočné chýbajúce prostriedky ale získalo Bielorusko od MMF a Svetovej banky.

Poskytnutie pôžičky zo strany MMF bolo podmienené sprísnením moneárnej a fiškálnej politiky, znížením miezd vo verejnom sektore a spustením privatizácie (vláda v posledných rokoch znárodnila veľký počet firiem). Snahu plniť podmienky MMF preukázalo Bielorusko už v januári, keď pristúpilo na riadenú devalváciu meny (približne o 20 %). Fond označuje bieloruský model hospodárskeho rastu za neudržateľný. Na jednej strane sa podarilo Lukašenkovi „trhovému socializmu“ zabezpečiť viac ako desaťročné pretrvávajúce vysoké tempá rastu, pri veľmi nízkej miere nezamestnanosti, vysokej miere prerozdelenia (miera chudoby klesla zo 47 % v roku 1999 na 6 % v roku 2008), za pomoci výrazného prílevu investícií (najmä z krajín SNŠ) a pri nadpriemernej (v rámci regiónu) produktivite práce. Na druhej strane je bieloruský export závislý od rastu ruskej ekonomiky (veľká časť produkcie je cielene špecializovaná na ruský trh) a ziskovosť exportu ropných produktov do krajín EÚ závisí od ceny importovanej suroviny vyrokovanej s ruskou stranou. Globálna kríza a nutnosť hľadať aj inú než ruskú pomoc tak

priniesla Bielorusku excelentnú príležitosť nielen na hospodársku, ale i politickú reformu. Bielorusko rokuje o štrukturálnych reformách s Európskou úniou, Svetovou bankou, spolupracuje s EBRD, bieloruskí politici v roku 2009 otvorili verejnú diskusiu o budúcnosti ekonomiky krajiny, rozvíjajúc dotedy neakceptovateľné témy, ako liberalizácia, privatizácia, medzinárodná spolupráca, Východné partnerstvo (prvé kroky podnikla krajina v liberalizácii podnikateľského prostredia vrátane cenovej liberalizácie, reformy daňovej legislatívy, zjednodušenia začatia podnikania, čo sa odrazilo i v rebríčku *Doing Business 2010*, kde si Bielorusko medziročne polepšilo až o 24 priečok).

Spor medzi Bieloruskom a Ruskom ohrozil aj rokovania o vytvorení spomínanej *colnej únie medzi Ruskom, Bieloruskom a Kazachstanom*, ktorá sa mala stať významným medzníkom v procese ekonomickej integrácie v regióne EurAsEc, s cieľom vytvoriť jednotný hospodársky priestor najneskôr k 1. januáru 2012 a následne menovú úniu. Dohodu o vytvorení colnej únie podpísali zúčastnené strany v novembri 2009, do platnosti vstúpila 1. januára 2010, samotné realizovanie jednotného colného priestoru však skomplikoval spor ohľadne platieb za dodávky plynu, ako i poplatkov za jeho tranzit cez bieloruské územie. Podľa odhadov MMF úspora, ktorú dosiahlo Bielorusko vďaka priaznivým cenám importovanej ruskej ropy a plynu, predstavovala v roku 2007 5,9 mld. USD a v roku 2008 8,2 mld. USD – bez výhodných zmlúv s ruskou stranou by bol dovoz energetických surovín z Ruska pre Bielorusko drahší v oboch rokoch približne o 13 % HDP (IMF, 2010b). Rokovania o vytvorení colnej únie neboli jednoduché ani pred týmto sporom (konflikty záujmov priznali jednotliví účastníci rokovaní hlavne v oblastiach exportných taríf na ropu a ropné produkty a v niektorých citlivých otázkach týkajúcich sa automobilového a leteckého priemyslu). Po vyhrotení konfliktu ohľadne ruského plynu bieloruskí predstavitelia ďalšie kolo rokovaní koncom mája v Petrohrade bojkotovali.⁵⁹ K urovnaniu sporu došlo začiatkom

⁵⁹ Rusko požadovalo za dodávky svojho plynu cenu, ktorá by sa postupne priblížila jeho trhovej hodnote, a to 169 USD za 1 000 m³ v prvom štvrtroku a 185 USD v druhom štvrtroku. Bielorusko však od januára 2010 platilo 150 USD, čím jeho dlh voči ruskému Gazpromu narástol do júna na 187 mil. USD. Lukašenko v apríli 2010 obvinil Rusko z politiky pragmatizmu a uprednostňovania trhových vzťahov pred záujmami regiónu, ako aj z vytlačania bieloruskej produkcie z ruského trhu. Po nedosiahnutí dohody Rusko v júni obmedzilo dodávky

júla 2010 po vzájomnom vyrovnaní záväzkov – ruský Gazprom zaplatil Beltransgazu za tranzit svojho plynu cez bieloruské územie dodatočných 228 mil. USD, Bielorusko si požičalo od Azerbajdžanu 200 mil. USD na uhradenie záväzku Gazpromu – dodatok k zmluve o tranzite plynu podpísali strany 2. júla a deň na to bieloruský prezident oznámil, že Bielorusko ratifikovalo Colný kódex, ktorý bol poslednou prekážkou vytvorenia jednotného colného priestoru (a ktorý Rusko a Kazachstan podpísali už v júni toho roku). Colný kódex vstúpil do platnosti 6. júla, napokon teda len s miernym oneskorením. Po prijatí Colného kódexu tromi stranami vyjadrili záujem o prístupenie k colnej únii aj *Kirgizsko* a *Tadžikistan*, zostávajúci dvaja členovia EurAsEc-u.

Oznámenie o vytvorení colnej únie medzi Ruskom, Bieloruskom a Kazachstanom skomplikovalo vstup Ruska do *Svetovej obchodnej organizácie (WTO)*, o ktorý sa Rusko usiluje rekordných 16 rokov. Rokovania boli zastavené po tom, keď ruský premiér Vladimir Putin v júni 2009 oznámil stiahnutie individuálnej žiadosti a jej nahradenie spoločnou žiadosťou troch uchádzačov (spoločný postup pri vstupe do WTO mal byť pôvodne súčasťou podmienok pripravovanej colnej únie); WTO však vyjadrilo pochybnosti o súlade takéhoto postupu s pravidlami organizácie. Rusko pritom tvorí polovicu zo svetového obchodu neriadeného pravidlami WTO. Napokon sa zástupcovia obchodnej organizácie s predstaviteľmi Ruska dohodli na simultánnych, ale individuálnych rokovaniach o vstupe členov colnej únie do WTO. Ruský prezident Dmitrij Medvedev pritom ešte v novembri 2009 v rozhovore pre *The Economist* vyhlásil, že Rusko plánuje uzavrieť všetky prístupové rokovania s WTO do konca roku 2010. Podľa jeho slov sa Rusko cíti byť súčasťou globálneho obchodného systému a má záujem vytvárať silnejšie a priateľskejšie vzťahy so svojimi partnermi.

plynu, na čo Bielorusko reagovalo oznámením, že začne odčerpávať tranzitný plyn určený pre Poľsko a Nemecko. Druhou stranou sporu boli poplatky za tranzit ruského plynu, Rusko sa riadilo starou dohodou určujúcu výšku poplatku na 1,45 USD za 1 000 m³ za 100 km, kým Bielorusko požadovalo na rok 2010 poplatok 1,88 USD – čím vznikol dlh Gazpromu voči bieloruskému Beltransgazu vo výške 260 mil. USD. Zahraniční analytici vidia za sporom pre pomerne nízku čiastku, navyše porovnateľného, vzájomného dlhu skôr snahu Moskvy demonštrovať svoju hospodársku prevahu nad Bieloruskom, keď rukojemníkom sa stáva energetická bezpečnosť tretích krajín.

Odďaľovanie vstupu do WTO a svojská zahraničná politika realizovaná v regióne (vojna v Gruzínsku, rusko-ukrajinský spor a tzv. plynová kríza, a najnovšie podobný spor s Bieloruskom) neprospievajú ani vzťahom Ruska s Európskou úniou. Navyše, koncepcia Európskej susedskej politiky *European Neighborhood Policy – ENP* (a osobitne iniciatíva *Východné partnerstvo*)⁶⁰ je potenciálnym zdrojom stretu záujmov EÚ a Ruska. Motívom vypracovania samostatnej politiky EÚ voči krajinám za východnou hranicou Únie vo forme iniciatívy Východného partnerstva boli európske záujmy týkajúce sa energetickej bezpečnosti, ale i rastúce politické napätie vo viacerých krajinách regiónu, konflikty politických elít pri striedaní moci, regionálne etnické konflikty. Pritom Rusko považuje tieto krajiny za tradičnú sféru svojho vplyvu a v tomto zmysle sa pokúša o obnovenie svojho ekonomického a mocenského postavenia v regióne. Oficiálne stanovisko ruských predstaviteľov samozrejme vylučuje, že by prípadný vstup niektorej z krajín bývalého ZSSR do EÚ mohol vzájomné vzťahy naštrbiť. Najnovšie, v máji 2010 na svojej druhej návšteve Ukrajiny od ukrajinských prezidentských volieb, ruský prezident Medvedev vyhlásil, že zlepšenie rusko-ukrajinských vzťahov po zvolení Viktora Janukovyča v prezidentských voľbách vo februári si nijako neprotirečí so snahou Ukrajiny o vstup do EÚ, sám považuje Rusko za silne integrované do Európy. Svoje vyhlásenie podložil dátami o objeme zahraničného obchodu Ruska s krajinami EÚ. Európska únia je skutočne najvýznamnejším obchodným partnerom Ruska a naopak, Rusko patrí k významným obchodným partnerom EÚ. Ani pokles zahraničného obchodu RF o približne 30 % v dôsledku krízy nepoznačil pozíciu Ruska ako tretieho najvýznamnejšieho obchodného partnera Únie, rovnako tak EÚ ostáva s takmer 50 % celkového ruského zahraničného obchodu najdôležitejším obchodným partnerom Ruskej federácie.

Snahu o zlepšenie vzájomných vzťahov deklarujú aj *Spojené štáty americké* a Rusko. Rusko-americké vzťahy ostali narušené po skončení prezidentského obdobia Georga W. Busha, s nástupom Baracka Obamu sa

⁶⁰ Iniciatíva *Východné partnerstvo* bola oficiálne spustená na pražskom summite v máji 2009 ako samostatná zahraničná politika EÚ určujúca pravidlá užších vzťahov s krajinami, ktoré sa po rozšírení EÚ v roku 2004 stali jej blízkymi susedmi; týka sa Ukrajiny, Gruzínska, Moldavska, Azerbajdžanu a Arménska, v prípade Bieloruska zatiaľ nie je plne implementovaná. Z toho Ukrajina a Gruzínsko otvorene prejavili záujem o užšiu integráciu do EÚ.

spájajú očakávania aj v tejto oblasti. K dlhodobým príčinám nezhôd patril americký protiraketový štít, otázky odzbrojovania a atómovej bezpečnosti a rozširovanie NATO smerom na východ. Symbolické „znovunaštartovanie“ vzájomných rusko-amerických vzťahov verejne deklarovali americká ministerka zahraničných vecí Hillary Clintonová a ruský minister zahraničných vecí Sergej Lavrov v marci 2009 na prvom bilaterálnom stretnutí v Ženeve, kde Clintonová odovzdala Lavrovovi odkaz od americkej diplomacie – tlačidlo s nápisom Reset/Peregruzka,⁶¹ ktorým obaja štátnici symbolicky spustili obrodenie vzájomných vzťahov. Významným krokom bolo podpísanie predbežnej dohody oboch prezidentov o obmedzení jadrového arzenálu v lete 2009. Americké vnímanie ruskej politiky v regióne SNŠ však obnovu vzťahov oboch veľmocí čiastočne komplikuje. Sporný postoj majú obe krajiny napríklad v stále otváranej otázke ruského konfliktu s Gruzínskom – USA doteraz považujú Abcházsko a Južné Osetsko za Rusmi okupované územia patriace Gruzínsku – ich nezávislosť neuznala väčšina krajín sveta, USA ale obviňujú ruskú stranu z nedodržovania dohody o príméri podpísanej po ozbrojenom konflikte v roku 2008 a vyzývajú Moskvu na opustenie vojenských základní na spomínaných územiach.

Nadobudne modernizácia ruskej ekonomiky inú než deklaratívnu podobu?

Globálna hospodárska kríza obnažila závislosť ruskej ekonomiky jednak od zahraničného kapitálu, ale najmä od vývoja cien energetických surovín; hlavnou výzvou najbližších rokov tak ostáva, podobne ako v minulosti, diverzifikácia a modernizácia ekonomiky, rozvoj ďalších sektorov ekonomiky (vrátane spracovateľského priemyslu, odvetví s vysokou pridanou hodnotou a rozvoj služieb), inštitucionálne reformy, liberalizácia, ale i zlepšovanie obchodných a politických vzťahov so zahraničím. Podľa WIIW by totiž prípadné zhoršenie vonkajších vzťahov (najmä s EÚ a krajinami SNŠ) znamenalo

⁶¹ Táto snaha o znovunaštartovanie vzájomných vzťahov sa zapísala do histórie ako diplomatické faux pas, ruský preklad „peregruzka“ totiž znamená preťaženie, správne mal byť na tlačidle, ktoré odovzdala Clintonová Lavrovovi, nápis „Perezagruzka“.

prekážku ďalšieho rozvoja ruskej ekonomiky, odklad nevyhnutných reforiem a sklon k autarkickej trajektórii rozvoja (WIIW, 2010).

Podobne Svetová banka v úvode pravidelnej správy o vývoji ruskej ekonomiky (World Bank, 2010) uvádza, že jedným zo záverov vyvedených z krízy by mal byť v prípade Ruskej federácie väčší dôraz na reformy zamerané na modernizáciu verejného sektora, posilnenie finančného sektora, zlepšenie investičnej klímy a diverzifikáciu ekonomiky. Ruský prezident koncom roka 2009 skutočne prichádza s ďalším zo série vyhlásení o modernizácii ruskej ekonomiky. V novembri 2009 Medvedev vo svojom takmer dvojhodinovom vystúpení pred oboma komorami parlamentu prehlásil, že poučené z globálnej ekonomickej krízy, Rusko musí eliminovať svoju závislosť od exportu surovinových zdrojov ako hlavnej príjmovej bázy. Prezident vyhlásil tento doterajší model hospodárskeho rastu za neudržateľný a modernizáciu a technické skvalitnenie celej produkčnej sféry za nevyhnutnú podmienku prežitia krajiny. Pripustil, že doterajšie snahy o zmenu súčasnej „primitívnej ekonomickej štruktúry“ zlyhali, keď rast globálnych cien komodít vytváral ilúziu, že Rusko si môže dovoliť štrukturálne reformy odkladať.

Nie je to však prvýkrát, čo čelný predstaviteľ Ruskej federácie predstupuje s výzvou k modernizácii a liberalizácii. Prevažná časť Medvedevovej rétoriky nadväzuje na Putinov plán rozvoja ruskej ekonomiky známy ako Stratégia 2020, ktorej leitmotívom boli diverzifikácia a inovácie.⁶² Sám Medvedev ešte počas svojej prezidentskej kampane začiatkom roka 2008 definoval štyri „I“ (inštitúcie, infraštruktúra, inovácie a investície) ako hlavné priority rozvoja ruskej ekonomiky. Tentokrát je Medvedevovým receptom na modernizáciu päť kľúčových priorít: zvýšenie energetickej efektívnosti a rozumné využitie prírodných zdrojov; rozvoj medicínskych a farmaceutických zariadení a technológií na prevenciu a liečbu kardiovaskulárnych a onkologických ochorení (vrátane domácej výroby 50 liečiv pre najčastejšie diagnózy); program rozvoja nukleárnej energie; zavedenie a rozvoj vesmírnych technológií

⁶² Putin rozvíjal rétoriku modernizácie ekonomiky už od roku 2000, na jeho žiadosť ako vtedajšieho prezidenta vypracovalo Ministerstvo hospodárskeho rozvoja v roku 2007 v tomto duchu *Koncepciu dlhodobého sociálno-ekonomického rozvoja Ruskej federácie*; počas posledných rokov, keď ruská ekonomika profitovala z vysokého hospodárskeho rastu, však realizácia modernizácie ekonomiky ustupovala do úzadia, dôsledky globálnej krízy prinútili predstaviteľov štátu diskusiu o modernizácii a diverzifikácii ruskej ekonomiky opätovne otvoriť.

vrátane komunikačných a navigačných (GLONASS) technológií; a napokon rozvoj globálnych strategických a informačných technológií a sietí. Vo svojom rozvojovom programe ide Medvedev aj nad rámec uvedených priorít, keď ho rozširuje o ďalšie ambiciózne ciele: nezávislý audit, reorganizácia, a neskôr privatizácia štátnych podnikov, a to aj v strategických sektoroch; zatknutie štátnych úradníkov usvedčených z korupcie; presadzovanie hodnôt demokracie; pragmatická zahraničná politika cielená na modernizáciu krajiny; založenie centrálného technologického a výskumného centra; zníženie počtu časových pásiem; zníženie daní; zvýšenie kvality verejných služieb; zavedenie širokopásmového internetového pripojenia v krajine do piatich rokov a modernej satelitnej navigácie do roku 2012; priaznivé podmienky pre vedu a výskum a prilákanie zahraničných expertov; prijatie legislatívy ukotvujúcej rovnosť súkromných a štátnych škôl a pod.

Aj napriek tomu, že i v roku 2010 ruská vláda a prezident ďalej rozvíjajú niektoré body modernizačnej agendy, napríklad umiestnenie dodatočných 7 satelitov pre navigačný systém GLONASS či budovanie ruského „Silicon Valley“ v Stolkove pri Moskve (Medvedev počas návštevy Spojených štátov amerických v júni 2010 skutočne navštívil i Silicon Valley, kde hľadal inšpiráciu pre svoj stolkovský projekt *high-tech* výskumného a technologického centra), zahraničné organizácie sú skôr skeptické v otázke realizácie tých najdôležitejších modernizačných reforiem. Na jednej strane globálna kríza vyvolala v Rusku potrebu renesancie modernizačných plánov, na strane druhej odčerpala potrebné zdroje, i tie pôvodne štátom akumulované práve na tieto účely. Bez výraznejšieho oživenia prílevu zahraničného kapitálu ako i návratu k predkrízovým rozpočtovým prebytkom nebude realizácia veľkej časti plánov možná. A v prípade priaznivého vývoja sa mnohí obávajú toho, že modernizačný entuziazmus s narastajúcimi ropnými príjmami opäť umlknú. Aj znovu oddialený vstup do WTO bol zahraničím považovaný za nevyhnutnú podmienku naštartovania modernizácie a diverzifikácie ruskej ekonomiky. V tomto kontexte napríklad Európska komisia, aj napriek tomu, že začiatkom roka 2010 vyjadrila podporu modernizačnej snahe iniciatívou *Partnerstvo pre modernizáciu*, sama priznáva, že niektoré nevyhnutné predpoklady modernizácie ruskej ekonomiky „uviazli na mŕtvom bode“ (EC, 2010).

Kým v strednodobom horizonte je miera realizácie nevyhnutnej diverzifikácie a modernizácie ruskej ekonomiky otázna, v krátkodobom horizonte sa väčšina prognóz zhoduje na obnovení rastu ruskej ekonomiky, i keď pri miernejších tempách než v predkrízovom období. V súvislosti s oživovaním vonkajšieho prostredia a priaznivými výsledkami ruskej ekonomiky v prvom kvartáli 2010 (pozri tab. 4.1 v úvode kapitoly) Európska únia vo svojej jarnej prognóze upravila odhad rastu ruskej ekonomiky z 2,3 % na rok 2010 a 2,7 % na rok 2011 na 3,7 % tempo rastu v roku 2010 a 4 % rast v roku 2011. Medzinárodný menový fond v aprílovom vydaní *World Economic Outlook* predpovedá ruskej ekonomike 4 % rast už v roku 2010 a mierne spomalenie rastu (na 3,3 %) v roku 2011. Optimistickejšia je vo svojom ekonomickom výhľade (*OECD Economic Outlook*) Organizácia pre hospodársku spoluprácu a rozvoj, ktorá ráta v prípade Ruska v roku 2010 s rastom reálneho HDP na úrovni 5,5 % a v roku 2011 na úrovni 5,1 %. Svetová banka v marcovej správe (World Bank, 2010) uvádza, že najmä vďaka zotaveniu domáceho dopytu by ruská ekonomika v roku 2010 mala rásť 5 – 5,5 % tempom, v roku 2011 zas 3,5 % tempom. Rovnako tak rakúsky inštitút WIIW predpokladá oživenie súkromnej spotreby a investícií, a to pri vyšších tempách, než je úroveň predpokladaného rastu HDP (4,0 % v roku 2010 a 4,1 % v roku 2011) a za súčasnej stagnácie na strane exportu, čo by znamenalo návrat k negatívnym príspevkom čistého exportu k zmene HDP známeho v ruskej ekonomike z predošlých rokov. V nominálnom vyjadrení prinesie takýto vývoj ďalšie zníženie prebytku bežného účtu platobnej bilancie, ktorý už v roku 2009 predstavoval len 3,1 % HDP v porovnaní so 6 – 10 % HDP v predošlých štyroch rokoch. S rýchlejšim zotavením domáceho než vonkajšieho dopytu ráta aj OECD, v prípade bežného účtu platobnej bilancie však ráta s priaznivým efektom zlepšujúcich sa výmenných relácií, v dôsledku čoho by sa mal prebytok bežného účtu zvýšiť na 7 % HDP v roku 2010 a klesnúť na 5,3 % HDP v roku 2011, čo je najoptimistickejšie očakávanie v porovnaní s ostatnými prognózami. Deficitné hospodárenie federálneho rozpočtu by malo v najbližších dvoch rokoch pretrvať, jeho podiel na HDP by však mal postupne klesať; prognózy na rok 2010 sa pohybujú od –1,6 % HDP (EK) po –5,1 % HDP (OECD). Inflácia by sa mala udržať pod hranicou 10 %, podľa viacerých prognóz dokonca pod hranicou 7 %.

Globálna hospodárska kríza priniesla okrem hlbkej recesie ruskej ekonomike aj čiastkové pozitívne momenty (oddialenie nedostatku pracovných kapacít v dôsledku rýchleho starnutia populácie a úbytku pracovnej sily, zastavenie dvojciferného rastu miezd predstihujúceho rast produktivity práce a zhoršujúceho nákladovú konkurencieschopnosť, zníženie inflačných tlakov), najvýznamnejšou príležitosťou pre ekonomiku je azda znovuo tvorenie otázky modernizácie a diverzifikácie a zintenzívnenie integrácie v regióne SNŠ, ako i deklarovaná všeobecná snaha o zlepšenie vzťahov so zahraničím. Dlhodobým problémom nielen Ruska, ale i jeho hlavných partnerov v regióne SNŠ, totiž zatiaľ stále zostáva, popri nedostatočne rozvinutej štruktúre ekonomiky, vysoké prepojenie hospodárstva s vládou, nízka kvalita inštitucionálneho a podnikateľského prostredia, vysoká miera korupcie, ne-transparentnosť, sklon k paternalizmu, slabá medzinárodná konkurencieschopnosť či nedostatočná liberalizácia.

5. ČÍNSKA EKONOMIKA A NAJVÄČŠÍ STIMULAČNÝ BALÍK

Výsledky čínskej ekonomiky vyvolávajú vo svete rešpekt. Ojedinelý mix veľkosti ekonomiky s koexistenciou plánovitého a trhového hospodárstva⁶³ pomohol Číne vyrovať sa s pôsobením globálnej krízy v roku 2009. Rozsah čínskeho stimulačného balíka v hodnote 585 mld. USD na zmiernenie dôsledkov globálnej krízy bol najväčší na svete (Workie a kol., 2009, s. 109). Ukazuje to jednak na možnosti Číny mobilizovať zdroje, jednak na vážnosť problému, s ktorým sa Čína stretla. Vďaka masívnej vládnej podpore Čína takto vytvorila podmienky na pokračovanie vo vysokých tempách hospodárskeho rastu (graf 5.1), ako podstatného faktora prispievajúceho k znižovaniu chudoby a k tlmeniu potenciálnej nespokojnosti obyvateľov. Na druhej strane, varovné hlasy upozorňujú, že rast za každú cenu vedie k chybnjej alokácii a problémom.

Verejné finančné zdroje smerovali najmä do infraštruktúry a sociálnej starostlivosti. Výrazná je aj podpora úverovej expanzie. Stimulácia domáceho dopytu prispela k zmierneniu následkov poklesu dopytu na exportných trhoch. Je pozoruhodné, že pri úverovej expanzii a vysokom raste domáceho dopytu sú inflačné tlaky nízke,⁶⁴ a tak sa neočakávajú opatrenia, ktoré by výraznejšie obmedzili spotrebu. Vzniku inflačnej špirály zabraňuje rozumný rast miezd. Vysoký rast spotreby domácností poukazuje na viac-menej priaznivú situáciu na trhu práce.

Charakteristiky ekonomického vývoja

V podmienkach globálnej krízy je 8,7 % rast HDP výsledkom vysokého rastu spotreby domácností (9,7 %), veľkých verejných investícií a poklesu cien. Na rast ekonomiky negatívne pôsobil 4 % pokles čistého exportu⁶⁵ (tab. 5.1). Stimulačný balík, ktorý vláda prijala na boj proti kríze, generoval dvojciferné

⁶³ Čína je tretou najväčšou ekonomikou po USA a Japonsku (na základe vytvoreného HDP). O domácom vývoji čínski predstavitelia hovoria ako o socialistickej ceste s čínskymi znakmi.

⁶⁴ Čína zaznamenala v roku 2009 defláciu (tab. 5.1).

⁶⁵ Čínska štatistika reviduje údaje, takže v budúcnosti môžeme očakávať publikovanie zmenených údajov o vývoji v roku 2009.

tempá rastu priemyselnej produkcie, maloobchodných tržieb a investícií pri nízkej inflácii.

Tabuľka 5.1
Hlavné ekonomické ukazovatele (Čína, 2007 – 2011)

	2007	2008	2009	2010 ¹	2011 ¹
Rast reálneho HDP (v %)	11,4	9,6	8,7	9,5	8,5
Domáci dopyt	10,8	9,4	13,8	9,6	8,5
Spotreba	10,2	8,8	9,7	9,5	9,1
Tvorba hrubého kapitálu	11,4	10,2	18,3	9,7	8,0
Príspevok k rastu HDP					
Domáci dopyt	10,4	8,8	12,7	9,1	8,3
Čistý vývoz	2,6	0,8	-4,0	0,4	0,3
Rast spotrebiteľských cien (priemer za obdobie)	4,8	5,9	-0,7	3,7	2,8
Deflátor HDP	7,4	11,4	-2,1	3,7	2,6
Externé <i>terms of trade</i>	-0,9	-4,3	8,6	-6,4	-0,1
Fiškálne účty (v % HDP)					
Fiškálna bilancia	0,6	-0,4	-2,8	-2,8	-2,5
Celkové príjmy	19,9	19,5	20,6	19,5	19,7
Celkové výdavky	19,3	19,9	23,4	22,2	22,2
Externý účet (v mld. USD)					
Bilancia bežného účtu (v mld. USD)	372	426	297	260	300
Devízové rezervy (v mld. USD)	1 529	1 946	2 400	2 705	3 028
Menový agregát					
Rast peňažného agregátu M2 (ku koncu roka, v %)	16,7	17,8	27,0	17,0	-

¹ Výhľad Svetovej banky.

Prameň: World Bank (2010).

Čínska ekonomika si zachovala vysoké tempo rastu aj v prvom štvrtroku 2010 a HDP vzrástol o 11,9 %. Tu sa prejavilo zlepšenie ekonomického vývoja vo svete a tým lepšie podmienky pre čínsky vývoz. Očakáva sa, že v roku 2010 čistý export prispeje k rastu HDP.⁶⁶ Vysoká váha exportu generuje značné devízové rezervy (graf 5.2) a Čína je krajinou s najväčšími devízovými rezervami na svete. Okrem exportu sa na výraznom raste devíz

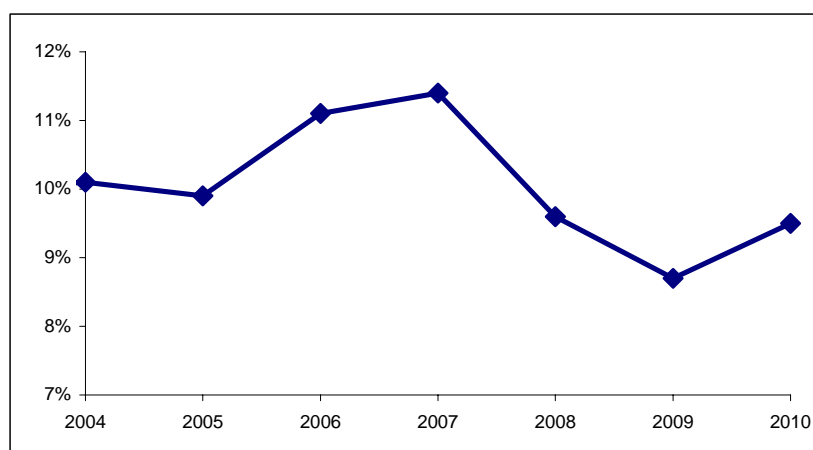
⁶⁶ Zahraničný obchod však v marci 2010 skončil s deficitom 7,24 mld. USD. Je to prvý deficit od roku 2004. Deficit je dôsledkom vyššieho dovozu ropy, automobilov a surovín.

podieľajú aj nové zahraničné investície a špekulatívny kapitál. Naopak, Čína kupuje vládne dlhopisy USA, čím nepriamo pomáha americkej vláde pri financovaní jej projektov, v tomto období hlavne stimulačných balíkov. Devízové rezervy budú vo väčšej miere slúžiť na zvyšovanie vplyvu Číny vo svetovej ekonomike prostredníctvom rozširovania čínskych podnikov v zahraničí a na preberanie ďalších podnikov. Zrejma je orientácia na oblasť energie, surovín, telekomunikácií a bankovníctva.

Vláda má značné možnosti pri ovplyvňovaní množstva a smerovania úverov, keďže štát vlastní štyri najväčšie banky. V roku 2009 boli zrušené kvóty na poskytovanie úverov a boli znížené úrokové sadzby.

Graf 5.1

Vývoj rastu reálneho HDP



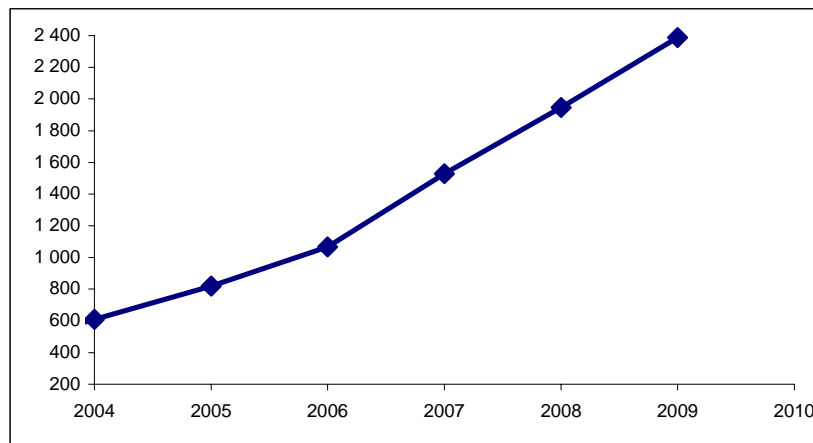
Prameň: <<http://www.chinability.com/GDP.htm>>.

Zväčšovanie ekonomickej sily Číny prináša spolu s hospodárskym rastom aj zväčšujúce sa nerovnováhy. Rizikom je rast cien nehnuteľností (11,7 % rast v 1. štvrtroku 2010). V tejto situácii však centrálna banka nezvýšila kľúčové úrokové sadzby a neposilňuje svoju menu, ale zameriava sa na reštrikcie úverovania. Čínske banky musia po masívnom poskytovaní úverov v roku 2009 znížiť objem poskytnutých úverov o 22 %. Podpora

domáceho dopytu v oblasti realitného trhu⁶⁷ je v roku 2010 obmedzovaná zrušením zvýhodnenia úrokov pri hypotekárnych úveroch a zvyšovaním depozitov pri kúpe nehnuteľnosti. Kritické môže byť množstvo projektov a pozemkov, ktoré sú založené v bankách.

Graf 5.2

Vývoj devízových rezerv Číny (v mld. USD)



Prameň: People's Bank of China <<http://www.pbc.gov.cn/english/diaochatongji/tongjishuju/>>.

V Číne, vzhľadom na centrálnu riadenie a vplyv Komunistickej strany Číny, sú uprednostňované administratívne riešenia pred trhovými a tak je málo pravdepodobné výraznejšie uvoľnenie kurzovej politiky. Kurz CNY/USD sa udržiava okolo úrovne 6,84. Postavenie Číny vo svetovom obchode nie je adekvátne prepojené s vývojom kurzu čínskej meny. Spojené štáty americké vyvíjajú tlak na Čínu, aby sa kurz jüanu zhodnocoval primerane rozvoju ekonomiky, avšak Čína preferuje svoj vlastný záujem a dovoľuje kurzové zmeny jüanu len v úzkom intervale. Rastúce dovozy do Číny môžu zmierniť obchodnú nerovnováhu len v prípade, ak tieto dovozy nebudú implikovať ešte vyššie vývozy z Číny. Tento problém sa ukazuje v prípade oceľarskeho priemyslu, kde dovezené suroviny a energia sa premietajú do vysokého rastu

⁶⁷ Čína sa v roku 2009 stala najväčším realitným investičným trhom pri investíciách vo výške viac než 156 mld. USD.

vývozu oceliarskych výrobkov. Takéto vzájomné prepojenie má svoju odvrátenú tvár pri reexporte, kde je riziko poklesu dovozu do Číny v prípade, ak sa zníži čínsky export. Ak čínska mena nebude výraznejšie reagovať na faktory ekonomického vývoja, bude to pravdepodobne viesť k rastu protekcionizmu v tých krajinách, ktoré sú takouto politikou postihnuté. Na druhej strane, v prípade nízkeho podielu spotreby domácností na HDP sa za významnejší faktor, ovplyvňujúci zahraničnoobchodnú rovnováhu, považujú úspory firiem a domácností. Vyšší rast investícií môže mať väčší vplyv na rast dovozu a obchodného deficitu ako kurzová politika.

Nízky rozpočtový deficit umožňuje smerovať vládne výdavky na sociálnu ochranu, zdravotníctvo a vzdelávanie. Jedenásty päťročný plán dal dôraz na sociálnu ochranu. Musel sa vytvoriť právny rámec pre sociálne poistenie. Veľká iniciatíva bola zameraná na penzijnú reformu vo vidieckych oblastiach. Reforma sa dotkla pracovného práva a posilnila flexibilitu na trhu práce. Politiky súvisia s podporou integrácie vidiek – mestá. Reforma systému „hukou“⁶⁸ musí priniesť nové prístupy k riadeniu tokov pracovníkov v rámci Číny. Migranti z vidieka chcú mať rovnaké práva ako obyvatelia miest. Váha tohto problému zodpovedá mase vyše 200 mil. migrantov. Urbanizácia vedie k zvyšovaniu toku migrantov do miest a uvedené politiky sa snažia, aby bol tento proces zvládnuteľný. Čína čelí bezprecedentnému urbanizačnému procesu, ktorý má do roku 2020 predstavovať presťahovanie asi 300 miliónoch vidiečanov do miest.

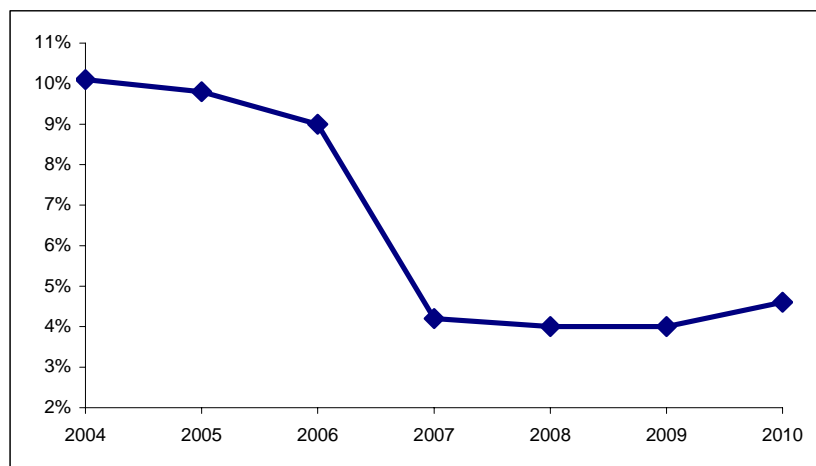
Predpokladá sa, že viac ako 20 mil. migrujúcich pracovníkov z chudobnejších oblastí prišlo v dôsledku globálnej krízy o prácu a museli sa vrátiť na vidiek. Nezamestnanosť v čínskych mestách je však ťažké vypočítať, pretože nie je isté, koľko migrujúcich robotníkov je do úradných štatistík započítaných. Vývoj miery registrovanej nezamestnanosti v mestských oblastiach zobrazuje graf 5.3. Zreálnenie pohľadu na nezamestnanosť sa očakáva po publikovaní údajov výberovej nezamestnanosti. V roku 2009 bolo v mestách

⁶⁸ Systém registrácie domácností – každý obyvateľ je povinný sa zaregistrovať, pričom musí uviesť trvalé bydlisko. Vnútroštátni migranti musia žiadať o prechodné povolenie k pobytu, lebo inak nemôžu získať zamestnanie. Migranti nedostávajú príspevky na bývanie a nemôžu uzavrieť zdravotné poistenie tak, ako trvalo žijúci obyvatelia miest. Ešte väčšie problémy majú nelegálni migranti, ochotní prijať akúkoľvek prácu. Tento systém zaviedol dualistickú štruktúru, v ktorej sú dva druhy občanov – mestskí a vidiecki.

vytvorených 11 mil. pracovných miest (NPC, 2010a). V mestách dosiahol ročný disponibilný príjem prepočítaný na obyvateľa hodnotu 17 175 jüanov (rast 9,8 %) a na vidieku 5 153 jüanov (rast 8,5 %).

Graf 5.3

Vývoj miery registrovanej nezamestnanosti v mestských oblastiach



Prameň: <http://www.indexmundi.com/china/unemployment_rate.html>.

V čínskej ekonomike majú významnú úlohu štátne podniky. Primárnu výhodu z podporných opatrení mali najmä najväčšie podniky v stavebníctve, výrobe cementu a hutníctve. Tieto podniky sú úzko napojené na vládu a banky. Úspech im zaručuje aj oligopolná štruktúra príslušných trhov. Čína sa ako člen WTO zaviazala, že štátne podniky nebudú uprednostňované, avšak takáto zmena v krajine, ako je Čína, bude trvať dlhšie obdobie.

Cez akvizície sa čínske spoločnosti dostávajú k *know-how* technologických firiem (napr. kúpa firmy Volvo čínskou spoločnosťou Geely⁶⁹) a získavajú surovinové a energetické zdroje pre svoju produkciu (napr. Sinopec Group získala kontrolu nad spoločnosťou Addax Petroleum, vďaka čomu má

⁶⁹ Prevzatie Volva je najväčšou zahraničnou akvizíciou Číňanov v automobilovom sektore. Takáto dohoda by bola v minulosti nepredstaviteľná. Globálna finančná a hospodárska kríza však priniesla veľké príležitosti.

prístup na nové ropné polia v Nigérii⁷⁰). Samozrejme, sú tu aj opačné procesy, keď sa zahraničné firmy usilujú expandovať na čínskom trhu.⁷¹

Čína je už najväčším automobilovým trhom na svete (predaj 13,6 mil. áut) a poznajúc prirodzené ambície tejto krajiny môžeme predpokladať, že v budúcnosti sa bude výrazne zameriavať na vývoz automobilov.

Ekonomický vzostup Číny dokumentuje množstvo domácich firiem, ktoré sa zaraďujú medzi najväčšie spoločnosti na svete. Medzi 500 najväčšími spoločnosťami sveta⁷² sa v roku 2010 nachádzalo 46 z Číny, pričom v roku 2009 to bolo 37 spoločností. Z nich tri najväčšie sú rafinárska spoločnosť Sinopec (7. miesto, tržby 187 mld. USD, 633 383 zamestnancov), energetická spoločnosť State Grid (8. miesto, tržby 184 mld. USD, 1 533 800 zamestnancov) a China National Petroleum (10. miesto, tržby 165 mld. USD, 1 649 992 zamestnancov), zaoberajúca sa ťažbou ropy. Keďže do roku 2020 sa očakáva dvojnásobný rast dopytu po energiách, čínske zastúpenie v tomto rebríčku bude ešte výraznejšie.

Firmy profitovali z toho, že plán na podporu ekonomiky zahŕňal nákup komodít, čím sa zvýšili štátne rezervy pšenice, ropy a kovov. Súčasťou podpory sú priame dotácie. Čínske podniky orientované na vývoz sa často musia vyrovnáť s tlakom na znižovanie vývozných cien.⁷³ V poľnohospodárstve sa opatrenia zameriavajú na cenové limity, aktívnu správu štátnych rezerv a na obchodnú politiku.

Procesy zmien v Číne smerujú k transformácii ekonomických subjektov. Čínske banky sú kótované na burzách, avšak ich minulosť a súčasný stav prinášajú neistotu pre potenciálnych investorov. Banky sú veľké, majú slabšiu obchodnú orientáciu, sústreďujú sa na segmenty s nízkou mierou rastu, čo je dôsledkom toho, že sú pod veľkým vplyvom vlády. Problematické sú

⁷⁰ S vysokým hospodárskym rastom súvisí potreba nových zdrojov surovín a palív. Čínske spoločnosti získali majetkové podiely v Sýrii, Kazachstane a ďalších krajinách. Cez zmluvné podmienky získavajú suroviny z Ruska.

⁷¹ Napríklad nemecký výrobca nákladných áut MAN sa dohodol na spolupráci s čínskou firmou Sinotruk, ktorá má štvrtinový podiel na čínskom trhu. Firma MAN získa v tomto štátnom podniku podiel 25 %.

⁷² Veľkosť podniku sa počíta podľa veľkosti tržieb (CNN, 2009).

⁷³ Ceny produktov sú však deformované netrhovými cenami pôdy, energie, vody, prírodných zdrojov a nezohľadňujú náklady spojené s ochranou životného prostredia.

nové emisie bánk, pretože banky si takto vzájomne konkurujú a opatrnejšie očakávanie prináša aj vývoj svetovej ekonomiky. Cena čínskych akcií, meraná vývojom hodnoty akciového indexu SHCOMP,⁷⁴ ukazuje od apríla 2010 negatívnu reakciu finančných investorov na vývoj v čínskych spoločnostiach a na riziko vyplývajúce z vývoja na realitnom trhu. V tomto pesimistickom prostredí sa pripravuje najväčšia primárna emisia akcií na svete v súvislosti s Agricultural Bank of China.

Vstup Číny do WTO v roku 2001 prispel k pretváraniu čínskej ekonomiky. Otváranie trhov využili mnohé najvýznamnejšie svetové firmy. Napríklad Walmart China má v roku 2010 týždenne okolo 7 mil. zákazníkov v 290 obchodoch v 87 čínskych mestách. Firma formuje vzťahy s dodávateľmi a je aktívna aj v miestnych komunitách. Materská spoločnosť Walmart je najväčšou spoločnosťou na svete a patrí k najväčším dovozcom tovaru z Číny do USA a tomu zodpovedá aj význam tejto firmy pre čínskych exportérov.

Veľkým problémom pre zahraničné spoločnosti zostáva ochrana duševného vlastníctva v Číne. Napriek pokroku v legislatívnej oblasti a v odhaľovaní nelegálnej výroby zostáva väčšina takýchto výrobcov v Číne nepostihnutá. Kritizovaná je aj reštrikcia pre zahraničné spoločnosti podnikajúce v službách (finančné služby, logistika, telekomunikácie⁷⁵), ktorá obmedzuje podnikanie na čínskom trhu. Podnikanie v Číne sťažuje netransparentná regulácia.⁷⁶ Na druhej strane, badateľný je veľký posun od obdobia, keď Čína vstúpila do WTO (Frisbie, 2009).

Stimulačný balík

Reakcia vlády na krízu je podobná ako v hospodársky vyspelých krajinách – spočíva v kombinácii fiškálnej a monetárnej expanzie podporujúcej domáci dopyt. V prípade Číny však mala vyústiť aj do vysokého a udržateľného

⁷⁴ Akcie obchodované na burze cenných papierov v Šanghaji.

⁷⁵ Napríklad pri registrácii telekomunikačnej spoločnosti je požiadavka minimálnej kapitálovej vybavenosti 146 mil. USD, čo je pre mnohé telekomunikačné spoločnosti neprimeraná požiadavka.

⁷⁶ Namiesto tarifných opatrení sa preferujú netarifné opatrenia, ako pravidlá na obaly, osvedčenia, registrácia produktu v Číne, štandardy označovania, oneskorenie colného odbavenia atď.

ekonomického rastu. Opatrenia vlády mali zároveň aj prispieť k plneniu cieľov 11. päťročnice.

Proaktívna fiškálna politika v širokej miere využila úlohu verejných financií pri podpore domáceho dopytu. Daň z pridanej hodnoty bola znížená v prípade podpory podnikových investícií do inovácií a technologických zmien. Daň z predaja osobných áut bola znížená na 5 % v prípade vozidiel s objemom valcov do 1 600 cm³. Exportné dane boli znížené štyrikrát, upravovali sa mnohé administratívne poplatky.

Zníženie exportu sa odzrkadilo v nižších ziskoch firiem a to následne obmedzilo jednak rozpočtové príjmy, jednak tvorbu nových pracovných miest. Rozpočtové príjmy na lokálnej a centrálnej úrovni dosiahli 10,4 triliónov jüanov a výdavky 12 triliónov jüanov. Vyššie výdavky štátneho rozpočtu a problémy v príjmoch štátneho rozpočtu vyústili v roku 2009 do deficitu 950 mld. jüanov na úrovni lokálnych vlád a 750 mld. jüanov na úrovni centrálnej vlády (NPC, 2010b). V čase krízy má Čína výhodu v tom, že môže využiť finančné rezervy, ktoré vytvorila v minulosti.

Zvýšené výdavky smerovali do podpory modernizácie poľnohospodárstva, pestovania kvalitných druhov plodín a modernizácie strojového vybavenia. Čínska vláda súbežne sleduje sociálne ciele, preto podporou poľnohospodárskeho poistenia pomohla 127 mil. vidieckych domácností. Prostredníctvom zvýšenia dotácií poľnohospodárom vzrástli príjmy ľudí na vidieku, avšak stále vysoko zaostávajú za úrovňou príjmov v mestách. Politika zmierňovania chudoby nízkopríjmových vidieckych obyvateľov zabezpečila pomoc pre 40 mil. obyvateľov. Pre poľnohospodárov bol významnou podporou výkup plodín do štátnych rezerv.⁷⁷ Pre vidiek bola určená aj podpora nákupu domácich spotrebičov a motorových vozidiel. Značné finančné zdroje boli určené na ochranu vodných zdrojov a lesov.

Vládna politika smerovala k ovplyvneniu vzdelávacieho systému a finančné úľavy sa dotkli 150 mil. študentov na vidieku. Zníženie poplatkov sa orientovalo na študentov v mestských oblastiach. Špeciálna pomoc bola určená na vzdelávanie pre 8,8 mil. detí vidieckych migrantov v mestských oblastiach. Ďalšia cieleňá podpora bola poskytnutá 4,3 mil. vidieckych

⁷⁷ Rezervný systém výraznejšie nakupoval aj materiály, napríklad neželezné kovy, špeciálnu oceľ, ropu a pod.

študentov, ktorých rodičia mali finančné problémy, a študentom poľnohospodárskych smerov. Mesačná podpora pre študentov-doktorandov sa zvýšila z 240 jüanov na 1 000 jüanov. Podpora výskumu vzrástla o 30 %, pričom popri podpore základného a aplikovaného výskumu to boli aj inovácie v podnikoch, a to prostredníctvom technologických inovačných fondov. Aplikácia vedeckého pohľadu na vývoj spoločnosti je deklarovaná ako pilier rozvoja podporovaný štátom a Komunistickou stranou Číny.

Rozpočtové výdavky na zdravotnú starostlivosť vzrástli o 49,5 %. Zdroje sa využili aj na reformu systému zdravotnej starostlivosti, kde je cieľom zaručiť základnú zdravotnú starostlivosť. Podporovala sa výstavba 34 000 nemocníc. Až 830 mil. obyvateľov bolo začlenených do nového systému vidieckej družstevnej zdravotnej starostlivosti a 180 mil. obyvateľov miest participovalo na základnom zdravotnom poistení pre nepracujúcich. Pomoc bola smerovaná dôchodcom zo zbankrotovaných štátnych podnikov, ktorí neboli zahrnutí do systému základného zdravotného poistenia. V Číne sa dotvára systém dôchodkového poistenia.

Výdavky na politiku zamestnanosti vzrástli o 55 %. Významná bola podpora projektov verejných prác. Pomoc dostali podniky, ktoré sa ocitli v problémoch. Podnikom boli dané úľavy pri platbách sociálneho a penzijného poistenia. Významná bola politika podpory zamestnávania absolventov škôl, ako aj tých, ktorí sa rozhodli podnikat' ako samozamestnávateľa. Tréningové programy sa sústredili na nezamestnaných, najmä viac ako 20 mil. vidieckych migrantov, ktorí sa vrátili z miest do svojich obcí.

Výdavky na výstavbu sociálnych bytov vzrástli o 203 %. Sociálne byty boli určené pre 2,6 mil. rodín s nízkymi príjmami v mestských oblastiach. Na vidieku sa podporovala obnova domov pre 800 tis. domácností. Zvláštnosťou je projekt výstavby domov pre 92 tis. rodín nomádov.

Výdavky na ochranu životného prostredia vzrástli o 10 %. Na úspory energie a zníženie emisií sa vyčerpalo 57 mld. jüanov. Zo štátneho rozpočtu bola podporená výstavba 13 800 km kanalizačného potrubia v mestských oblastiach.

Vo financovaní infraštruktúry má prioritu doprava. Železničná sieť sa buduje v západných regiónoch. Na vidieku sa stavia a rekonštruje 380 000 km ciest. Prioritu má podpora verejnej osobnej dopravy.

Samostatná pozornosť sa venuje obnove a rekonštrukcii zemetrasením postihnutého regiónu Wenchuan – je zameraná na bývanie, infraštruktúru, verejné služby, priemyselné podniky a ekosystém. Situáciu zhoršuje skutočnosť, že podniky počas rekonštrukcie a premiestňovania výrobných závodov majú v súvislosti s krízou problémy s prerušovaním uzatvorených kontraktov a s odložením dodávok.

Zahraničnoobchodné vzťahy Slovensko – Čína

Čína patrí medzi krajiny, s ktorými má Slovensko najvyšší obchodný deficit. Zahraničný obchod medzi Slovenskom a Čínou zaznamenal výraznú zmenu v roku 2009, keď pri poklese dovozu o 20 % a raste vývozu zo Slovenska o 27 % dosiahol deficit obchodnej bilancie 1,7 mld. eur, čo predstavuje pokles deficitu v porovnaní s rokom 2008 o 659 mil. eur (tab. 5.2). Podiel Číny na celkovom dovoze do SR mierne vzrástol z 5,5 % na 5,8 % a podiel Číny na slovenskom vývoze vzrástol z 0,9 % na 1,4 %. Nerovnováha v obchodnej výmene sa znížila, ale dovoz z Číny bol 4,1-krát vyšší ako vývoz zo Slovenska do Číny (v roku 2008 to bol 6,4-násobok). Hodnota skutočného vývozu zo Slovenska do Číny sa však odlišuje od údajov uvádzaných v oficiálnej štatistike, pretože časť výrobkov vyvázaných do krajín EÚ a CEFTA sa rôznymi kanálmi následne dostáva do Číny a naopak, aj dovoz čínskych výrobkov prichádza cez rôznych sprostredkovateľov.

Tabuľka 5.2

Zahraničný obchod SR s ČĽR v rokoch 2008 a 2009

	Import v mil. eur	Export v mil. eur	Import/export	Saldo v mil. eur
2008	2 788	433	6,4	-2 355
2009	2 247	551	4,1	-1 696

Prameň: MH SR <<http://www.economy.gov.sk>>.

Základnými problémami firiem exportujúcich do Číny sú veľká konkurencia na čínskom trhu a vysoké náklady pri vstupe. Bariérou zostáva protekcionistická obchodná politika, byrokracia, netransparentnosť a korupcia. Problémy s čínskymi partnermi vyplývajú z osobných vzťahov, nedodržiavania práv

duševného vlastníctva, odlišného spôsobu rokovania, jazyka komunikácie, neobornosti a nespoľahlivosti čínskych partnerov, včasného neuhrádzania platieb, voľných zmlúv a riešenia sporov (Pleschová, 2008).

Konkurencieschopnosť v medzinárodnom porovnaní

Podľa hodnotenia IMD (2010) sa Čína v medzinárodnom porovnaní konkurencieschopnosti umiestnila na 18. mieste z 58 porovnávaných krajín. Vysoko je hodnotená veľkosť ekonomiky, najväčší trh práce na svete (790 mil. pracujúcich) a dobrý stav verejných financií. Pozíciu krajiny zhoršuje stav zdravotníctva, životného prostredia a vzdelávania, legislatíva a rozpočtová politika. Globálny index konkurencieschopnosti (WEF, 2010) radí Čínu na 29. miesto medzi 133 hodnotenými krajinami. V prípade Číny sa vysoko hodnotí makroekonomická stabilita, veľkosť domáceho trhu a podiel na zahraničných trhoch. Negatívne hodnotenie majú výdavky na zdravotníctvo, zdaňovanie, clá, regulácia začiatku podnikania a kapitálových tokov.

Budúci vývoj čínskej ekonomiky

Výhľad Svetovej banky (tab. 5.1) odhaduje rast HDP v Číne v roku 2010 vo výške 9,5 % a v roku 2011 okolo 8,5 %. Vysoký rast by v štandardnej krajine implikoval úvahy o riziku prehriatia ekonomiky a tak je pozoruhodné, ako sa čínska ekonomika dosiaľ vyrovnávala s potenciálnymi hrozbami. Potrebná je však zmena fiškálneho manažmentu, pretože problémom sú vysoké dlhy lokálnych vlád a z toho vyplývajúce finančné riziká. Existuje obava, že export a import čínskych výrobkov už nedosiahnu predkrízovú úroveň. To bude mať následne vplyv na výšku rozpočtových príjmov a výdavkov. Vzhľadom na nerovnosti v krajine bude potrebné zlepšiť spojenie ekonomického a sociálneho rozvoja. Týka sa to hlavne vidieckych oblastí (poľnohospodárstvo, farmári), vzdelávania, vedy a techniky, zamestnanosti, sociálneho zabezpečenia, sociálnych bytov, zdravotnej starostlivosti, úspor energie, zníženia emisií, rozvoja etnických menšín a prihraničných oblastí. Všetky tieto politiky budú klásť vysoké nároky na verejné financie. Fiškálna politika sa sústreďí na zníženie daňového zaťaženia, aby sa podporili investície

podnikov a zvýšila sa spotreba domácností. Preferenčné dane budú platiť malé podniky s nízkym ziskom. Vysokou prioritou je odstránenie, resp. znížovanie chudoby a zvýšenie životnej úrovne obyvateľstva na vidieku.

Čínska vláda nepripúšťa radikálne zmeny, preto sa pozitívne hodnotí už i tá skutočnosť, keď sa pristúpi k inštitucionálnej zmene ako predpokladu podstatnejšej zmeny v budúcnosti. Ekonomický rast a zmeny prirodzeným spôsobom prinášajú rast domácej spotreby a to je cesta k zníženiu nerovnováh vo svetovom obchode.

Čína nechce čeliť klimatickým zmenám za cenu obetovania svojho ekonomického rozvoja a pokračovania života v chudobe a zaostalosti. Ide skôr cestou zachovania rozumného priestoru na produkciu emisií na základe rozvoja a uspokojovania základných životných potrieb obyvateľov. Čína presadzuje uplatnenie princípu spoločnej, avšak rozdielnej zodpovednosti (Interview, 2009).

Medzinárodné postavenie Číny je čoraz silnejšie. Čína sa prezentuje usporadúvaním veľkých medzinárodných podujatí (napr. svetová výstava Expo v Šanghaji). Výrazné je jej angažovanie v Afrike. Čína poskytne africkým krajinám nízko úročené úvery v hodnote 10 mld. USD a najchudobnejším africkým štátom chce dlhy úplne odpísať. Svoj hospodársky záujem podporí poskytnutím zdravotníckych zariadení, pomôckami na boj proti malárii, vyškolením 3 000 lekárov a zdravotných sestier. Spoluprácu v oblasti potravinovej bezpečnosti by malo zvýšiť 50 tímov špecializujúcich sa na poľnohospodárske technológie, ktoré Čína vyšle do Afriky, a zároveň vyškolí 2 000 pracovníkov. Čína plánuje postaviť 50 nových škôl a vyškoliť 1 500 učiteľov. Do roku 2012 zvýši počet štipendií pre afrických študentov na 5 500.

Vysoké vládne výdavky sú potenciálnym rizikom do budúcnosti. Úverová expanzia sa môže preliať do vysokého podielu zlých úverov, či už v súvislosti s ich alokáciou alebo zhoršením podmienok pri ich splácaní v prípade rastu úrokových sadzieb. Budúcnosť ukáže, ako rozumné boli urýchlené investície v čase krízy. Výrazný vplyv expanzívnej menovej politiky sa v roku 2009 prejavil v raste cien nehnuteľností. Vysoké investície generovali rast dovozu technológií a surovín. Je otázkou, ako spomalenie úverovej expanzie ovplyvní udržateľnosť vysokého rastu čínskej ekonomiky.

Čínsky parlament formuloval 3 základné oblasti, ktoré budú limitovať udržateľný rozvoj v krajine (NPC, 2010c):

1. technologické zmeny v podnikoch, ktoré sa musia sústrediť na znižovanie spotreby energie a recykláciu;
2. inovácie, výskum a vývoj technologicky náročných výrobkov;
3. zelená a nízkouhlíková ekonomika a podpora nových oblastí ekonomického rastu.

Európska únia a jej členské štáty musia reagovať na silnejúci vplyv Číny v medzinárodných vzťahoch. Globálne implikácie vyplývajúce z vývoja v Číne je potrebné využiť na hľadanie rovnováhy vo svetovej ekonomike.

II.

GLOBÁLNA FINANČNÁ A HOSPODÁRSKA KRÍZA A JEJ VPLYV NA VÝVOJ SVETOVÉHO OBCHODU

6. DÔSLEDKY VPLYVU GLOBÁLNEJ FINANČNEJ A HOSPODÁRSKEJ KRÍZY NA VÝVOJ SVETOVÉHO OBCHODU

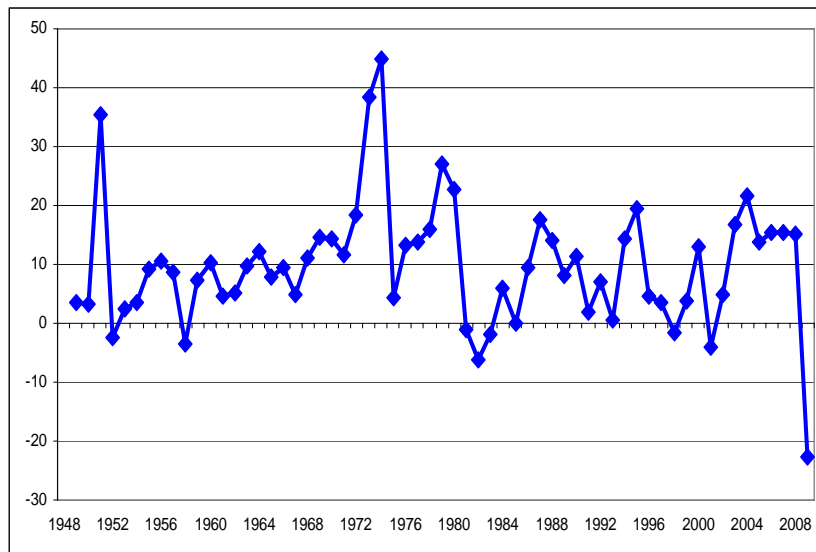
V nadväznosti na minuloročnú analýzu vplyvu finančnej a hospodárskej krízy na vývoj svetového obchodu, ktorú sme spracovali na základe dostupných údajov, možno potvrdiť, že svetový obchod v dôsledku spomínanej krízy utrpel v roku 2009 značný pokles, väčší ako sa očakávalo. Samozrejme, prvé indície o poklese globálneho obchodu boli zaznamenané už v druhej polovici roka 2007, po začatí špirály finančných problémov na americkom finančnom trhu, no naplno sa pokles prejavil až v nasledujúcom roku 2008. Z epicentra globálneho finančného a ekonomického kolapsu (USA) sa kríza veľmi rýchlo rozšírila na celý svet buď priamo prostredníctvom finančných trhov, alebo nepriamo poklesom dopytu, najmä na západných trhoch, a následne poklesom produkcie a vývozu.

Z hľadiska objemu, svetový obchod utrpel v minulom roku (2009) najväčší pokles za posledných 70 rokov (WTO, marec 2010). Prudký pokles jeho objemu o 12 % a hodnoty o 23 % bol väčší ako ekonómovia v mnohých medzinárodných inštitúciách predpokladali. Dôvody takéhoto poklesu sú viaceré. Jedným z nich je prijatie protekcionistických opatrení, ale hlavným dôvodom je, samozrejme, prudký pokles globálneho dopytu.

Z grafu 6.1 vidíme jasné prepady svetového obchodu z hľadiska hodnoty, ktoré nastali v období 1948 – 2009. Jednoznačne najväčší prepád bol v roku 2009 (–23 %). Ak sa pozrieme na vývoj medziročného rastu svetového obchodu z hľadiska objemu, ten je odlišný, pretože ukazuje skutočný rast, resp. pokles tokov tovaru bez ohľadu na vývoj ceny komodít, resp. tovarov a hodnoty svetových mien. Kým napríklad v roku 1975, po prvom ropnom šoku, objem svetového obchodu zaznamenal negatívny rast (–7 %), svetový obchod z hľadiska hodnoty zaznamenal pozitívny nárast (4,4 %). V roku 1982, po druhom ropnom šoku, svetový obchod z hľadiska objemu zaznamenal negatívny rast (–2 %), no z hľadiska hodnoty zaznamenal ešte hlbší negatívny rast (–6,3 %). V roku 2009 však objem svetového obchodu zaznamenal negatívny rast až –12 %, čo je najväčší prepád v celom sledovanom období.

Graf 6.1

Medziročný rast hodnoty svetového exportu tovarov (v %, 1948 – 2009)



Prameň: Vlastné spracovanie na základe údajov WTO online database <www.wto.org>.

Po znížení majetku fyzických a právnických osôb, spôsobenom recesiou, došlo k logickému zníženiu výdavkov na nákup tovarov, najmä spotrebných a investičných tovarov, ktoré nie sú nevyhnutné pre každodenný život.

Podľa ekonómov medzinárodnej obchodnej organizácie (WTO) k poklesu svetového obchodu viedol pokles dopytu po niektorých komoditách (železo, oceľ atď.). Pokles dopytu po železe a oceli bol spojený s recesiou v stavebnom sektore v krajinách, ako napríklad USA, Veľká Británia, Írsko a Španielsko, kde realitný trh pred krízou zaznamenal boom. Túto myšlienku podporuje skutočnosť, že podiel niektorých produktov na svetovom obchode je veľký v porovnaní s ich podielom na celkovom svetovom outpute, v dôsledku čoho zníženie dopytu po týchto výrobkoch má väčší vplyv na obchod ako na hrubý domáci produkt.

Tabuľka 6.1

Štvrťročný rast svetového obchodu priemyselných výrobkov od 1. Q 2008 do 3. Q 2009 (v %) podľa hodnoty v b. c. USD

	1. Q 2008	2. Q 2008	3. Q 2008	4. Q 2008	1. Q 2009	2. Q 2009	3. Q 2009
<i>Spracovateľský priemysel</i>	15,7	18,6	13,2	-10,4	-27,6	-29,8	-21,5
Železo a oceľ	14,6	27,0	42,7	5,4	-37,3	-54,7	-55,0
Chemikálie	19,3	24,5	21,7	-5,9	-23,5	-24,4	-16,6
Kancelárske a telekomunikačné zariadenia	10,0	13,2	7,2	-13,9	-28,4	-22,2	-15,3
Automobilové produkty	15,3	15,8	3,4	-26,0	-46,9	-45,6	-28,6
Priemyselné stroje	21,9	22,7	15,7	-7,3	-28,8	-36,0	-31,9
Textil	10,3	8,9	3,4	-12,8	-26,9	-26,8	-17,3
Odev	10,3	11,4	7,9	-2,5	-10,4	-15,5	-12,1

Prameň: WTO Secretariat (2010) <www.wto.org>.

Z tabuľky 6.1 je evidentné, že výrobky, ktoré mali pred vyvrcholením krízy najvyšší rast vo 4. kvartáli 2008 a v troch kvartáloch 2009, zaznamenali najväčší pokles. Napríklad železo a oceľ zaznamenali v roku 2009 negatívny rast od 37,3 % až po 55 %. Nasledovali ich automobilové výrobky s negatívnym rastom od 28 % až 47 %.

Ďalším faktorom obrovského poklesu globálneho obchodu je rozšírenie dodávateľských reťazcov; v dôsledku toho tovar počas produkčného procesu viackrát prechádza národnými hranicami, kým sa dostane do svojej finálnej destinácie. Štatistika obchodu s tovarmi totiž zaznamená hodnotu tovaru pri každom jeho prechode národnými hranicami a pri agregovaní dát do konečného čísla pre svetový obchod sa toto číslo zväčšuje, keďže dochádza k dvojitému zúčtovaniu (WTO Secretariat, 2010).

V tejto súvislosti Pascal Lamy (2010) v jednej zo svojich prednášok zdôraznil, že tento nezdravý rast svetového obchodu je odrazom medzinárodnej fragmentácie výroby a nárastu obchodu s medziproduktmi. Zníženie transportných nákladov, revolúcia v informačných technológiách a čoraz viac otvorené hospodárske politiky, to všetko zjednodušilo rozdelenie produkcie v celom rade krajín.

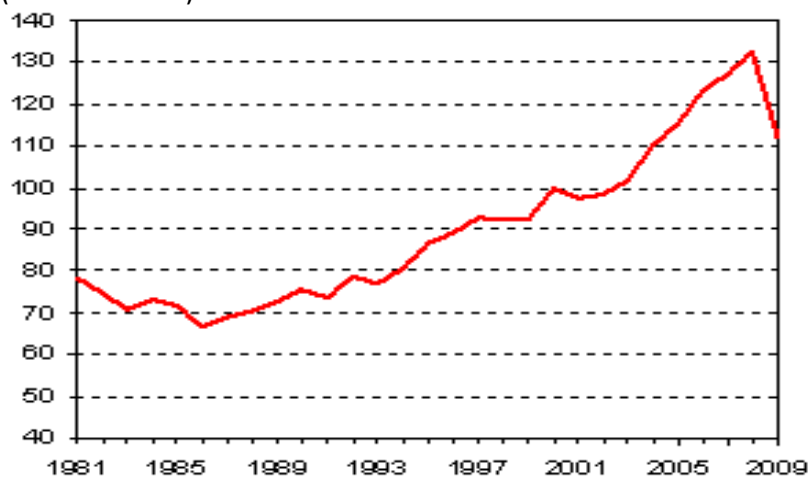
Časti a komponenty tvoriace finálny produkt sú vyrobené v rôznych krajinách po celej zemeguli, mnohé z nich sú rozvojové. Tieto medziprodukty môžu prechádzať národné hranice viackrát pred ich skompletizovaním do

podoby finálneho výrobku. Niektoré tovary medzinárodného obchodu tvoria v realite intrafiremný obchod – výmenu medzi produktov a tovarov na spracovanie medzi podnikmi, ktoré patria k tej istej spoločnosti. Tým, že každá krajina, ktorá je členom dodávateľského reťazca, sa špecializuje buď na časti, alebo komponenty, v ktorých má komparatívnu výhodu, internacionalizácia dodávateľských reťazcov vytvára ohromné ekonomické výhody.

Tento rast v obchode s časťami a komponentmi znamená, že dovozná štatistika budú stupeň konkurencie prichádzajúcej od jedného z obchodných partnerov nadhodnocovať. V teórii medzinárodného obchodu sa obchod s tovarom vníma ako substitút pre pohyb výrobných faktorov. Preto sa dovoz tovarov z krajiny obchodného partnera považuje za dodatočnú ponuku pracovnej sily a kapitálu partnerskej krajiny, ktorými konkuruje pracovnej sile a podnikateľom dovážajúcej krajiny. Ale podiel pridanej hodnoty na výrobných faktoroch pôvodnej krajiny v obchodovaných výrobkoch je výrazne nižší ako v minulosti (Lamy, 2010).

Graf 6.2

Pomer svetového exportu tovarov a služieb a HDP v období 1981 – 2009
(index 2000 = 100)



Prameň: WTO Secretariat (2010) <www.wto.org>.

Táto hypotéza sa vzhľadom na nedostatok údajov dá ťažko potvrdiť či overiť. Potvrďuje ju ale skutočnosť, že svetový export rástol rýchlejšie ako HDP od začiatku 80. rokov a v roku 2009 klesol rýchlejšie ako HDP.

Pokles vo všetkých regiónoch

Ďalším faktorom, ktorý urýchlil kolaps svetového obchodu v roku 2009, je jeho synchronizovaná povaha. Export a import totiž klesol približne v rovnakom čase vo všetkých regiónoch sveta. V predchádzajúcich kolapsoch svetového obchodu boli podmienky zmiernené tým, že pokles v jednom regióne bol kompenzovaný rastom v druhom regióne.

Možno povedať, že k synchronizovanému poklesu prispela interdependencia regiónov, informačné technológie a rozšírená sieť dodávateľských reťazcov. Tieto faktory umožňujú producentom v jednom regióne promptne reagovať na zmeny podmienok na trhu iných regiónov, či už v prospech globálneho, resp. národného blahobytu, a to efektívnym využívaním zdrojov, alebo v neprospech rastu svetového obchodu ako prirodzená reakcia na danú ekonomickú situáciu a minimalizovanie rizík z nej vyplývajúcich.

Kolaps svetového obchodu v roku 2009 bol charakteristický poklesom objemu exportu a importu tovarov vo všetkých regiónoch sveta bez rozdielu. Meradlo podľa objemu je oveľa zreteľnejšie, pretože predstavuje skutočný vyvezený či dovezený objem tovarov bez ohľadu na vývoj hodnoty hlavných svetových mien, v ktorých boli tovary či komodity denominované.

Z hľadiska exportu tovarov najväčší pokles zaznamenalo v roku 2009 Japonsko (-24,9 %), potom nasledovala EÚ (-14,8 %) a USA (-13,9 %). Najdynamickejší región na svete Ázia a Čína zaznamenali pokles (-11,1 % a -10,5 % v uvedenom poradí). Najnižší rast sa dosiahol v regiónoch Stredného východu a Afriky a to -4,9 % a -5,6 % v uvedenom poradí (WTO, 2010).

Z hľadiska importu najväčší pokles zaznamenalo Spoločenstvo nezávislých štátov (SNŠ) -20,2 % a nasledoval región Južnej a Strednej Ameriky -16,5 %. Najväčšie ekonomiky sveta USA, EÚ a Japonsko zaznamenali pokles (-16,5 %; -14,5 % a -12,8 %) (WTO, 2010).

Tabuľka 6.2

Rast svetového exportu tovarov podľa regiónov (v %)

	Export					Import				
	hodnota	ročná zmena v %				hodnota	ročná zmena v %			
	2009	2005 až 2009	2007	2008	2009	2009	2005 až 2009	2007	2008	2009
Svet	12 147	4	16	15	-23	12 385	4	15	16	-24
Severná Amerika	1 602	2	11	11	-21	2 177	-1	6	8	-25
USA	1 057	4	12	12	-18	1 604	-2	5	7	-26
Kanada	316	-3	8	9	-31	330	1	9	7	-21
Mexiko	230	2	9	7	-21	242	1	10	10	-24
Južná a Stredná Amerika ¹	461	6	14	21	-24	444	10	25	30	-25
Brazília	153	7	17	23	-23	134	15	32	44	-27
Ostatná Južná a Stredná Amerika ¹	308	6	13	20	-24	311	9	23	25	-25
Európa	4 995	3	16	11	-23	5 142	3	16	12	-25
EÚ 27	4 567	3	16	11	-23	4 714	3	16	12	-25
Nemecko	1 121	4	19	9	-22	931	5	16	12	-21
Francúzsko	475	1	11	9	-21	551	2	14	14	-22
Holandsko	499	5	19	16	-22	446	5	18	18	-23
Veľká Británia ²	351	-2	-2	5	-24	480	-2	4	2	-24
Taliansko	405	2	20	8	-25	410	2	16	8	-26
SNS	452	7	21	35	-36	332	11	35	32	-33
Ruská federácia ³	304	6	17	33	-36	192	11	36	31	-34
Afrika	379	5	18	28	-32	400	12	23	27	-16
Južná Afrika	63	5	20	16	-22	72	4	12	12	-28
Afrika bez Južnej Afriky	317	5	17	31	-33	328	14	27	32	-13
Exportéri ropy ⁴	204	3	17	34	-40	129	16	29	39	-11
Exportéri neropných produktov	113	9	16	23	-17	199	13	27	28	-14
Stredný východ	691	6	16	33	-33	493	10	25	28	-18
Ázia	3 566	6	16	15	-18	3 397	6	15	21	-21
Čína	1 202	12	26	17	-16	1 006	11	21	18	-11
Japonsko	581	-1	10	9	-26	551	2	7	23	-28
India	155	12	23	30	-20	244	14	29	40	-24
Novoindustrializované krajiny (4) ⁵	853	4	11	10	-17	834	4	11	17	-24
Rozvojové krajiny	4 697	7	17	19	-22	4 432	8	19	22	-20
MERCOSUR	217	7	18	24	-22	186	13	31	41	-28
ASEAN	814	6	12	14	-18	724	5	13	21	-23
EÚ 27 extraregionálny obchod	1 525	4	17	13	-21	1 672	3	16	17	-27
Menej rozvinuté krajiny (LDCs)	125	11	25	32	-27	144	13	24	29	-11

¹ Vrátane Karibiku.

² Ročná zmena v roku 2007 je ovplyvnená znížením obchodu spojeného s podvodnou deklaráciou DPH (bližšie pozri WTO Release, April 2010).

³ Dovoz na báze F. O. B.

⁴ Alžírsko, Angola, Kamerun, Čad, Kongo, Rovníková Guinea, Gabon, Líbya, Nigéria, Sudán.

⁵ Hongkong; Čína; Kórejská republika; Singapur a Čínsky Taipei.

Prameň: WTO Secretariat (2010).

Svetový obchod podľa nominálnej hodnoty USD

Prepad svetového obchodu z nominálneho hľadiska bol v roku 2009 takmer dvojnásobne väčší ako z hľadiska objemu. Kým svetový export tovarov v roku 2009 dosiahol 12,15 bil. USD, čo predstavuje pokles o 23 % v porovnaní s predchádzajúcim rokom, svetový export komerčných služieb dosiahol 3,13 bil. USD, čo v porovnaní s predchádzajúcim rokom predstavuje pokles len o 13 %.

Tabuľka 6.3

Svetový export tovarov a komerčných služieb podľa kategórií v období 2005 – 2009 (v mld. USD a ročná percentuálna zmena)

	Hodnota v mld. USD	Ročná percentuálna zmena			
	2009	2005 – 2009	2007	2008	2009
<i>Tovar</i>	12 147	4	16	15	-23
<i>Komerčné služby</i>	3 312	7	20	12	-13
Transport	704	5	20	16	-21
Cestovanie	854	6	15	11	-11
Ostatné komerčné služby	1 754	10	23	12	-10

Prameň: WTO Secretariat (2010).

Svetový obchod si v roku 2009 zapísal nové javy a zmeny vo svojom historickom vývoji. Svetový obchod tovarov zaznamenal napríklad najväčší prepád od čias druhej svetovej vojny. Rovnako vo svetovom obchode s komerčnými službami došlo k najväčšiemu poklesu od roku 1983. Z teritoriálneho hľadiska sa Čína v roku 2009 stala napriek poklesu v ročnom raste exportu (-10,5 %) najväčším exportérom sveta, keď jej export predstavoval hodnotu 1,2 bil. USD, a tým predbehla Nemecko ako dlhoročného lídra v globálnom exporte.

Najväčší pokles v roku 2009 z hľadiska nominálnej hodnoty USD zaznamenali regióny exportujúce ropu, ako napríklad SNŠ, Stredný východ a Afrika, a to -36 %, -33 % a -32 %⁷⁸ v uvedenom poradí. Tento značný

⁷⁸ Africké štáty exportujúce ropu (Alžírsko, Angola, Kamerun, Čad, Kongo, Rovníková Guinea, Gabon, Líbya, Nigéria a Sudán) zaznamenali v roku 2009 pokles v exporte -40 %.

pokles bol spôsobený prudkým poklesom cien ropy v porovnaní s cenami predchádzajúceho roka, keď sa nakrátko vyšplhali na 146 USD/barel, pričom táto komodita predstavuje ich hlavný vývozný artikel.

Exportná výkonnosť vybraných rozhodujúcich ekonomík

Hospodárska kríza v roku 2009 hlboko postihla všetky ekonomiky bez výnimky, avšak miera intenzity konečného dosahu bola diferencovaná vzhľadom na odlišnosť a intenzitu štátmi implementovaných záchranných balíkov. Miera dôsledkov medzinárodnej hospodárskej krízy sa prejavila aj v poklese exportnej výkonnosti jednotlivých ekonomík.

Nemecko, tradične najväčší exportér na svete, zaznamenalo v roku 2009 značný pokles v exporte tovarov, a to z vyše 1,4 bil. USD v roku 2008 na vyše 1,1 bil. USD v roku 2009. Prudký pokles exportu Nemecka v poslednom štvrtroku 2008 pokračoval v prvom a druhom štvrtroku 2009 a prejavoval sa v celkovo nízkej ročnej exportnej výkonnosti krajiny. V dôsledku toho Nemecko v roku 2009 stratilo pozíciu najväčšieho exportéra na svete a došlo k poklesu jeho podielu na svetovom exporte z 9,1 % na 9 %.

Čínska ekonomika zaznamenala tiež prudký pokles v exporte už vo štvrtom štvrtroku 2008, ktorý pokračoval aj v prvom štvrtroku 2009. Avšak v druhom štvrtroku 2009 krajina zaznamenala oživenie a pokračovala v rýchlom raste, keď v poslednom štvrtroku 2009 dosiahla takmer úroveň druhého štvrtroku 2008. Tento rýchly rast zapríčinil, že čínska ekonomika predstihla nemeckú ekonomiku a v roku 2009 dosiahla pozíciu najväčšieho exportéra na svete s hodnotou vyše 1,2 bil. USD, čo znamená rast jej podielu na svetovom obchode z 8,9 % v roku 2008 na 9,6 % v roku 2009.

Z hľadiska importu najväčším importérom sveta ostávajú Spojené štáty americké, napriek poklesu ich podielu na celkovom svetovom dovoze, a to z 13,2 % na 12,7 %. Čínska ekonomika expandovala aj z hľadiska importu v roku 2009, keďže podiel jej importu na celkovom svetovom importe sa zvýšil zo 6,9 % v roku 2008 na 8 % v roku 2009, čo ju vynieslo na pozíciu druhého najväčšieho importéra na svete.

Tabuľka 6.4

Najvýznamnejší exportéri tovarov na svete v rokoch 2008 a 2009 (v mld. USD)

2008					2009				
miesto	exportér	hodnota	podiel	ročná zmena (v %)	miesto	exportér	hodnota	podiel	ročná zmena (v %)
1.	Nemecko	1 465	9,1	11	1.	Čína	1 202	9,6	-16
2.	Čína	1 428	8,9	17	2.	Nemecko	1 121	9,0	-22
3.	USA	1 301	8,1	12	3.	USA	1 057	8,5	-18
4.	Japonsko	782	4,9	10	4.	Japonsko	581	4,7	-26
5.	Holandsko	634	3,9	15	5.	Holandsko	499	4,0	-22
6.	Francúzsko	609	3,8	10	6.	Francúzsko	475	3,8	-21
7.	Taliansko	540	3,3	10	7.	Taliansko	405	3,2	-25
8.	Belgicko	477	3,0	10	8.	Belgicko	370	3,0	-22
9.	Ruská federácia	472	2,9	33	9.	Kórejská republika	364	2,9	-14
10.	Veľká Británia	458	2,8	4	10.	Veľká Británia	351	2,8	-24
11.	Kanada	456	2,8	8	11.	Hongkong, Čína	330	2,6	-11
						domáci export ¹	15	0,1	-9
						reexport ¹	314	2,5	-11
12.	Kórejská republika	422	2,6	14	12.	Kanada	316	2,5	-31
13.	Hongkong, Čína	370	2,3	6	13.	Ruská federácia	304	2,4	-36
	domáci export	17	0,1	-					
	reexport	353	2,2	-					
14.	Singapur	338	2,1	13	14.	Singapur	270	2,2	-20
	domáci export	176	1,1	13		domáci export	138	1,1	-21
	reexport	162	1,0	13		reexport	132	1,1	-19
15.	Saudská Arábia ¹	329	2,0	40	15.	Mexiko	230	1,8	-21
16.	Mexiko	292	1,8	7	16.	Španielsko	218	1,7	-23
17.	Španielsko	268	1,7	6	17.	Čínsky Taipei	204	1,6	-20
18.	Čínsky Taipei	256	1,6	4	18.	Saudská Arábia ¹	189	1,5	-40
19.	Spojené arabské emiráty ¹	232	1,4	28	19.	Spojené arabské emiráty ¹	175	1,4	-27
20.	Švajčiarsko	200	1,2	16	20.	Švajčiarsko	173	1,4	-14

¹ Odhad Sekretariátu WTO.

Prameň: WTO Secretariat (2010).

Tabuľka 6.5

Najvýznamnejší importéri tovarov na svete v rokoch 2008 a 2009 (v mld. USD)

2008					2009				
miesto	importér	hodnota	podiel	ročná zmena (v %)	miesto	importér	hodnota	podiel	ročná zmena (v %)
1.	USA	2 166	13,2	7	1.	USA	1 604	12,7	-26
2.	Nemecko	1 206	7,3	14	2.	Čína	1 006	8,0	-11
3.	Čína	1 133	6,9	19	3.	Nemecko	931	7,4	-21
4.	Japonsko	762	4,6	22	4.	Francúzsko	551	4,4	-22
5.	Francúzsko	708	4,3	14	5.	Japonsko	551	4,4	-28
6.	Veľká Británia	632	3,8	1	6.	Veľká Británia	480	3,8	-24
7.	Holandsko	574	3,5	16	7.	Holandsko	446	3,5	-23
8.	Taliansko	556	3,4	10	8.	Taliansko	410	3,2	-26
9.	Belgicko	470	2,9	14	9.	Hongkong, Čína spotrebovaný import ¹	353	2,8	-10
10.	Kórejská republika	435	2,7	22	10.	Belgicko	351	2,8	-25
11.	Kanada	418	2,5	7	11.	Kanada	330	2,6	-21
12.	Španielsko	402	2,5	3	12.	Kórejská republika	323	2,6	-26
13.	Hongkong, Čína spotrebovaný import	393	2,4	6	13.	Španielsko	290	2,3	-31
14.	Mexiko	323	2,0	9	14.	Singapur spotrebovaný import ²	246	1,9	-23
15.	Singapur spotrebovaný import ²	320	1,9	22	15.	India	244	1,9	-24
16.	Ruská fed. ³	292	1,8	31	16.	Mexiko	242	1,9	-24
17.	India	292	1,8	35	17.	Ruská fed. ³	192	1,5	-34
18.	Čínsky Taipei	240	1,5	10	18.	Čínsky Taipei	175	1,4	-27
19.	Poľsko	204	1,2	23	19.	Austrália	165	1,3	-17
20.	Turecko	202	1,2	19	20.	Švajčiarsko	156	1,2	-15

¹ Odhad Sekretariátu WTO.

² Singapurský spotrebovaný import je definovaný ako import mínus reexport.

³ Import na báze F. O. B.

Prameň: WTO Secretariat (2010).

Vplyv krízy na vývoj cien komodít

Súčasná ekonomická kríza je najglobalizovanejšiou krízou v posledných minimálne 60 rokoch. Postihla nielen krajiny priamo spojené finančnými transakciami, ale aj iné krajiny v dôsledku poklesu dopytu po ich výrobkoch či komoditách. Niektorí ekonómovia tvrdia, že vysoká špecializácia vývozu primárnych komodít nie je z dlhodobého hľadiska na prospech rozvojových krajín, iní zase tvrdia, že pretrvávajúce vysokých cien komodít znižuje relevantnosť klasického štýlu východoázijských tigrov, t. j. stratégie zameranej na industrializáciu.

Špecializácia rozvojových krajín na primárne komodity, i keď postupne klesá, stále zostáva vysoká. V súčasnosti tieto komodity tvoria v priemere viac ako 60 % celkového exportu tovaru rozvojových krajín v porovnaní s 90 % v 60. rokoch (Brahmbhatt – Canuto, 2010).

Po cenovom boome v podstate od roku 2003 do 2008 ceny primárnych komodít zaznamenali v roku 2009 dramatický pád. Cenový index komodít Medzinárodného menového fondu (MMF) už v decembri 2008 zaznamenal pokles o 55 % oproti júlu toho istého roka, čo je bezprecedentná úroveň pre viaceré komodity v takom krátkom čase (pozri IMF, apríl 2009).

Ceny niektorých komodít začali klesať už začiatkom druhého štvrťroka 2008, najmä po uverejnení vyhládok západných ekonomík, keď sa predpokladalo zníženie ekonomických aktivít. Na druhej strane, prvý pokles cien primárnych komodít sa dostavil súčasne s vyhládkami rozvojových a novotržových ekonomík, ktoré predpokladali odolnosť svojich ekonomík voči finančným a ekonomickým turbulenciám v západných krajinách.

Ako je vidieť v tabuľke 6.6, pokles cien jednotlivých komodít bol v roku 2008 diferencovaný. Najväčší pokles počas šiestich mesiacov roka 2008 zaznamenali ropa a obilie – okolo 77 % a 68 % v uvedenom poradí. Najmenší pokles, vyše 25 %, sa zaznamenal pri cenách zlata. Keď porovnáme pokles počas prvých šiestich mesiacov roka 2008 s najväčším poklesom v období 1970 – 2007, zistíme, že pokles cien komodít v roku 2008 bol jednoznačne väčší, s výnimkou jednej komodity (zlato) spomedzi ôsmich sledovaných komodít.

Tabuľka 6.6

Komparácia cenovej volatility komodít (týždenne v %)

	Šesťmesačná zmena			Štandardná odchýlka ¹			
	najväčšie šesťmesačné zníženie v roku 2008	najväčšie šesťmesačné zníženie v období 1970 – 2007 ²	rok	2008	najvyššia v období 1970 – 2007 ²	rok	priemer v období 1970 – 2007 ²
Ropa (WTI) ³	-76,8	-60,1	1986	18,4	16,1	1999	8,5
Hliník	-52,9	-33,4	1991	12,1	8,9	1994	5,6
Meď	-54,8	-52,6	1974	12,2	13,0	1974	6,7
Nikel	-68,0	-49,0	1990	23,6	17,7	2006	9,2
Obilie	-52,4	-51,8	1997	13,9	13,6	1988	7,6
Pšenica	-45,2	-38,0	1996	16,0	12,9	2007	6,4
Sója	-44,1	-51,3	2004	12,8	15,5	2004	6,3
Zlato	-25,4	-30,1	1981	8,7	13,3	1979	5,1

¹ Štandardná odchýlka týždennej zmeny v cenách komodít počas 12-mesačnej periódy.

² Použitá dáta sa začínajú v období 1983 – 2007 pre ropu; 1988 – 2007 pre hliník; 1979 – 2007 pre nikel, obilie, pšenicu a sóju.

³ WTI – West Texas Intermediate.

Prameň: IMF (apríl 2009).

Tabuľka 6.7

Vývoj reálnych cien komodít (reálne cenové indexy komodít, mesačne, priemer 1990 – 1999 = 100)

	December 2009	Vrchol v marci 2008	Dno vo februári 2009	Priemer 2000 – 2009
Cenový index komodít	172,1	230,6	123,2	133,6
Nepalivové	106,2	131,4	85,2	89,0
Potraviny	97,4	122,7	88,9	82,6
Nápoje	120,1	110,7	99,6	77,6
Priemyselné inputy	114,2	143,7	79,4	97,6
Poľnohospodárske suroviny	73,8	77,7	58,9	75,2
Kov	162,3	222,3	103,9	124,3
Palivo	271,9	380,9	180,7	201,1
Ropa	283,5	392,6	161,5	203,3

Prameň: IMF (apríl 2010).

Napriek tomuto vysokému prepadu cien komodít v roku 2009, ceny v porovnaní s predchádzajúcimi recesiami ostali v priemere vysoké. Potvrďuje to aj kalkulácia miery volatility reálnych cien komodít (tab. 6.8), ktorá v roku 2009 nebola odlišná od jej úrovne v období 2000 – 2009.

Tabuľka 6.8

Volatility reálnych cien komodít (v %) ¹

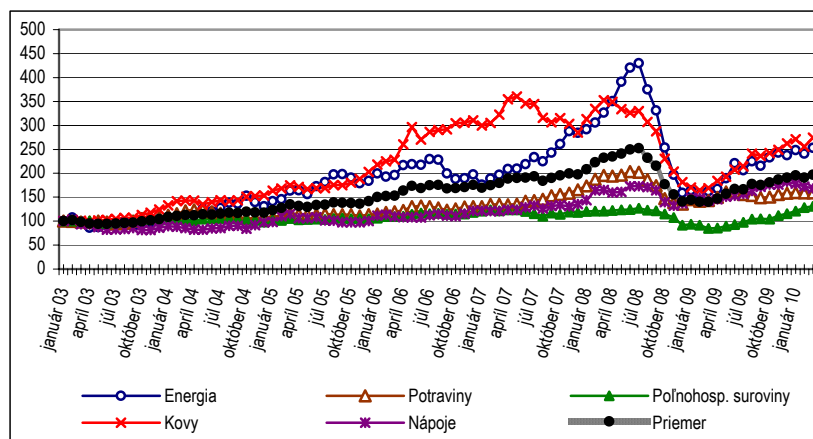
	2009	2008	2000 – 2009	1991 – 1999
Cenový index komodít	5,2	10,0	5,2	4,0
Nepalivové	2,7	6,0	2,8	1,7
Potraviny	3,8	6,2	3,2	2,2
Nápoje	3,0	7,0	4,6	6,0
Priemyselné inputy	4,1	6,4	3,7	2,2
Poľnohospodárske suroviny	4,1	4,4	3,1	2,7
Kov	5,2	8,1	4,9	3,7
Palivo	7,2	12,5	7,5	5,5
Ropa	8,5	13,9	8,8	9,2

¹ Volatilita je vypočítaná pomocou štandardnej odchýlky mesačných zmien v reálnych cenových indexoch komodít (deflované indexom spotrebiteľských cien v USA).

Prameň: IMF (apríl 2010).

Graf 6.3

Vývoj mesačných cenových indexov vybraných komodít (január 2003 = 100)



Prameň: Vlastné spracovanie na základe údajov IMF (2010).

Z grafu 6.3 je evidentné, že ceny komodít, napriek prudkému poklesu v predošlých rokoch, sa vo februári 2009 odrazili od dna a pokračovali vo vzostupe. Podľa cenového indexu uvedeného v grafe 6.3, dno, ku ktorému sa dostali ceny komodít v roku 2009, bolo na úrovni augusta 2005. Ceny komodít pokračovali v raste a v závere roka 2009, vďaka zvýšeniu cien ropy (viac ako 70 %) a kovov (okolo 60 %), cenový index vzrástol viac ako o 40 % od úrovne dna.

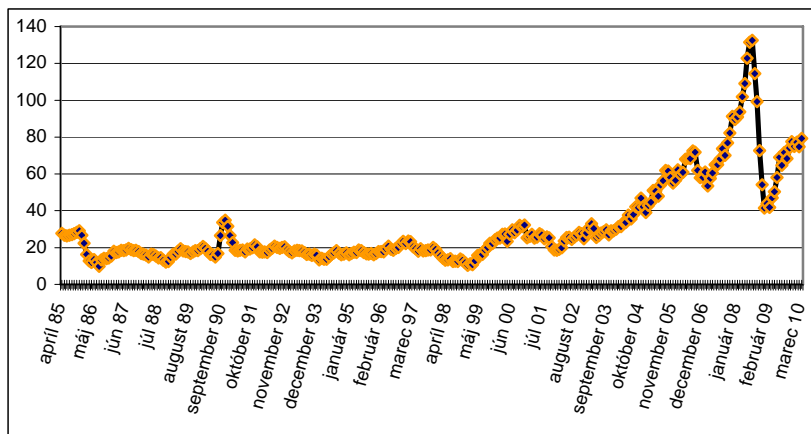
Ešte v roku 2008 sa predpokladalo, že cenový boom komodít pretrvá dlhšie ako predchádzajúce cenové boomy, čo potvrdilo aj jeho trvanie v počte mesiacov, resp. rokov. Nebyť finančnej a následne hospodárskej krízy, cenový cyklus by bol ešte v štádiu rozmachu, najmä pri niektorých komoditách. Ceny komodít totiž nie sú ovplyvňované priamo len trhovými podmienkami, ale aj inými faktormi, ako sú napríklad rastúca populácia, rast životnej úrovne obyvateľstva, špekulácie na komoditných burzách, geopolitické napätie, prírodné živly atď. Preto sa očakáva, že s postupným oživením globálneho outputu by sa ceny komodít znovu dostali do rýchlorastúceho trendu.

Vývoj cien ropy a zemného plynu

Vývoj cien ropy a zemného plynu bol v posledných troch rokoch veľmi dramatický a dynamický zároveň, najmä čo sa týka ceny ropy. Dramatický preto, lebo ceny ropy v tomto čase nielenže prekonal „psychologickú hranicu“ 100 USD, ale aj atakovali hranicu 150 USD/b (na báze ceny WTI). Následne, v priebehu troch mesiacov prudko padli na úroveň 30,8 % ceny v čase vrcholu (21,7 % na báze WTI).

Graf 6.4

Jednoduchý priemer spotových cien ropy WTI, Brent a Dubai Fateh (v USD/b)



Prameň: Vlastné spracovanie na základe údajov Indexmundi.com (apríl 2010).

V porovnaní s cenami ostatných komodít, ceny ropy už v druhej polovici roka 2008 zaznamenali najväčší prepád spomedzi sledovaných kľúčových komodít (pozri tab. 6.6). Prepád cien ropy pokračoval až do februára 2009. Tento cenový kolaps bol zapríčinený hlavne dvomi faktormi:

1. Nízky globálny dopyt po rope, ktorý sa prevratne prejavil v treťom štvrtroku 2008. Napriek rastu globálnej spotreby, ropa, ktorá rástla v prvom polroku okolo 0,8 miliónov barelov za deň (mb/d), v treťom štvrtroku klesla o 2,2 mb/d v porovnaní s rovnakým obdobím predchádzajúceho roka. Celkovo globálny dopyt po rope klesol v roku 2008 o 0,3 mb/d, čo je prvý pokles od začiatku 80. rokov. Pokles globálneho dopytu po rope bol jednoznačne atribuovaný poklesom dopytu v rozvinutých krajinách, najmä v USA (1,2 mb/d) a Japonsku (0,4 mb/d). K zastaveniu pádu cien ropy nepomohol ani pokračujúci (i keď v slabšom tempe) rast dopytu po rope v novotrhových a rozvojových krajinách.
Historický pád cien ropy z ich najvyššej úrovne v júli 2008 (133 USD/b) na 41 USD/b vo februári 2009 bol sprevádzaný signifikantým poklesom dopytu po tejto komodite hlavne v priemyselne vyspelých ekonomikách. Najvýraznejší pokles zaznamenala najväčšia ekonomika sveta USA, a to o 3,7 % v porovnaní s 5,9 % poklesom v predchádzajúcom roku. Európa ako celok zaznamenala v roku 2009 pokles v dopyte po rope o 5,4 % v porovnaní s predchádzajúcim rokom. Tento cenový pád sa napriek jeho relatívnej veľkosti nedostal ani na úroveň ceny zo septembra 2004. Celkovo svetový dopyt po rope v roku 2009 klesol o 1,3 mb/d, čo je 1,5 % v porovnaní s predchádzajúcim rokom. Tento pokles bol o niečo väčší, ako sa predpokladalo vzhľadom na vzťah medzi globálnym dopytom po rope a globálnym outputom (WEO, IMF, apríl, 2010, s. 33).
2. Produkcia ropy bola v treťom štvrtroku 2008 vyššia ako v rovnakom období roka 2007 vďaka vysokej produkcii ropy v štátoch OPEC-u. Produkcia OPEC-u bola v treťom štvrtroku o 1,2 mb/d vyššia v porovnaní s rovnakým obdobím v predchádzajúcom roku. Napriek tomu, že v októbri sa táto organizácia dvakrát rozhodla znížiť produkciu (v októbri o 1,5 mb/d a v decembri o 4,2 mb/d zo septembrovej úrovne), implementácia týchto rozhodnutí bola veľmi nízka vzhľadom na nedisciplinovanosť členov kartelu,

čo sa nakoniec prejavilo v celkovom znížení, ktoré v novembri dosiahlo úroveň len $-0,6$ mb/d.

Globálna produkcia ropy (na ročnom základe) bola v roku 2008 vyššia o $0,9$ mb/d v porovnaní s predchádzajúcim rokom, čo je dvojnásobné zvýšenie v porovnaní s rokom 2007 (IMF, apríl 2009). V dôsledku toho vysoká produkcia a klesajúci dopyt viedli k pôsobeniu trhového faktora a zvýšeniu tlaku na zníženie ceny ropy. V roku 2008 globálna ponuka v priemere prevyšovala dopyt o $0,7$ mb/d, čo viedlo k podstatnej akumulácii zásob na globálnej úrovni.

V roku 2009 bola celková svetová produkcia ropy na úrovni $84,8$ mb/d, čo predstavovalo pokles produkcie v porovnaní s predchádzajúcim rokom o $1,8$ %. Tento pokles bol predovšetkým zásluhou členských štátov OPEC-u, ktoré znížili produkciu o $6,4$ % v porovnaní s predchádzajúcim rokom. Členské štáty tejto organizácie mali mimoriadnu disciplínu pri dodržiavaní produkčnej kvóty, ktorá dosiahla vyše 70 %. Avšak nečlenské štáty OPEC-u (*Non-OPEC*) zaznamenali nárast produkcie o $1,5$ % v porovnaní s predchádzajúcim rokom, a to najmä vďaka nárastu produkcie v krajinách Spoločenstva nezávislých štátov, kde došlo k nárastu o 2 % (Rusko) a o $9,2$ % (ostatné krajiny SNŠ).

Vyhliadky ceny ropy v tomto roku smerujú k ďalšiemu nárastu cien tejto komodity, avšak intenzita nárastu závisí od viacerých faktorov, najmä od vývoja ekonomiky priemyselne vyspelých krajín a rozhodujúcich rozvíjajúcich sa ekonomík.

Keďže ceny ropy v roku 2009, v čase najhlbšej recesie, dosiahli v priemere okolo 62 USD/b a v prvom štvrtroku 2010 v priemere 77 USD/b, očakávame – ak nedôjde k dramatickým zmenám súčasného trendu vo svetovej ekonomike – že rast ceny tejto komodity bude naďalej pokračovať na ročný priemer približne 80 USD/b.

Ceny zemného plynu

Rastúci dopyt a rozšírenie transportných sietí vedú k väčšej integrácii trhu tak na úrovni regiónu, ako aj na medziregionálnej úrovni – i keď skutočný globálny trh zemného plynu charakterizovaný silným cenovým prepojením

medzi hlavnými regionálnymi trhmi je ešte ďaleko (WEO, IEA, 2009, s. 508). Hoci hlavné producentné krajiny sa snažia koordinovať svoje ťažobné politiky s cieľom udržať cenu zemného plynu na podľa nich prijateľnej úrovni.

Vzhľadom na to, že cenový mechanizmus zemného plynu sa líši od regiónu k regiónu, teda pravidlá nie sú stanovené tak ako pri cenách ropy na medzinárodných trhoch, je ťažké globálne ich porovnať s vývojom cien ropy. Avšak našou snahou je analyzovať vývoj cien zemného plynu aj pomocou váženého priemeru cien platných v hlavných regiónoch sveta.

Zhruba jedna tretina celosvetovo spotrebovaného plynu je účtovaná na úrovni veľkoobchodnej, na báze tzv. *gas-on-gas competition*,⁷⁹ jedna pätina je indexovaná na ropu (alebo rafinované produkty), okolo 40 % spotrebovaného plynu je predmetom priamej cenovej regulácie jednej alebo druhej formy a okolo jednej štvrtiny sa predáva za cenu nižšiu, ako sú náklady na dodávky (dotované ceny) (WEO, IEA, 2009).

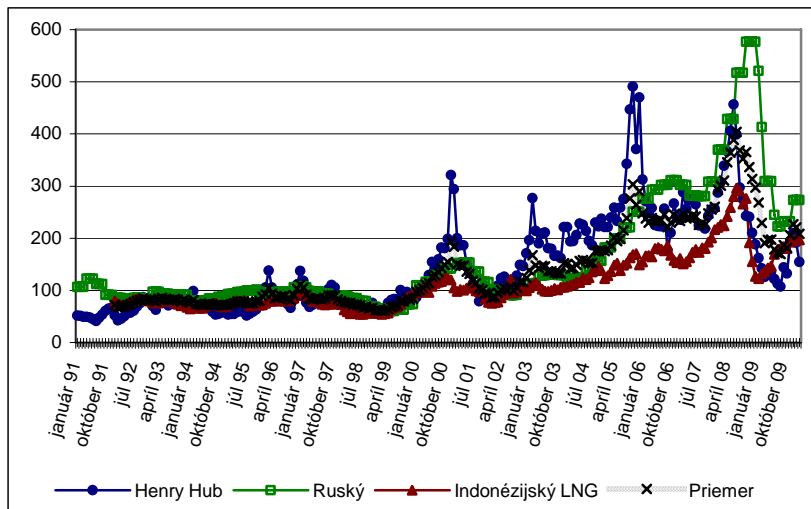
Dôležitosť každého typu cenového mechanizmu sa v jednotlivých regiónoch značne odlišuje. Kým *gas-on-gas competition* determinuje ceny prevažne celého objemu veľkoobchodne predávaného zemného plynu v Severnej Amerike a vo Veľkej Británii, indexácia ceny ropy (*oil-price indexation*) je dominantným cenovým mechanizmom v kontinentálnej Európe. V pacifickom regióne implementujú obidve formy, resp. prístupy (závisí to od krajiny). Regulácia cien prevažne pod cenou nákladov je cenovým mechanizmom používaným v ostatných krajinách sveta, najmä v krajinách exportujúcich zemný plyn.

Z grafu 6.5 je jednoznačne vidieť vysokú volatilitu spotových cien zemného plynu (Henry Hub Prices) v Severnej Amerike, ktoré sú založené viac-menej na trhových fundamentoch a do určitej miery spojené s pohybom ceny ropy. Počas obdobia január 1991 – január 2010 najvyššia cena dosiahla v októbri 2005 až 491 USD/1 000 m³ po hurikánovej sezóne (Katrina a Rita) a v júni 2008 takmer 457 USD/1 000 m³, pričom v tomto mesiaci priemerná cena texaskej ropy WTI dosiahla vrchol (133,93 USD/barel).

⁷⁹ Ceny stanovené na voľnom trhu – spotové obchody alebo indexované termínované obchody.

Graf 6.5

Vývoj cien zemného plynu podľa troch vybraných druhov



Prameň: Vlastné spracovanie na základe údajov Indexmundi.com (apríl 2010).

Pokiaľ ide o ceny ruského plynu (dodanie na hranici Nemecka), tie sú založené na dlhodobom kontrakte. Napriek tomu v mesiacoch október 2008 – január 2009 vyvrcholili na úrovni 576,7 USD/1 000 m³, čo je v porovnaní s cenou Henry Hub o 119,7 USD/1 000 m³ viac. Keď porovnáme cenové mechanizmy uvedených typov v sledovanom období január 1991 – január 2010, zistíme, že cenový mechanizmus kontinentálnej Európy, založený zhruba v 70 % na dlhodobých kontraktach, je stabilnejší a oveľa predvídateľnejší ako cenový mechanizmus *gas-on-gas competition* (napr. Henry Hub Prices). Avšak z hľadiska výšky ceny ako jednoduchý priemer za 229 mesiacov (1/1991 – 1/2010) sme zistili, že cena ruského plynu bola vyššia o takmer 15 USD na každých 1 000 m³, čo je ďalší argument pre kritikov ceny dlhodobých kontraktov. Je ale otázne, či toto najvyššie je silnejším argumentom oproti vysokej volatilita sprevádzajúcej spotové ceny zemného plynu.

Napokon, posledné legislatívne zmeny Európskej komisie v oblasti energetiky smerujú k liberalizácii trhu so zemným plynom, čo môže vyústiť aj do

uplatnenia cenového floatingu, resp. spotových cien zemného plynu a minimalizácie dlhodobých kontraktov.

Všeobecne možno konštatovať, že ceny všetkých sledovaných druhov zemného plynu majú klesajúci trend, čo potvrdzuje tendenciu súčasného prebytku ponuky zemného plynu nad dopytom tak v USA, najmä po akcelerácii ťažby bridlicového plynu, ktorý kryje v súčasnosti okolo 10 % spotreby v USA, ako aj v iných regiónoch sveta. Trend klesajúcich cien zemného plynu chcú producentské krajiny zvrátiť a stabilizovať ceny na spravodlivej úrovni. Dohodla sa na tom 19. apríla 2010 v Alžírsku skupina krajín tzv. GECF,⁸⁰ produkujúca zhruba 42 % svetovej produkcie a disponujúca približne 72 % svetových rezerv tejto komodity. Zhodli sa na tom, aby cena zemného plynu bola viazaná na ceny ropy, no nezhodli sa na rozdelení ťažobných kvót, čo môže viesť k pokračovaniu prepadu cien zemného plynu, ktoré sa pohybujú v súčasnosti v priemere na úrovni 80 % z ceny predchádzajúceho roka a 60 % úrovni z ceny v roku 2008.

Perspektíva svetového obchodu v roku 2010

Svetový obchod je v súčasnosti vo fáze oživenia po dne, ku ktorému sa dostal v roku 2009. Kopíruje vývoj svetového outputu, ktorý je takisto vo fáze oživenia po -2,3 % poklese v minulom roku (2009) a zapísal si najnižšie tempo rastu od svetovej krízy v 30. rokoch.

Vývoj svetového obchodu v ďalšom období totiž závisí od viacerých faktorov. Prvým je oživenie ekonomík rozvinutých krajín a to, do akej miery budú jednotlivé štáty pokračovať v ekonomických stimuloch podporujúcich domáci dopyt, najmä keď sa objavili prvé signály ekonomických ťažkostí v niektorých európskych krajinách. Tento fakt môže spôsobiť spomalenie oživenia, ba dokonca ďalšiu stagnáciu dopytu a v konečnom dôsledku pokles svetového obchodu.

Podľa výskumného tímu WTO (WTO Press Release, 2010), svetový obchod s tovarmi by mal v prípade absencie ďalších otrasov v globálnej ekonomike obnoviť svoju normálnu rastovú trajektóriu do konca roku 2010, hoci

⁸⁰ *Gas Exporting Countries Forum* združuje v súčasnosti 11 členov: Alžírsko, Bolívia, Egypt, Rovníková Guinea, Irán, Líbya, Nigéria, Katar, Rusko, Trinidad a Tobago a Venezuela.

niektoré odchýlky od jeho predchádzajúceho trendu budú pretrvávať na neurčitý čas. Tím predpokladá, že svetový obchod v roku 2010 podľa objemu dosiahne 9,5 % rast. Kým vývoz rozvinutých krajín bude expandovať o 7,5 %, ostatný svet (rozvíjajúce sa ekonomiky a SNŠ) dosiahne 11 % rast. Táto projekcia predpokladá obnovenie globálneho rastu HDP v súlade s konsenzom odhadov 2,9 % podľa trhových výmenných kurzov, stabilitu cien ropy a výmenných kurzov. Prvé náznaky sa prejavili už v 1. štvrtroku 2010, keď hodnota globálneho obchodu dosiahla o 25 % viac v porovnaní s rovnakým obdobím minulého roka, čo potvrdzuje očakávané optimistické projekcie. Avšak nečakané pozitívne, resp. negatívne ekonomické správy v nadchádzajúcich mesiacoch by mohli viesť k revízii prognóz svetového obchodu.

III.

TRANSFORMÁCIE SVETOVÝCH FINANČNÝCH TRHOV V KONTEXTE GLOBÁLNEJ KRÍZY

7. PARADIGMY BUDÚCEHO VÝVOJA

Súčasná kríza paradoxne ako keby vznikla z rýchleho nahromadenia krízových problémov. V skutočnosti, ak hodnotíme vývoj za posledných 15 až 18 rokov, môžeme konštatovať, že sa objavilo niekoľko varovných signálov.

Prvý predstavuje kríza americkej ekonomiky v rokoch 1992 a 1993, ktorá vlastne ukázala neudržateľnosť úverovej expanzie a v podstate už vtedy sa prvýkrát objavili varovania, ktoré upozorňovali na to, že narastanie zadlženosti obyvateľstva môže byť zásadným limitom pre pokračovanie ďalšieho vývoja. Bohužiaľ, žiadna reakcia nenastala, naopak, možno konštatovať, že rozhodnutia Clintonovej administratívy, ktoré viedli k tlaku na bankový sektor, aby poskytoval ďalšie úvery obyvateľstvu, i tým príjmovým skupinám, pri ktorých bolo jasné, že budú mať veľké problémy so splácaním, viedli síce zdanlivo k obnoveniu hospodárskeho rastu, dokonca z makroekonomického hľadiska došlo k výraznému zníženiu až prebytkovosti ročného štátneho rozpočtu, avšak na druhej strane, celková spotreba bola realizovaná v oveľa väčšom rozsahu na úver ako dovtedy.

Veľmi závažným varovaním bola aj kríza v roku 1996 v juhovýchodnej Ázii. Obdobie ázijských tigrov, ktorému predchádzalo obdobie tzv. japonskej stratégie letiacich husí, to znamená, že Japonsko ako líder ázijskej hospodárskej expanzie bolo nasledované postupne ďalšími krajinami, ako bola Indonézia, Južná Kórea, Thajsko a Filipíny, viedlo k obrovskému hospodárskemu boomu. Tento hospodársky boom však bol založený nie na zmene príjmovej stratifikácie alebo situácie prevažnej väčšiny populácie, ale predovšetkým na veľmi výrazne orientovanej proexportnej stratégii. Rozhodujúcim pre úspech juhokórejských alebo indonézskych podnikov sa stali exportné stratégie umiestňujúce prevažnú časť produkcie na americké trhy, a sčasti na európske trhy. Pritom je paradoxné, že orientácia na americké trhy, ktorá bola úspešná v období 80. a 90. rokov minulého storočia, vytvorila predpoklad na obrovský nárast kľúčových juhokórejských firiem, tzv. chaebolov, ktoré predstavovali rozsiahle konglomeráty rôznych druhov hospodárskej a politickej činnosti. Tieto konglomeráty zásadným spôsobom usmerňovali svoju činnosť jednak vo väzbe na japonskú technologickú podporu, jednak vo väzbe na umiestňovanie svojich výrobkov na amerických trhoch. Úspech chaebolov viedol dokonca k tomu, že Čína sa v polovici 90. rokov rozhodla

kopírovať stratégiu juhokórejských chaebolov. To, že tie svoju expanziu založili predovšetkým na externých zdrojoch, pre ktoré boli poskytované lacné finančné prostriedky zo zahraničia, vytvorilo dojem nekončiacej expanzie. Už vtedy sa začalo hovoriť o tzv. dlhodobo udržateľnom raste. Pravda, význam udržateľný sa v ázijských podmienkach chápal inak ako v podmienkach Európskej únie. Nárast expanzie úverov pre podnikateľskú sféru viedol až k situácii, v ktorej sa podporovali projekty, ktoré by investori za iných podmienok nikdy neboli podporovali. Všeobecné očakávanie obrovského zhodnocovania investovaného kapitálu viedlo k masívnemu nárastu investícií.

V tom čase však domáce centrálné banky mali minimálne likvidné rezervy, čo sa ukázalo v prípade finančných otrasov. Situácia, ku ktorej došlo v Indonézii, v Južnej Kórei a v ďalších krajinách, a ktorá v priebehu niekoľkých týždňov vyústila do výrazného prepadu národných mien, bola charakteristická niekoľkými zvláštnosťami. Jednak tým, že krajiny, ktoré sa snažili udržať výmenný kurz meny za cenu intervencií centrálnych bánk, dostali sa do omnoho horšej situácie ako krajiny, ktoré si zvolili flexibilný kurz. Krajiny, ktoré sa rozhodli zamedziť úniku špekulatívneho kapitálu, ako Malajzia, dosiahli podstatne lepšie výsledky ako krajiny, ktoré kopírovali odporúčania Medzinárodného menového fondu. Z tohto hľadiska sa dá povedať, že ázijská kríza bola určitým predobrazom globálnych otrasov. Predobrazom nielen v zmysle výrazných oscilácií národných mien, ale predovšetkým skutočnosti, že dlhodobá proexportne orientovaná expanzia, zameraná výlučne na jeden alebo dva zahraničné trhy, je z dlhodobého hľadiska neudržateľná. Potom prišla kríza v roku 1998, ktorá znamenala výrazné otrasy predovšetkým v Rusku. Došlo nielen k znehodnoteniu väčšiny úspor ruskej populácie, čo malo katastrofálny dosah na domácu spotrebu, ale zároveň to znamenalo pochopenie situácie, v ktorej prevažná väčšina ruských firiem sa rozhodla prežiť exportovaním. A pretože Rusko predovšetkým exportovalo energetické a surovinové médiá, jediná stratégia, ktorá v tejto fáze Rusku zostávala, bolo uskutočnenie masívnej expanzie v oblasti energetických médií a ich vývozu. Už odvtedy môžeme vidieť v podstate zhodnú stratégiu súkromných a štátnych firiem v oblasti zväčšovania rozsahu exportu energetických médií. Koncom 90. rokov takisto môžeme vidieť prvé pokusy o uzavretie nových dlhodobých kontraktov predovšetkým s ázijskými krajinami a s Japonskom.

Doterajšie krízy

Krízy, ktoré nasledovali v Južnej Amerike v rokoch 2002 a 2003, boli ukázkou absolútne nezodpovednej politiky vládnych výdavkov a zadlžovania tak na úrovni municipalít, ako aj štátneho rozpočtu. Všeobecne sa konštatuje, že argentínske a brazílske problémy sa týkali predovšetkým štátneho rozpočtu. V skutočnosti rozhodujúci blok dlhov týchto krajín viedol nielen k tomu, že krajiny boli platobne neschopné, ale predovšetkým k tomu, že prevažná väčšina dlhov vznikla na úrovni jednotlivých štátov tvoriacich napríklad brazílsku federáciu či na úrovni municipalít v Argentíne.

Nedôsledná politika v oblasti verejného sektora môže viesť napriek zdánlivo úspešnej stratégii k problémom. Argentína a Brazília boli na konci milénia považované za veľmi úspešné krajiny, ktoré realizovali odporúčania MMF. Napriek tomu v priebehu niekoľkých rokov sa ocitli v bankrote a v platobnej neschopnosti, ba až v situácii, v ktorej argentínsky prezident musel oznámiť neschopnosť Argentíny splácať svoje záväzky. To isté sa týkalo aj Brazílie, kde síce dochádza k mohutnej expanzii, avšak táto expanzia je založená predovšetkým na expanzii energetických a surovinových firiem, ale súčasne je sprevádzaná obrovským a rýchlym zadlžovaním jednotlivých federálnych štátov.

Kríza v roku 2000, ktorá sa týkala Spojených štátov amerických, bola charakteristická iným spôsobom. Išlo predovšetkým o krízu, ktorá ukázala, že spoliehať sa na technologické riešenia, ktoré vyriešia všetky problémy a udržia dlhodobú konkurencieschopnosť ekonomík, bolo chybou. Obdobie 1995 – 2000 bolo obdobím obrovskej investičnej expanzie do technologických firiem v oblasti počítačových technológií. V podstate stačilo spomenúť akúkoľvek počítačovú firmu v názve novej firmy a akcie tejto firmy sa stávali ohromným šláglom v rámci kapitálových trhov. Pripomíname, že obdobie 1993 – 2000 bolo obdobím aj zásadnej zmeny v oblasti úverovania veľkých transnacionálnych firiem. Dochádza k úverovaniu emitovaním akcií na kapitálových trhoch, pričom rozhodujúcou sa stáva stratégia emitovania akcií (podnikových akcií), predovšetkým na frankfurtskej, londýnskej a newyorskej burze. Skutočnosť, že objem emitovaných akcií sa neustále zväčšoval, na jednej strane vytvárala zdanie ľahko dostupných finančných prostriedkov,

z ktorých bolo možné financovať expanziu firiem, na druhej strane vytvárala ilúziu neobmedzeného zhodnocovania investícií, a to investícií aj malých, drobných akcionárov.

Obrovský boom, ku ktorému došlo v období 1996 – 2000, keď dve tretiny úspor amerických domácností boli konvertované na nákupy akcií na akciových trhoch, viedol k úplne novému pohľadu na úspory. Úspory sa prestávali umiestňovať v tradičných bankových produktoch, naopak, došlo k výraznej expanzii investičných operácií a investičných stratégií hlavne drobných akcionárov. Skutočnosť, že internetové firmy boli „v červených číslach“, nikto nebral vážne. Ratingové agentúry takisto hodnotili ako veľký potenciál budúceho rastu investície do akcií týchto internetových firiem. To v konečnom dôsledku viedlo k obrovskému multiplikačnému efektu, pretože vlastníctvo takýchto akcií viedlo k poskytovaniu ďalších spotrebných, kreditných a iných úverov, najmä v USA.

Musíme ale upozorniť na skutočnosť, že značná časť boomu internetových firiem, hlavne na americkom technologickom trhu Nasdaq, ale aj na európskom Neumarkt, bola charakteristická práve nesmiernou ochotou investovať do akcií týchto firiem bez ohľadu na reálne hospodárske výsledky. V marci 2000 však došlo ku kolapsu internetovej bubliny a celkový rozsah strát sa vyšplhal na 7 bil. USD, čo spôsobilo nielen výrazný prepad akciového trhu, ale predovšetkým značná časť úspor amerických domácností sa znehodnotila v nadväznosti na straty technologických trhov. Vtedy sa prvýkrát ukázala nutnosť navýšiť úverovú expanziu v amerických podmienkach, aby bolo možné zachovať aspoň dovtedajšiu úroveň spotreby. Túto situáciu skomplikoval aj nástup novej administratívy Georgea Busha, čo viedlo nielen k obmedzeniu mnohých sociálnych programov, ale zároveň k ďalším zmenám vo vzťahu občana a spoločnosti z hľadiska sociálnych garancií. To spolu so stratou veľkého rozsahu úspor, ale aj s problémami celkového vývoja miezd viedlo k prvému predobrazu problémov, ktoré sa neskôr začali postupne kumulovať.

Nesmieme pritom zabudnúť, že značná časť ľudí, ktorí sa dostávali k hranici dôchodkového veku, si chcela svoje úspory poistiť. Tým, že obyvateľstvo prišlo o časť úspor pri krachu technologických firiem, pokúšalo sa tieto straty vykompenzovať hypotekárnou expanziou. Preto aj dnes možno

povedať, hoci sa to veľmi neuvádza, že vyše 43 % z celkovej hypotekárnej expanzie predstavovali hypotéky na rezidenčné nehnuteľnosti, a nie hypotéky riešiacie akútny problém bývania. Potvrzuje to podpora teritoriálneho rozloženia, keďže prevažná väčšina rezidenčných nehnuteľností bola na Floride, v Kalifornii a južných amerických štátoch. Tento hypotekárny boom, ktorý bol krytý prevažne zdrojmi zahraničnými, pretože americké zdroje na to nestačili, bol takisto predobrazom, ba až kopírovaním toho, čo sa dialo v juhovýchodnej Ázii pred krízou v prvej polovici 90. rokov. Nemožno teda povedať, že súčasnej kríze by nepredchádzal celý rad rozsiahlych varovaní, ktoré nielenže upozorňovali na neudržateľnosť hospodárskeho rastu chápaného v zmysle neustálej spotreby, na limity vyplývajúce z exportnej stratégie, ktorú niektoré krajiny považovali za rozhodujúcu, ale zároveň poukázali na systémový komplex príčin, keďže je zjavné, že jedna príčina nevedie k takej rozsiahlej expanzii.

To, že čínska ekonomika rástla o 8 – 20 % ročne po celé obdobie, keď ostatný svet sa postupne dostával do krízy, môžeme vysvetliť dvomi základnými skutočnosťami. Prvú predstavuje fakt, nepochybný ani dnes, o značne kreatívnom kvantifikovaní hospodárskeho rastu v Číne. Druhou skutočnosťou je, že proexportne orientovaná stratégia Číny znamenala priame spojenie s USA, čo predstavovalo obrovský objem prebytkovej zahraničnoobchodnej bilancie v každom fiškálnom roku, ktorý bol krytý nákupom amerických štátnych dlhopisov. Tento mechanizmus na jednej strane umožňoval udržiavať milióny štátnych podnikov v Číne, zväčšovať celkový rozsah produkčných kapacít, čo samozrejme znamenalo pozitívne efekty pre čínsku ekonomiku z hľadiska rastu zamestnanosti, príjmov a celkovej životnej úrovne, na druhej strane bol vyvažovaný tým, že nákup amerických štátnych dlhopisov zásadným spôsobom zväzoval a spájajal vývoj čínskej ekonomiky s USA.

Predkrízové obdobie, charakteristické tým, že úverová expanzia bola neudržateľná vo všetkých segmentoch globálnej ekonomiky, začalo vysielat' svoje varovné signály už v roku 2006. Prvé problémy podnikov, ktoré sa objavili, viedli k postupnému prehodnocovaniu vízie dlhodobej a efektívnej cesty zhodnocovania individuálnych, ale aj celkových investorských zámerov.

Noví investori

Na svetové finančné trhy vstúpili dva významné okruhy nových investorov. Po prvé, boli to penzijné fondy, ktoré kumulovali dlhodobý kapitál, ale ktoré boli prirodzene tlačené k dlhodobej a opakovanej vysokej výnosnosti svojich investícií, čo vyžadovalo značné investičné priestory. Po druhé, kumulované zdroje získavané predajom energetických médií vytvárali obrovské finančné rezervy v krajinách produkujúcich surovinové zdroje, čo zase vyžadovalo novú formu investovania. Nemalo zmysel udržiavať tieto finančné likvidné zdroje len v podobe hromadenia devízových rezerv. Pritom samotné devízové rezervy Čínskej centrálnej banky dnes prevyšujú sumu 1,8 bil. USD.

Takáto situácia viedla postupne k novému chápaniu investičných procesov s takto získanými finančnými zdrojmi. Vytvorenie investorských skupín v podobe penzijných fondov či suverénnych fondov bolo zároveň doplnené podstatným rozšírením faktického virtuálneho objemu investícií, založeným na pákovom efekte. Kým objem investícií, viazaných napríklad na krajiny BRIC alebo krajiny Blízkeho východu, týkajúcich sa predaja energetických médií, viedol ku kumulatívnejmu zisku približne 4,5 – 4,7 bil. USD, reálny vplyv pákového efektu na objem investičných operácií predstavoval sumu na úrovni 18 – 20 bil. USD. Takýto objem dodatočných investičných zdrojov vyžadoval priestor na investovanie. Keďže reálna ekonomika takýto priestor investovania neposkytovala, vznikla nová možnosť investovania prostredníctvom finančných derivátov a ďalších finančných produktov. To všetko viedlo k obrovskej virtualizácii prevažnej väčšiny finančného sektora, a čo je najvýznamnejšie, viedlo ku konverzii reálnych finančných zdrojov na virtuálne finančné zdroje s podstatne väčším nominálnym objemom, avšak reálne stále s tým istým objemom. Tento mimoriadne silný tlak na investičné príležitosti viedol, podobne ako v 90. rokoch v krajinách juhovýchodnej Ázie, k úverovaniu aj takých projektov, o ktorých by triezvi investori zásadne pochybovali a pri ktorých by nebolo možné vykryť finančné zdroje. To v konečnom dôsledku znamenalo, že pri relatívne pomaly sa vyvíjajúcom investičnom priestore a exponenciálne rýchlo raste možných investičných zdrojov automaticky vznikla investičná bublina, ktorá, samozrejme, vyžadovala neustále zhodnocovanie.

Neustále zhodnocovanie mohlo byť virtuálne práve preto, lebo ratingové agentúry v súčinnosti s celkovým vývojom označovali ako ziskové aj tie aktivity a tie produkty, ktoré by za normálnych okolností boli chápané ako vysoko rizikové a problematické. Tento cyklus bol umocňovaný aj ďalšou skutočnosťou. Prevažná väčšina krajín aj vlád potrebovala finančné zdroje na udržanie dovtedy fungujúceho neefektívneho sociálneho štátu. Problémom nebol rozsah služieb poskytovaných štátom, ale ich finančná náročnosť. Skutočnosť, že v škandinávskych krajinách i pri vysokých daniach ľudia nereptali, pretože očakávali a boli im poskytované kvalitné služby verejného sektora, znamenala zásadný stret medzi koncepciou sociálneho modelu a koncepciou definovanou washingtonským konsenzom.

Ukazovalo sa však, že stratégia washingtonského konsenzu, založená na privatizáciách a obmedzovaní štátneho sektora, má zase katastrofálne dôsledky na celkovú národnú úroveň domácej spotreby. Tá však bola prekryvaná celkovým vývojom spotreby na úver, predovšetkým v USA, a vznikom bublín, napríklad hypotekárnych v USA a v EÚ, ktoré znova odčerpávali časť investičných prostriedkov. Tento gigantický previs finančných zdrojov nad reálnymi možnosťami investovania postupne vytváral neúmerne pnutie, keď na jednej strane sa investovalo aj do projektov, ktoré nemali reálnu návratnosť, na druhej strane prebytok zdrojov postupne viedol aj k väčšej ochote kupovať štátne dlhopisy i za horších podmienok, k väčšej ochote úverovať niektoré druhy projektov v oblasti alternatívnych zdrojov, zelenej ekonomiky a pod. Paradoxne, zásadným problémom nebol prebytok a previs voľných finančných prostriedkov, ale nedostatok vhodného investovania, a to zdanlivo pri narastajúcom zadlžovaní krajín, firiem, bankového sektora aj obyvateľstva.

V skutočnosti tento hlavný paradox súčasnosti a predkrízového obdobia bol podmienený predovšetkým tým, že previs prostriedkov bol mnohokrát previsom virtuálnym, investovanie neposkytovalo takú výnosnosť, akú investori očakávali, a logicky, po kolapse finančných trhov a strate investičných možností dochádzalo nie k stratám reálnym, ale k stratám z očakávaných ziskov. Zásadný rozdiel vo videní, keď strata očakávaných ziskov sa chápala ako reálna strata, viedol k celkovému zmrazeniu investičných procesov. Pritom už v období 1998 – 2002 pri krachu veľkých firiem (hovoríme o krachu

firiem WorldCom, Enron, Parmalat a ďalších) sa ukázalo niekoľko zásadných krízových symptómov:

- Firmy značne nadhodnocovali hodnotu svojich aktív. Bohužiaľ, k nadhodnocovaniu prispievali aj ratingové agentúry tým, že nevarovali pred krízovými javmi, ku ktorým dochádzalo vnútri firemného účtovníctva.
- Značná časť týchto firiem uskutočňovala pochybné finančné transfery a investície mimo materskej krajiny, a dokonca spravidla mimo krajín s väčšou finančnou kontrolou. Firma Enron väčšinu svojich finančných operácií uskutočňovala v krajinách Južnej Ameriky.
- Manažmenty týchto firiem rozličnými formami, no zásadne participovali aj na prerozdeľovaní vnútrofirémnych prostriedkov.
- Väčšina z týchto firiem prenášala svoje zdaňovacie miesto do daňových rajov, ktoré boli rizikové pre materskú krajinu nielen z hľadiska nízkeho výnosu daní, ale predovšetkým z hľadiska veľmi kreatívneho a flexibilného účtovníctva týchto firiem.
- Tieto firmy boli príliš veľké na to, aby ich, podľa vtedajšej mienky, štát mohol nechať padnúť. Že k tomu nedôjde, vidíme aj v prípade automobiliek o osem rokov neskôr, keď v čase hospodárskej krízy americká vláda uskutočnila zásadné reštrukturalizačné kroky a projekty v prospech veľkých amerických automobiliek.

Výsledkom tohto vývoja bol kontroverzný jav. Veľké firmy, ktoré dovtedy boli hlavnými nositeľmi hospodárskeho rastu a pôsobili zásadne na nadnárodnej úrovni, a preto hovoríme o kľúčových transnacionálnych firmách, svojimi investičnými a inými aktivitami stratili prevažnú väčšinu svojho voľného likvidného kapitálu. Časť firiem okrem toho bola zasiahnutá aj ďalším dôsledkom vývoja, a to vyčerpaním vnútropodnikových finančných zdrojov v podobe podnikových penzijných schém. Vyčerpanie vnútropodnikových zdrojov však má dva efekty. Jednak významným spôsobom vnútorne zaťažovalo samotnú firemnú výsledkovú účtovnú uzávierku, ale čo bolo závažnejšie, zásadným spôsobom limitovalo budúcu spotrebu v danej krajine.

Veľké sociálne programy automobiliek v USA boli zaujímavé nielen z hľadiska poskytnutia sociálnych dávok, penzijných doplnkov a pod., ale boli aj významným stimulačným faktorom z hľadiska domácej spotreby. Kolaps týchto firiem preto viedol nielen k celkovým hospodárskym stratám, k strate ziskovosti, ale odkryl aj vnútropodnikové dlhy, ktoré vznikli vyčerpaním vnútorných zdrojov, určených aj na budúcu spotrebu pre populáciu. Táto skutočnosť silno zasiahla aj USA, kde len samotná „veľká trojka“ z Detroitu mala dlhy v podnikových penzijných schémach v sume vyše 270 mld. USD. Pri tom sa objavil aj ďalší fenomén, ktorý dovtedy neexistoval. Od roku 1996 začali firmy extrémne zvyšovať aj emitovanie podnikových dlhopisov. V podmienkach Európskej únie, aj vzhľadom na prístup komerčných bánk, ktoré sa zameriavajú na iné, zaujímavejšie oblasti investovania, dochádzalo k neustálemu, aj keď pozvoľnému nárastu objemu emitovaných dlhopisov. Tento objem sa postupne zvyšoval a v období zhruba po roku 2002 dochádza k mohutnému nárastu emitovania podnikových dlhopisov.

Kolaps technologických firiem v roku 2000 viedol nielen k zvýšeniu opatrnosti bánk pri úverovaní podnikových expanzií, ale aj k snahe kompenzovať tento výpadok činnosti bankového sektora a sektora kapitálových trhov emitovaním podnikových dlhopisov. Európska únia, ktorá bola v tomto smere viac zasiahnutá dôsledkami krízy, je charakteristická zhruba dvojnásobným objemom emitovania podnikových dlhopisov. Celkový objem emitovaných podnikových dlhopisov v posledných 6 – 8 rokoch predstavuje sumu vyše 3 bil. eur. Pritom išlo spravidla o relatívne krátkodobé podnikové dlhopisy, väčšina dlhopisov bola splatná v horizonte troch až piatich rokov, čo znamená nutnosť veľmi rýchleho získavania finančných zdrojov na odkupovanie. Objem podnikových dlhopisov emitovaných v USA bol podstatne menší – asi 1,6 bil. USD. Rozdiel spočíva aj v tom, že väčšina podnikových dlhopisov v USA je nad päť rokov. Takáto situácia viedla k vytvoreniu ďalšieho, nového fenoménu rizikového vývoja, ktorý v 90. rokoch nemal analógiu, ale nemal ju ani v období Veľkej hospodárskej krízy. Výsledok takéhoto rozsiahleho kumulovania všetkých problémov začal byť zrejmy už v roku 2007. Neschopnosť niektorých veľkých finančných inštitúcií dostať svojim záväzkom sa začala ukazovať ako problematická z niekoľkých rovín pohľadu:

1. Boli to zlé, nekvalitné aktíva.

2. Bol to veľký rozsah vlastných záväzkov voči iným bankovým inštitúciám a v rámci záväzkov na medzibankovom trhu.
3. Išlo o inštitúcie, ktoré neboli schopné aktivizovať svoje finančné zdroje v iných častiach globálnej ekonomiky, pretože ich investičné aktivity boli síce rozložené na rôznych teritóriách, ale v rovnakých rizikových produktoch. To neumožňovalo v prípade finančného kolapsu inštitúcie riešiť získanie nových likvidných zdrojov.

Tieto zdroje boli také rizikové, že ani pri previse voľného kapitálu investori neboli ochotní sanovať takto zaťažené finančné inštitúcie. Faktom je, že v období 2007 to bol krach britskej banky Northern Rock, ako aj ďalších finančných inštitúcií v USA, ale i v EÚ. Zdanlivo sa krach týchto bánk chápal ako izolovaný fenomén. Ako príklad možno uviesť španielsky bankový sektor, v ktorom banka Santander úspešne expandovala v krajinách Južnej Ameriky, dokonca sa hovorilo o finančnej *reconquiste*, a preto sa problémy niektorých anglických, nemeckých alebo španielskych bánk brali skôr ako izolované javy či problémy, ktoré sa týkajú len niektorých inštitúcií. Nechápa sa to ako fenomén celkového krízového javu.

Príčiny krízových tendencií

Prevažná väčšina krajín v západnej Európe, aj v EÚ 15 získala dodatočný bonus z rozšírenia EÚ a zo snahy nových kandidátskych krajín vstúpiť do Európskej únie. Uvedomme si, že v tomto prípade zisky, ktoré vplynuli pre zahraničných investorov, investujúcich v Čechách, na Slovensku, v Poľsku, a v Maďarsku, znamenali mimoriadny bonus v čase hospodárskej krízy. Nízka úroveň mzdových nákladov, vysoká miera flexibility v ekologických požiadavkách, ale aj celková miera nárokov hosťiteľských krajín a poskytovaných investičných stimulov umožnila znížiť cenu investičných projektov o 20 – 30 % napriek 15 % limitu na zahraničné stimuly v hosťiteľských krajinách.

Z tohto hľadiska dochádzalo k istému odloženiu pôsobenia krízových fenoménov, pretože celková miera zisku vyťaženého z investovania do transformujúcich sa krajín a potom do nových členských štátov EÚ po roku 2000

znamenalala určité vykompenzovanie strát, ktoré firmy utrpeli v iných oblastiach. Aj keď efekt spotreby nebol taký výrazný, efekt ziskovosti umožňuje ďalšie prežitie doterajšieho fungujúceho systému. Problém sa však začal zhoršovať vtedy, keď sa kľúčové trhy, na ktorých bola umiestnená prevažná časť produkcie, či už ázijských alebo európskych krajín, postupne dostávali do nadmernej úverovej záťaže. Ako príklad možno uviesť USA, ktoré sa dostali do situácie, v ktorej ani nízke ceny čínskych výrobkov, ani prijateľné ceny európskych výrobkov už nebolo možné kompenzovať ďalším nárastom úverovej záťaže obyvateľstva.

Skutočnosť, že ku klasickým spotrebným úverom a hypotekárnym úverom sa pridružili aj kreditné karty, prostredníctvom ktorých celkový rozsah emitovaných objemov predstavoval viac ako 3 bil. USD, znamenala dosiahnutie hranice možného úverovania tak obyvateľstva, ako aj krajiny. Navyše, po roku 2000 v rámci boja proti terorizmu došlo k sérii vojen, ktoré predstavovali enormnú finančnú a vojnovú záťaž, čo vyvolalo postupné zostrovanie situácie aj v samotnej ekonomike. A ďalej, pokračujúci a zrýchľujúci sa proces prenosu zdaňovacích miest z teritória USA či EÚ do teritórií daňových rajov spôsobil značné oslabenie prínosov národných rozpočtov z hľadiska dane z príjmov väčšiny korporácií. Tento vývoj pri nezmenených výdavkoch v oblasti sociálnej sféry a rastúcich výdavkoch v oblasti zdravotníctva, infraštruktúry a podobne musel viesť k nevyhnutnému zostrovaniu rozporov vnútri jednotlivých vyspelých krajín. Pri tomto fenoméne, pravda, treba brať zreteľ aj na skutočnosť, že krajiny, ktoré sa stali úspešnými (ide predovšetkým o krajiny skupiny BRIC: Brazília, Rusko, India, Čína), založili svoju úspešnú expanznú stratégiu hlavne na obrovskom exporte: exporte tovarov, energetických médií a surovín. India je špecifický prípad, pretože prevažná väčšina indickej produkcie sa spotrebúva v krajine a iba niektoré vybrané, vysoko sofistikované druhy výrobkov, napríklad v oblasti softvérového priemyslu, boli exportované v prevažnej miere mimo indického teritória. Táto skutočnosť potom viedla k tomu, že zraniteľnosť troch kľúčových krajín BRIC, viazaných len na export, zdanlivo nebola rozpoznateľná. Avšak so zhoršovaním situácie na hlavných odbytiskách v USA aj EÚ dochádzalo k ohrozeniu ich exportnej stratégie. Samozrejme, tieto krajiny zvolili stratégiu, ktorá bola založená na pretrvaní až do posledného okamihu, to znamená, že

napriek narastajúcim problémom v USA aj v EÚ pokračovali v exportnej expanzii.

Spotreba a export – východiská z krízy

Exportná expanzia sa v konečnom dôsledku začala prejavovať nielen prehlbovaním deficitu zahraničnoobchodnej bilancie, ale aj deficitom štátneho rozpočtu USA, a tým sa pokračovanie v budovaní nových výrobných kapacít stalo kontradiktórnym vo vzťahu k problémom exportu. Táto skutočnosť sa začala čítať zhruba po roku 2006 ako veľmi významný rizikový faktor budúcnosti. Vlády týchto krajín však stále dúfali v úspešnosť dlhodobej expanznej stratégie, a to napriek silnému tlaku mnohých vyspelých krajín na znížovanie kurzu čínskeho jüanu, alebo na prehodnocovanie cien energetických médií z Ruska či krajín Blízkeho východu alebo Brazílie. Prepuknutie hospodárskej krízy v roku 2008 znamenalo niekoľko zásadných zlomových momentov:

1. Ukázalo sa, že exportná stratégia ako jediný zdroj hospodárskeho rastu je dlhodobo neudržateľná práve preto, lebo objem bohatých trhov sa ukázal ilúziou.
2. Zdanlivo výhodnejšia pozícia sa javila pre exportérov energetických a surovinových médií (Rusko a Brazília), avšak aj táto oblasť bola značne problémová.

Dlhodobá exportná stratégia, ak by mala byť udržateľná, znamená trvalý nárast bohatstva v krajine, ktorá exportuje svoju produkciu. Tento nárast bohatstva však v skutočnosti neexistoval, pretože príjmová stratifikácia viedla ku koncentrácii reálneho bohatstva v rukách stále užšej skupiny ľudí a virtuálne bohatstvo zabezpečované objemom narastajúcich úverov (spotrebných a iných) má svoje prirodzené hranice.

Keďže väčšina krajín založila svoj úspech na exportnej stratégii, a ak uvážime, že Čína vyše 64 % svojej produkcie exportovala na trh USA, Európska únia exportovala na trh USA 34 % a viac ako 30 % na ostatné teritória, pričom Spojené štáty americké vlastnú produkciu exportovali zhruba z 30 % na iných trhoch, predovšetkým trhy Južnej Ameriky, znamenalo to, že založenie

exportnej úspešnej stratégie, ktorá by napomáhala domáci dlhodobý rast, bolo možné jedine v prípade extrémne vysokých vonkajších zdrojov bohatstva, ktoré by umožňovali pokračovať v takejto stratégii. Je zrejme, že úspešná exportná stratégia bola dlhodobo udržateľná v horizonte 10, možno 15 rokov, dlhšie nie. Vyčerpanie vnútorného zdroja exportnej úspešnosti, ktoré sa prejavilo v obrovskom zadlžení USA i EÚ, znamená nutnosť zásadne prehodnotiť, či pokračovať ďalej. Pritom, paradoxne, dnes sa ako hlavný dôvod prehodnocovania chápe kríza; v skutočnosti by tento faktor nastúpil na program dňa v každom prípade, len čo by došlo k zásadnému vyčerpaniu rozdielov medzi rastom bohatstva v krajine dovozcu a celkovými produkčnými možnosťami v krajine vývozcú.

Krajiny ako Čína alebo India, ak chcú udržať aspoň pomalý rast životnej úrovne a udržať vysokú zamestnanosť, boli nútené pokračovať v neustálom budovaní výrobných kapacít. Pritom, a to je viac ako očividné, tieto výrobné kapacity sa vzhľadom na expanziu čínskych firiem rozvíjali nielen na teritóriu veľkej Číny, ale aj v ďalších krajinách, do ktorých smerovali investície čínskych podnikov. To v konečnom dôsledku znamenalo celkový globálny nárust produkčnej kapacity.

Ak k tomu pridáme vývoj produkčných kapacít v ostatných častiach globálneho sveta, je zrejme, že aby bolo možné udržať zmyslupnosť novobudovaných výrobných kapacít, bolo nevyhnutné za každú cenu udržať virtuálny dopyt a virtuálne bohatstvo. Neschopnosť udržania tejto stratégie sa však naplno ukázala v priebehu roka 2009. Postupné uzatváranie sa jednotlivých krajín do problémov vlastných vnútorných trhov viedlo ku kreovaniu takého riešenia súčasnej hospodárskej krízy, ktoré bude založené na stratégii návratu k domácej spotrebe.

Je zrejme, že stratégia návratu k domácej spotrebe je možná iba za pomoci mohutných vládnych stimulov. Buď je riešením iba pre niektoré skupiny krajín (veľké krajiny, ako je Nemecko, Francúzsko, Veľká Británia či Španielsko, si môžu dovoliť zvoliť stratégiu vrátenia sa k domácej spotrebe), alebo v podstate vidíme niekoľko národných stratégií i pre malé krajiny. Je to stratégia čínska, americká (Obamov balíček), francúzska alebo aj nemecká. Všetky stratégie sú založené na niekoľkých princípoch:

- Predovšetkým je potrebné zamerať sa na celkové zvýšenie kúpyschopnosti, pričom ťažiskom je nie zmeniť situáciu chudobných vrstiev, ale hlavne stredných tried, a to osobitne nižšej časti stredných tried. Stredné triedy znamenajú z hľadiska domácej spotreby rozhodujúci blok možných spotrebiteľov.
- Zvoliť si možno aj čínsku cestu, keď sa buď dotuje kúpa určitých druhov tovarov, napríklad spotrebičov, ktoré sú výlučne domácej proveniencie, najmä predmetov dlhodobej spotreby, ako sú chladničky, pračky, čističky vôd a pod., alebo cestu, pri ktorej štát pomáha s výskumom tak, aby vyrábané produkty boli cenovo v podstatne nižších kategóriách ako doteraz, alebo rozšírením sortimentu výrobkov na export, ktoré sú však cenovo dostupné pre väčšinu nízkoprijmovej populácie v domácej krajine. Nemecká cesta predstavuje poskytnutie určitých daňových bonusov, čo vedie k stimulácii spotreby nielen podporou nákupu vybraných druhov tovarov, napríklad šrotovné, ale aj zvýšením príjmov časti populácie.

Všetky tieto cesty sú ale založené na štátnych výdavkoch. Paradoxne, výsledkom neokonzervatívnej vlny z 80. a 90. rokov je nielen protiklad voči vývoju stratégie minimalizácie štátu, ale naopak, je to transformácia a redefinovanie funkcií štátu. Štát sa má stať hlavným spasiteľom obnovenia domácej spotreby, pričom bez obnovenia domácej spotreby nie je možné udržať súčasné výrobné kapacity. Ak sa neudržia súčasné výrobné kapacity vo vyspelých a rozvojových krajinách, bude platiť prognóza, ktorá hovorí o likvidácii 40 – 60 miliónov pracovných miest. Takáto skutočnosť v čase mohutného nástupu nových populačných ročníkov na pracovné trhy, predovšetkým v krajinách Blízkeho východu a Ázie, znamená prvú zásadnú hrozbu. Druhú hrozbu predstavuje skutočnosť, že celkový nárast domácej spotreby pomocou vládnych balíčkov a vládnych stimulačných opatrení je len inou formou ďalšej úverovej expanzie. Nedochoádza k zadlžovaniu obyvateľstva v pravom zmysle slova, ale tieto opatrenia sú kryté z vládnych štátnych finančných zdrojov. To ale znamená, že tieto štátne finančné zdroje budú musieť byť k dispozícii.

Kríza a sociálny model

Mnoho teoretikov dnes začína hovoriť, že hlavnou príčinou súčasnej katastrofálnej situácie v oblasti verejných rozpočtov nie je kríza, ale súčasný sociálny model. Nadmerná záťaž vyplývajúca z terajšieho sociálneho modelu devastuje vzťah príjmov a výdavkov vo verejnom sektore, preto je nevyhnutné zásadným spôsobom ju prehodnotiť a znížiť angažovanosť štátu. Avšak na jednej strane tieto hlasy, ktoré žiadajú zníženie angažovanosti štátu, zároveň na druhej strane hovoria o nutnosti zvýšenia angažovanosti štátu v oblasti zvýšenia domácej spotreby, ktorá má vykompenzovať krachujúci export. Výsledkom tejto, nazvime to schizofrenickej situácie je fakt, že prevažná väčšina krajín nie je schopná zaobísť sa bez vládnych finančných stimulov na zvýšenie domácej spotreby. V dôsledku toho narastá celkový rozsah zadlženosti jednotlivých krajín, ktorá je krytá štátnymi dlhopismi a štátne dlhopisy sa vzhľadom na obmedzený priestor na investičné aktivity pri trvajúcim prebytku kapitálu stávajú jednou z mála oblastí investovania, a to bez ohľadu na reálnu situáciu krajiny. Výsledkom je vytváranie novej bubliny štátnych dlhopisov, ktorá jednak vzniká z nutnosti investovať voľné zdroje, jednak z nutnosti získať zdroje na prefinancovanie ďalších opatrení na zvýšenie domácej spotreby.

Problém má však niekoľko rovín. Prvou je zvyšovanie emitovania štátnych dlhopisov, čo však z dlhodobého hľadiska znamená nárast dlhov. Zvyšovanie dlhovej služby v prípade príliš veľkej rizikovej prirážky znamená obrovskú dlhovú záťaž v budúcich desiatkach rokov, pričom manévrovací priestor prevažnej väčšiny krajín bude veľmi úzky. Druhú rovinu predstavuje skutočnosť, že každá krajina z hľadiska voľného dispozičného využitia rozpočtových prostriedkov je reálne v situácii, keď voľné zdroje predstavujú maximálne 10 – 15 % z ročných výdavkov štátneho rozpočtu. Nadmerné zvýšenie dlhovej služby znamená podstatné zúženie voľného priestoru na použitie týchto finančných zdrojov v budúcnosti.

Tým sa v podstate zakonzervujú krízové javy na dlhé časové obdobie a teória o udržateľnosti rozvoja získava trhlíny. Ak to spojíme s poznáním, že takto sa môžu správať veľké krajiny, avšak nie malé krajiny, v ktorých sú prevažne umiestnené subkontraktorské firmy a ktorých ročná produkcia sa

vyváža hlavne na teritórium investorských krajín, znamená to, že bez zásadného posunu spotreby v kľúčových veľkých krajinách nie je možné udržať hospodársky rast malých krajín. Z tohto hľadiska snahy o spružnenie trhu práce systémom *flexicurity*, snahy spoliehajúce sa na liberalizáciu medzikrajinných presunov pracovných síl sú len kozmetickými úpravami, ale zásadný problém neriešia – rozpor medzi výrobnými a produkčnými kapacitami a reálnou spotrebou založenou na reálnych platbách za spotrebu.

Od polovice 90. rokov niektorí ekonómovia, napríklad profesor N. Roubini a ďalší, nehovoria o kríze finančnej architektúry, o globálnej hospodárskej kríze, ale o zásadnej kríze globálnej spotreby. Faktom je, že celková transnacionalizácia korporácií, ale aj globalizovanie spotreby vedú k situácii, v ktorej nie je problém lacno vyrobiť, predáť či poskytnúť podomový servis, ale alfou a omegou ďalšieho smerovania sa stáva problém získať platiaceho zákazníka. Z tohto hľadiska už dnes možno definovať niekoľko krízových fenoménov, ktoré budú pôsobiť v budúcnosti:

1. Predovšetkým je to aktivácia potenciálnych, ale aj skutočných zdrojov v rámci každej ekonomiky. O potenciálnych a skutočných zdrojoch hovoríme aj vo väzbe na šedú a čiernu ekonomiku, pričom o jej vplyve na vývoj globálnych ekonomík sa nehovorí. Pritom, ak si uvedomíme, že objem šedej ekonomiky predstavuje štvrtinu oficiálnej ekonomiky a objem čiernej ekonomiky asi jednu pätinu globálnej ekonomiky, ide o nie zanedbateľné finančné aj iné zdroje.
2. Musíme brať do úvahy aj to, že samotná činnosť štátu je dnes mnohokrát zbytočne predražovaná korupciou, neefektívnym vynakladaním verejných prostriedkov a problémami pri verejnom obstarávaní atď. Sú úvahy, podľa ktorých by napríklad zdravotníctvo v podstate potrebovalo asi o 15 – 20 % prostriedkov menej, teda 20 % prostriedkov prerozdelených na efektívne využitie znamená, že približne 15 – 20 % prostriedkov z tohto bloku verejných výdavkov je možné ušetriť. To však vyžaduje zásadné zefektívnenie všetkých častí verejného sektora. Úvaha o zefektívnení vládneho, ale aj komunálneho sektora je správna, avšak realita je zásadne odlišná. Dnes sme svedkami skôr pokračujúceho zadlžovania municipalít na miestnej aj regionálnej úrovni, ktorého logickým dôsledkom

bude nárast dlhovej služby nielen z hľadiska štátneho rozpočtu, ale aj z hľadiska ostatných častí verejného sektora. Táto skutočnosť bude zo-
hrávať v budúcnosti mimoriadne významnú úlohu.

3. Zároveň možno konštatovať, že efektívnejšie využívanie verejného sek-
tora ako významného priestoru na podnikanie, napríklad v oblasti zoze-
lenania národných ekonomík, ekologizácie a zefektívnenia v oblasti in-
fraštruktúry, by mohlo byť významným prínosom do budúcnosti. Celkové
zefektívnenie činnosti v oblasti infraštruktúry dopravnej, energetickej, in-
formačnej, bankovej, vzdelávacej, ako aj zefektívnenie vlastného fungo-
vania štátu (odstránenie korupcie) atď., by mohlo podľa niektorých od-
hadov znížiť verejné výdavky o 15 – 30 %. Takýto objem prostriedkov by
bolo možné použiť nielen na splácanie dlhov, ktoré vznikli v dôsledku
krízy, ale aj na efektívne a dlhodobé financovanie ďalšieho rozvoja. To však
naráža na ďalšie bariéry. Jednou z významných bariér je reálna dostup-
nosť surovín, energetických médií a služieb systémovej infraštruktúry.

Ekologizácia ako východisko z krízy (vybrané aspekty)

Vývoj v roku 2008, t. j. obrovský nárast cien energetických médií, nebol
odrazom reálnych výkyvov v spotrebe zväčšením spotreby v USA či v Číne,
ale bol daný predovšetkým špekulatívnymi obchodmi na komoditných trhoch
použitím pákového efektu a virtualizáciou mnohých finančných operácií. Po-
užitie derivátov spôsobilo nielen výrazné zvýšenie cien pre koncových užíva-
teľov, ale prinieslo aj markantné zvýšenie ziskovosti pre finančných operáto-
rov. Toto všetko sa, samozrejme, premietlo aj do skutočnosti, že mnohé al-
ternatívne zdroje, ktoré dovtedy boli neefektívne, stali sa zrazu atraktívnymi.
S tým súvisí ďalší problém, a to je skutočnosť, že prevažná väčšina alterna-
tívnych zdrojov je napriek všetkým technologickým zlepšeniam nenávratná,
ak štát nestanoví také podmienky, ktoré z hľadiska dlhodobej efektívnosti
umožňujú relatívne vysokú a zaujímavú návratnosť vložených finančných
prostriedkov. Presne to sa dnes deje v prípade solárnej, fotogalvanickej a ve-
ternej energie. Štát tým, že stanovuje vysoké výkupné ceny, umožňuje nie-
len návratnosť finančných prostriedkov, ale, čo je veľmi dôležité, otvára nový
podnikateľský priestor pre tradičných operátorov, ale aj nových investorov.

Pri celkovo obmedzených možnostiach investovania to investori chápu ako nový atraktívny priestor na možné investovanie. Na druhej strane štát, aby udržal reálnu vysokú výkupnú cenu, musí túto cenu (keďže nemá finančné zdroje) premietnuť do cien pre koncových užívateľov.

Vysoký rast cien elektrickej energie, ktorý sa premieta v mechanizme výkupných cien, povedie podľa výpočtov Českej republiky v horizonte desiatich rokov k nárastu cien energie až o 45 – 50 % a z dlhodobého hľadiska bude znamenať závažné ohrozenie spotreby v rámci danej krajiny. Takto sa jednotlivé vlády a jednotlivé krajiny dostávajú do zásadného rozporu. Na jednej strane je možné a žiaduce vytvárať nový podnikateľský priestor v oblasti zelenej ekonomiky, doslova zozelenanie národných ekonomík, avšak na druhej strane vzhľadom na vysoké náklady na tento proces ekologizácie a obmedzené štátne zdroje je nevyhnutné rátať s tým, že aj proces ekologizácie sa premietne do výsledných koncových cien. To sa týka tak komplexných poplatkov za recykláciu hotových výrobkov, úvah a stratégií o tzv. komplexných nákladoch na ekologickú recykláciu výrobkov, ako aj teórií o komplexných nákladoch na spotrebovanú vodu a pod.

V horizonte budúcich desiatich rokov to znamená, že podiel ekologicky motivovaných výrobkov v cenách pre koncového užívateľa bude podstatne narastať. Na jednej strane sa vytvorí nový priestor na podnikanie, zvýši sa zamestnanosť, no na druhej strane to bude znamenať výrazné zvýšenie tohto bloku výdavkov v štruktúre výdavkov prevažnej väčšiny populácie. Tento druh tovarov a služieb budú musieť nahradiť iné druhy tovarov a služieb. Logickým dôsledkom tejto stratégie je potom vnútorná zmena štruktúry ekonomík, ale aj celého priestoru podnikania predovšetkým s posunom k novým druhom technológií, tovarov a služieb. Ak predtým základným ťažiskom bol spotrebný priemysel, dnes sa základným ťažiskom stáva priemysel alternatívnych energetických zdrojov alebo ekologickej činnosti v rámci spoločnosti. Pred každou vládou stojí teda zásadná úloha – pomôcť tomuto štrukturálnemu manévru.

Avšak nie vždy dochádza ku kompenzácii v zmysle: zanikajúce pracovné miesta a zanikajúce produkčné kapacity sú nahradené novými pracovnými miestami a novými produkčnými kapacitami viazanými na tento štrukturálny manéver. Vo väčšine krajín existuje zásadný časový aj objemový rozdiel

medzi tým, koľko pracovných miest vzniká v nových oblastiach podnikania, a tým, koľko zaniká v tradičných oblastiach. V dôsledku tohto vývoja sa určitým medzičlánkom, sprostredkujúcim fenoménom stávajú dočasné pracovné miesta. Ide o vytvorenie nízkokvalifikovaných pracovných miest v oblasti stravovania, maloobchodu a pod. Tieto tzv. *hotdogové* pracovné miesta môžu síce znamenať vyriešenie problému zamestnanosti aspoň na určitý čas, avšak hlavným negatívnym fenoménom je predovšetkým skutočnosť, že nové pracovné miesta majú spravidla nižšie mzdové ocenenie.

Z hľadiska celkovej kúpyschopnej sily populácie narastá počet nízkoplatených pracovných miest. Kontroverziou tohto vývoja je síce nárast pracovných miest, ale ich efekt z hľadiska celkovej domácej spotreby je značne problematický. To vedie k úvahám o zásadnom prehĺbení a disparite v ďalšej oblasti, a tou je otázka vývoja počtu pracovných miest, ktoré majú vysokú kvalifikačnú a mzdovú náročnosť, a počtu pracovných miest, ktoré majú nízku mzdovú a kvalifikačnú náročnosť.

Na jednej strane sa presadzuje predstava o čo najvyššom počte ľudí, ktorí skončia bakalárske a magisterské štúdium, prípadne získajú tretí stupeň vysokoškolského vzdelávania. Všeobecne sa táto teória spája s rozvojom znalostnej a informačnej spoločnosti. Na druhej strane skutočný vývoj tvorby nových pracovných miest nepodporuje túto tézu o trvalom náraste počtu kvalifikovaných pracovných miest s vysokou vzdelanostnou náročnosťou. Naopak, znova sa objavujú fenomény, ktoré hovoria o potrebe pracovných miest s nízkou kvalifikačnou náročnosťou, o pracovných miestach dočasných (na časovo obmedzený úväzok), alebo o pracovných miestach, ktoré sú charakteristické nízkou kvalifikačnou náročnosťou, nízkymi vzdelanostnými nárokmi, ale zároveň aj s vysokou teritoriálnou flexibilitou. Tento vývoj je umocňovaný aj novými fenoménmi na trhu práce, ako je agentúrne zamestnávanie. Aj keď sa Európska únia snaží novou legislatívou postupne zabezpečiť určité základné ochranné mechanizmy z hľadiska výšky miezd, rovnako aj z hľadiska inej ochrany pracovníka, faktom zostáva, že agentúrne zamestnanci významne prispeli k rastu produktivity práce. Agentúrne pracovníci sa často stávajú hlavným nástrojom flexibility trhu práce pôsobiacim na vývoj celkovej globálnej spotreby. Rozpor medzi tým, čo globálna spotreba vyžaduje, a celkovým vývojom trhu práce sa prehľbuje aj tým, že

demografický vývoj zdanlivo vedie k nutnosti získavania nových, dodatočných pracovných síl, keďže narastá počet ľudí v poproduktívnom veku a počet ľudí v produktívnom veku nominálne klesá.

Ide tu o hlboký rozpor. Ak technológie naozaj znamenajú taký zásadný prínos k produktivite práce aj z hľadiska produkčných možností, tak potom problém nie je vo vzťahu počtu tých, ktorí sú v produktívnom a ktorí v poproduktívnom veku, ale v procesoch prerozdelenia. Tým sa dostávame k zásadnej otázke, a tou sú možné východiská zo súčasnej krízy. Väčšina spoločností má v sebe zakódované významné bloky vnútorných dlhov, dlhov z minulosti, dlhov generačných, ekologických a iných. Tieto dlhy skutočne existujú, nie je ich možné vymazať, budú pôsobiť desiatky rokov a budú znamenať obrovskú záťaž celkového bloku verejných, ale aj súkromných zdrojov. K najvýznamnejším patrí práve otázka medzigeneračných dlhov. Väčšina spoločností je charakteristická tým, že pri priebežnom systéme je naozaj z prvého hľadiska dôležitý vzťah počtu ľudí v produktívnom a v poproduktívnom veku. Všeobecne konštruovaný systém priebežného platenia dôchodkov je založený na pomere 2,5 – 3 : 1, to znamená, že dvaja až traja pracovníci v produktívnom veku platia na dôchodok jedného človeka v poproduktívnom veku. Pretože väčšina vyspelých krajín sa dostala do situácie, v ktorej už prevládajú proporcie 1,5 v produktívnom veku a 1 v poproduktívnom veku, vzniká zásadná otázka udržateľnosti penzijného systému.

Účasť ľudí v druhom pilieri však ukazuje, že druhý pilier môže byť:

- a) doplnkovým riešením,
- b) riešením len dlhom horizonte 15 – 20 – 25 rokov,
- c) nevyrieši celkovú úroveň príjmov.

Ak sa na to pozrieme z tohto hľadiska, na jednej strane rast miezd viedol v posledných 15 rokoch k tomu, že do dôchodku odchádzajú ľudia s vyššími príjmami a s vyššími dôchodkami; na druhej strane títo dôchodcovia žijú dlhšie a dlhšie poberajú vyšší dôchodok, čo vyvoláva veľký tlak na penzijné systémy. Aby bolo možné tento vzťah udržať, mala by sa radikálnym spôsobom zvýšiť produktivita, na základe toho sa zvýši mzdový nárast tých, ktorí sú v produktívnom veku, a z väčšieho základu pri rovnakom konštantnom objeme odvodov je možné udržať rovnováhu medzi nárastom výdavkov na

medzigeneračný dlh a objemom zdrojov. Ale ak zároveň s nárastom populačného tlaku spojíme snahu odstrániť medzigeneračnú solidaritu a priviesť spoločnosť k situácii, v ktorej si každý zodpovedá sám za svoj osud, vytvoríme dva zásadné problémy:

1. Prevažná väčšina populácie, ktorá si v čase produktívneho pôsobenia nemohla našetriť dostatočné zdroje, sa stane chudobnou.
2. Pre veľkú časť chudobnej populácie, najmä ľudí v poproduktívnom veku, je určené tzv. migrovanie reálnej vnútornej domácej spotreby. Úspešným exportérom problém domácej spotreby, domácich príjmov a domácich živnostníkov, ktorí zabezpečujú lokálnu, miestne viazanú zamestnanosť, nevyhradí náklady na miestnu populáciu. Tento zásadný rozpor znamená, že pokiaľ sa nebudeme pozerieť na tento dlh spoločnosti inak ako doteraz, je zrejmé, že sa stane značnou záťažou pre budúcich 20 až 40 rokov.

Na základe uvedeného môžeme povedať, že len pre Slovensko (ak zoberieme Slovensko ako malú krajinu) to bude znamenať riešenie medzigeneračného dlhu v budúcich 20 rokoch vo výške asi 1,6 bil. Sk. Takýto objem finančných zdrojov, ktorý bude predstavovať trvalú záťaž pre verejné financie, je v podstate neriešiteľný doteraz používanými metódami a technikami. Alebo chceme pretrhnúť reťaz medzigeneračnej solidarity?

Na to nadväzuje ďalší dôležitý blok. Väčšina krajín sa v prístupovom procese do Európskej únie zaviazala riešiť ekologické dlhy. V nových členských štátoch sa pozornosť tiež sústreďovala na vyriešenie týchto ekologických dlhov. Kandidátske krajiny sa v prístupovom protokole zaviazali vyriešiť ekologické dlhy v časovom horizonte 2015 – 2018. Znamená to, že v súčasnom období, teda v čase hospodárskej krízy, aj v čase limitovania ostatných možností, sa musia vyriešiť dlhy z minulosti, ktoré predstavujú desiatky až stovky miliónov eur. Z tohto hľadiska teda vzniká ďalší problém dlhov, ktoré budú zaťažovať nielen verejné financie, ale budú znamenať aj zásadnú výzvu pre ďalší vývoj municipalít, keďže vo väčšine prípadov ide o dlhy spojené s municipálnym pôsobením a municipálnou zodpovednosťou. Mnohé krajiny, pokiaľ dnes kalkulujú oživenie ekonomiky a ďalší pokrizový hospodársky vývoj, sa tvária, ako keby tieto dlhy neexistovali, alebo ich nebolo nevyhnutné splatiť.

Maastrichtské kritériá, ktoré sú východiskom pre Európsku menovú úniu, obsahujú deficit verejného sektora, hovoríme teda o verejnom dlhu, ktorý obsahuje nielen situáciu štátneho rozpočtu, ale aj dlh, ktorý je vytvorený v rámci ďalších súčastí verejného sektora – v rámci penzijného systému, v rámci zdravotníctva aj v rámci municipalít. Upozorňujeme na to preto, lebo väčšina rozpočtových a fiškálnych stratégií je v súčasnosti zameraná na tzv. pokrytie výpadkov príjmov a riešenie zvýšených výdavkov pri stimulácii opatrení proti kríze.

Stratégia spotreby a príjmová stratifikácia

V skutočnosti tieto opatrenia proti kríze predstavujú menšiu a v niektorých prípadoch dokonca lacnejšiu časť dlhov, ktoré jednotlivé krajiny budú musieť riešiť. Tieto krajiny sa takto dostávajú do stretu niekoľkých dlhodobých pôsobiacich, a pritom zásadných rozporov. Na jednej strane otázka globálnej spotreby na národnej alebo nadnárodnej úrovni vyžaduje úplne zmenený prístup a dlhodobú stratégiu. Na druhej strane, dlhy, ktoré existujú vnútri krajiny, sú síce dlhmi na dlhé obdobie, avšak ich dôsledky sa prejavujú už dnes a riešenie napríklad problému penzijného systému nie je možné odkladať o päť alebo desať rokov, po skončení krízy.

Ukazuje sa, že prevažná časť spotreby doteraz bola založená na úvere, nie na reálnom krytí finančnými zdrojmi. Akým spôsobom budeme transformovať takto definovanú spotrebu, ak si uvedomíme, že zvrät v situácii príjmov väčšiny populácie nie je možný?

Toto pochopila napríklad čínska vláda, ktorá si uvedomila, že procesy zmien v príjmovej stratifikácii populácie aj v prípade začatia pozitívnych trendov predstavujú časový horizont 20 až 30 rokov. To znamená, že v tomto období sa musí dosiahnuť stav, v ktorom stratený export v jednej oblasti musí byť nahradený možným exportom do inej oblasti. Takýto zásadný štrukturálny manéver, ktorý Európa chce uskutočniť tým, že chce zväčšiť domácu spotrebu v rámci domáceho trhu, znamená, že tradičné nástroje používané dnes (zníženie daní, zníženie odvodov, bonifikácia určitých druhov tovarov) pravdepodobne nebudú účinné, pretože rozdiel medzi príjmovou stratifikáciou populácie a akčným pôsobením zvolených nástrojov je príliš veľký.

Tieto nástroje sa nachádzajú pod prahom citlivosti prevažnej väčšiny populácie a z tohto hľadiska nemožno teda dúfať, že malé čiastkové opatrenia na zvýšenie domácej spotreby by zásadným spôsobom posunuli riešenie problému spotreby, alebo aj produkčných kapacít. Uvedený problém je ešte komplikovaný aj tým, že veľká časť mnohých produkčných kapacít je v súčasnosti umiestnená mimo teritória materskej krajiny (to platí dokonca aj pre Čínu). V takomto prípade riešenie problému domácej spotreby a domácich produkčných kapacít ako keby zdanlivo nemuselo byť spojené. Teda, že problémom pre domácu spotrebu je skôr získanie finančných prostriedkov, alebo finančných stimulov, a nie riešenie zamestnanosti, ktorá je viazaná v iných teritóriách a v iných krajinách či regiónoch.

Globalizácia viedla k tomu, že toto teritoriálne oddelenie produkčných kapacít od spotreby už neexistuje v takej miere, ako sa doteraz zdalo. Napríklad pre Čínu sa kľúčovou otázkou stáva udržanie vybudovaných produkčných kapacít. Znamená to udržanie stoviek miliónov pracovných miest. Bez týchto pracovných miest príjem prevažnej väčšiny populácie bude upadať, na základe toho vzniknú nielen sociálne nepokoje, ale vynorí sa aj zásadný sociálny problém: čo so životnou úrovňou prevažnej väčšiny čínskej populácie. Skutočnosť, že Čína má dvesto miliónov bohatých Číňanov, je síce veľmi významný fenomén, avšak rozhodujúcim fenoménom pre čínsku vládu sa stane situácia jednej miliardy 400 miliónov ostatných Číňanov. Niečo podobné sa deje aj vo vyspelých krajinách. Európska únia a USA majú dnes veľký problém predovšetkým so strednou triedou.

Najnižšie časti spoločnosti (nízkopríjmové), ktoré tvoria 10 – 15 % populácie, aj keby sa ich situácia radikálnym spôsobom zmenila, nebudú mať relevantný vplyv na vývoj národnej spotreby. Je zrejmé, že ani akékoľvek opatrenia na zlepšenie ich príjmovej situácie neprinesú očakávaný efekt. Preto sa Európska únia v rámci súdržnej spoločnosti orientuje stále viac na problém strednej triedy, ktorá vo väčšine ekonomík predstavuje 60 – 70 % z populácie. Pritom nejde o problém celej strednej triedy, ale predovšetkým o problém nízkopríjmových skupín strednej triedy a, bohužiaľ – vzhľadom na vývoj v samotnej strednej triede, kde sa prevažná väčšina presúva do nízkopríjmových skupín –, to znamená riešenie práve tejto skupiny populácie. Vznikajú teda dve zásadné otázky:

1. Akým spôsobom zvýšiť príjmy tejto časti populácie tak, aby sa obnovila domáca spotreba?
2. O akú domácu spotrebu vlastne má ísť? Ide o tradičnú domácu spotrebu v zmysle doteraz vyrábaných tovarov, služieb atď., alebo má ísť o novokoncipovanú spotrebu, ktorá zodpovedá trvale udržateľným možnostiam rozvoja ľudskej spoločnosti?

Táto otázka v skutočnosti predstavuje veľmi dôležitý fenomén, pretože obmedzenosť príjmových zdrojov, zhoršovanie prírodných podmienok, zvýšenie nákladov na recyklačné procesy, na udržanie životného prostredia bude znamenať trvalú záťaž a nemožnosť zachovať doterajšiu úroveň globálnej materiálnej spotreby. Otvára sa tým nový problém, a to je skutočnosť, že radikálne zmeny podmienok pre život na planéte Zem vyžadujú čoraz vyššie náklady na adaptačné procesy. Pôvodná predstava o znížení emisií skleníkových plynov, kde sa celkový rozsah investícií odhaduje na sumu 320 – 350 mld. USD ročne, je stále viac zatláčaný do úzadia pre náklady adaptačných procesov. Zmeny vlhkosti a zrážok, problém vody a vzniku nových púští, celková zmena atmosféry a teploty vedie k značne vyšším nákladom a dnes začínajú klimatológovia, ale aj ekonómovia hovoriť o tom, že celková výška nákladov na adaptačné procesy bude predstavovať miliardy USD ročne. Týka sa to aj nákladov, ktoré súvisia napríklad so zvyšovaním hladiny oceánov a s dôsledkami, ktoré by to malo na väčšinu prímorských aglomerácií, napríklad kompenzácií a finančného riešenia tejto skupiny nových nákladov a zároveň je táto otázka spojená aj so zmenou štruktúry spotreby.

Ak teda máme predstavu, že ďalší vývoj by bolo možné zachrániť udržaním doterajšieho stavu spotreby, aj pomocou stimulačných nástrojov, vzhľadom na prírodné podmienky je zrejmé, že táto cesta nie je priechodná. Pokiaľ ale pristúpime k otázke reštrukturalizácie existujúcich kapacít, predpokladá to nielen vynakladanie obrovských finančných prostriedkov, ale aj presun zamestnanosti do štruktúralne nových oblastí. To znamená zvládnuť celý proces a presun rekvifikácie, nového priestorového usporiadania, nového vývoja príjmovej situácie na nových pracovných miestach a z toho vyplývajúcej novej spotreby.

Možné zdroje spoločnosti

Vo väzbe na tento proces hovoríme teda o novej spotrebe. Otázkou je aj cena tejto spotreby a spoločenský zdroj, ktorý má byť jej základom. Dostávame sa teda nielen k otázke príjmovej stratifikácie, ale aj k celkovému oceňovaniu novej spotreby, ktorá vzniká v rámci globálneho rozvoja.

Na to nadväzuje ďalší blok problémov, a to je skutočnosť, že vzhľadom na globalizáciu, na odlišnú silu národných vlád a transnacionálnych korporácií, ale aj na odlišnú silu jednotlivých subjektov ekonomickej sféry je zrejmé, že pokiaľ nedôjde k spoločnému koordinovanému postupu na nadnárodnej úrovni, národné vlády sú vo vzťahu ku kľúčovým nadnárodným silám príliš slabé na to, aby presadzovali zásadné kvalitatívne, ale aj štruktúrne zmeny. So zreteľom na to otázka posilnenia integračných procesov a zoskupení smeruje jednoznačne k homogenizácii prostredia v jednotlivých nadnárodných zoskupeniach obchodného typu, ale zároveň to znamená, že v rámci globálnej stratégie týchto zoskupení sa zvyšuje potreba národnej stratégie, avšak kooperačného typu. Je zrejmé, že malé krajiny v podmienkach EÚ budú mať veľké problémy, pokiaľ by sa veľké krajiny zamerali výlučne na vlastné riešenie domáceho dopytu.

Malé krajiny vzhľadom na veľkosť svojich malých národných trhov nebudú schopné prekonať ani problém vlastnej recesie, ale čo je horšie, nebudú schopné nájsť nový kompenzujúci priestor pre stratený export. Preto spolupráca veľkých a malých krajín je základnou podmienkou na prekonanie krízového vývoja. Na druhej strane, národný egoizmus, tak ako sa prejavuje po vzniku a rozbehu hospodárskej krízy, je veľkým varovaním pred snahou získať nejaký bonus na úkor druhej krajiny. Jedine spoločné koordinované úsilie môže viesť k novému definovaniu spoločenskej spotreby, ale aj priestoru pre jednotlivé produkčné kapacity a možnosti, a teda udržanie zamestnanosti, príjmov atď.

Celkovo už dnes možno hovoriť, že nadnárodné zoskupenia, ako je Európska únia, budú musieť zásadným spôsobom zefektívniť svoju činnosť, vytvoriť optimálnu kombináciu národnej stratégie, ale aj nadnárodného zladovania hospodárskych záujmov – veľkých a malých, a budú musieť redefinovať svoju vnútornú stratégiu spotreby. Ak je dnes zrejmé, že taký výrazný

rozdiel bohatstva a chudoby medzi vyspelými a rozvojovými krajinami, aký bol v 80. rokoch, už nebude existovať, znamená to, že tradičné delenie na rozvinuté a rozvojové krajiny je prekonané. Zároveň vytvorenie nových centier rozvoja, ako sú krajiny BRIC a podobne, vedie k nutnosti prehodnotiť celkovú hospodársku polarizáciu globálnej svetovej ekonomiky. Toto prehodnotenie ale znamená nielen zmenu pohľadu na rozsah HDP na jedného obyvateľa, ale úplne nové pochopenie pozície národnej ekonomiky v rámci nadnárodných zoskupení a novú pozíciu zoskupení v rámci globálnej ekonomiky. Proces integrácie, ktorý sa posunie tak v rámci EÚ a Severoamerickej dohody voľného obchodu (NAFTA), ale aj v rámci MERCOSUR-u, APEC-u a ďalších oblastí vrátane africkej zóny voľného obchodu, naznačuje, že národné vlády pochopili, že jedine v spolupráci je schopnosť prekonať súčasné krízy, ale aj nové výzvy stojace pred každou spoločnosťou.

Z tohto hľadiska teda proces spolupráce a integrácie na nadnárodnej úrovni je procesom objektívnym a nevyhnutným. Na druhej strane, transnacionálne korporácie vzhľadom na svoju pôsobnosť v jednotlivých častiach sveta majú v tomto prípade vždy predstih pred národnými vládami a pri súťaži o získanie zahraničných investorov za rozhodujúci faktor nadnárodnej korporácie považujú práve svoj vplyv na národnú zamestnanosť. Vzhľadom na to otázka prehodnotenia prístupu k investičným stimulom, rokovania s veľkými transnacionálnymi korporáciami, vytvorenie reálneho priestoru na odbyť pre tieto korporácie sú pravdepodobne novou platformou, alebo novým východiskovým strategickým smerom pre nájdenie ďalších spoločných záujmov. Veľké transnacionálne korporácie, ktoré sa odtrhli od bývalých materských krajín, majú v skutočnosti tú istú slabinu ako jednotlivé krajiny. Tou Achillovou pätou je otázka spotreby nimi vyrábanej produkcie. Dnes nie je dôležité, kde tú produkciu vyrobia, ale rozhodujúcou otázkou sa stáva, kde ju predajú, kto ju kúpi? Transnacionálne korporácie sú najslabšie a majú najviac problémov práve v tejto časti.

Diskusie na témy, že inovácie zabezpečia konkurencieschopnosť, nové technologické prístupy vyriešia problémy, sa ukazujú ako mylné. V skutočnosti konkurencieschopnosť dnes nie je formovaná len inováciami a technologickým rozvojom. Kľúčovým sa stane z hľadiska úspechu nie schopnosť tzv. inovácie bez ohľadu na zákazníka, ale naopak, komunikácia so

zákazníkom a schopnosť získať platiaceho zákazníka. Dnes sme svedkami toho, že automobilový priemysel na to, aby získal maximálne zisky, presiahol z hľadiska uplatnenia elektroniky všetky rozumné hranice. No ukazuje sa, že „ťahákom“ sa stalo nie predimenzovanie elektronikou, ale užívateľský štandard a úsporný prevádzkový režim, a aj prijateľnosť výrobku, či už ekologická alebo recyklačná a pod. So zreteľom na to sa teda mení aj vplyv technológií na celkovú konkurencieschopnosť výrobkov. Základom už nie je len otázka nízkej ceny výroby, ale hlavne komplexný pohľad na samotný výrobok – projektovanie, individualizácia výroby, dodanie povýrobného servisu, ale aj samotné užívanie a recyklácia. Úloha predvýrobných etáp, projektovania, výskumu, vývoja a pod. sa takto dostáva do novej roviny.

Okrem toho upozorňujeme na dva zásadné momenty inovačnej politiky. Podľa prieskumov, uskutočnených medzinárodnými agentúrami, viac ako tretina výskumných a vývojových prác je zameraná na to, čo už bolo vynájdené alebo objavené. Pritom väčšina populácie využíva výrobky a výsledky technického výskumu bez toho, aby im rozumela. To znamená, že technologická fóbia, ktorá zasahuje v USA viac ako 40 % populácie, v Európskej únii je to asi 35 %, ale zároveň aj otázka užívateľského štandardu sa stávajú kľúčovým predpokladom úspešnosti nových druhov tovarov, služieb, výrobkov atď. Ide o celkom nové videnie vývoja.

Doterajšie štandardné metódy hodnotenia produktivity, konkurencieschopnosti, inflácie, hrubého domáceho produktu sa ukazujú ako značne problematické. Je paradoxné, že kým na začiatku krízy sa veľmi intenzívne diskutovalo v teoretických kruhoch o problematickosti reálnej výpovede ukazovateľa HDP, len čo došlo k náznakom prekonania krízy, diskusie na túto tému sa zastavili. Nič sa nezmenilo z hľadiska príčin, ktoré viedli k značnému spochybňovaniu reálnej výpovednej vhodnosti tohto ukazovateľa a nič sa nezmenilo ani na celkovom prístupe k nemu. Komplexné ukazovatele, ktoré hovoria o kvalite života ako o kľúčovom reálnom výsledku hospodárskej, ekonomickej a spoločenskej činnosti, stále zostávajú v úzadí, hoci ekonomika je nástrojom kvality života, nie jediným a samospasiteľným cieľom.

Vo všeobecnosti sa neustále hovorí o sflexibilnení trhu práce, o celoživotnom vzdelávaní, ale, paradoxne, vzťah medzi užívateľskou podnikateľskou sférou a obsahom vzdelávania sa zmenšil. Vzdialenosť medzi obsahom

vzdelávania a reálnym využitím v praxi sa prehľbuje. Naopak, cieľom pri formálnom vzdelávaní sa čoraz viac stáva skôr získanie formálneho dokumentu o vzdelaní než jeho obsah a náplň a príprava na život. Dnes všetci teoretici hovoria o tom, že počas života niekoľkokrát meníme profesiu (minimálne v príbuznom rozsahu), ale nikto sa nezaoberá reálnym rozvinutím systému celoživotného vzdelávania v tom klasickom, profesnom, odbornom, ale aj spoločenskom zmysle.

Takto sa vlastne dostávame do kontroverzného stavu. Na jednej strane hovoríme o znalostnej ekonomike, ale o význame znalostí v spoločnosti nehovoríme. Hovoríme o technologickom riešení produktivity, ale neuvedomujeme si, že technológie zasahujú relatívne malú časť populácie. Hovoríme o východisku z krízy, ale nezaoberáme sa príčinami, ktoré ku kríze viedli vrátane kľúčovej otázky globálnej spotreby. Hovoríme o raste životnej úrovne v priemere, ale príjmová stratifikácia populácie sa nie v rozvojových, ale v rozvinutých krajinách zásadným spôsobom prehľbuje. Dochádza k rozpadu strednej triedy so všetkými efektmi, ktoré z toho vyplývajú. Hovoríme o nutnosti ekologizácie ekonomiky, ale pritom každý rok sa uvádzajú na trh tisíce substancií, ktorých vplyv na životné prostredie nepoznáme; ponúkajú sa výrobky, ktoré majú byť ekologické (napríklad hybridné motory alebo hybridné autá), ale ich uplatnenie a výroba sú podmienené obrovskými finančnými dotáciami zo strany štátu alebo spoločnosti.

Ide o riešenie skutočných problémov, alebo ide o riešenie zmeny virtuálneho stavu spoločnosti tak, ako sa v súčasnosti zdanlivo vyvinula? Z tohto hľadiska môžeme krízu chápať ako určitý katalyzátor zmien, katalyzátor procesov. Stále častejšie sa do popredia dostáva zásadná otázka zmeny kvalitatívneho prístupu k faktorom, ktoré formujú ekonomický a spoločenský vývoj. Je ťažko možné hovoriť o tom, že opatrenia, ako je šrotovné či zvýšenie regulácie bánk, sanačné opatrenia bankového sektora a pod., v skutočnosti pomôžu odstrániť príčiny, ktoré viedli ku kríze, a budú nápomocné pri dlhodobej obnove hospodárskeho udržateľného rastu.

Neupozornili sme na ešte jeden významný fenomén. Významní vysokí predstavitelia OSN priznali, že na sanáciu finančného sektora mnoho národných vlád použilo finančné prostriedky aj z čiernej a šedej ekonomiky. Konštatovanie vysokého predstaviťa OSN pre boj proti drogám, že národné

vlády použili na sanáciu finančného sektora viac ako 350 mld. USD z finančných zdrojov, ktoré pochádzajú z čiernej ekonomiky, paradoxne, prešlo takmer bez povšimnutia. Pritom je zrejmé, že takýto proces preprania peňazí z čiernej ekonomiky do oficiálnej čistej ekonomiky je bezprecedentným javom. Treba priznať, že je ťažké postihovať takto preprané peniaze ako peniaze z čiernej či kriminálnej ekonomiky. Je paradoxné, že tento fakt dnes napriek upozorneniu OSN zostáva mimo pozornosti aj médií, aj vlád, a naopak, kľúčovou otázkou sa stáva získanie finančných prostriedkov. Je to o to zaujímavejšie, že súkromné finančné zdroje predstavujú omnoho väčší rozmer (možno na úrovni dvoch biliónov USD), ale o tieto zdroje sa vlády pri sanácii finančného sektora nezaujímali.

Na druhej strane, samotná regulácia finančného sektora problém morálneho hazardu a problém rizikovosti finančného sektora nevyrieši. To ukázali aj medzinárodné normy, ako je Bazilej I a Bazilej II, alebo aj otázka diskusie okolo Glassovho-Steagalovho zákona, ktorý bol najskôr po roku 1930 zavedený, v roku 2006 bol zrušený a dnes sa znovu uvažuje a navrhuje sa zavedenie novej kontroly. Problém nie je v kontrolných mechanizmoch, ktoré vždy možno obísť, ale v tom, aby sa zabránilo odtrhávaniu finančného sektora od reálnej ekonomiky, aby sa zabránilo virtualizácii finančného sektora a z toho vznikajúcemu objemu finančných bublín a aby sa zabránilo mechanizmom, ktoré sú také neprehľadné, že tieto virtuálne operácie umožňujú to, čoho sme svedkami dnes.

Americký kongres pripravuje na schválenie tzv. uhlíkové povolenky. Ide o podobný mechanizmus, aký už dnes existuje v EÚ (ide o obchodovanie s emisnými povolenkami). Kľúčovou otázkou je vzťah bankového sektora, ktorý konštatuje, že pravdepodobne nie je nutné obchodovať s vlastnými emisiami, ale treba pripraviť finančné deriváty spojené s obchodovaním s emisiami a tie sa majú stať predmetom obchodovania finančného sektora. Ale finančné deriváty, spojené s termínovanými obchodmi alebo hypotekárnymi operáciami boli jednou z príčin virtualizácie finančného sektora. A dnes sme svedkami paradoxného stavu, keď na jednej strane Obamova administratíva pripravuje regulačné opatrenia vrátane tvrdých regulačných opatrení pri emisiách bankových kreditných kariet, a na druhej strane sa povoľuje vytváranie novej virtuálnej finančnej bubliny súvisiacej s rozvinutím obchodov s uhlíkovými emisnými povolenkami.

So zreteľom na uvedené teda možno konštatovať, že neochota riešiť skutočné fundamentálne príčiny krízy, neochota vidieť tento proces globálnych zmien v súvislostiach, neochota vidieť túto novú konfiguráciu základných predpokladov ďalšieho pokračovania ekonomiky a spoločnosti vedie k odhadnuteľnému vývoju v tom, že kríza pravdepodobne bude mať podobu dlhého pretrvávania, charakteristického krátkodobými vzrastmi a ďalšími pádmi. Národný egoizmus, tak ako budú globálne problémy narastať a riziko populistických opatrení a populistických krokov bude veľmi vysoké, bude v podstate pokračovať.

Ak z tohto hľadiska hodnotíme poučenie z krízy, môžeme konštatovať, že kríza funguje naozaj ako katalyzátor, ktorý na jednej strane vytvára nové obrovské šance, a na druhej strane s plnou vážnosťou odhaľuje zásadné problémové oblasti, ktoré doterajší vývoj spoločnosti v posledných dvadsiatich rokoch kumuloval. No a podľa pohľadu na doterajší spôsob riešenia je možné odhadovať aj ďalší vývoj globálnej ekonomiky.

8. SÚ SUVERÉNNE FONDY CIEĽ ALEBO NÁSTROJ GLOBÁLNEHO VÝVOJA?

Globálny vývoj v období krízy potvrdzuje tendenciu narastania významu alternatívnych (neúverových) zdrojov kapitálu od silných a stabilných finančných partnerov. Akvizície suverénnych fondov (SF) naznačujú usporiadanie hospodárskej sily v pokrízovom období a sú významným impulzom na oživenie hospodárskej aktivity v globalizovanej ekonomike. Ide o určité prepólovanie mocenského postavenia vo svete v rámci a v prospech regionálnej štruktúry zdrojov voľného investičného kapitálu. Vyspelé štáty (USA, Európa) sa dnes sústreďujú na sanovanie vzniknutých a vzájomne previazaných problémov bankového sektora, resp. fiškálnych problémov, kým suverénne fondy úspešne naplňajú národné investičné a rozvojové stratégie štátov svojho pôvodu. Finančná kríza ukázala nevyhnutnosť vytvorenia novej finančnej architektúry sveta. V nej sa suverénne fondy stávajú jedným z kľúčových nástrojov súčasných i budúcich národných rozvojových stratégií. Nástroje, ktoré sa používajú na podporu podnikov zo strany jednotlivých štátov, majú nielen tradičnú podobu, ale postupne sa objavuje aj nová štruktúra podporných nástrojov. Tá mení náhľad na budúcu možnú podobu štátnomonopolistického kapitalizmu. Nové národné rozvojové stratégie, zahrnujúce zmenenú štruktúru podporných nástrojov, by mali byť bezprostrednou odpoveďou na riešenie otázok budúcej štruktúry globálnej spotreby.

8.1. Strategické smerovanie štátov a suverénne fondy

Po historickom exkurze do rozhodovacích procesov a realizácie podôb štátnomonopolistického kapitalizmu a pri skúmaní jeho súčasného smerovania nachádzame zásadné rozdiely medzi fungovaním transatlantických (USA, Európa) a ázijských štruktúr. Tieto rozdiely sú evidentné vo formách, ale predovšetkým v cieľoch. Transatlantické štruktúry realizovali a realizujú štátnu podporu expanzie podnikov na iné ako materské spotrebiteľské a produkčné trhy – ako svoj cieľ. Ázijské štruktúry majú tento cieľ rozšírený o významnú oblasť. Tou je postupná všeobecná infiltrácia do hostujúcich krajín. Istým špecifikom štátnej podpory v ázijských krajinách je realizácia podpory

už pri zakladaní podnikov, nie až pri ich expandovaní za hranice krajiny. V komplexnejšom vyjadrení ide o formovanie novej podoby štátomonopolistického kapitalizmu, ktorá má zabezpečiť naplnenie obsahu dôležitých oblastí. Na príklade Číny v časti 3. je možné ich konkrétnejšie vyjadrenie.

Podľa Cmoreja a Pauhofovej (2010) sú investičné portfóliá suverénnych fondov tvorené výhradne investíciami do aktív podložených reálnou hodnotou – do firiem, nerastného bohatstva a pôdy – s cieľom zhodnotiť investíciu alebo dosiahnuť strategický zámer investície.

Investície SF môžeme rozdeľovať podľa spôsobov, akými svoje investície realizujú.

a) Podľa *formy* môžeme investície SF členiť na:

- investícia priamou kúpou,
- nepriama kúpa (prostredníctvom SOE alebo *private equity* firiem).

Priama kúpa je najtransparentnejším a najľahšie sledovateľným spôsobom investície. Priamym investíciám SF však často priamo alebo nepriamo bránia samotné vlády štátov, kam daná investícia smeruje. Ak ide o investíciu do strategických odvetví, vlády hostiteľského štátu sa často oprávnenne obávajú možného úniku technologického *know-how* alebo vplyvu cudzieho štátu, z ktorého daný SF pochádza. Pri investíciách majú jednotlivé fondy rozdielnu stratégiu. Napríklad Nórsky suverénny fond (Government Pension Fund) investuje do jednotlivých firiem vždy maximálne do výšky 10 % ich akcií spojených s hlasovacím právom v spoločnosti. Naopak, singapurský fond Temasek vyhľadáva investície do firiem, kde môže získať kontrolný balík akcií.

Ďalším spôsobom investovania je investovanie *nepriamou formou* prostredníctvom štátom vlastnených firiem (State Owned Enterprises – SOE). Takéto firmy sú niekedy vytvorené priamo SF. Niekedy formálne nemajú žiaden spoločný právny základ a SF iba financuje investície danej štátnej firmy.⁸¹ V niektorých prípadoch nie je vlastníkom firmy známy, čo je jeden zo spôsobov, ako utajiť skutočného investora. Častou formou nepriameho investovania sú investičné partnerstvá s *private equity* skupinami. V mnohých

⁸¹ Napríklad singapurský fond Temasek Holdings má 21 takýchto dcérskych spoločností. Tri najväčšie z nich sú Orchard Energy, ktorá sa zameriava na investície v energetike, Fullerton Financial Holdings so zameraním na finančný sektor a Fullerton Fund Management Company, ktorá funguje ako podriadený správca aktív so zameraním na Áziu.

prípadoch ide o cieľnú investičnú stratégiu. Pri takomto spôsobe investovania môže SF potenciálne získať vplyv v každej firme, patriacej do portfólia danej *private equity* skupiny. Aká je skutočnosť, je ťažko odhadnuteľné.⁸² Vlastníkom firmy sa pritom nestáva SF, ale *private equity* skupina, prostredníctvom ktorej môže fond firmu ovládať. V niektorých prípadoch majú investori v *private equity* skupinách možnosť aj priamo investovať spolu so SF, čím ten získava ešte širšiu škálu investičných možností.

- b) Podľa *počtu subjektov*, vystupujúcich v investičnom procese členíme investície SF ako:
- samostatná kúpa,
 - *joint venture*.

Okrem investícií, kde SF vystupuje ako samostatný investor, SF realizujú niektoré investície aj formou *joint venture*. V tomto prípade ide o spoluprácu SF s iným subjektom na účely spoločnej investície. Jeden z najnovších príkladov je spoločná ponuka fondu Abu Dhabi Investment Authority spolu s austrálskou investičnou bankou Macquarie a kanadským penzijným fondom Canadian Pension Plan pre francúzsku energetickú firmu EDF.⁸³ Predmetom kúpy by mala byť elektrická prenosová sústava, ktorú EDF vlastní vo Veľkej Británii. Iným príkladom *joint venture* je technologické partnerstvo čínskeho fondu China Investment Corporation, ktoré uzatvoril s americkým technologickým lídrom, firmou Intel.⁸⁴ Predmetom spolupráce sú investície do technologických inovácií po celom svete. Intel bude zodpovedný za výber projektov a fond poskytne potrebné financovanie. Čína získa takýmto spôsobom prístup k najmodernejším technológiám.

- c) Podľa *postavenia* v investičnom procese SF členíme na:
- aktívne vyhľadávanie investičných možností,
 - pasívne prijímanie investičných ponúk,

⁸² Prostredníctvom *private equity* skupiny investuje časť svojich prostriedkov aj fond Kuwait Investment Authority. V roku 2009 investoval fond 750 miliónov USD do amerického správcu aktív *BlackRock*. Podľa dostupných správ sa investícia fondu oplatila a k februáru 2010 by mala byť hodnota pôvodnej investície vyššia o 40 %.

⁸³ <www.swfinstitute.org/other-swf-news/bidders-ready-for-edfs-network-sale/>.

⁸⁴ <www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-funds/intel-capital-and-china-investment-corporation-announce-collaboration-agreement/>.

- zabezpečovanie úloh a potrieb štátu (napr. ochranná kúpa),
- zabezpečovanie likvidity pri uvedení firmy na burzu (IPO).

Suverénne fondy nie sú v pozícii, aby museli výhradne samy aktívne vyhľadávať investičné príležitosti. Vďaka svojej finančnej sile sú aj priamo oslovované s ponukami na investíciu.⁸⁵ Ďalším príkladom je vláda Pakistanu, ktorá oslovila s ponukou predaja v pripravovanej privatizácii najväčší SF na svete, fond Spojených arabských emirátov, Abu Dhabi Investment Authority.⁸⁶

Niektorými investíciami naplňajú SF *úlohy a potreby štátu*, z ktorého daný fond pochádza. Medzi takéto investície patrí napríklad ochranná kúpa,⁸⁷ resp. investícia fondu do strategického podniku štátu, investície do infraštruktúry štátu⁸⁸ alebo investície do pôdy,⁸⁹ či už v štáte pôvodu alebo v inom štáte s cieľom zabezpečiť napríklad potravinovú bezpečnosť štátu.⁹⁰

Špecifické postavenie SF nastáva v prípade investície pri Initial Public Offering (IPO). Je to proces ponuky akcií, ktorý podstupuje firma pri, resp. pred svojím vstupom na akciovú burzu. Firma sa rozhodne upísať na burze určitý počet akcií za určitú cenu. Ak sa firme podarí prilákať pri IPO dostatok investorov a záujem o akcie bude vyšší ako ponúkaný počet akcií, vstup na burzu bude úspešný a cena akcií na burze bude vďaka vysokému záujmu zrejme vyššia ako úvodná, tzv. upisovacia cena. Naopak, ak sa firme nepodarí prilákať pozornosť investorov a akcie nebudú mať dostatok kupcov, je pravdepodobné, že ich cena sa prepadne na nižšie hodnoty. To by pre firmu

⁸⁵ V roku 2010 Grécko pripravilo ponuku na odkup významných podielov na aktívach tzv. rodného striebra práve pre SF.

⁸⁶ Na predaj ponúka Pakistan spolu 9 štátnych firiem vrátane siedmich energetických (ťažba a spracovanie ropy a zemného plynu, distribúcia elektriny) a najväčšej pakistanskej poisťovne.

⁸⁷ Francúzska energetická firma Areva odpredala svoj podiel vo firme Eramet, francúzskom producentovi niklu, francúzskemu suverénnemu fondu Strategic Investment Fund. V tomto prípade ide o vnútroštátny prevod v rámci vlastníctva štátu, ktorý je možné definovať ako kúpu, ktorou francúzsky fond chráni štátne záujmy = ochranná kúpa.

⁸⁸ Fond Qatar Investment Authority financuje výstavbu metra v hlavnom meste Katar a výstavbu siete železníc v krajine.

⁸⁹ Fond Australian Future Fund má za úlohu zhromažďovať do svojho vlastníctva pôdu v Austrálii z dôvodu očakávaného zvýšenia populácie a budúcej potreby budovať väčšie mestské konglomerácie.

⁹⁰ Čínske suverénne fondy sa aktívne zaujímajú o úrodnú pôdu v Afrike a na Ukrajine.

znamenal nižšie ocenenie jej podielu na burze, a tým aj nižšiu hodnotu celej firmy. Z uvedeného dôvodu sa každá firma pred IPO snaží osloviť veľkých inštitucionálnych investorov. Obzvlášť dôležitý je proces oslovovania investorov pri veľkých firmách. Veľká emisia akcií potrebuje veľkých kupcov. Samozrejme, v čase krízy, keď väčšine inštitucionálnych investorov chýbajú likvidné peniaze, je tento proces omnoho ťažší. Preto je možné očakávať, že SF budú čoraz častejšie oslovované samotnými firmami, aby sa podieľali na ich IPO. Pre veľkých investorov má investícia pri IPO tú výhodu, že akcie firmy získavajú za upisovacia cenu, čo znamená, že ak bude IPO úspešná a cena akcií na burze voči upisovacej cene vzrastie, ihneď môžu realizovať zisk.⁹¹

Postavenie SF môže byť v takomto prípade aj aktívne (záujem fondu o IPO), ale aj pasívne (fond oslovený s ponukou zúčastniť sa IPO), preto tento proces pre jeho špecifiká uvádzame v delení osobitne.

d) Delenie investícií podľa využitia finančných nástrojov:

- kúpa akcií,
- kúpa preferenčných akcií,
- kúpa konvertibilných dlhopisov,
- kúpa *warrantov*,
- kúpa *futures*.

Suverénne fondy neinvestujú do jednotlivých firiem iba jednoduchým nákupom podielu (akcií) vo firme. Škála používaných investičných nástrojov je pomerne široká. Napríklad kuvajtský fond Kuwait Investment Authority investoval pri investícii do americkej banky Citigroup formou nákupu preferenčných akcií. Preferenčné akcie sa od kmeňových líšia tým spôsobom, že majú určenú dividendu v určitej výške, ktorá sa vypláca vždy bez ohľadu na ziskovosť firmy, aj vtedy keď firma rozhodne, že kmeňovým akcionárom dividendu nevyplatí. Takýmto spôsobom je možné dosiahnuť zhodnotenie investície aj v čase, keď sa firme nedarí. Držitelia preferenčných akcií však spravidla nemajú hlasovacie práva v spoločnosti. Súčasťou dohody o kúpe

⁹¹ Investície formou IPO využil napríklad čínsky fond China Investment Corporation, ktorý takto kúpil akcie spoločnosti VISA, alebo najnovšie podiel v najväčšom svetovom producentovi hliníka, ruskej firme UC Rusal.

preferenčných akcií však môže byť dohoda, ktorá umožňuje v určitom termíne výmenu preferenčných akcií za akcie kmeňové.

Vyhľadávanou formou investície je investícia prostredníctvom konvertibilných dlhopisov. V takomto prípade má investícia formu pôžičky, za ktorú firma platí úrok a pôžička je splatná podľa splatnosti dlhopisu. Konvertibilný dlhopis však umožňuje jeho majiteľovi zameniť dlhopis za kmeňové akcie firmy, spravidla za presne určenú cenu jednej akcie.⁹² Majiteľ takéhoto dlhopisu využije svoje právo konverzie na akcie buď ak chce získať majetkový vplyv vo firme, alebo ak cena akcií firmy vzrastie nad úroveň ceny dohodnutej pre prípadnú konverziu. V takomto prípade investor profituje aj na náraste ceny akcií firmy.

Investície prostredníctvom klasických dlhopisov, to znamená formou „jednoduchej pôžičky“, nie sú medzi SF rozšírené.

Ďalšími, často využívanými spôsobmi investovania, sú investície prostredníctvom finančných derivátov, spravidla *warrantov* a *futures* kontraktov. Je potrebné poznamenať, že v tomto prípade nejde o špekulatívny nákup finančných derivátov priamo na burze, ale o deriváty vytvorené firmou (spravidla bankou), do ktorej smeruje investícia fondu, obsahujúce určité majetkové právo na podiel v danej firme. Firma takéto deriváty predáva priamo fondu a investícia neprechádza burzou.

Investíciu formou *warrantov* využil napríklad fond Qatar Investment Authority pri investícii do britskej banky Barclays. *Warrant* je forma dlhodobej opcie na kúpu alebo predaj podkladového aktíva, v tomto prípade akcií banky.⁹³ Prostredníctvom *futures* investoval napríklad fond Abu Dhabi Investment Authority do banky Citigroup. *Futures* je záväzok, resp. povinnosť, dohodnuté množstvo podkladového aktíva za dopredu stanovenú cenu v dopredu určenom termíne kúpiť (*long position*), alebo predať (*short position*). *Futures* sa od *warrantov* líšia tým, že kým *warranty* obsahujú možnosť nakúpiť, alebo predať podkladové aktívum, *futures* obsahujú povinnosť kúpiť, alebo predať podkladové aktívum.

⁹² Z technického hľadiska je konvertibilný dlhopis kombináciou dlhopisu a *warrantu*, avšak pre rozšírenosť tejto kombinácie sa stal názov *konvertibilný dlhopis* zaužívaným pre túto kombináciu a označuje sa ako samostatný finančný inštrument.

⁹³ Podkladovým aktívom môže byť ľubovoľné finančné aktívum, či už akcie, komodity, meny alebo čokoľvek iné. V tomto prípade sú podkladovým aktívom akcie banky.

e) Rozdelenie podľa účelu investície SF:

- finančné zhodnotenie,
- *know-how* (technologické partnerstvá),
- získanie vplyvu,
- zabezpečovanie funkcií a potrieb štátu.

Vďaka konštrukciám charakterizovaných sofistikovaných foriem investovania je niekedy veľmi ťažké určiť skutočnú hodnotu investície a skutočný vplyv SF v danej firme. Je obťažné rozlíšiť aj investície uskutočnené z dôvodu predpokladaného finančného zisku od investícií, ktoré boli vedené inými záujmami. Relatívne najľahšie možno rozoznať investície uskutočnené s cieľom získať určité *know-how* alebo vplyv na trhu nerastných surovín. Tieto ciele väčšinou úzko súvisia práve so zabezpečovaním potrieb daného štátu. Jednotlivé investície môžu mať však viacero účelov.

Ukážkovým príkladom zabezpečovania budúcich potrieb štátu a vymedzenia sfér vplyvu je spor medzi USA a Ruskom. Spojené štáty americké varovali Rusko, že ak pristúpi k vytvoreniu obilného „spoločenstva“ s Kazachstanom a Ukrajinou, USA zablokuje členstvo Ruska vo WTO. Vytvorenie „potravinového spoločenstva“ by vážne ohrozilo exportné záujmy USA a naopak, výrazne by zvýšilo vplyv Ruska. Takéto spoločenstvo by vďaka disponibilite obrovského priestoru úrodnej pôdy malo vysoký produkčný potenciál poľnohospodárstva. Už iba pri minimálnom zvýšení efektivity obrábania pôdy by Rusko mohlo zvýšiť produkciu obilovín až o 50 %. V prípade spomínaného spoločenstva by bol produkčný potenciál oblasti ešte vyšší. V súvislosti s uvedeným treba chápať aj aktivity najmä čínskych SF v oblastiach s úrodnou pôdou, či už v severnej Afrike alebo na Ukrajine. Podobné príklady zabezpečovania budúcich potrieb štátu by sme, pochopiteľne, našli aj za oblasť energetiky, automobilového priemyslu či vodného hospodárstva.

Problémy, ktoré v súčasnom krízovom období majú všetky regióny sveta, majú heterogénny charakter, že ich nie je možné riešiť spoločne, aj keby bola snaha o riešenie na národnej úrovni koordinovaná. Dokumentuje to aj doterajší neúspech rokovaní v rámci G 20.

Kým na západnej pologuli sa postupne vyprofilovali transnacionálne korporácie (TNK) ako vecné branžové systémy, ázijské krajiny chápali ako nutnosť vytvoriť najskôr finančné TNK a až na základe nich neskôr vznikli

ázijské branžové TNK. Transnacionálne *chaeboly*⁹⁴ sú produktom dlhodobej stratégie vlád a slúžia na zabezpečenie najzraniteľnejších oblastí ekonomík, ako je energetika, vodné hospodárstvo, automobilový priemysel a pod. Kým TNK na západnej pologuli uskutočňovali svoju politiku tak, že ovplyvňovali a ovplyvňujú rozhodnutia jednotlivých vlád vo svoj prospech, tak ázijské TNK sú ovplyvnené priamo rozhodnutím národných vlád. Pritom obe TNK používajú identické nástroje expanzie, ako *outsourcing* a *offshoring*. Lepšie zázemie v procese spájania sa uvedených druhov TNK majú ázijské, za ktorými stojí národná vláda. Všetky TNK budú v budúcnosti závisieť od globálnej infraštruktúry. Preto sa ázijské TNK snažia už dnes túto infraštruktúru ovládnuť, pričom v rozhodujúcej miere používajú SF. Euroatlantické TNK sa snažia získať len odbytišťa.

8.2. Súčasná sila a regionálna štruktúra štátnych suverénnych fondov

Skúmanie problematiky suverénnych fondov, priamo súvisiacej s transformáciou finančnej architektúry sveta, zahŕňa aspekty možného pokračovania prepólovania sveta, resp. „preformátovania“ hegemonie vo svete.

Sleduje aj individuálne aktivity politických špičiek, ktoré využívajú likviditu SF pri riešení vnútorných problémov ekonomík, ako aj vlastné aktivity najväčších SF prostredníctvom svojich vlád na expandovanie do regiónov účelových záujmov, predovšetkým strategického charakteru. Nielen získaním nových a zaujímavejších pozícií na trhu dochádza k upevňovaniu mocenských pozícií aktérov v jednotlivých regiónoch sveta. Na SF sa nazerá ako na významný nástroj v novo sa formujúcej podobe štátnomonopolistického kapitalizmu.

Zároveň je možné bádáním v dotknutej problematike sledovať postupné prerozdeľovanie bohatstva v globalizovanom svete. Vzhľadom na ďalší možný udržateľný vývoj globálneho sveta, predovšetkým pre oblasť spotreby, sa problematika nového prístupu k prerozdeľovaniu bohatstva javí zásadnou. V ňom nachádza svoje ťažko zastupiteľné miesto finančný fenomén, ako hlavný hýbateľ globálnej ekonomiky.

⁹⁴ O vytvorení chaebolov rozhodla Čína ešte začiatkom 90. rokov.

Suverénne fondy⁹⁵ sú pomerne novým a pre mnohých zatiaľ neznámym štruktúrotvorným prvkom finančnej architektúry sveta. Aj keď najstaršie SF začali vznikať v polovici 20. storočia, ich prudký nástup možno registrovať až od roku 2000. Najvýraznejšie snahy o expandovanie SF do rôznych oblastí svetovej ekonomiky, zvlášť do bankového sektora, sú evidentné v začiatkoch finančnej krízy.

Súčasná finančná kríza sa prejavuje ako kríza likvidity, kríza zadlženosti⁹⁶ a kríza globálnej spotreby. Zviditeľňujú sa problémy v oblasti financovania dlhu Grécka, Španielska, Írska, Talianska a Portugalska. Otvorene sa hovorí o možnom rozpade eurozóny.⁹⁷ Jedny z mála subjektov, disponujúcich reálnymi peniazmi, ktoré si nemusia od nikoho požičiavať, sú suverénne fondy. Práve SF zohrali uprostred finančnej krízy významnú úlohu, keď dodávali svojimi investíciami likviditu finančnému sektoru. Jednotlivé štáty ustupujú od protekcionistických postojov, ktoré mali pred krízou a pri jej nástupe (podľa Pauhofová, 2008; 2009) – stávajú sa ústretovejšie k investičným zámerom suverénnych fondov. Predstavitelia vlád a centrálnych bánk si uvedomujú, že udržanie ekonomického rastu je podmienené udržaním likvidity a financovania chodu ekonomiky.⁹⁸

⁹⁵ Pojomom *suverénny fond* môžeme v jeho najširšom zmysle chápať každý právny subjekt zameraný na alokáciu kapitálu vo vlastníctve štátu na jeho zachovanie, respektíve zhodnotenie pre budúce potreby štátu. V najužšom zmysle slova chápeme týmto pojmom fondy tvorené z rozpočtových prebytkov alebo prebytkov obchodnej bilancie štátu.

⁹⁶ Napríklad kým v roku 2005 bol pomer dlhu domácností k disponibilnému príjmu 92,3 %, tak v roku 2010 sa očakáva na úrovni 97,6 %.

⁹⁷ Stručný scenár: ratingové agentúry dlhodobo „zakrývali“ problém gréckeho dlhu, až v dôsledku krízy vznikol neriešiteľný stav. Finančné inštitúcie začali špekulovať proti euru a spolu s ratingom zadali Grécku nesplateľné úroky a donútili zvyšok eurozóny zachraňovať stav. Prvý krok bol prísľub pomoci 110 mld. eur výmenou za reformy. Gréci odkryli skutočný rozpočtový deficit a trhy sa zľakli možných problémov bánk, ktoré držali vládne dlhopisy Grécka. Ceny CDS (Credit default swap) rástli skokom a došlo k prelomeniu nedotknuteľných pravidiel zakazujúcich monetarizáciu dlhov, na svet prišiel záchranný balík 750 mld. eur. Je možné, že finančné inštitúcie si svojím naplánovaným postupom vynútili kroky ECB a začiatok odkupovania bondov aj zo súkromnej sféry. K dispozícii je teda 310 mld. eur a ak by sa „minuli“, je tu ešte prísľub ďalších 400 mld. eur. Nemožno sa čudovať, že finančné inštitúcie prestávajú byť na medzibankovom trhu aktívne. Aktivity ECB však budú mať v ďalšom období následky vzhľadom na platenie za dlhopisy virtuálnymi peniazmi. Má to vplyv na oživenie ekonomiky, infláciu, charakter meny – euro. A dlžníci sa presvedčia, že ich záväzky zaplatí niekto iný. To môže byť začiatok konca spoločnej meny.

⁹⁸ Návrat k stimulácii spotreby masívnym úverovaním a k „vyrábaniu“ peňazí prostredníctvom finančných derivátov (v prostredí bankového sektora) nie je pravdepodobný.

Suverénne fondy disponujú bohatstvom v odhadovanej výške približne 3,9 bil. USD. Graf 8.1 dokumentuje, že podľa finančných aktív v skupinách podľa alokácie patria SF medzi najvýznamnejšie finančné sily vo svete. Je zrejmé, že SF majú dnes väčšiu finančnú silu ako hedžové fondy⁹⁹ a fondy *private equity*. Navyše, hedžovým fondom, angažujúcim sa v krajinách EÚ vo väzbe na avizovanú reguláciu, nastávajú „horšie časy“.¹⁰⁰ V nominálnom vyjadrení väčším objemom finančných prostriedkov ako SF disponujú len penzijné fondy, podielové fondy, poisťovne, banky a v súčte jednotlivé štáty výškou svojich devízových rezerv. Je však potrebné rozlíšiť financie reálne, ktoré majú SF, od virtuálnych, ktoré sú napríklad v bankách.¹⁰¹

Suverénne fondy sú štruktúroturným prvkom finančnej architektúry sveta práve vysokou koncentráciou bohatstva a majú relatívne stabilný zdrojový základ tohto bohatstva. Doteraz je vo svete sformovaných 49 suverénnych fondov, čo je v porovnaní s podielovými fondmi, ktorých sú vo svete desaťtisíce, relatívne málo. Aj keď podielové fondy obhospodarujú viac finančných aktív ako SF, ich finančná sila je značne roztrieštená.

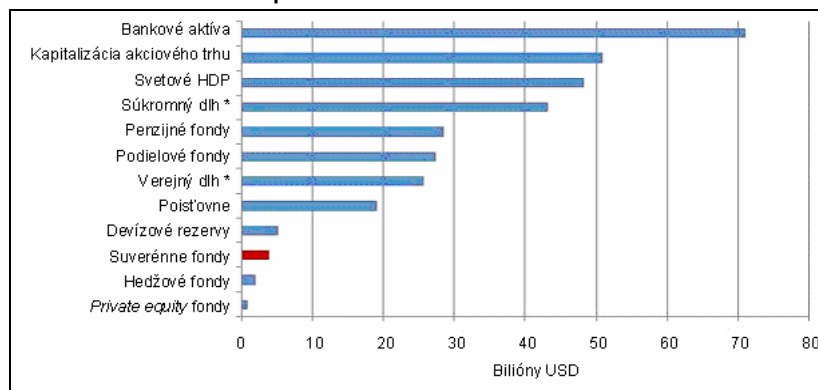
⁹⁹ V súčasnosti disponujú hedžové fondy bohatstvom vo výške 1,5 bil. eur, pričom 300 mld. eur sa nachádza v Európe. Vyznačujú sa agresívnymi a rizikovými investičnými stratégiami, ktoré môžu a nemusia priniesť vysoké zisky. Majú nízku závislosť od vývoja akciových trhov a od ekonomického vývoja všeobecne.

¹⁰⁰ ECOFIN (Rada ministrov financií EÚ) v roku 2010 schválila novú reguláciu hedžových fondov. Ide predovšetkým o povinnosť hedžových fondov vytvárať povinné rezervy a zverejňovať výsledky svojho hospodárenia. Hedžové fondy doteraz znamenali pre bohatých investorov cestu, ako sa dohľadu vyhnúť. Novú reguláciu vníma negatívne Veľká Británia, ktorá má zásadné pripomienky k pravidlám pre tretie krajiny, teda k nastaveniu regulácie pre fondy, ktoré nepochádzajú z EÚ. Sídliť totiž z veľkej časti v Londýne. Podmienky považujú za diskriminačné, ktoré takmer znemožňujú získať v Európe financie. Podobný protest proti diskriminácii amerických hedžových fondov v Európe bol vyslaný aj zo strany USA. Regulácie vo vzťahu k tretím krajinám sú opodstatnené aj z toho dôvodu, že je pokračujúca previazanosť bankového sektora a hedžových fondov v USA. Americké banky nemajú zákaz vlastníť či sponzorovať hedžové fondy (aj keď v pôvodnom Obamovom návrhu finančnej reformy takéto regulovanie bánk bolo uvedené).

¹⁰¹ Výška bankových aktív a finančných aktív poisťovní je vo veľkej miere determinovaná ocenením finančných derivátov, ktoré vlastní. A ako sa už ukázalo počas finančnej krízy, práve ocenenie býva problematické. Je potrebné striktne rozlišovať medzi reálnymi peniazmi a peniazmi virtuálnymi. V istom zmysle sú virtuálne aj finančné prostriedky penzijných fondov, ktoré sú vo veľkej miere tvorené buď štátnymi dlhopismi, alebo rovno „virtuálnymi“ účtami. V oboch prípadoch ide o „sľub“ daného štátu, že v určitom čase dá k dispozícii finančné prostriedky potrebné na naplnenie záväzkov daného penzijného fondu.

Graf 8.1

Finančné aktíva vo svete podľa alokácie



* Dlhové cenné papiere súkromného sektora (najmä podnikové dlhopisy), respektíve verejného sektora (najmä štátne dlhopisy).

Prameň: <www.swfinstitute.org/research/assetcomparison.php>.

Bohatstvo SF tvoria najmä príjmy z predaja komodít (ropa, zemný plyn) a z prebytkov obchodnej bilancie. Väčšina SF je tvorená štátmi, ktoré označujeme ako rozvíjajúce sa.

Ropa a zemný plyn sú zdrojom až 59 % všetkých finančných prostriedkov, ktoré sa nachádzajú v suverénnych fondoch, čo znamená, že celková finančná sila SF bude v budúcnosti signifikantne priamo závislá od cien týchto komodít (Cmorej – Pauhofová, 2010). Až 40 % finančných prostriedkov SF tvoria prebytky obchodnej bilancie štátov a rozpočtové prebytky.¹⁰² Medzi fondy tvorené inými zdrojmi sa ďalej radia fondy tvorené akumuláciou majetkových podielov štátu, alebo napríklad fondy tvorené ako súčasť rozpočtu, v rámci rozpočtových kapitol daného štátu.¹⁰³ Komodity, ako meď, minerály a diamanty, sú zdrojom príjmu SF vo výške 1 %.

Okrem USA, Austrálie, Nórska a Singapuru sa všetky významné SF nachádzajú v rozvojových krajinách – s významným potenciálom nielen nerastných

¹⁰² Ide najmä o suverénne fondy Číny a Singapuru, ktoré spolu spravujú bohatstvo v približnej výške 1,2 bilióna USD, čo je približne 1/3 celkovej kapitalizácie SF.

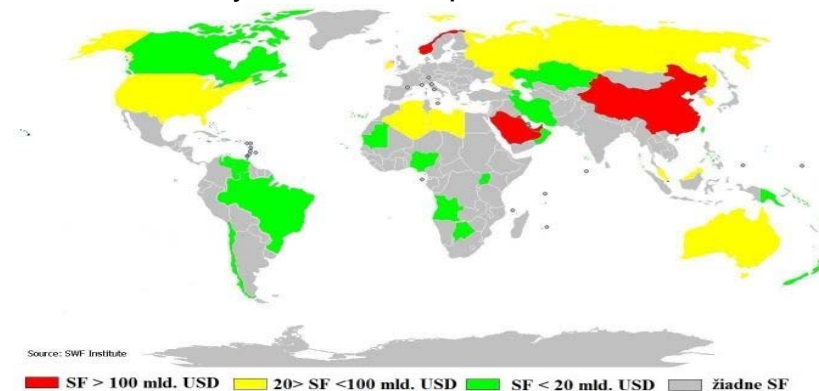
¹⁰³ Príkladom je írsky National Pensions Reserve Fund, utvorený na zmiernenie budúceho vplyvu výdavkov na štátny sociálny systém v dôsledku starnutia populácie. Zdrojom fondu je 1 % HDP, ktoré štát každý rok na tento účel do fondu alokuje.

surovín, ale aj ľudského kapitálu. S tým úzko súvisí produkčný, ale aj spotrebný potenciál daných krajín, ktorý sa postupne rozvíja. V európskych krajinách sa SF prakticky nevytvárajú (s výnimkou Nórska a Francúzska), rovnako ako v chudobných krajinách Afriky a Latinskej Ameriky. Uvedené naznačuje, akým smerom sa bude v blízkej budúcnosti uberať prerozdelenie sfér vplyvu. Ázijské a arabské krajiny disponujú až 80 % prostriedkov suverénnych fondov. Európa je v regionálnej štruktúre SF sveta zastúpená 13 % vďaka Nórskemu Government Pension Fund (tento fond disponuje 90 % objemu finančných prostriedkov SF, pochádzajúcich z Európy, ďalšie tvoria malé SF Írska a Francúzska do 30 mld. eur). Afrika predstavuje 3 % podiel a ostatné krajiny 4 % z finančnej sily SF spolu. V súvislosti s tým je zaujímavá informácia, že Svetová banka vytvára fond otvorený SF na účely pomoci menej rozvinutým krajinám čeliť dôsledkom globálnej hospodárskej krízy. Informácia prichádza v čase obrovských problémov so záchranou zadlžených európskych štátov, ktoré budú musieť prejsť na kontrolovaný rozpočtový režim. Nie je možné vylúčiť, že medzi prvými recipientmi fondu obdobného zamerania bude práve niektorý z európskych štátov.

Geografické rozloženie SF vo svete podľa finančnej sily SF za jednotlivé krajiny a veľkosť podielu krajín na celkovej finančnej sile SF ilustruje obrázok 8.1 a graf 8.2.

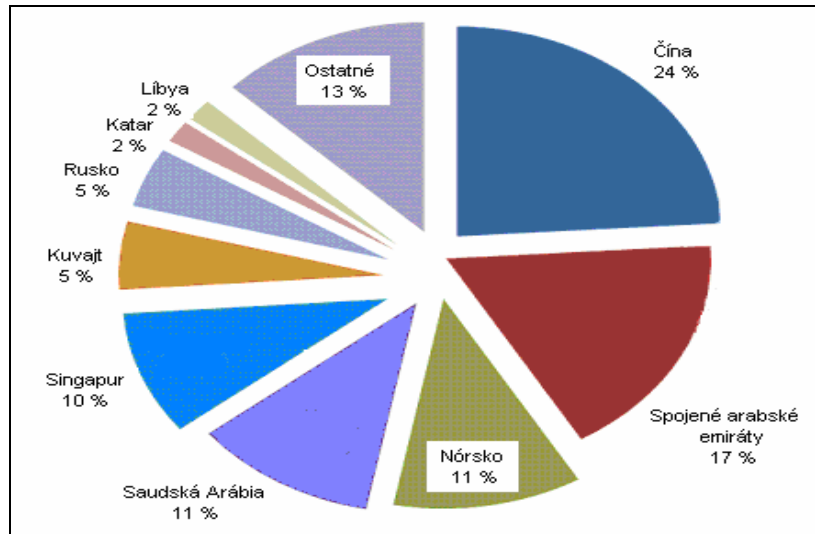
Obrázok 8.1

Lokalizácia suverénnych fondov vo svete podľa veľkosti



Prameň: Vlastné spracovanie podľa <www.swfinstitute.org/research/worldmapswf.php>.

Graf 8.2

Štruktúra ekonomickej sily suverénnych fondov vo svete podľa krajín

Poznámka: Ostatné – SF s kapitálom nižším ako 50 mld. USD.

Prameň: Vlastné spracovanie podľa SWF Institute.

Dobre rozložené portfólio zdrojového základu na budúce obdobie majú Čína, Spojené arabské emiráty, Saudská Arábia a Singapur spolu. Dôležité je to predovšetkým z dôvodu, že spoločne sa podieľajú na 62 % súčasnej celkovej finančnej sily SF a je predpoklad, že tento podiel sa ešte zvýši. Ak porovnáme vývoj SF jednotlivých krajín od nástupu krízy (pozri Pauhofová, 2009) a súčasný stav (pozri Cmorej – Pauhofová, 2010), zistíme, že v rebríčku došlo k významnému posunu v prospech SF Číny. Čína sa so svojimi piatimi SF dostala pred Spojené arabské emiráty a Nórsko. Dôvodom je na jednej strane vývoj prebytkov obchodnej bilancie Číny, vývoj cien ropy a na strane druhej problémy konglomerátu Dubai World patriaceho do portfólia SF Spojených arabských emirátov. Nasledujúca charakteristika najväčších SF naznačuje len základné smerovanie záujmov krajín – niektoré súvislosti ich národných rozvojových stratégií. Isté obmedzenia v interpretácii súvisia s nízkou úrovňou transparentnosti niektorých SF. Medzi najväčšie SF možno zahrnúť nasledovné (Cmorej – Pauhofová, 2010):

Abu Dhabi Investment Authority

Fond Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) je najväčší zo šiestich¹⁰⁴ SF Spojených arabských emirátov, a súčasne najväčší SF na svete s odhadovanou kapitalizáciou 627 mld. USD. Fond v roku 2010 po prvýkrát zverejnil ucelené informácie vo forme výročnej správy. Podľa nej až 80 % prostriedkov fondu spravujú externí manažéri. Až 60% finančných prostriedkov je spravovaných pasívne, formou kopírovania indexov. Fond má určené presné limity minimálneho a maximálneho možného podielu rôznych finančných aktív na majetku fondu. Napríklad investície do nehnuteľností musia tvoriť minimálne 5 % a maximálne môžu tvoriť 10 % majetku fondu. V regióne Severnej Ameriky musí fond investovať aspoň 35 %, nie však viac ako 50 % svojho majetku. Cieľom fondu je diverzifikovať riziko – investičné riziko, aj teoretické riziko budúceho vývoja materskej krajiny – a ťažiť z hodnôt vytvorených v iných oblastiach sveta než v krajine pôvodu fondu. Preto fond neinvestuje v Spojených arabských emirátoch. V hodnotení transparentnosti má iba 3 body z 10. Známe sú najmä investície fondu do infraštruktúry a v oblasti realít. ADIA je vlastníkom 10 % hotelovej siete Hyatt, finančne sa podieľa na výstavbe administratívneho centra v Sydney a rovnako aj mrakodrapu dvoch veží v Rio de Janeiro. Fond investoval 125 mil. USD do londýnskeho letiska Gatwick. Vo finančnom sektore uskutočnil fond rozsiahlu, avšak stratovú investíciu do banky Citigroup.

Government Pension Fund

Nórsky fond založený v roku 1990 sa napriek svojej relatívnej „mladosti“ stal v krátkom čase vzorom transparentnosti a fungovania ostatných SF. Od bežných penzijných fondov sa odlišuje tým, že finančné prostriedky, ktoré spravuje, nie sú do fondu vkladané budúcimi dôchodcami, ale pochádzajú

¹⁰⁴ Štatistiky uvádzajú ako siedmy SF emirátov – investičný konglomerát Dubai World – vytvorený na účely rozvoja (najmä stavebného) emirátu Dubai. Dubai World však nikdy nedisponoval vlastnými peniazmi a projekty financoval úverovou cestou, čo je zásadná odlišnosť od suverénnych fondov. Preto ho za SF nepovažujeme. Platobná neschopnosť a problémy, ktoré na finančnom trhu Dubai World spôsobil, sú všeobecne známe. V súvislosti s uvedeným si dovoľujeme dať do pozornosti fakt, že insolventnosť Dubai World sa žiadnym spôsobom nedotkla finančných aktív ostatných fondov Spojených arabských emirátov. Predstavitelia emirátov formálne vyhlásili, že Dubai World má formu súkromnej spoločnosti, a preto nezodpovedajú za jej dlhy.

z predaja ropy. Fond je konštruovaný ako fond „budúcich generácií“ a má slúžiť najmä na pokrytie nárokov budúcich dôchodcov pri očakávanom náraste ich počtu v pomere k pracujúcim. S objemom finančných prostriedkov 474 mld. USD je druhým najväčším SF sveta. Za riadenie fondu je zodpovedné ministerstvo financií, ktoré delegovalo manažment fondu na špecializovanú, na tento účel zriadenú divíziu národnej banky (NBIM). Nórsky fond využíva služby externých manažérov (*private equity* firiem), ktorých je približne 40. Pravidlá pre investície fondu určuje nórsky parlament na návrh NBIM. Posledné zmeny umožnili fondu investovať do realít a zvýšili maximálny percentuálny podiel, aký môže fond vlastniť v jednej spoločnosti z 5 % na 10 %. Všetky investície fondu musia byť v súlade s prísny etickým kódexom fondu. Etický kódex vylučuje investovanie do firiem, ktoré škodia životnému prostrediu, alebo ohrozujú zdravie ľudí. Z portfólia fondu boli vylúčení všetci výrobcovia tabakových výrobkov, výrobcovia zbraní, aj veľký výrobcovia lietadiel (Boeing, EADS), takisto reťazec obchodov Wal-Mart alebo ťažobný gigant Rio Tinto. Až 50 % investícií uskutočňuje fond v Európe. Vo svojom portfóliu má akcie približne 3 000 spoločností, ktorých kompletný zoznam zverejňuje na svojej webovej stránke. Väčšina pozícií fondu nepresahuje 1 – 3 % podiel v danej firme. Fond vlastní 1 % všetkých vo svete emitovaných akcií. V roku 2009 zaznamenal fond rekordný zisk 25,6 %. Zisk je dôsledkom konzistentnej investičnej stratégie, ktorú fond neopustil ani po strate (v dôsledku finančnej krízy taktiež rekordnej) v roku 2008 vo výške 23,3 %.

SAMA Foreign Holdings

Saudi Arabian Monetary Agency je súčasťou centrálnej banky Saudskej Arábie. „Agentúra“ spravuje príjmy krajiny z predaja ropy a časť z nich investuje v zahraničí. Disponuje bohatstvom odhadovaným vo výške 432 mld. USD, čím sa zaraďuje na tretie miesto medzi najväčšími SF sveta. Fond, resp. agentúra, patrí medzi najmenej transparentné SF na svete. Nezverejňuje svoje investície, ani zámery.

SAFE Investment Company a China Investment Corporation

V súčasnosti Čína disponuje vo svojich SF najväčším bohatstvom spo- medzi všetkých krajín sveta. Jeho výška je odhadovaná na 927,1 mld. USD. Uvedená suma je rozložená medzi päť fondov, z ktorých najväčšie sú SAFE

Investment Company s odhadovanou silou 347,1 mld. USD a China Investment Corporation s 288,8 mld. USD. Je žiaduce uviesť, že na špičku SF sa Čína postupne dostala až v roku 2009 a túto pozíciu sa snaží udržať. Významné fondy boli zakladané od roku 1998. Finančné prostriedky fondov nepochádzajú z predaja nerastného bohatstva ako v arabských krajinách, ale z prebytkov obchodnej bilancie. Devízové rezervy, získané ako prebytky obchodnej bilancie, sú podľa informácií k januáru 2010 vo výške približne 2,400 bil. USD, čo je najviac na svete. Vláda svojím rozhodnutím alokuje časť prostriedkov získaných takýmto spôsobom práve do suverénnych fondov. Podľa dostupných informácií, China Investment Corporation by mala v roku 2010 dostať z devízových rezerv krajiny ďalších 100 mld. USD.

Fond SAFE Investment Company je konštruovaný ako externý správca devízových rezerv. Skratka SAFE znamená „štátna správa devízových rezerv“ (State Administration of Foreign Exchange). Podľa dostupných informácií¹⁰⁵ fond drží 239,5 mld. USD v zahraničných dlhopisoch. Do iných finančných inštrumentov investoval 107,6 mld. USD, čo je dôvod, prečo sa SAFE Investment Company zaraďuje medzi suverénne fondy.

Viac ako 6 mld. USD investoval fond na akciovom trhu vo Veľkej Británii. Fond vlastní podiely vo firmách, ako Royal Dutch Shell, Rio Tinto, BG Group, Tesco, BHP Billiton alebo v banke Barclays. *Významné postavenie v portfóliu fondu majú spoločnosti zaoberajúce sa ťažbou a spracovaním ropy.* Okrem Royal Dutch Shell a BHP Billiton patrí do tejto kategórie aj francúzska firma Total SA, v ktorej fond vlastní 1,3 % akcií. Fond investoval 2,5 mld. USD aj prostredníctvom fondu *private equity* skupiny TPG.

Fond China Investment Corporation (CIC) patrí medzi najaktívnejšie SF na svete. Bol založený v roku 2007. *Hlavnou investičnou stratégiou fondu je investovať do komodít, najmä v rozvíjajúcich sa krajinách.*¹⁰⁶ Podľa predstaviteľov fondu väčšina prostriedkov fondu je už zainvestovaná, z toho viac ako 110 mld. USD na zahraničných trhoch. Podľa správy americkej Security Exchange Commission fond vlastní v USA akcie 60 firiem v súhrnnej hodnote 9,63 mld. USD (február 2010). Fond v súčasnosti aktívne vyhľadáva investičné

¹⁰⁵ <www.swfinstitute.org/fund/safe.php>.

¹⁰⁶ SF Číny – China-Africa Development Fund, založený v roku 2007, nie je síce veľký (5 mld. USD), je však orientovaný na rozvojové programy vybraných krajín. Koncom roka 2009 zainvestoval v Etiópii do výstavby časti diaľnic 349 mil. USD, pokračovať sa bude v telekomunikáciách a energetickom sektore. Financovanie sa realizuje cez čínsku Export-Import banku.

príležitosti v Mexiku a Brazílii. Pre China Investment Corporation je charakteristický pomerne vysoký počet investícií prostredníctvom *private equity* skupín (Blackstone Group, Apax Partners, Oaktree Capital Management, Lexington Partners, Goldman Sachs), resp. prostredníctvom tretích strán, čo je jedna zo stratégií fondu. Okrem *private equity* skupín vložil fond 800 mil. USD aj do fondu nehnuteľností banky Morgan Stanley. Okrem finančného sektora sa fond významne zameriava na nerastné suroviny a energetiku. Zahraničné investície fondu predstavuje aj 17,2 % podiel v kanadskej ťažobnej spoločnosti Teck Resources Limited, 15 % podiel v americkej energetickej firme AES a 11 % podiel v producentovi plynu JSC KazMunaiGas Exploration Production z Kazachstanu.

Government of Singapore Investment Corporation (GIC) a Temasek Holdings

Suverénny fond GIC je väčším z dvoch SF Singapuru. Bol založený v roku 1981 na spravovanie rozpočtových prebytkov štátu, ich zachovanie a zveľaďovanie. Prostriedky fondu sa môžu použiť ako nástroj hospodárskej politiky štátu, napríklad na eliminovanie rastúcich cien surovín, špeciálne ropy, na riadenie volatility meny, cielenie inflácie a podobne. Veľkosť fondu je 247,5 mld. USD.

Fond Temasek je starším, avšak menším fondom. Bol založený v roku 1974 koncentráciou majetkových podielov štátu v lokálnych firmách do jedného subjektu. Dnes plní fond funkciu štátnej investičnej korporácie, pôso-biacej v celej Ázii a má veľkosť približne 122 mld. USD.

Singapurské fondy sú zaujímavé svojou štruktúrou. Temasek spravuje svoje prostriedky prostredníctvom 21 príbuzných firiem (SOE). Prostriedky fondu GIC spravujú tri hlavné subjekty, na ktoré dohliada ministerstvo financií. Prvým subjektom je GIC Asset Management. Okrem vlastných investícií dohliada na výber a manažment externých manažérov, ktorých služby GIC využíva. Druhým subjektom je GIC Real Estate, ktorá patrí medzi 10 najväčších investičných firiem na trhu realít na svete. Portfólio firmy tvorí viac ako 200 investícií v 30 štátoch sveta. Tretím subjektom, spravujúcim prostriedky GIC, je GIC Special Investments, fungujúci ako *private equity* skupina. Vďaka obrovským zdrojom patrí vo svojej kategórii taktiež medzi najväčšie na svete. Pri investovaní využíva všetky známe netradičné investičné postupy, ktoré charakterizujú *private equity* sektor (*buyouty*, *venture* kapitál, mezaní-nové financovanie).

Singapurské fondy investujú prierezovo vo všetkých odvetviach, v ktorých sa vyskytnú pre fondy zaujímavé investičné príležitosti. V posledných mesiacoch uskutočnili investície napríklad v segmente médií, biotechnológií, v energetike, telekomunikáciách, vo finančnom sektore a do nerastných surovín.

Vo finančnom sektore vlastní podiely napríklad v bankách Citigroup, Merrill Lynch, Barclays a UBS.

Kuwait Investment Authority

Kuvajtský SF bol založený v roku 1953 a je najstarším SF na svete. Šejk Abdullah Al-Salem Al-Sabah ako prvý pochopil, že rozprávkové zisky z ropy nebudú trvať večne a rozhodol sa časť ziskov alokovať do investičného fondu pre budúce generácie. Do dnešného dňa plynie do fondu 10 % zo ziskov z predaja ropy. Fond sa v priebehu desaťročí stal významným a rešpektovaným investičným partnerom. Dlhodobo vlastní napríklad významný podiel v automobilke Daimler. Z novších investícií patrí medzi významné 4 % podiel v spoločnosti VISA a podiely v bankách, súvisiace s finančnou krízou – Merrill Lynch, Bank of America, Citigroup. Fond využíva ako svoje investičné entity dve realitné spoločnosti, prostredníctvom ktorých vlastní napríklad veľkú časť Londýnskeho City. Na investície do technológií má fond vytvorený technologický *venture* fond a špeciálne na spoluprácu s Čínou Kuvajtsko-Čínsku investičnú spoločnosť. Fondu predsedá minister financií. Medzi členov rady patrí aj guvernér národnej banky. Fond má približnú veľkosť 202,8 mld. USD.

Analýza dostupného portfólia záujmov jednotlivých SF ukázala, že medzi dôležité oblasti ich investovania patrí finančný sektor, energetický sektor a investície do nerastného bohatstva. Zároveň je možné registrovať rastúci interes niektorých SF o stavebníctvo, technológie budúcnosti, dopravnú infraštruktúru, poľnohospodársku pôdu, zdroje a distribúciu vody.

Finančné spoločnosti majú nepopierateľný vplyv na chod jednotlivých štátov, čo sa ukazuje aj v súčasnej kríze. Banky majú detailné informácie o podnikoch a odvetviach, ktoré financujú. Preto je finančný sektor obzvlášť zaujímavým investičným cieľom suverénnych fondov. Špeciálne investovaním SF vo finančnom sektore v USA sa zaoberala komisia amerického senátu pre bankovníctvo. Investovanie jednotlivých SF, resp. zahraničných štátov v bankovom sektore USA má dlhú históriu. Pobočky zahraničných

bánk, vrátane čínskych, fungujú v USA už desiatky rokov. Vysoký nárast investícií do bankového sektora bol však zaznamenaný až v súvislosti s finančnou krízou. V roku 2007 investoval fond Abu Dhabi Investment Authority 7,5 mld. USD do kedysi najväčšej banky sveta Citigroup.¹⁰⁷ Investícia fondu prišla v čase, keď Citigroup oznámila možnú stratu až 7,5 mld. USD v súvislosti s hypotekárnou krízou v USA. Banka potrebovala navýšiť kapitál, aby nestratila dôveru investorov. Fond zo SAE, tradičných amerických spojencov, podal banke pomocnú ruku. Za to dostal *futures* kontrakty na kúpu kmeňových akcií banky za sumu 31,83 USD za akciu, čím by sa stal fond vlastníkom 4,9 % podielu v banke. Avšak investícia fondu prišla ešte pred hlavným prepadom akciových trhov. Akcie Citigroup, ktoré sa kedysi obchodovali za 100 USD za akciu, sa postupne prepadli až o 99 % na 1 USD za akciu. K polovici februára 2010 sa cena akcie Citigroup pohybovala na úrovni 3,3 USD. Abu Dhabi Investment Authority napadol investíciu na súde, kde argumentuje, že bol zo strany banky uvedený do omylu. Ak neuspeje – zaznamená pri súčasnej cene akcií Citigroup stratu približne 4 mld. USD. Väčšina investícií SF do bánk má priamy súvis s finančnou krízou a s akútnou potrebou bánk získať dodatočný kapitál. Pre SF to bola výnimočná príležitosť, ako získať podiely vo firmách v strategickom ekonomickom sektore. Okrem SF arabských štátov sú v investíciách do bankového sektora veľmi aktívne SF Singapuru (Cmorej – Pauhofová, 2010). Lepšiu skúsenosť s investíciou do Citigroup má kuvajtský fond Kuwait Investment Authority, ktorý do banky zainvestoval 6 mld. USD, avšak v podstatne lepšom čase ako Abu Dhabi Investment Authority. Fond už predal polovicu svojho podielu a na predaji zarobil 1,1 mld. USD. Horšie sa vyvíja iná investícia kuvajtského fondu, konkrétne do banky Bank of America, ktorá bola v čase investície taktiež v existenčných problémoch. Pôvodná investícia v objeme 2 mld. USD má dnes o 40 % nižšiu hodnotu ako na začiatku. Úspešnú investíciu zaznamenal fond Qatar Investment Authority, ktorý investoval do britskej banky Barclays.¹⁰⁸

¹⁰⁷ <www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-funds/adia-wants-to-pull-out-of-the-citigroup-deal-or-will-see-over-4bn-in-damages/>.

¹⁰⁸ Fond už pri svojej investícii realizoval zisk jednu miliardu USD, stále je najväčším akcionárom banky s podielom 7 % a stále vlastní *warranty* na nákup akcií banky v počte 379 mil. kusov.

Zaujímavou investíciou je investícia singapurského fondu Government of Singapore Investment Corporation do švajčiarskej banky UBS.¹⁰⁹ Fond poskytol banke v roku 2008 kapitál vo výške 10,22 mld. USD, za ktoré získal konvertibilné dlhopisy s úrokom 9 % ročne, na čom fond zarobil za dva roky približne 2 mld. USD. Fond sa následne rozhodol pre využitie práva konverzie dlhopisov na kmeňové akcie banky. Lenže cena akcií UBS je v súčasnosti iba tretinová oproti dohodnutej konverznej cene. Fond napriek tomu konverziu uskutočnil a zaknihoval tak stratu 5 mld. USD. Fond uskutočnil nevýhodnú konverziu napriek tomu, že mohol držať dlhopisy až do splatnosti, čím by nestratil žiadnu časť svojej investície, naopak, naďalej by inkasoval vysoké 9 % úroky. Udržať podiel v UBS bolo pre singapurských predstaviteľov prednejšie.

Je evidentné, že investície SF v bankovom sektore majú pomerne turbulentný charakter. Napriek hroziacim rizikám sú SF po americkom FED-e najväčším poskytovateľom kapitálu pre problémové americké banky. Suverénne fondy na to majú svoje dôvody, ktoré sú súčasťou formovania nových národných stratégií.

Suverénne fondy vyhľadávajú pre svoje investície sektory, ktoré sú jednak kľúčové, jednak predstavujú dlhodobý, stabilný a relatívne bezpečný investičný potenciál. Medzi takéto sektory patrí jednoznačne energetika. Firmy podnikajúce v energetike majú spravidla zabezpečený dlhodobý príjem z predaja alebo distribúcie produktu – energie. Navyše sa toto odvetvie vyznačuje veľkými bariérami vstupu na trh pre novú konkurenciu. Podnikanie energetických firiem je spravidla jednotlivými štátmi osobitne regulované (špeciálne povolenia) a vybudovanie prevádzok (elektrární, distribučných sietí) je finančne mimoriadne náročné. Abu Dhabi Investment Authority – suverénny fond SAE bol v rámci pakistanskej privatizácie oslovený vládou kúpiť tri energetické firmy.

Ďalším príkladom je Areva, francúzska štátna firma, ktorá je najväčším výrobcom nukleárnych reaktorov na svete (87 % vo vlastníctve štátu). Areva s cieľom zabezpečiť si finančné prostriedky na ďalší rozvoj, predala arabskému SF Qatar Investment Authority doteraz vlastnenú elektrickú prenosovú sústavu. Katarský fond tak dostáva pod kontrolu časť distribúcie energie

¹⁰⁹ <www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-funds/singapore-gic-converts-ubs-notes-faces-5-blip-paper-loss/>.

vo Francúzsku. Katar doma pripravuje veľkú solárnu elektrárňu. Kuvajtský fond má zasa šancu dostať sa k najmodernejším technológiám v oblasti nukleárnej energetiky, čo má pre vývozcov hlavnej energetickej suroviny súčasnosti – ropy, strategický význam. V SAE sa rozbieha najväčší civilný jadrový projekt súčasnosti, stavba elektrárne za 40 mld. USD. Vysokú aktivitu v sektore energetiky vyvíja fond China Investment Corporation, ktorý predložil ponuku na odkúpenie podielu aj talianskemu energetickému gigantovi Enel. Číňania už predtým úspešne završili kúpu 15 % podielu v americkej firme AES Corporation, ktorá podniká na poli alternatívnych energií a distribúcie elektrickej energie v 29 štátoch sveta.¹¹⁰ Fond zaplatil za podiel 1,58 mld. USD, a súčasne sa s firmou dohodol na ďalšej investícii v objeme 570 mil. USD na stavbu veterných elektrární. Do portfólia čínskeho fondu patrí v oblasti energetiky aj hongkongská firma GCL Poly Energy, ktorá taktiež podniká v oblasti alternatívnych energií, najmä v oblasti solárnej energie. Fondu patrí vo firme 20 % podiel.¹¹¹ Pred piatimi rokmi nebol v Číne žiaden výrobca veterných elektrární, dnes ich v krajine pôsobí 70 a Čína sa stala ich najväčším producentom v globálnom meradle.

Investície do nerastného bohatstva v sebe spájajú požiadavku zabezpečovania budúcich potrieb jednotlivých štátov s požiadavkou efektívneho investovania kapitálu s cieľom zachovať ho, resp. zhodnotiť. Vzácnosť neobnoviteľných zdrojov ich predurčuje k dlhodobu pozitívnemu vývoju aj v turbulentnom prostredí finančných trhov, eventuálne aj v inflačnom prostredí. Zabezpečovanie dopytu krajiny po v danej krajine nedostatkových nerastných surovinách predurčuje budúcu konkurenčnú výhodu krajiny.

V ostatnom čase môžeme na komoditných trhoch pozorovať zvýšený import niektorých komodít najmä zo strany rozvíjajúcich sa krajín. Čína v roku 2009 importovala do krajiny najviac medi v histórii. Rovnako sú indície, že Čína intenzívne nakupuje zlato v snahe diverzifikovať svoje menové rezervy.

Jednotlivé SF taktiež investujú do producentov nerastných surovín: China Investment Corporation kúpila podiel v mongolských ťažobných spoločnostiach SouthGobi Energy Resources (uhlie) a Iron Mining a v ruských

¹¹⁰ <www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-funds/china-investment-corporation-invests-in-aes-corporation/>.

¹¹¹ <www.swfinstitute.org/tag/gcl-poly-energy-holdings-limited/>.

Nobel Oil Group (podiel až 45 %) a UC Rusal, ktorý je najväčší svetový producent hliníka.¹¹²

Singapurský fond Singapore Investment Corporation kúpil za neznámu sumu¹¹³ konvertibilné dlhopisy firmy Glencore International. Glencore je investičný holding, vlastníaci podiely vo firmách v rôznych komoditných odvetviach po celom svete. Celková kapitalizácia Glencore by mala byť okolo 35 bil. USD, čo robí z firmy najväčšieho svetového obchodníka s komoditami.

Fond Qatar Investment Authority sa zaujíma o kúpu podielu v brazílskom producentovi ropy Petroleo Brasileiro SA.¹¹⁴ Firma má niekoľko nových nálezísk najmä v Mexickom zálive, čo z nej robí jednu z najperspektívnejších firiem v odvetví.

Čína sa v roku 2009 neúspešne pokúsila prevziať kontrolu nad treťou najväčšou ťažobnou spoločnosťou sveta, Rio Tinto.¹¹⁵ Ponuku na prevzatie zadlženého austrálskeho giganta podala čínska štátna firma Chinalco (najväčší producent hliníka v Číne). Proti prevzatíu sa postavili akcionári firmy, ako aj austrálske úrady z obavy o možnosť ovplyvňovať tvorbu cien niektorých komodít. Je však pravdepodobné, že Austrália má vážne výhrady aj voči nenápadnej infiltrácii čínskej menšiny. Rio Tinto sa nakoniec dohodla na *joint venture* s BHP Billiton, druhou najväčšou ťažobnou spoločnosťou sveta (taktiež austrálskou), napriek tomu, že spoločnostiam už bola takáto dohoda v minulosti austrálskymi úradmi zakázaná. Tentokrát úrady nemali námietky. Rio Tinto je najväčší producent uránu na svete. Jednou z najbohatších krajín na urán je Namíbia. Niet preto divu, že sa o nové možnosti Rio Tinto zaujíma, spolu s ním aj francúzska Areva a 20 ťažiarskych spoločností z Veľkej Británie, Číny, Ruska, Kanady, Japonska a Južnej Kórey.

Budúcnosť výroby potravín závisí od klimatických zmien. Preto sa arabské ropné veľmoci usilujú získať úrodnú ornú pôdu, ktorej majú málo, a zároveň z obavy o dostatok vody vo svojich krajinách v budúcnosti. Podobný prístup zaujali aj veľké poľnohospodárske konglomeráty a investori a začali

¹¹² Firma patriaca ruskému miliardárovi Olegovi Deripaskovi predáva 10 % svojich akcií na burze v Hongkongu. Podľa dostupných informácií kupcami emisie sú China Investment Corporation, investičná skupina BlackRock a ruská centrálna banka.

¹¹³ Tranža dlhopisov v objeme 2,2 mld. USD mala podľa informácií štyroch majoritných kupcov. Jedným z nich bol singapurský fond.

¹¹⁴ <www.swfinstitute.org/other-swif-news/petrobras-weighs-qatar-stake-as-emirate-taps-reserves/>.

¹¹⁵ <www.cikomodity.com/denna-analyza/analyza-futures-v-cine-to-vrie_19062009.htm>.

v Keni, v Sudáne, Tanzánii a Etiópii nakupovať pôdu. V Afrike vo väzbe na poľnohospodársku pôdu dochádza k stretu záujmov poľnohospodárskych konglomerátov, hedžových fondov (BlackRock), Saudskej Arábie, Japonska a Číny.¹¹⁶ Niektoré krajiny Severnej Afriky, ako napríklad Líbya, investujú do pôdy na Ukrajine.

Podľa Inštitútu udržateľného rozvoja a medzinárodných vzťahov v Paríži, nedostatok obilnín, chýbajúce zdroje pitnej vody a stúpajúce hladiny morí pravdepodobne vyženú do roku 2050 z domovov viac ako 200 miliónov ľudí. S tým súvisí aj záujem dotknutých krajín, ktoré majú voľné finančné zdroje, o kúpu pôdy na výstavbu nových miest budúcnosti. Ich možná podoba sa už v súčasnosti črtá v projektoch, ktoré reprezentujú tzv. ekomestá. Vo významnej miere sú financované zo zdrojov SF, napríklad mesto Masdar, ktoré má vyrásť 30 km od Abú Dhabí v SAE. Takéto projekty sú epicentrom moderných technológií. No pôjde aj o investície do nových stavebných technológií a dopravných systémov pre podzemné mestá.¹¹⁷

Vyčerpávanie vodných zdrojov vedie k zvýšenému záujmu o technológie zamerané na úsporu vody vo výrobe i v distribučných sieťach, ako aj o hľadanie nových ľahšie dostupných zdrojov vody. Ide o investične náročné záležitosti, ktoré si napríklad pri odsolovaní morskej vody mohli dovoliť hlavne bohaté krajiny Perzského zálivu. Dnes však v tomto smere postupujú v Austrálii a v Španielsku. Dokedy, je otázne, pretože finančná kríza zasiahla aj túto oblasť a klesol celkový počet novopostavených zariadení. Pre SF je tento strategický segment ekonomiky veľkou výzvou, zvlášť v období krízy, ktorá dáva väčšie šance na získanie jeho časti v krajinách, ktoré nemajú dostatok finančných zdrojov ani na udržiavanie sietí.¹¹⁸

V oblasti energetiky sa pre lepšiu integráciu výroby, distribúcie a spotreby javí významným investovanie do tzv. *smart meteringu*. Je to oblasť, ktorú

¹¹⁶ Japonsko, Čína, ako aj ďalšie ázijské krajiny hospodária na africkej pôde už viac ako 20 rokov. Podľa údajov OSN pracuje v Afrike v segmente poľnohospodárstva približne 1 milión Číňanov.

¹¹⁷ Niektoré podzemné mestá už existujú. Príkladom je Peking, kde v 70. rokoch dvadsiateho storočia boli postavené školy, nemocnice, fabriky... ako príprava na jadrovú vojnu so ZSSR. Nie však preto magazín Wired tvrdí, že trendy na ceste ľudstva pod zem bude udávať Ďaleký východ.

¹¹⁸ Napríklad v Grécku sa do ponuky na predaj dostal 10 % podiel v aténskom vodohospodárstve a 23 % podiel vo vodohospodárstve v Tessalonikách.

môžu SF pri akvizovaní firiem využiť na zefektívnenie činnosti. Osobitne dôležité je to pre krajiny, ktoré idú rekonštruovať energetické siete, aby neinvestovali do klasických distribučných sietí, ale začali so stavbou *smart grids* („chytřé siete“). Opäť ide o investične náročnú oblasť.

Vzhľadom na veľký segment spotrebiteľského trhu, ktorý budú predstavovať budúci seniori v Európe, USA a Japonsku, možno zo strany SF rátať aj s orientáciou na technológie komplexného systému zabezpečenia života seniorov. Zvlášť pre Čínu je dôležité etablovať sa na európskom trhu aj kvalitou, preto môžu byť čínske firmy zamerané na tento typ produkcie a obchodu podporované a nové zakladané pomocou SF.

V súčasnom období, keď sú oveľa zreteľnejšie obnažené problémy svetového hospodárstva a globálnej spoločnosti vo vzťahu k budúcnosti, možno konštatovať, že aktivity SF predstavujú závažný vklad do ich riešenia, pokiaľ budú transparentné a bez špekulatívneho základu. Predpoklad takého vývoja spočíva v ich integrovaní do jasne formulovaných národných vízií a rozvojových stratégií krajín ich pôvodu.

8.3. Rozvojová stratégia Číny vo vzťahu k suverénnym fondom

Pri sledovaní jednoznačnej expanzie Číny v rámci svetového hospodárstva je možné postrehnúť jeden z jej parciálnych cieľov – snahu o riešenie bohatstva väčšiny Číňanov. V tomto smere nemožno nevidieť postupné infiltrácie čínskej menšiny do rôznych krajín sveta. Takto nenásilne dochádza k riešeniu tohto parciálneho cieľa – za hranicami Číny a bez účasti čínskych sociálnych dávok. Tento cieľ je dokonca dosiahnuteľný aj pri rôznej úrovni demografického vývoja v Číne.

Predchádzajúce časti naznačili, že jedným z nástrojov štátnomonopolistického kapitalizmu na príklade Číny sú suverénne fondy. Nie sú jediným nástrojom na dosiahnutie uvedeného parciálneho cieľa, tak ako riešenie bohatstva väčšiny Číňanov nie je hlavným cieľom. Pri hľadaní odpovede na otázku, čo je hlavným cieľom, sa treba sústrediť aj na oblasť kurzovej politiky jüanu, ktorý môže vytvoriť nové geopolitické vývojové rámce pre Čínu v budúcnosti.

Dnes si Čína oficiálne nerobí nárok na status supervelmoci. Chce byť považovaná za rozvojovú krajinu, čo dokazuje 3 677 USD na obyvateľa

v porovnaní so 46 442 USD v Spojených štátoch amerických a vyrába iba 7,1 % svetového HDP.¹¹⁹ Supervelmoc musí mať konvertibilnú menu a tú Čína zatiaľ nemá. Nastavený čínsky model, ktorý odmieta voľný trh amerického štýlu a je v prospech štátom riadeného kapitalistického systému, funguje. Je to postreh z poslednej recesie, rovnako ako aj postreh, že čínska ekonomika nemá mať príliš veľkú väzbu na americkú ekonomiku a ďalšie západné trhy z aspektu rizika. Prijateľné sa javí založiť ekonomický rast na domácom spotrebiteľskom dopyte. Vzhľadom na súčasný stav však Amerika stále potrebuje Čínu, aby jej pomohla s financovaním dlhu. Čína ešte stále potrebuje amerických spotrebiteľov, ale namiesto je otázka, dokedy. Evidentný je totiž nástup a razantnejší postup SF v Európe, ktoré prostredníctvom nielen štátnych, ale aj súkromných podnikov akvizujú a kupujú firmy, ale aj intenzívna príprava na reorientáciu produkcie viac na domácu spotrebu.

V súčasnosti najznámejším príkladom expanzie čínskych firiem je doteraz málo známa Huawei. Je typickým reprezentantom nástupu firmy využívajúcej *targeting* – zacielenie. V preklade Huawei znamená – „Čína to vie“. Spočiatku sa profilovala ako špecialista na komunikačné siete na domácom trhu, dnes sa dostáva na druhé miesto za najväčšieho globálneho dodávateľa komunikačných sietí, za švédsky koncern Ericsson. Svoje miesto si „vybojovala“ dumpingovými cenami a nízkymi mzdovými nákladmi, čo telekomunikačným koncernom, ako Nokia Siemens Network, Ericsson či francúzsko-americkému Alcatel-Lucent, bráni získať veľké zákazky. Tento proces je však v značnej miere spôsobený miliardovými úvermi, ktoré Čína svojej vlajkovej firme poskytuje.¹²⁰ Firma je podporovaná štátom aj z toho dôvodu, aby presvedčila svet o tom, že je schopná uskutočniť veľmi rýchlu zmenu z výrobcu lacných tovarov na krajinu *high-tech*.¹²¹ Čína má totiž ambíciu podporovať popredné domáce firmy v nástupe tak, aby sa dostali na vedúce pozície v rebríčku globálnych hráčov. Tak sa má stať až 50 firiem vodcami trhov vo svojich segmentoch. Štátna podpora zo strany Číny je neporovnateľná

¹¹⁹ Aj keď Čína ako jediná jadrová veľmoc svoj arzenál naďalej zväčšuje, nemôže sa rovnať jadrovej sile USA.

¹²⁰ Podľa Far Eastern Economic Review poskytla China Development Bank (súčasť SF) v roku 2009 len na podporu Huawei takmer 30 mld. USD.

¹²¹ Huawei investuje 10 % z obratu do výskumu a vývoja. Po celom svete má 17 výskumných centier. Pracujú v nich programátori z Indie, matematici z Ruska a odlákaní inžinieri z Ericssonu.

s celkovou úrovňou subvencií, ktoré poskytujú západné krajiny na podporu svojho hospodárstva.

V Európe sa usadzujú aj čínske stavebné firmy, predovšetkým so záujmom podieľať sa na veľkých infraštruktúrnych projektoch. Predstaviteľom je štátom vlastnená firma Covec, ktorá uspela v Poľsku a bude stavať diaľnicu medzi Varšavou a mestom Lodž. Má ambíciu získať aj ďalšie zákazky z balíka 40 mld. eur, participovať aj na výstavbe a modernizácii ciest a diaľnic v súvislosti s MS vo futbale v Poľsku a Ukrajine v roku 2012.¹²² Napriek protestom európskych firiem proti postupu čínskych firiem Brusel nepristúpil k dôrazným protiopatreniam. Dôvodom je fakt, že EÚ vidí Čínu ako veľký trh, na ktorý by rada dodávala veľké investičné celky, ako napríklad elektrárne.

Oblasti v EÚ, do ktorých v súčasnosti mieria veľké čínske spoločnosti podporované štátom, sú nasledovné: Nemecko (IT, elektronika, stavebné materiály, fotovoltaika, lietadlá, presné nástroje), Francúzsko (IT, klimatizácia, biela technika, lietadlá), Írsko (biomedicína, spracovanie kovov, IT, lietadlá), Holandsko (počítače, vybavenie kancelárií) a Švédsko (IT, elektrotechnika, stavebné materiály, presné nástroje).

Nemožno obísť rozsiahlu investíciu Číny do infraštruktúry v Grécku. Vzhľadom na oslabenie tejto krajiny v období, keď má problém získať pomoc od členských štátov eurozóny a medzinárodných finančných inštitúcií, sú čínske investície viac ako vítané. Kľúčovým je interes o gréckeho železničného operátora, letiská a poštu. Pre Čínu je však mimoriadne dôležité aj prenajatie prístavu Pireus na 35 rokov. Čínska významná prepravná skupina COSCO investuje do prístavu 2,8 mld. eur a vybuduje rozsiahle prekladisko tovaru, ktoré sa stane jej logistickou centrárou. Ak má byť prístav svojou kapacitou väčší ako prístav v Rotterdame, nemusíme o závažnosti tohto kroku pre európsku lodnú dopravu a väzby na ňu ďalej špekulovať. Doteraz bola Európa pre Čínu takmer nedobytná. Do Severnej Ameriky a Európy prúdilo len okolo 7 % všetkých zahraničných investícií Číny. Z toho jedna šestina smerovala do Veľkej Británie a z východnej Európy bola najaktívnejšia v Rumunsku. Úspešné aktivity však začala v automobilovom priemysle, keď automobilka Geely kúpila od Fordu problémové Volvo. Kríza uvoľňuje Číne cestu do Európy. Možno očakávať, že obdobný prístup ako v Grécku zaujme Čína

¹²² Covec ponúka o 40 % nižšie ceny ako poľské alebo iné západné firmy. Samozrejme, vďaka čínskej štátnej podpore.

aj pri svojej ďalšej expanzii v európskych krajinách zasiahnutých krízou. Dnes je už známe, že sa chystá významne investovať v Írsku do výstavby priemyselného parku a jeho dopravného spojenia s Dublinom. Na výstavbe bude pracovať aj 2 000 Číňanov.

Niektorí odborníci z oblasti výskumu sa domnievajú, že v Európe nemožno očakávať záplavu čínskeho kapitálu. Čína je vraj vo fáze, keď potrebuje investovať vlastné zdroje doma. S tým nemožno úplne súhlasiť. Čínska vláda vyslala jasné signály o razantnom nástupe vo všetkých oblastiach a regiónoch targetovým spôsobom. Zároveň reorientuje svoju produkciu aj na rastúci domáci dopyt vo vlastnej krajine. Ciele, ako aj nástroje na ich dosiahnutie má jasné a „uchopiteľné“, našťastie či bohužiaľ, pre mnohých krátkozrakých odborníkov sú málo čitateľné. Málo čitateľné však z dôvodu neschopnosti vidieť tento nástup v širších súvislostiach.

V období 2003 až 2009 sa priame čínske investície násobili. Do Afriky Čína zainvestovala v roku 2003 75 mil. USD, no v roku 2008 už 5,5 mld. USD. V tom istom období sa zvýšili čínske investície smerované do Latinskej Ameriky z 1 mld. USD v roku 2003 na 3,7 mld. USD v roku 2008. V Ázii sa tento ukazovateľ „vyšplhal“ z 1,5 mld. USD v roku 2003 na 43,5 mld. USD v roku 2008. V roku 2009 predstavoval objem priamych zahraničných investícií do Afriky už 7,8 mld. USD. Čína sa stala najväčším zahraničným investitorom v mnohých krajinách – od Sudánu až po Kambodžu. Na rozvíjajúcich sa trhoch hľadá nerastné suroviny, ktoré potrebuje na udržanie svojho ekonomického rozvoja. V súčasnom období Čína obchoduje s 53 africkými krajinami. Zo Zambie vyváža meď, z Gabonu železo, ropu z Angoly, Nigérie a Sudánu. Angole Peking odpustil 10 mld. USD dlhu. Najviac čínskych investícií smeruje do Sudánu, kde má čínska štátna spoločnosť Sinopec 40 % podiel na firme Greater Nile Petroleum Operating Company.

Prvý úvodný prístup do krajín svojho záujmu si Čína získava financovaním výstavby nemocníc, študijných pobytov, budovaním najmä dopravnej infraštruktúry a riadenou industrializáciou. Na výstavbe infraštruktúry sa neodmysliteľne zúčastňuje pracovná sila z Číny. S ňou prichádzajú obchodníci a ich tovary, ako aj príbuzní. Usadení Číňania patria medzi najúspešnejších podnikateľov, čo je jeden z dôvodov, prečo averzia domácich podnikateľov, ako aj zamestnancov proti nim rastie. Negatívne postoje proti Číňanom v Afrike nie sú novosformované, možno ich „vystopovať“ už skôr. A nielen

v Afrike, ale napríklad aj v Indonézii či Thajsku. Vlády týchto krajín však financie Číny potrebujú, preto v tejto oblasti nie sú zjavné žiadne zásahy. Navyše, Čína nevyžaduje dodržiavanie ľudských práv, ani žiadne ukazovatele, ani reformy, ako SB alebo MMF, pri poskytovaní pôžičiek. Zaujíma sa predovšetkým o prírodné zdroje na garanciu pôžičiek. Dokáže obísť aj korrupciu, keďže rozvojové projekty riadi sama.¹²³

Ak Čína zrealizuje sľuby, ktoré dala 33 krajinám Afriky, že zmaže ich dlhy, že takmer pri 95 % tovarov zníži clá a dane, že poskytne 10 miliárd amerických dolárov v podobe zvýhodnených pôžičiek, výrazne posilní svoje pozície v tomto regióne. Činnosť odštartoval štátny suverénny fond China-Africa Development Fund, ktorý poskytol financie na 20 projektov vo výške pol miliardy amerických dolárov a v pláne je ďalších 30 projektov.

Potreba Číny nachádzať nové odbytišťa zvyšuje strategickú hodnotu Afriky. Čína dokázala prekonať dlhodobé podceňovanie investorov voči tomuto regiónu. Ak podľa dostupných informácií žije v Afrike 50 až 100 miliónov ľudí, ktorí patria k elite a majú rovnakú kúpnu silu ako stredná vrstva na Západe, a ďalšia takmer polmiliarda má stále zamestnanie, spoločne predstavujú spotrebiteľský dopyt, ktorý nie je možné nevidieť a nechádzať sa oň. Títo Afričania chcú piť coca-colu, mať mobilný telefón, auto alebo motoriku. Kým záujem Západu sa orientuje na tých Afričanov, ktorí žijú v chudobe, Číňania sa už sústreďujú na tých, ktorí budú nakupovať tričká, tenisky, bicykle s visačkou made in China.

Zatiaľ je prehnane a špekulatívne konštatovať, že Číne sa podarí úplne nahradiť výpadok v exporte, ktorý spôsobuje kríza, že predovšetkým výpadok na spotrebiteľskom trhu USA nahradí v Európe, Afrike a na domácom trhu. Ambície v tejto oblasti má Čína veľké, pretože permanentne sleduje veľkosť a citlivosť týchto trhov na zmeny, osobitne sa snaží juan príliš nezahodnocovať. Zároveň sa reorientuje na rastúci domáci spotrebiteľský trh, ako aj na významné štrukturálne projekty, ktoré majú zásadným spôsobom prispieť k formovaniu vyššej kvality ponuky a domáceho trhu práce.

Do roku 2012 by mala v Číne vzrásť dĺžka vysokorýchlostných železničných tratí zo súčasných 3 300 km na 13 000 km. Expertízu na jej výstavbu robilo Japonsko so skúsenosťami 45-ročnej prevádzky rýchlika Šinkanzen.

¹²³ Ako povedal minister zahraničných vecí Sierry Leone pán Koroma: „Dávajú úvery, pôžičky, granty, ale peniaze nikdy nevidíte.“

Na tratiach budú jazdiť nielen japonské vlaky vyrábané v licencií čínskymi podnikmi Kawasaki Heavy Industry, ale aj vlakové súpravy čínsko-kanadského konzorcia Bombardier Sifang. Spoločnosť IBM vyslala do Číny 400 odborníkov na vývoj a implementáciu softvéru na riadenie železničnej siete. Zákazku získal aj Siemens. Všetky zmluvy zo strany Číny boli uzatvárané s cieľom, aby dodávateľské firmy odovzdali aj časť svojho technologického bohatstva. Vysokorýchlostné trate sú hlavnou súčasťou veľkého projektu modernizácie železníc. Je riadená vládou a peniaze na projekt zabezpečujú štátne banky.

Základy na adekvátnu partnerskú odbornú medzinárodnú spoluprácu boli položené pred 20 rokmi. Vo vede a výskume Čína postupne vyčleňovala financie na investície do všetkých úrovní vzdelávania. Najvýraznejšie sa v tejto oblasti investovalo v období 1995 – 2006. Zároveň formulovala sériu národných programov pre vedu a výskum, s cieľom dosiahnuť konkurencieschopnosť. Vedecké inštitúcie úzko spolupracujú s komerčnou sférou a Čína sa vyrovnala aj s odchodom vedeckých pracovníkov do Severnej Ameriky a Európy. Dnes sa vracajú späť bohatší o skúsenosti nadobudnuté v renomovaných firmách a spoločnostiach z rôznych oblastí. Doma v súčasnosti totiž získavajú vysoko dotované dlhodobejšie granty,¹²⁴ tomu zodpovedajúce platy a vynikajúco vybavené laboratóriá. Samozrejme, tí najlepší. Čína buduje armádu vedeckej elity. Počet študentov na univerzitách dosiahol 25 miliónov. Už dnes viac ako polovica čínskych *high-tech* produktov dosiahla, alebo sa rýchlo blíži k splneniu medzinárodných štandardov. Vedecké publikácie sú zamerané predovšetkým na fyziku a technológie. Cieľom Číny je stať sa motorom zavádzania inovácií. Nie náhodné je aj vytvorenie novej fakulty vied o živote na pekingskej univerzite Čching-Chua, pre ktorú sa robil nábor čínskych talentov zo Stanfordu, Harvardu a ďalších elitných inštitúcií. Zámerom je vybudovať výskumné stredisko svetovej triedy, zamerané na riešenie hlavných záhad biológie. Iný základ náhľadu na veci okolo a vnútri súčasne, ktorý je v Číne odlišný od západného náhľadu, orientuje čínsku vedu na komplexnejší a synergicky prepojený fundament skúmania budúcnosti.¹²⁵

¹²⁴ Grant vo výške napríklad 146 tisíc dolárov v rámci programu Tisíce talentov v roku 2008.

¹²⁵ Napríklad na skúmanie možnosti a schopnosti prežiť v zmenených podmienkach (jadra spoločnosti).

Línia realizovania vlastného, teda čínskeho, pohľadu na rozvoj Číny, život jej obyvateľov a Číňanov vo svete je zreteľná aj prezentovaním novej ekonomickej vízie, ktorej kľúčovými prvkami sú: nahradenie špinavých tovární odvetviami obnoviteľnej energie¹²⁶ a rastúcim sektorom služieb, posilňovanie dopytu viac zo strany čínskych spotrebiteľov než amerických a európskych, ako aj vytváranie inovačných výrobkov založených na domácich technológiách. Preto je pochopiteľné, že v posledných troch rokoch sa posilnila kontrola štátu nad ekonomikou, výraznejšie sa naplňali štátne suverénne fondy. Čína splnila mnohé povinnosti v oblasti otvorenia trhu, ku ktorým sa zaviazala v roku 2001, keď sa stala členom WTO. Neumožnila však väčšie zahraničné investície do telekomunikácií a finančných služieb. V každom projekte, ktorý financuje vláda, sa prednostne používajú tovary vyrábané firmami v čínskom vlastníctve. Väčšina nových pôžičiek smeruje do podnikov kontrolovaných vládou a len približne 20 % do malých a stredných firiem, ktoré môžu byť aj súkromné. V strategických odvetviach, od veterných turbín až po generátory pre jadrové elektrárne, Čína uprednostňuje svojich národných preborníkov a snaží sa obmedziť vplyv zahraničných spoločností. Nielen v amerických, ale aj čínskych odborných kruhoch sa objavujú názory, že zľahčovanie podmienok na fungovanie domácich firiem môže viesť k tomu, že nebudú musieť zdokonaľovať schopnosti potrebné na dosiahnutie úspechu v zahraničí, že tok financií štátnym firmám spôsobuje, že inovatívni podnikatelia trpia nedostatkom kapitálu.¹²⁷ Zástupcovia zahraničných obchodných skupín zase poukazujú na konkrétne príklady výsledkov programu výroby a vývozu vo veľkom – keď v dôsledku krízy došlo k zásadnému okresaniu čínskeho exportu, v mnohých regiónoch, donedávna chrliacich televízory, nábytok, hračky a pod. pre celý svet, sú dnes továrne zatvorené. Situáciu zachraňujú obrovské vládne výdavky na verejné práce. V šťastnejších kantonoch sa investuje do rozšírenia letísk alebo do výstavby elektrárne, niektoré továrne sa sťahujú do nových priemyselných zón v chudobnejších oblastiach a majú ich nahradiť ekologickejšie odvetvia.

¹²⁶ V roku 2009 sa Čína stala najväčším investorom do obnoviteľných energií na svete (34 mld. USD). Po Nemecku, ktoré malo najväčšiu koncentráciu fotovoltaických výrobných a vývojových kapacít, sa jedničkou v tomto obore stala Čína.

¹²⁷ Hovorí ekonóm Su Siao-nien z China Europe International Business School v Šanghaji pre Dexter Roberts, Pete Engardio (Business Week, 2009).

Čína teda svoju ekonomickú víziu realizuje ďalej. Presadzuje veternú energiu, ekologickejšie polovodičové osvetlenia, vodíkové palivové články do automobilov, nanomateriály, vysokorýchlostné vlaky, v Šanghaji, v Pekingu a desiatkach ďalších miest buduje rozsiahle siete metra a diaľnice, rozširuje verejnú zdravotnú starostlivosť, dotuje malé automobily a elektrospotrebiče. Objavili sa milióny malých súkromných firiem a boli utlmené mohutné štátne priemyselné odvetvia, ktoré poskytovali príspevky a prídavky od narodenia až do smrti. Mestá a kantony podporujú výdavky na výskum, preškoluujú robotníkov a uchádzajú sa o investície do nových odvetví, ako napríklad biotechnológia, čím priťahujú špičkových čínskych vedcov z USA. Čína postupuje v sofistikovaných odvetviach veľmi rýchlo. Tento vývoj je však ešte stále vo veľkej miere postavený na dovážaných technológiách. Kým Čína na základe týchto technológií vyrába, vo svete vzniká ich ďalšia generácia.

Realizovanie ekonomickej vízie má svoju špecifickú podobu na úrovni malých regiónov, obcí. Je založená na príznačnej podnikavosti Číňanov, ktorá je známa v rôznych regiónoch sveta, kde sa usadia. Nevšedným príkladom je obec Chua-si, kde každá rodina vlastní trojposchodový dom a prinajmenšom jedno auto značky BMW či Mercedes, ktoré dostala od družstva. V roku 1969 tu ešte neboli spevnené cesty a hlavným zdrojom obživy pre niekoľko sto ľudí bolo poľnohospodárstvo. Založili továreň na výroby z kovu, ktorá bola v utajení pred kontrolou straníckych funkcionárov. Len čo sa začalo presadzovať súkromné podnikanie, malo už Chua-si náskok a dnes už mestský kolektívny podnik JHG sústreďuje okolo 80 tovární, ktoré fungujú v celej Číne. Aktívni sú najmä vo výrobe železa, ocele a textilu, vyvážajú do 40 krajín a JHG sa stalo v roku 1998 prvým družstvom uvedeným na čínsku burzu. Napriek súčasnému blahobytu všetci obyvatelia musia pracovať 7 dní do týždňa. Dostávajú základný plat napríklad 125 USD, ale bonusy im prinesú v priemere okolo 40 – 50 tisíc USD mesačne; 80 % príjmu však musia investovať späť do kolektívneho podniku. Ak by sa chceli odsťahovať, stratia všetky výhody i majetok získaný od družstva.¹²⁸ Pravdepodobne je pre mnohých odborníkov z oblasti spoločenských vied záhadou a neprijateľným prístup, postup, ako aj prerozdeľovací systém uplatňovaný v uvedenom

¹²⁸ Keďže nemajú časopriestor na cestovanie, bol vybudovaný Svetový park, ktorý sa stal lákadlom pre turistov a obec sa stala aj turistickým centrom. V obci sa nachádzajú *high-tech* skleníky, v rámci pokusov s ekoturistikou.

regiónu. V malej mierke však dokumentuje syntézu odlišnosti toho, čo poznáme, mimoriadnu schopnosť adaptability jednotlivých častí systému, rýchlosť a razantnosť v napredovaní – v malom regióne veľkej Číny.

Obrovské diferencie v hospodárskych štruktúrach jednotlivých regiónov Číny, ako aj diferencovaný záujem nadnárodných korporácií, zahraničných firiem a spoločností v investovaní do týchto regiónov, vytvárajú významné príjmové nerovnosti medzi mestskými a vidieckymi regiónmi Číny, odhládnuv od historicky a geograficky daných rozdielov. Výrazne heterogénne prostredie determinuje aj prístupy k hľadaniu ciest na posilnenie domáceho spotrebiteľského dopytu, ktorý sa javí parciálne najpriechodnejším riešením v období významného prepadu čínskeho exportu. Najzložitejším sa to ukazuje vo vidieckych poľnohospodárskych regiónoch, kde je mzdová hladina mimoriadne nízka a možno hovoriť o chudobe či rizikách chudoby. Problém je multiplikovaný aj významným vplyvom klimatických zmien, ktoré sa prejavajú najmä v centrálnej oblasti južnej Číny radikálnym úbytkom vody. V prípade mestských regiónov, no najmä veľkomiest, je už v súčasnosti zreteľný rast kúpnej sily vo všetkých segmentoch. Dokumentujú to aj značné počty novootvorených predajní luxusných značiek v oblasti odevov, automobilov, hodínok a šperkov (v porovnaní s inými regiónmi sveta dnes). Ide o významne veľký trh, ktorý reprezentuje približne 300 miliónová masa bohatých Číňanov. Vzhľadom na to, že čínska vláda sa snaží chrániť svoj trh, je pre zahraničné firmy menej rizikové vyrábať v Číne, je lepšie byť bližšie k spotrebiteľom a neplatiť prípadné clá. Práve zahraničné firmy sa podieľajú na postupnom náraste úrovne miezd. Sú k tomu „pritlačené“ silnejúcou vlnou štrajkov svojich zamestnancov. Podľa analytikov sa tento tlak na mzdy dal očakávať, pretože ide o prirodzený proces v ekonomike, ktorá rastie ročne vyše desaťpercentným tempom, a to aj v kríze.¹²⁹ Rast mzdovej hladiny na jednej strane môže viesť tieto firmy k zvyšovaniu produktivity práce – budú musieť investovať do strojových zariadení a mechanizácie, na druhej strane však tieto firmy uvažujú o premiestňovaní výrobných závodov do iných destinácií, napríklad do Vietnamu alebo Indie. Keďže ide zväčša o exportujúce firmy, Čína sa snaží zatiaľ výrazne neposilniť domácu menu renmimbi (jüan), a tak pre ne vytvárať ešte stále zaujímavý manévrovací priestor.

¹²⁹ Treba dodať, že čínska štatistika informuje o stave, keď približne štvrtina zamestnancov poberá rovnakú mzdu päť rokov.

O nutnosti začať proces zhodnocovania čínskej meny renmimbi sa dočítame vo väčšine fiškálnej tlače, ktorá je ovplyvnená názormi Washingtonu a Bruselu. Vychádza sa z predpokladu, že čínska ekonomika sa pri podpore svojho rastu už naďalej nemôže spoliehať na vonkajší dopyt a export a čínskych spotrebiteľov je potrebné nabádať viac na utrácanie než na sporenie. A to aj napriek tomu, že sú chudobní. Takto sa vlastne čínska vláda dostáva do pozície manipulátora s menou, ktorá sa rozhodla robiť zvyšku sveta problémy. Ale najmä je jednou z hlavných príčin astronomického deficitu USA – svojím „lacným a nekvalitným“ tovarom. Američanov navyše irituje to, že Čína aj tento rok porastie o približne 10 % a USA majú až 10 % nezamestnanosť. Podľa Dani Rodriku (Project Syndicate, 2009) je podhodnocovanie meny v súčasnosti hlavnou zbraňou čínskej vlády pri podpore výroby a ostatných obchodovateľných sektorov, a tým aj významným nástrojom pri podpore rastu pomocou štruktúrnych zmien. Napokon, z konkurencieschopnej meny neprofituje len Čína, vo všetkých rozvojových krajinách existuje jednoznačne priamy vzťah medzi podhodnotením meny a ekonomickým rastom. V Číne, zdá sa, je tento vzťah oveľa silnejší a súvisí s výrazným rozdielom v produktivite medzi tradičnými vidieckymi súčasťami hospodárstva a modernými priemyselnými odvetvami. Podľa Rodriku by zhodnotenie meny o 25 % spôsobilo redukciu hospodárskeho rastu o 2 percentuálne body. Znamenalo by to posun pod hranicu 8 % rastu. Podľa čínskych expertov by však táto úroveň nestačila na odvrátenie sociálnych rozporov. Ak si Čína zachová svoju menovú prax, mala by rátať s rizikom globálnych rozsiahlych makroekonomických schodkov, a zároveň s určitými politickými vplyvmi v USA a EÚ. Ak svoju menu renmimbi zhodnotí, musí predpokladať, že ekonomický rast poklesne a na domácej pôde vypuknú politické a sociálne nepokoje. Tento aspekt, zdá sa, bude pre Čínu v najbližšej budúcnosti zásadný. Ak si je však Čína vedomá istej rezervy, ktorá v podhodnotenej mene je, to znamená, že neráta až s takými následkami a dôsledkami poklesu, potom môže pristúpiť k jej miernemu zhodnoteniu o 3 – 5 %. Rozhodne je to vzdialené od predstáv Washingtonu a Bruselu, ktoré operujú až s úrovňou 20 – 25 %. Toto všetko sa premieta do vzájomných obchodných stretov v oblasti trestných ciel dvoch momentálne najväčších hýbateľov svetového vývoja. Čína sa prikloní k takému riešeniu, ktoré jej neznemožní ďalšie napredovanie v naplňaní

svojho hlavného cieľa – vytvoriť zodpovedajúce podmienky na obdobie, v ktorom bude slabá, ale dokáže zabezpečiť prežitie jadra svojej spoločnosti.

Záverečné poznámky

Vzhľadom na významnú a rastúcu ekonomickú silu SF, jej zaujímavú regionálnu alokáciu, investičnú stratégiu a problémy pri formovaní novej finančnej architektúry sveta z pohľadu súčasného ťažkopádneho a nefungujúceho mechanizmu regulácie finančného sektora, v najbližšom období bude nutné zamerať sa vo výskume na dve oblasti. Prvou je sledovanie generovania novej podoby štátnych SF, ktoré majú významnú ekonomickú silu a etablovali sa v strategických odvetviach svetového hospodárstva, a taktiež stratégie hedžových fondov, predovšetkým v krajinách EÚ. Ďalšou a veľmi významnou oblasťou je sledovanie konkurenčného boja medzi obchodnými zoskupeniami, ktorý sa realizuje nie v oblasti tovarov a služieb, ale na finančných trhoch prostredníctvom kurzového vývoja medzinárodných rezervných mien, čínskeho jüanu, eura a USD.

Takto je možné priblížiť sa nielen k pravdepodobným možnostiam formovania národných rozvojových stratégií krajín, ktoré obhospodarujú SF s veľkou ekonomickou silou, ale aj krajín, ktoré tieto fondy nemajú. Dokázať, že SF nie sú cieľom, ale nástrojom stratégie jednotlivých dotknutých krajín.

Zároveň sa takto vytvára priestor na uchopenie problematiky novej podoby štátnomonopolistického kapitalizmu aj v oblasti teórie. V praxi sú k dispozícii tradičné podoby štátnej podpory podnikov, ktoré sa využívajú predovšetkým v európskych krajinách a v USA, ako aj realizovaná štátna podpora podnikov v ázijských krajinách, ktorá sa od tradičnej podoby odlišuje komplexnosťou svojho cieľa. Spomenutý priestor je významný predovšetkým z dôvodu pochopenia potreby nových funkcií štátu v budúcnosti. V tejto súvislosti výskumný priestor zahŕňa aj oblasť prehodnotenia doterajšieho a budúceho možného vplyvu transnacionálnych korporácií nielen na globálnu ekonomiku, ale aj na nové civilizačné výzvy pre 21. storočie.

Záverečné vyústenie takto načrtnutej problematiky by malo prispieť k hľadaniu manévrovacieho priestoru pre budúcu globálnu spotrebu, ktorá umožní prežitie súčasnej civilizácie aspoň v 21. storočí.

9. DYNAMIKA PRIAMYCH ZAHRANIČNÝCH INVESTÍCIÍ V KONTEXTE FINANČNÝCH KRÍZ

Úvod

Proces intenzifikácie ekonomickej globalizácie viedol v posledných desaťročiach k rýchlemu rastu absolútneho aj relatívneho objemu medzinárodných tokov kapitálu a v rámci toho aj priamych zahraničných investícií (PZI). Skúmanie efektov tokov a stavov PZI, resp. zmien v dynamike prílevu PZI v kontexte dynamicky sa meniacej globálnej ekonomickej situácie má mimoriadny význam najmä so zreteľom na rastové impulzy, ktoré so sebou prinášajú tieto investície, a to predovšetkým v rozvíjajúcich sa a rozvojových ekonomikách. Rovnako dôležité je posúdiť, akým spôsobom sa globálna finančná kríza dotkla dynamiky tokov PZI, ako aj stavov PZI v globálnom meradle vzhľadom na rôznu stupeň rozvoja národných ekonomík.

Pozornosť budeme venovať jednak efektom prílevu PZI na hostiteľskú krajinu najskôr vo všeobecnej rovine, jednak aj hlavným efektom masívneho prílevu PZI na príklade ekonomiky SR ako reprezentanta skupiny rozvíjajúcich sa (*emerging*) ekonomik. Uvedieme prehľad výsledkov doterajšieho výskumu tokov PZI v prípade rôznych finančných kríz v posledných dvoch desaťročiach a porovnanie s ostatnými formami medzinárodných tokov kapitálu, čo vyústi do formulácie hypotéz o typickom vývoji tokov PZI v prípade rôznych typov kríz. V ďalšej časti prinášame prehľad vývoja tokov a stavov PZI v čase globálnej finančnej krízy v globálnom meradle a vzhľadom na rôznu stupeň rozvoja národných ekonomík. Tento prehľad má slúžiť aj na overenie hypotéz stanovených v predchádzajúcej časti a predstavuje zhrnutie dosiahnutých výsledkov skúmania.

9.1. Význam tokov PZI na príklade SR

Rýchla ekonomická globalizácia mala za následok v posledných desaťročiach bezprecedentný rast objemu medzinárodných tokov kapitálu. V rámci toho podstatnú úlohu zohráva aj medzinárodný pohyb priamych zahraničných investícií. V kontexte dynamicky sa meniacej globálnej ekonomickej

situácie má skúmanie efektov tokov PZI, resp. zmien v dynamike ich prílevu mimoriadny význam najmä z hľadiska rozvojových a rozvíjajúcich sa ekonomík, akou je aj SR. Kým skupina ekonomicky vyspelých krajín dosahuje z hľadiska tokov PZI približne vyrovnanú pozíciu (t. j. toky PZI sú výrazné v oboch smeroch), väčšina rozvíjajúcich sa a rozvojových ekonomík je vo výraznej pozícii čistého príjemcu PZI.¹³⁰

V odbornej literatúre existuje relatívne výrazná zhoda v názoroch o priaznivom vplyve prílevu PZI na hostiteľskú krajinu. Okrem samotného transferu kapitálu, ktorý národným ekonomikám často chýba (Šestáková, 2008), Feldstein (2000) uvádza nasledovné efekty prílevu PZI pre hostiteľskú krajinu:

- Prílev PZI predstavuje mechanizmus transferu technológií, ktorý nie je možné dosiahnuť len prostredníctvom finančných investícií alebo zahraničného obchodu.
- Okrem samotných technológií dochádza aj k transferu špecifického *know-how*, a to nielen na úrovni manažmentu, ale dochádza k celkovému rozvoju ľudského kapitálu v prijímajúcej krajine.
- Zisk generovaný zahraničným investorom je predmetom zdanenia daňou z príjmov právnických osôb v hostiteľskej krajine.
- Medzinárodná mobilita kapitálu stimuluje konkurenčný boj medzi potenciálnymi hostiteľskými krajinami a tým prirodzene motivuje vlády v týchto krajinách k realizácii štrukturálnych reforiem a zlepšovaniu podnikateľského prostredia, z čoho obyčajne profitujú aj domáce firmy.

Prílev PZI môže v danej ekonomike generovať celý rad ďalších nepriamych efektov, a to najmä rast produktivity práce, zamestnanosti, celkovej produkcie, exportnej výkonnosti, a zároveň priniesť potrebný impulz na zvýšenie inovačnej aktivity domácich subjektov vystavených intenzívnejšej konkurencii. Ako uvádza M. Šestáková, miera uplatnenia potenciálnych priaznivých efektov prílevu PZI závisí v určitej ekonomike v konkrétnom období od viacerých faktorov, najmä „od stupňa jej ekonomického rozvoja, dostupnosti

¹³⁰ Podľa výskumu autorov Levchenko a Mauro (2007), v rokoch 1970 – 2003 dosiahol čistý prílev PZI v rozvinutých ekonomikách v priemere $-0,02\%$ HDP, pričom v rozvíjajúcich sa ekonomikách to bolo $1,3\%$ HDP a v rozvojových ekonomikách $1,9\%$ HDP.

dynamických komparatívnych výhod, inštitucionálneho prostredia a pod., ale aj od stratégie zahraničných investorov a toho, akú úlohu a kompetencie pridelujú dcérskym spoločnostiam v príslušnej krajine“ (Šestáková, 2008, s. 8.). Podľa nej rozsah nepriameho vplyvu PZI na hostiteľskú ekonomiku (t. j. rôzne vplyvy okrem samotného transferu kapitálu a technológie v rámci samotného podniku, ktorý je predmetom investície) závisí aj od stupňa rozvinutosti domáceho podnikateľského sektora. Zvyčajne sa medzi rozvinutosťou a relatívnym významom domáceho podnikateľského sektora a schopnosťou hostiteľskej ekonomiky absorbovať aj spomenuté nepriame vplyvy prílevu PZI prejavuje priama úmera.

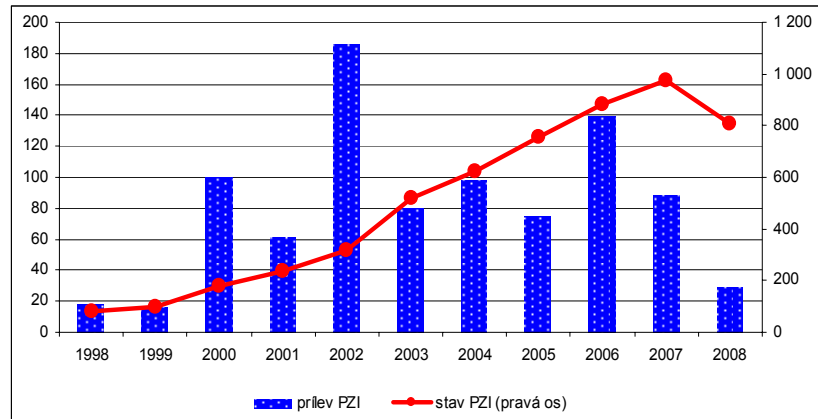
Vo väčšine odbornej literatúry autori spravidla konštatujú pozitívne vplyvy prílevu PZI. Napriek tomu jestvujú aj viaceré potenciálne negatíva pre hostiteľskú ekonomiku:

- snaha zahraničného investora o nadmernú exploatáciu prírodných a ľudských zdrojov hostiteľskej ekonomiky;
- bezprostredný negatívny vplyv na zamestnanosť v rámci racionalizácie (pri tzv. *brownfield* investíciách);
- negatívne efekty na bežný účet platobnej bilancie v prípade masívneho prevodu dividend do rezidenčnej krajiny investora;
- riziko vzniku tzv. duálnej ekonomiky, keď sa podniky so zahraničnou majetkovou účasťou výrazne odlišujú od podnikov v domácom vlastníctve, a to výškou miezd, produktivitou práce, technológiami, dodávateľsko-odberateľskými vzťahmi a pod.;
- kúpa konkurenčného (domáceho) podniku so zámerom jeho likvidácie.

Z doteraz uvedeného je zrejmé, že priame zahraničné investície môžu mať podstatný pozitívny či negatívny vplyv na viaceré aspekty ekonomického rozvoja hostiteľskej krajiny. V ďalšej časti uvádzame hlavné dôsledky, ktoré mal masívny prílev PZI do SR v predchádzajúcich rokoch, či už ide o ekonomický rast, zamestnanosť, produktivitu práce, vývoj v mzdovej oblasti alebo vonkajšiu pozíciu ekonomiky.

Graf 9.1

Dynamika prílevu PZI a vývoj stavu PZI v SR (v mld. Sk)

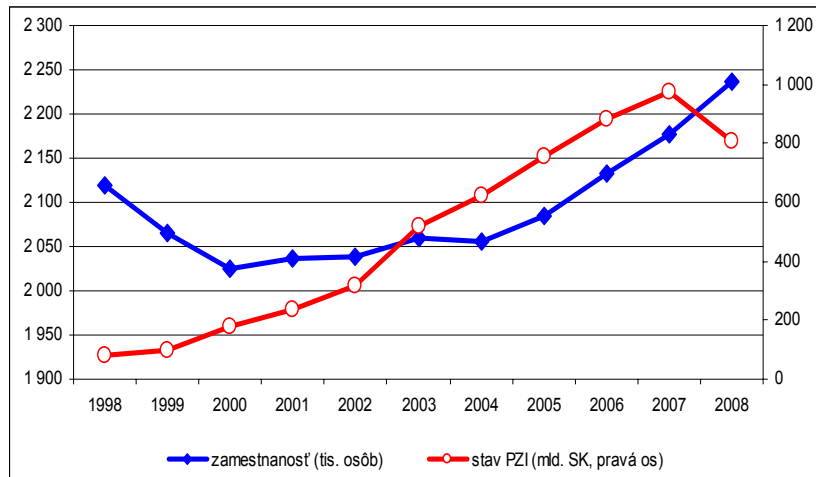


Prameň: NBS.

Slovensko v poslednom desaťročí patrilo medzi krajiny Európskej únie s nadpriemernou dynamikou prílevu PZI, avšak s minimálnymi investíciami v zahraničí. V rámci krajín EÚ 27 bol v období 1999 – 2008 priemerný prílev PZI do SR ôsmy najvyšší s hodnotou 7,1 % HDP, no z hľadiska investovania v zahraničí obsadila SR s priemernou hodnotou ročného odlevu PZI 0,1 % HDP predposlednú priečku pred Rumunskom. Prílev PZI do SR sa v doterajšom vývoji vyznačoval nerovnomernou dynamikou, pričom „skokové“ prírastky prílevu PZI v rokoch 2000, 2002 a 2006 boli výrazne determinované privatizáciou existujúcich podnikov, t. j. formou tzv. *brownfield* investícií (banky, Slovenský plynárenský podnik, Slovenské elektrárne). Napriek tomu, kumulovaný stav PZI v SR v rokoch 1998 – 2007 kontinuálne rástol. Obdobie 2000 – 2008 bolo zároveň obdobím dynamického ekonomického rastu SR, keď reálny HDP vzrástol kumulatívne o výrazných 61,8 %. Spolu s relatívne priaznivým vývojom externého prostredia počas väčšej časti tohto obdobia bol práve výrazný prílev PZI jedným z rozhodujúcich faktorov rapídneho ekonomického rastu.¹³¹

¹³¹ Príčom zároveň očakávaný priaznivý vývoj externého prostredia bol zrejme jedným z faktorov rastúcej prítomnosti PZI v SR, keďže veľkú časť z PZI tvorili výrobné podniky s dominantným podielom výroby na export.

Graf 9.2
Vývoj stavu PZI v SR a zamestnanosti (ESNÚ 95)



Prameň: NBS; ŠÚ SR (1999 – 2009).

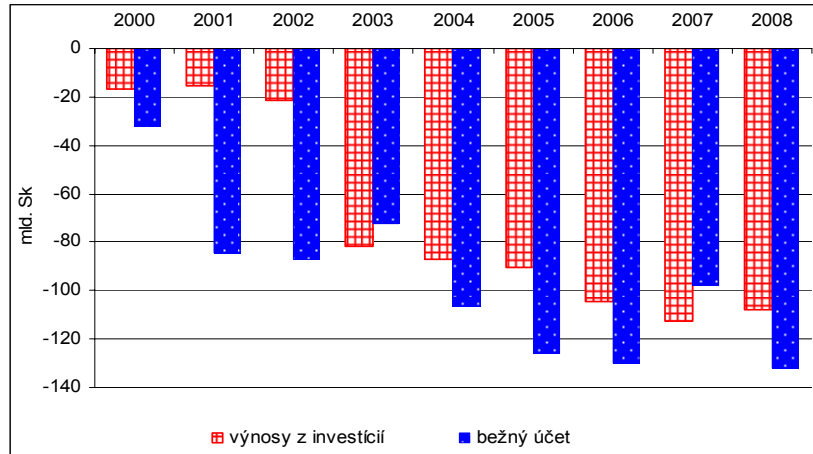
Vývoj v oblasti zamestnanosti a reálnych miezd reagoval na masívny prílev PZI a rýchly ekonomický rast až s určitým oneskorením a do roku 2004 sa hlavné indikátory trhu práce SR vyznačovali kolísavým vývojom. Kontinuálny rast zamestnanosti a reálnych miezd pozorujeme až v nasledujúcom období. V porovnaní s tým rástla reálna produktivita práce v rokoch 1998 – 2008 nepretržite o celkových 62,9 %. Rast reálnej produktivity práce v slovenskej ekonomike postupne akceleroval a dosiahol vrchol v roku 2007, keď sa produktivita práce medziročne zvýšila o 8,3 %. Kombinácia zvyšujúcich sa PZI, ekonomického rastu a rastúcej reálnej produktivity práce na jednej strane a stagnujúcej zamestnanosti a reálnych miezd na strane druhej indikuje, že v rokoch 1998 – 2004 bol prílev PZI spojený s racionalizáciou a transformáciou vo viacerých odvetviach. To viedlo k akcelerácii ekonomického rastu a k tvorbe nových pracovných miest v neskoršom období.

Proces prílevu PZI v rokoch 1998 – 2008 výrazne ovplyvnil aj vonkajšiu bilanciu slovenskej ekonomiky. Na jednej strane, prílev PZI prispel k značnej intenzifikácii zapojenia SR do zahraničnoobchodnej výmeny. Otvorenosť

slovenskej ekonomiky¹³² v tomto období kontinuálne rástla zo 129,2 % v roku 1998 na 168,3 % v roku 2008. Kumulatívny rast exportu (260,5 % v bežných cenách) bol v porovnaní s importom výrobkov a služieb (213,2 %) výraznejší a bilancia zahraničného obchodu postupne smerovala k vyrovnanejším hodnotám. Na druhej strane, v prípade SR sa výrazne prejavilo jedno z potenciálnych negatív prílevu PZI, pretože odlev výnosov z investícií do zahraničia postupne prerástol do dominantného faktora zápornej bilancie bežného účtu platobnej bilancie (pozri graf 9.3).

Graf 9.3

Vývoj salda výnosov z investícií a bežného účtu platobnej bilancie



Prameň: NBS.

9.2. Dynamika priamych zahraničných investícií v kontexte finančných kríz

Rýchly rast relatívneho významu cezhraničných tokov kapitálu v 90. rokoch minulého storočia mal za následok sériu lokálnych finančných kríz, predovšetkým v rozvíjajúcich sa ekonomikách. Vo väčšine prípadov sa opakoval podobný scenár ako v prípade, keď v prvej fáze liberalizácia vnútorného

¹³² Otvorenosť ekonomiky = [(export + import) / HDP] * 100 (%), v bežných cenách.

trhu a medzinárodných tokov kapitálu vyvolali značný prílev zahraničných investícií v rôznych formách. V istom momente však došlo k zásadnému zvratu a zahraniční investori začali masívne presúvať prostriedky späť do rezidenčnej krajiny, prípadne do tretích krajín. Výrazné výkyvy zahraničných investícií spôsobili v cieľovej ekonomike relevantné zmeny vo viacerých sférach, najmä však v oblasti výrobných kapacít a ich využitia, cien aktív, úrokovkej miery a výmenného kurzu domácej meny. Takýto vývoj mal veľkú odozvu aj v ekonomickom výskume a vyvolal záujem o skúmanie charakteristického správania jednotlivých typov kapitálových tokov počas finančných kríz. V podstate možno rozlišovať nasledovné základné druhy medzinárodných tokov kapitálu:¹³³

- priame zahraničné investície,
- portfóliové investície – majetkové cenné papiere,
- portfóliové investície – dlhové cenné papiere, krátkodobý dlh,
- bankové pôžičky/výpožičky,
- ostatné – transakcie s medzinárodnými inštitúciami (EÚ, MMF a pod.).

Na základe rozsiahleho ekonomického výskumu¹³⁴ lokálnych finančných kríz v Mexiku (1994), vo východnej Európe (Rusko, 1997), v juhovýchodnej Ázii (1997), alebo série finančných kríz v Latinskej Amerike na konci milénia, možno konštatovať, že PZI sú vo všeobecnosti najstabilnejšou formou cezhraničného investovania. Naopak, najvyššiu mieru volatility¹³⁵ vykazoval krátkodobý dlh, nasledovaný portfóliovými – špekulatívnymi majetkovými cennými papiermi. Feldstein (2000) dokonca uvádza relatívny rast významu PZI v cezhraničných tokoch kapitálu ako možný faktor prevencie finančných kríz. Takéto konštatovanie vychádza najmä zo skúseností lokálnych finančných kríz v rozvíjajúcich ekonomikách koncom 90. rokov minulého storočia.

¹³³ Možných členení medzinárodných tokov kapitálu je, samozrejme, viacero. Medzinárodný menový fond napríklad rozdeľuje medzinárodné toky kapitálu na: a) priame investície, b) portfóliové investície, c) ostatné investície a d) rezervné aktíva.

¹³⁴ Pozri napríklad Rogoff (1999), Sarno – Taylor (1999), Levchenko – Mauro (2007), Hill – Jongwanich (2009), Lipsey (2001) a i.

¹³⁵ *Volatilitou* tu máme na mysli v prvom štádiu masívny prílev investícií v čase ekonomického rastu, nasledovaný rýchlym spätným „sťahovaním“ investícií v čase vypuknutia krízy.

Ako poukázal aj Rogoff (1999) a neskôr Caballero a Cowan (2006), mezinárodné investície formou majetkovej účasti majú v porovnaní so zahraničnými (najmä krátkodobými) pôžičkami ďalšiu významnú výhodu, ktorá sa prejaví najmä v čase finančnej krízy, prípadne ekonomickej recesie: v „zlých časoch“ obvykle platby do zahraničia vyvolané zahraničnou majetkovou účasťou klesajú, v dôsledku zníženej tvorby zisku domácich subjektov, a teda nižšieho odlevu dividend. Naopak, v prípade dlhového financovania zostáva potreba likvidných prostriedkov na splácanie zahraničných záväzkov nezmenená, nezávisle od aktuálneho stavu ekonomiky, a v prípade špekulatívneho nákupu dlhopisov má dokonca tendenciu rásť v čase finančnej krízy. Navyše, lokálne finančné krízy sú spravidla spojené s rýchlou depreciáciou domácej meny, čo ešte zvyšuje tlak na financovanie zahraničných pôžičiek denominovaných v cudzej mene. Ako bolo možné pozorovať v minulom období, meny tzv. *emerging* ekonomík mali silnú tendenciu depreciácie voči hlavným svetovým menám (USD, EUR, JPY) aj počas globálnej finančnej krízy v súvislosti s extrémnou averziou k riziku na finančnom trhu v období niekoľkých mesiacov po krachu Lehman Brothers.

Tendencia extrémnych výkyvov tokov zahraničného dlhu v období krízy bola potvrdená aj počas tzv. gréckej dlhovej krízy v apríli a v máji 2010. Vysoká zadlženosť verejnej správy Grécka, spolu s obavami, či Grécko dokáže splácať svoje záväzky, viedli k extrémnemu výpredaju gréckych štátnych dlhopisov na globálnom trhu. Požadovaná výnosnosť gréckych štátnych dlhopisov koncom apríla 2010 presiahla 20 % (pri dlhopisoch s 2-ročnou dobou splatnosti), čo prakticky znamenalo znemožnenie ďalšieho financovania verejného dlhu Grécka na kapitálovom trhu, resp. nutnosť koordinovanej pomoci zo strany eurozóny a MMF.

Naproti tomu PZI vykazujú vo všeobecnosti oveľa vyššiu formu stability aj v čase finančnej krízy, a to prostredníctvom „zdieľania“ rizika medzi domácou entitou (podnikateľským subjektom, vládou, zamestnancami) a zahraničným investorom. Aj napriek relatívnej stabilite ich tokov sa PZI môžu významne podieľať na celkovej zmene cezhraničných tokov kapitálu daného štátu, a to hlavne s prihliadnutím na postavenie PZI ako hlavného faktora cezhraničných tokov kapitálu vo viacerých rozvíjajúcich sa, resp. rozvojových ekonomikách (Levchenko – Mauro, 2007). Aj relatívne malá zmena

v objeme tokov PZI môže teda vyvolať, najmä v krajinách s nízkym stupňom rozvoja domáceho sekundárneho kapitálového trhu (čo je aj prípad SR), významnú zmenu v celkovej bilancii medzinárodných tokov kapitálu.

V súvislosti s PZI a obdobiami finančných kríz sa najmä počas série lokálnych kríz v Mexiku (1995) a juhovýchodnej Ázii koncom 90. rokov prejavil špecifický fenomén, v zahraničnej literatúre známy ako *fire-sale FDI* (voľne preložené ako „výpredajové“ PZI, z dôvodu lepšej orientácie čitateľa budeme ďalej používať pôvodný názov *fire-sale PZI*). Finančné krízy v jednotlivých krajinách boli sprevádzané rastom prílevu PZI pri súčasnom rýchlom odleve ostatných foriem zahraničného, najmä špekulatívneho kapitálu. Tento, na prvý pohľad paradoxný vývoj, má v ekonomickej literatúre niekoľko zdôvodnení:

- Najbežnejším zdôvodnením fenoménu *fire-sale PZI* je to, ktoré uvádzajú napríklad Aguiar a Gopinath (2005), Levchenko a Mauro (2007), Hill a Jongwanich (2009) a iní, to znamená, že v prípade lokálnej finančnej krízy sú domáce podnikateľské subjekty obvykle zasiahnuté výrazným obmedzením ponuky likvidných zdrojov pri súčasnej potrebe splácať akumulovaný dlh z predchádzajúceho obdobia rýchleho rastu. Vyústením takéhoto stavu bol v mnohých prípadoch prílev PZI prostredníctvom skupovania domácich podnikov za ceny výrazne pod fundamentálnou hodnotou kupovaného subjektu. Cenová výhodnosť takejto kúpy je v prípade lokálnej finančnej krízy zväčša ešte zvýraznená depreciaiou domácej meny, ktorá spôsobí relatívny pokles kúpnej ceny podniku a výrobných nákladov v domácej mene (napr. náklady na pracovnú silu).
- Alternatívny pohľad na problematiku *fire-sale PZI* ponúka Krugman (2000), aj keď bezprostredná príčina „výpredaja“ domácich podnikov do zahraničných rúk je rovnaká ako v predchádzajúcom bode, a to výrazné obmedzenie dostupnosti likvidity v krajine zasiahnutej krízou. Krugman (2000) rozlišuje dva typy lokálnych finančných kríz:
 - a) finančná kríza ako dôsledok predchádzajúceho morálneho hazardu, keď na trhu viacerých aktív praská bublina nafúknutá napríklad v dôsledku vládnych stimulov, pôžičiek alebo garancií;
 - b) finančná kríza ako dôsledok iracionálnej paniky, davového správania investorov a tzv. samonapĺňajúcich sa (*self-fulfilling*) očakávaní finančného krachu.

Hoci príčiny obidvoch typov kríz sú rozdielne, prejavy na domácom trhu sú podobné a prostredníctvom prílevu PZI dochádza k „výpredaju“ domácich podnikov. Pri prvom type krízy (a) boli v predkrízovom období aktíva pre zahraničných investorov príliš drahé v dôsledku deformácií domáceho trhu. Po spľasnutí bubliny je postupne generovaná nová rovnovážna úroveň cien fyzických aktív a sú vytvorené predpoklady na postupný rast efektivity podnikania. Pri druhom type krízy (b) boli v predkrízovom období domáce aktíva pre zahraničných investorov príliš drahé v dôsledku vyššej efektívnosti (t. j. schopnosti dosahovať vyššiu výnosnosť) domácich podnikov. Obmedzenie likvidity v dôsledku odlevu krátkodobého kapitálu spôsobí výpredaj domácich aktív, čo zároveň stlačí ich cenu na úroveň prijateľnú aj pre menej efektívne, avšak obmedzením likvidity nezasiahnuté, zahraničné entity. Je pozoruhodné, že v obidvoch prípadoch nástup *fire-sale* PZI zabráňuje úplnému zrúteniu cien domácich (najmä fyzických) aktív, čím prispieva k stabilizácii situácie.

Ani relatívne obrovské skúsenosti s javom *fire-sale* PZI počas lokálnych finančných kríz však nemožno úplne zovšeobecniť, a to najmä s prihliadnutím na geografickú štruktúru prílevu PZI. Ako ukázali Hill a Jongwanich (2009), v roku 1997 došlo v súvislosti s krízou v juhovýchodnej Ázii k výraznému zníženiu odlevu PZI (t. j. investovania v zahraničí formou PZI) prinajmenšom v prípade Hongkongu, Taiwanu, Indonézie, Malajzie a Singapuru. Ak by teda väčšina PZI v istej krajine pochádzala z krajín zasiahnutých lokálnou či regionálnou krízou, fenomén *fire-sale* PZI sa môže prejaviť len vo veľmi obmedzenej miere, v dôsledku obmedzenia likvidity na strane investora.

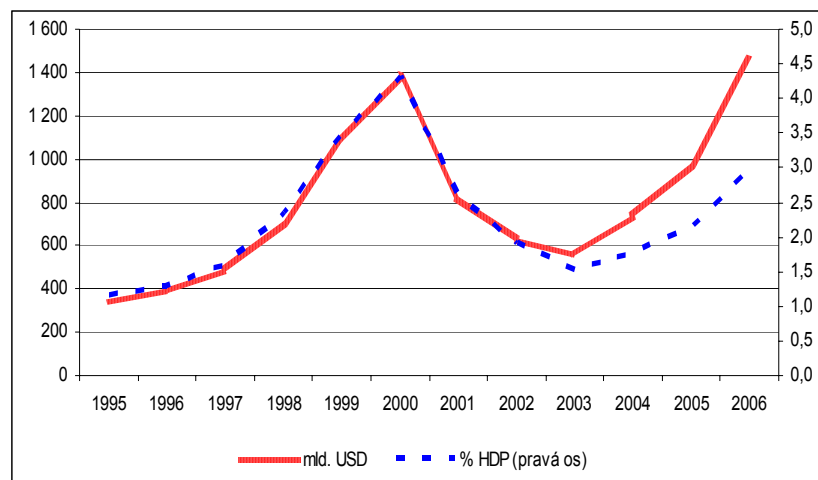
Zaujímavou skúsenosťou bol aj krach akcií technologického sektora na prelome tisícročí. Poznamenávame však, že spľasnutie bubliny technologických akcií, napriek tomu, že malo v istom zmysle globálne dôsledky, nie je úplne porovnateľné s globálnou finančnou krízou rokov 2007 – 2009. Prejavom spľasnutia technologickkej bubliny bola predovšetkým výrazná konsolidácia tohto sektora, pričom vplyvy na finančný trh a reálnu ekonomiku boli do značnej miery determinované limitovanou stratou investorov a istým znížením bohatstva, resp. dôchodkov domácností, predovšetkým v USA (čo malo za následok v roku 2001 krátku recesiu v USA). Dôležitým rozdielom oproti súčasnej globálnej finančnej kríze je najmä skutočnosť, že bankový

sektor nebol v globálnom meradle krízou technologického sektora výraznejšie zasiahnutý.

Napriek tomu sa spľasnutie bubliny technologických akcií prejavilo v niekoľkých nasledujúcich rokoch aj v znížení globálnych tokov PZI, predovšetkým v prípade ekonomicky vyspelých krajín. Celkový hrubý prílev PZI bol v roku 2003 v globálnom meradle oproti strednodobému vrcholu v roku 2000 nižší o 816,5 mld. USD, resp. o 2,8 % svetového HDP (pozri graf 9.4). Dôvody tohto zníženia boli podobné ako v prípade lokálnych kríz. Avšak vzhľadom na (dnes už známe) dôsledky spľasnutia technologickej bubliny, väčšiu váhu možno pripísať zvýšenej miere neistoty a z toho plynúcej averzie k riziku ekonomických subjektov než obmedzeniu likvidity, ktoré sa prejavilo zväčša len v zasiahnutom sektore.

Graf 9.4

Vývoj tokov PZI (hrubý prílev) v období „dotcom“ bubliny



Prameň: UNCTAD.

Na základe predchádzajúcich skúseností a doterajšieho výskumu môžeme formulovať nasledovné hypotézy o charakteristickom toku PZI v prípade rôznych (modelových) situácií finančných kríz:

- A. V prípade lokálnej finančnej krízy, keď „domáce podniky“ čelia úpadku dopytu a obmedzeniam likvidity, PZI z krajín nezasiahnutých lokálnou krízou majú tendenciu zvyšovať svoju prítomnosť na zasiahnutom trhu prostredníctvom výhodného nákupu majetkových účastí existujúcich podnikov.
- B. V prípade lokálnej finančnej krízy, keď investor pochádza z krajiny zasiahnutej finančnou krízou a je zasiahnutý obmedzením likvidity, má tendenciu znižovať svoju prítomnosť na zahraničnom trhu. Táto tendencia je silnejšia, ak je aj hostiteľská krajina zasiahnutá krízou.
- C. V prípade finančnej krízy s globálnym vplyvom je úpadok dopytu celosvetový a prejaví sa obmedzenie likvidity (nemusí sa nevyhnutne týkať všetkých krajín alebo sektorov, ale výrazne sa prejaví v agregovanej podobe), PZI majú tendenciu zaradiť „spätný chod“. Dochádza k zníženiu dynamiky tokov PZI, prípadne stagnácii, resp. k znižovaniu stavov PZI.

9.3. Dynamika priamych zahraničných investícií a globálna finančná kríza (2008)

Globálna finančná kríza, ktorej prvé príznaky sa prejavili v polovici roka 2007 a vyvrcholila na prelome rokov 2008/2009, prerástla postupne do najintenzívnejšej finančnej krízy, a zároveň najhlbšej recesie v rozvinutých ekonomikách v povojnovej histórii. Sekundárne dôsledky turbulencií na finančnom trhu z rokov 2007 – 2009 sa pravdepodobne budú prejavovať nielen na finančnom trhu, ale aj v reálnej ekonomike (a okrem iného aj v oblasti tokov PZI) prinajmenšom ešte v strednodobom horizonte. Príčiny aktuálnej finančnej krízy budú predmetom diskusie ekonómov zrejme ešte niekoľko desaťročí, avšak zjednodušene¹³⁶ možno vidieť hlavné príčiny predovšetkým v prílišnej expozícii voči dlhu zo strany domácností, vlád aj podnikateľských subjektov,¹³⁷ a na druhej strane v povrchnom hodnotení investičných rizík vo finančnom sektore.

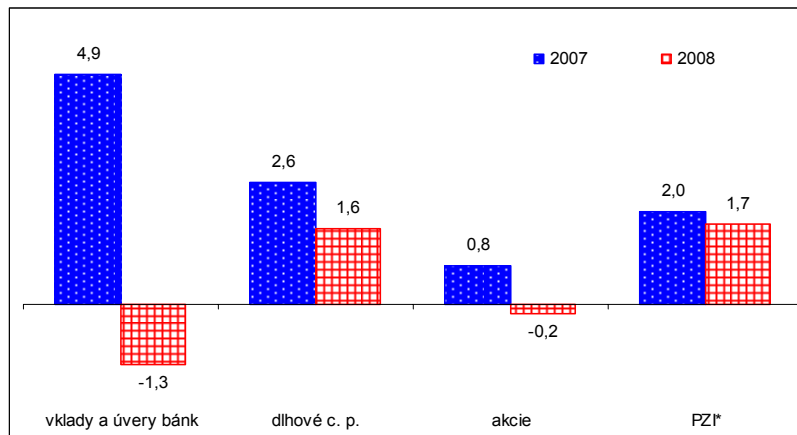
¹³⁶ Detailným hodnotením príčin finančnej krízy z rokov 2007 – 2009 sa na tomto mieste nezaobráame.

¹³⁷ Zadlženie všetkých sektorov (t. j. domácnosti, verejný sektor, nefinančné korporácie a finančný sektor) rástlo vo väčšine vyspelých ekonomik v rokoch 2000 – 2008 v porovnaní

Charakteristickým prejavom krízy na finančnom trhu bol predovšetkým extrémny rast averzie k riziku, spojený s neobvyklou volatilitou cien finančných aktív. Rastúca averzia k riziku, paralyzovaný medzibankový trh, neisté očakávania domácností a firiem mali v roku 2008 za následok ochromenie úverového mechanizmu ako dôležitého zdroja akcelerácie ekonomického rastu v uplynulých desaťročiach. Klesajúce ceny finančných aktív negatívnym spôsobom podobne zasiahli dôchodky a bohatstvo domácností. Výsledkom kombinácie uvedených faktorov bolo, že väčšina rozvinutých ekonomík upadla v druhej polovici roka 2008 do najhlbšej recesie od čias Veľkej hospodárskej krízy v 20. storočí.

Graf 9.5

Dynamika globálnych cezhraničných tokov rôznych druhov kapitálu v rokoch 2007 a 2008 (v bil. USD)



Prameň: McKinsey Global Institute Cross-Border Capital Flows Database, *UNCTAD.

Neisté vyhliadky ekonomického rastu spolu s výraznou preferenciou likvidity viedli v roku 2008 k ochromeniu medzinárodných tokov kapitálu. Najmä

s predchádzajúcou dekadou oveľa rýchlejšim tempom. Spomedzi vyspelých ekonomík dosiahol celkový dlh v roku 2008 najvyššie hodnoty v Spojenom kráľovstve (469 % HDP) a Japonsku (459 % HDP). V najväčšej ekonomike sveta, v USA, dosiahol celkové zadĺženie v roku 2008 hodnotu 290 % HDP. Detailnejšie informácie pozri napríklad v McKinsey Global Institute (2010).

finančné inštitúcie pod tlakom extrémnych udalostí výrazne znižovali svoje pozície na zahraničných trhoch a presúvali likvidné prostriedky do domovskej krajiny. Súhrnne za rok 2008 poklesli medzinárodné toky kapitálu (t. j. čistý nákup akcií, dlhových cenných papierov, hrubý prílev PZI a čisté cezhraničné prírastky bankových vkladov a úverov) z 10,5 bil. USD v roku 2007 na 1,9 bil. USD, t. j. o 82 %. V poslednom desaťročí a v čase krízy sa ukázali ako mimoriadne nestabilné najmä investície bánk v zahraničí (pozri graf 9.5). Čistý cezhraničný tok bankových investícií postupne rástol z 1,5 bil. USD v roku 2000 na 4,9 bil. USD v roku 2007, s následným reverzným tokom (-1,3 bil. USD) v roku 2008. Naproti tomu si toky PZI aj napriek istému poklesu zachovali solídnu dynamiku aj v „krízovom“ roku 2008, keď spomedzi porovnávaných druhov kapitálových tokov zaznamenali najmenší medziročný pokles, a to v absolútnom (-281,5 mld. USD) aj relatívnom (-14,3 %) vyjadrení.

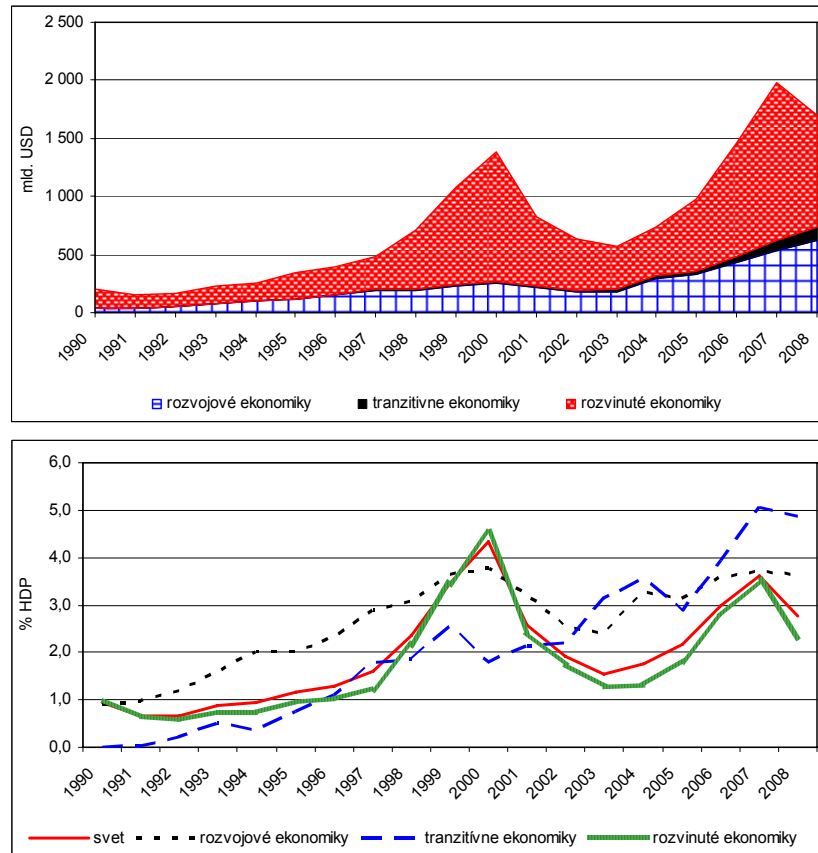
Graf 9.6 dokumentuje, že pokles dynamiky globálneho toku PZI bol vyvolaný zmenou prílevu PZI do vyspelých ekonomík. Prílev PZI do rozvinutých ekonomík sa v roku 2008 medziročne znížil z 1 358 mld. USD na 962 mld. USD (t. j. o 29,2 %). Prílev PZI do rozvojových krajín naopak medziročne vzrástol o 91,4 mld. USD (t. j. o 17,3 %) a prílev PZI do tranzitívnych ekonomík zaznamenal najvýraznejší relatívny rast 25,86 %, resp. 23,5 mld. USD. V dôsledku inverznej dynamiky PZI vo vyspelých a ostatných ekonomikách došlo v roku 2008 k zmene váh jednotlivých skupín krajín na celkovom príleve, keď sa podiel vyspelých ekonomík na celkovom príleve PZI znížil na 56,7 % (v roku 2007 na 68,7 %), naopak, podiel rozvojových krajín vzrástol na 36,6 % (oproti 26,8 % v roku 2007) a podiel tranzitívnych ekonomík vzrástol zo 4,6 % v roku 2007 na 6,7 % v roku 2008.

Pretože ešte neboli konzistentné údaje za rok 2009 prístupné, vývoj tokov PZI v rokoch 2009, 2010 a ďalších rokoch je možné len predpokladať. Z tohto hľadiska poskytuje cenné skúsenosti predovšetkým obdobie po roku 2000. Je pravdepodobné, že pretrvávajúca neistá dynamika ekonomického oživenia v globálnom meradle a obmedzenie likvidity v dôsledku averzie k riziku a akumulovaných strát z minulých rokov vo finančnom sektore povedú ku klesajúcej dynamike globálnych tokov PZI ešte v niekoľkých nasledujúcich rokoch. Na druhej strane, najmä v prípade viacerých rozvíjajúcich sa ekonomík je pravdepodobný rast prílevu PZI už od druhej polovice roka

2009 (sčasti vďaka fenoménu *fire-sale* PZI), tak ako sa to udialo v prípade tranzitívnych ekonomík po roku 2000 (pozri graf 9.6).

Graf 9.6

Dynamika tokov PZI (hrubý prílev) podľa jednotlivých skupín krajín v absolútnom a relatívnom vyjadrení¹



¹ Členenie na rozvinuté, tranzitívne a rozvojové ekonomiky podľa klasifikácie UNCTAD. Slovenská republika a ostatné krajiny V4 (bežne považované za tzv. *emerging* ekonomiky) sú zaradené do skupiny rozvinutých ekonomík. Skupinu tranzitívnych ekonomík tvoria prevažne bývalé krajiny Sovietskeho zväzu a postkomunistické krajiny na Balkáne.

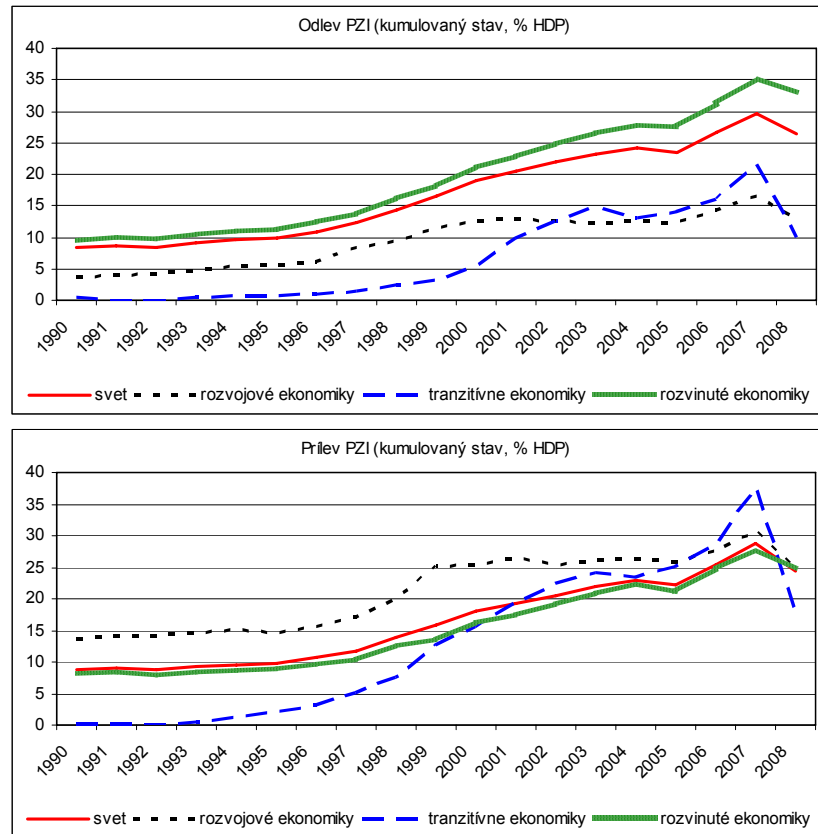
Prameň: UNCTAD.

Dôvodom takéhoto vývoja je predovšetkým očakávaná vyššia dynamika ekonomického oživenia v skupine rozvíjajúcich sa ekonomík v porovnaní s tradičnými vyspelými krajinami. V súčasnej situácii je pravdepodobné, že v dôsledku pretrvávajúcich problémov s vysokou zadlženosťou viacerých európskych krajín, ťažisko rastu prílevu PZI sa v najbližších rokoch prenesie do rozvíjajúcich sa ekonomík mimo EÚ. Už počas roka 2009 sa prejavila zvýšená aktivita krajín s rozsiahlymi úsporami v dôsledku akumulácie prebytkov bežného účtu (najmä Číny) vo sfére fúzií a akvizícií v celosvetovom meradle.

Jednoduchá analýza tokov (resp. prílevu) PZI v predchádzajúcej časti môže evokovať mylný dojem, že v prípade PZI ide o akési „opakovanie“ vývoja po splasnutí bubliny technologického sektora na prelome tisícročí. Pohľad na vývoj stavov PZI v roku 2008 dokumentuje však opak (pozri graf 9.7). Obdobie 2000 – 2003 bolo charakteristické spomalením tokov PZI, pričom celkový stav (t. j. akumulovaná „zásoba“) PZI naďalej rástol vo všetkých skupinách krajín, a to obojsmerne (aj keď miernejším tempom ako do roka 2000). V roku 2008 sa prejavila zásadná štruktúrna zmena, keď sa nielen spomalili toky PZI, ale došlo aj k relevantnej redukcii stavov PZI, a to v oboch smeroch (prílev aj odlev).

Príčinu tejto zmeny v porovnaní s vývojom po roku 2000 treba vidieť najmä vo výraznom obmedzení prístupu k likvidným zdrojom v kombinácii s očakávanou hlbokou recesiou (a oveľa vyššou mierou neistoty) v globálnom meradle. Globálna finančná kríza v rokoch 2007 – 2009 jednoducho zasiahla finančný trh v celej jeho šírke a nebola to len záležitosť jedného sektora, regiónu alebo niekoľkých inštitúcií. V prípade prílevu PZI sa „zásoba“ prílevu PZI v roku 2008 medziročne znížila z 28,7 % na 24,4 % HDP (svet), v prípade odlevu bol pokles miernejší (z 29,7 % HDP na 26,4 % HDP v globálnom meradle). V najväčšej miere boli redukcii stavu „prijatých“ a „vyslaných“ investícií zasiahnuté tranzitívne ekonomiky, naopak v najmenšej miere rozvinuté ekonomiky. V prípade stavov PZI je v blízkej budúcnosti pravdepodobný podobný scenár ako v prípade tokov PZI. Aj napriek (doteraz) chýbajúcim údajom bude stabilizácia stavov PZI pravdepodobná od polovice roka 2009, s miernym rastom v ďalších rokoch.

Graf 9.7
Vývoj stavu prílevu a odlevu PZI



Prameň: UNCTAD.

Na záver stručne analyzujeme vývoj bilancie stavov a tokov prílevu a odlevu PZI v jednotlivých skupinách krajín v členení podľa UNCTAD. Z grafu 9.8 je zrejmé, že v roku 2008 došlo k relevantnému zníženiu dynamiky tokov a redukcií stavov prílevu aj odlevu PZI v relatívnom vyjadrení (% HDP) vo všetkých skupinách krajín. Z hľadiska bilancie tokov PZI zaznamenali tranzitívne, resp. rozvojové ekonomiky v roku 2008 oproti roku 2007 rast čistého prílevu PZI z 2,18 % HDP na 2,31 % HDP (tranzitívne), resp. z 1,71 % HDP

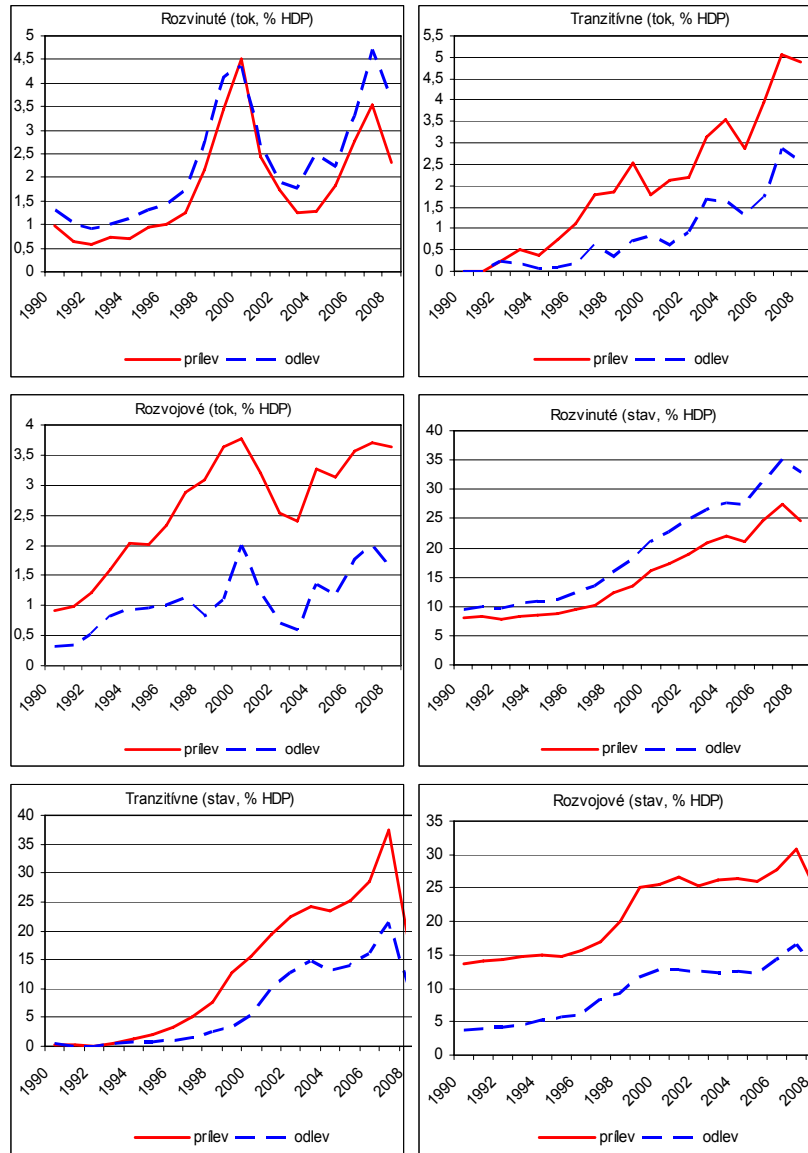
na 2,03 % HDP (rozvojové). Toto sa uskutočnilo v dôsledku výraznejšieho spomalenia dynamiky odlevu PZI v porovnaní s prílevom zahraničných investícií. V prípade rozvinutých ekonomík sa toky PZI vyvíjali opačne, t. j. došlo k výraznejšiemu poklesu dynamiky prílevu v porovnaní s odlevom PZI, čo malo v roku 2008 za následok prehĺbenia záporného salda tokov PZI na -1,31 % HDP v porovnaní s -1,17 % v roku 2007. Aj napriek poklesu dynamiky tokov PZI boli aj v roku 2008 zachované dlhotrvajúce tendencie pozitívneho salda čistého prílevu PZI v prípade tranzitívnych a rozvojových krajín, a naopak negatívneho salda čistého prílevu PZI v prípade ekonomicky vyspelých krajín.

Z uvedených skutočností teda vyplýva, že významnou zmenou oproti predchádzajúcej krátkej recesii na prelome tisícročí je v rozvinutých ekonomikách relevantný pokles stavov PZI v globálnom meradle, ale aj na úrovni všetkých skupín ekonomík. V rámci jednotlivých skupín ekonomík boli znížením stavu PZI najviac zasiahnuté tranzitívne ekonomiky, kde sa stav prílevu PZI v roku 2008 medziročne znížil z 37,6 % HDP na 17,7 % HDP a stav celkového odlevu PZI z týchto krajín poklesol z 21,5 % HDP v roku 2007 na 9,9 % HDP. V prípade stavu prílevu aj odlevu PZI išlo teda v tranzitívnych ekonomikách o viac ako 50 % prepad. Stav prílevu a odlevu PZI sa v pomere k HDP v tranzitívnych ekonomikách v roku 2008 vrátil približne na úroveň roka 2001. Výrazne sa znížilo aj pozitívne saldo kumulovaného čistého stavu prílevu PZI v tranzitívnych ekonomikách (z 16,1 % HDP v roku 2007 na 7,8 % HDP v roku 2008).

V prípade rozvojových krajín došlo v roku 2008 k zníženiu stavu prílevu PZI o 6 % na 24,4 % HDP a k zníženiu stavu odlevu PZI o 3,8 % na 12,8 % HDP. Pozorujeme aj mierne medziročné zníženie pozitívneho salda kumulovaného čistého prílevu PZI zo 14,2 % HDP na 12 % HDP. V relatívne najmenšej miere boli v roku 2008 celosvetovou redukciou investícií v zahraničí zasiahnuté rozvinuté ekonomiky, kde sa pokles stavu prílevu PZI znížil z 27,5 % HDP na 24,6 % HDP, pokles stavu odlevu PZI bol ešte o niečo miernejší (z 35 % HDP na 32,8 % HDP). V dôsledku rýchlejšieho poklesu stavu prílevu PZI v porovnaní s odlevom došlo v rozvinutých ekonomikách k prehĺbeniu záporného salda čistého prílevu PZI z -7,5 % HDP v roku 2007 na -8,2 % HDP v roku 2008.

Graf 9.8

Saldo tokov a stavov prílevu/odlevu PZI v jednotlivých skupinách krajín



Prameň: UNCTAD.

Záverom

Skúmanie efektov tokov PZI, resp. zmien v dynamike prílevu PZI má mimoriadny význam najmä z hľadiska rozvojových a rozvíjajúcich sa ekonomík, akou je aj SR. Kým skupina ekonomicky vyspelých krajín z hľadiska tokov PZI dosahuje približne vyrovnanú pozíciu (t. j. toky PZI sú výrazné v oboch smeroch), väčšina rozvíjajúcich sa a rozvojových ekonomík je v pozícii čistého príjemcu PZI. V odbornej literatúre existuje relatívna zhoda v názore o priaznivom vplyve prílevu PZI na hostiteľskú krajinu. Okrem samotného transferu kapitálu na hospodársky rozvoj, medzi potenciálne pozitívne efekty prílevu PZI patrí najmä transfer najnovších technológií a *know-how*, prínos pre verejné financie vo forme inkasa dane z príjmov, stimulácia konkurencie a inovácií v domácom podnikateľskom sektore, nepriame efekty vo forme rastu produktivity práce a zamestnanosti, alebo zintenzívnenia zapojenia hostiteľskej krajiny do medzinárodného obchodu. Na druhej strane sú s prílevom PZI pre hostiteľskú krajinu spojené aj viaceré riziká.

Niektoré z uvedených potenciálnych prínosov, ale aj rizík sa prejavili aj v prípade SR. Prílev PZI do SR sa v doterajšom vývoji vyznačoval nerovnomernou dynamikou, pričom kumulovaný stav PZI v SR v rokoch 1998 – 2007 kontinuálne rástol. Obdobie 2000 – 2008 bolo zároveň obdobím dynamického ekonomického rastu SR. Vývoj v oblasti zamestnanosti a reálnych miezd reagoval na masívny prílev PZI a rýchly ekonomický rast až s určitým oneskorením, najmä po roku 2004. V porovnaní s tým, reálna produktivita práce rástla v rokoch 1998 – 2008 nepretržite o celkových 62,9 %. Kombinácia rastúcej prítomnosti PZI, ekonomického rastu a rastúcej reálnej produktivity práce na jednej strane a stagnujúcej zamestnanosti a reálnych miezd na strane druhej indikuje, že v rokoch 1998 – 2004 bol prílev PZI spojený s racionalizáciou a transformáciou vo viacerých odvetviach, čo viedlo k akcelerácii ekonomického rastu a tvorbe nových pracovných miest v neskoršom období.

Proces prílevu PZI v rokoch 1998 – 2008 výrazne ovplyvnil aj vonkajšiu bilanciu slovenskej ekonomiky. Na jednej strane, prílev PZI prispel k výraznej intenzifikácii zapojenia SR do zahraničnoobchodnej výmeny. Na druhej strane, v prípade Slovenska sa výrazne prejavilo jedno z potenciálnych

negatív prílevu PZI, pretože odlev výnosov z investícií do zahraničia sa postupne stal dominantným faktorom zápornej bilancie bežného účtu platobnej bilancie.

Na základe predchádzajúcich skúseností a rozsiahleho výskumu sme formulovali nasledovné hypotézy o charakteristickom vývoji tokov PZI v prípade rôznych (modelových) situácií finančných kríz:

- A. V prípade lokálnej finančnej krízy, keď domáce podniky čelia úpadku dopytu a obmedzeniam likvidity, investori z krajín nezasiadnutých lokálnou krízou majú tendenciu zvyšovať svoju prítomnosť na zasiahnutom trhu (prejavuje sa fenomén *fire-sale* PZI).
- B. V prípade lokálnej finančnej krízy, keď investor pochádza z krajiny zasiahnutej finančnou krízou a je zasiahnutý aj obmedzením likvidity, má tento investor tendenciu znižovať svoju prítomnosť na zahraničnom trhu, pričom táto tendencia je silnejšia, ak aj hostiteľská krajina je zasiahnutá krízou.
- C. V prípade globálnej finančnej krízy sú úpadok dopytu a obmedzenia likvidity celosvetové (nemusí sa to nevyhnutne týkať všetkých krajín, avšak výrazne sa to prejaví v agregovanej podobe), pričom dochádza k zníženiu dynamiky tokov PZI, prípadne k stagnácii/k znižovaniu stavov PZI. Tie spolu s ostatnými formami medzinárodného toku kapitálu (najmä portfóliovými investíciami a investíciami bánk) vykazujú v čase krízy obvykle oveľa väčšiu stabilitu.

Je zrejmé, že v podmienkach globálnej finančnej krízy išlo najmä o overenie hypotézy C. Vývoj v roku 2008 nasvedčuje, že táto hypotéza sa ukázala ako správna, pretože došlo k relevantnému spomaleniu dynamiky tokov PZI (najmä v ekonomicky vyspelých krajinách). *V roku 2008 sa prejavila (v porovnaní so spľasnutím technologickej bubliny, ktoré malo v niektorých ohľadoch aj globálne následky) zásadná štruktúrna zmena – došlo nielen k spomaleniu tokov PZI, ale pozorujeme aj relevantnú redukciu stavov PZI, a to obidvoch smeroch (prílev aj odlev). Príčinu tejto zmeny v porovnaní s vývojom po roku 2000 treba vidieť najmä vo všeobecnom obmedzení prístupu k likvidným zdrojom v kombinácii s očakávanou hlbokou recesiou*

(a oveľa vyššou mierou neistoty) v globálnom meradle. Redukcia stavu prílevu a odlevu PZI v najvýraznejšej miere zasiahla tranzitívne ekonomiky.

Súhrnne za rok 2008 poklesli medzinárodné toky kapitálu o 82 %. V poslednom desaťročí a v čase krízy sa ukázali ako mimoriadne nestabilné najmä investície bánk v zahraničí. Čistý cezhraničný tok bankových investícií postupne rástol z 1,5 bil. USD v roku 2000 na 4,9 bil. USD v roku 2007, s následným reverzným tokom (-1,3 bil. USD) v roku 2008. *Naproti tomu, toky PZI si aj napriek istému poklesu zachovali solídnu dynamiku aj v „krízovom“ roku 2008, keď v rámci porovnávaných druhov kapitálových tokov (okrem bankových investícií bol predmetom porovnania aj tok dlhových cenných papierov a akcií) zaznamenali najmenší medziročný pokles, a to v absolútnom (-281,5 mld. USD) aj relatívnom (-14,3 %) vyjadrení.*

Uvedený vývoj môže byť pre tvorcov hospodárskej politiky cenným poznatkom z hľadiska orientácie na jednotlivé formy zahraničných investícií.

10. INŠTITUCIONÁLNE REFORMY VO SVETE AKO REAKCIA NA FINANČNÚ A HOSPODÁRSKU KRÍZU

Úvod

Súčasná kríza, mimoriadna svojou hĺbkou a rozsahom, zmobilizovala vlády, medzinárodné organizácie a záujmové skupiny k prehodnoteniu svojich hospodárskopolitických prístupov. Ukazuje sa, že stabilita prostredia je dôležitá pre podnikanie a postavenie krajiny a jej narušenie, ako naznačil vývoj v Grécku, ekonomike výrazne škodí. Vláda nemôže plniť svoje funkcie a efektívne poskytovať služby, ak je zaťažená starými dlhmi. Fiškálny deficit obmedzuje schopnosť vlády vhodne reagovať na vývoj ekonomiky a neistota na trhoch a inflácia spôsobujú, že firmy sa dostávajú do problémov. Okrem stability je preto dôležité aj to, ako vláda spravuje verejné financie. Kvalitatívny rozmer ekonomiky tak do značnej miery súvisí so štruktúrou, rozsahom a fungovaním verejných aj súkromných inštitúcií.

Táto kapitola si všíma, ako sa nová situácia premietla do snahy (re)formovať socioekonomické inštitúcie. Dôraz kladieme na inštitúcie súvisiace s finančným sektorom najmä v Európskej únii (EÚ), USA a Číne. Finančné trhy patria vo vyspelých ekonomikách medzi najregulovanejšie trhy. Dôvodom regulácie je zabezpečiť spoľahlivosť finančného systému a zvýšiť informácie dostupné pre investorov, pretože len transparentnosť a vhodná regulácia môžu pomôcť chrániť investorov. V súčasných prístupoch ku kríze v jej makro-, mezo- aj mikropolohe možno vidieť, v zjednodušenej podobe, dva prístupy:

1. Prvý prístup hovorí o tom, že cyklické krízy rôzneho rozmeru sú integrálnou súčasťou trhového systému a že napriek tomu, že táto kríza je kvalitou aj rozsahom odlišná oproti tým z minulosti, stále ide o prejav fungovania trhu a nie je potrebné výrazne meniť nastavenie systému. Dajú sa len trhovo-konformne korigovať objavujúce sa problémy.
2. Druhý prístup – zväčša ľavicovo orientovaných vlád, skupín a expertov – hovorí o tom, že ide o zásadne iný jav v globálnej ekonomike. Podľa nich ho treba riešiť novými prístupmi v oblasti regulácie, formovania štruktúr

ekonomiky, ako aj cieľným posilňovaním dozornej a kontrolnej úlohy štátu (najmä vo vzťahu k finančnému sektoru).

Je zrejmé, že každý z prístupov má svoje opodstatnenie. Zástancovia druhého prístupu tvrdia, že je potrebné obmedziť finančné inovácie. Naopak, prezident USA zdôrazňuje, že aj vo finančnom sektore sú inovácie potrebné na udržanie konkurencieschopnosti ekonomiky. Súhlasí však s väčším dôrazom na reguláciu odvetvia.

Reformy inštitúcií sú dôležité pri riešení dôsledkov krízy i na prevenciu pred budúcimi rizikami. Inštitúcie predstavujú ľuďmi utvárané obmedzenia, ktoré formujú ľudské interakcie (North, 1990). V prípade formálnych inštitúcií ide o organizačné a normatívne štruktúry, kým pri neformálnych inštitúciách najmä o sociokultúrne charakteristiky lokalít či krajín. Inštitúcie sa vytvárajú a rozvíjajú v istom teritoriálnom kontexte, v ktorom sa mení alebo pretrváva ich konkrétna konfigurácia. Dnes sa mení aj postavenie štátu ako ekonomického subjektu. Táto zmena vychádza z procesov daných väčšou nadnárodnou integráciou trhu a rastúcou koncentráciou aktivít na regionálnej úrovni. Spoločenský kapitál, ktorý tieto procesy zrýchľuje, predstavuje sieť spoločenských vzťahov charakterizovaných normami dôvery a reciprocity (OECD, 2001).

Prvá časť kapitoly rozoberá formovanie a zmeny v inštitucionálnom usporiadaní v súvislosti s krízou. Druhá časť sa zaoberá zmenami formálnych inštitúcií v kontexte krízy – snahami krajín, organizácií a vlád tieto inštitúcie reformovať či rušiť a nahrádzať inými. Tu si všímame najmä vývoj v Číne, USA a EÚ. V tretej časti hovoríme o zmenách neformálnych inštitúcií. Dochádza k nim pomalšie, ale niektoré z nich sa objavili už pred krízou, preto sa zameriavame na hospodárske aspekty krízy. Kapitulu dopĺňa stručný záver.

10.1. Utváranie zmien v inštitucionálnom rámci v kontexte krízy

Vo vyspelých ekonomikách sa kríza považuje za typický prvok trhového systému. Snahou vlád tu je preto skôr korigovať následky kríz, než im systémoovo brániť. Zmenšujúci sa vplyv kríz na ekonomiky v posledných desaťročiach viedol vlády k podceňovaniu ich možných dôsledkov. Súčasná kríza

však tento postoj výrazne zmenila a upozornila na riziká spojené s fungovaním globálnych finančných trhov. Kríza finančného, a neskôr ekonomického systému postupne narušila dôveru spotrebiteľov a zasiahla „inštitucionálny“ rozmer globálnej ekonomiky. Napriek tomu postupná obnova globálnej ekonomiky nahráva zástancom tradičného prístupu. Potvrďuje to vývoj na kapitálových trhoch, kde sa ukazuje, že rok 2009 sa dá hodnotiť pre investorov ako úspešný. Svetová ekonomika sa dokázala dostať z najväčšej hospodárskej recesie od druhej svetovej vojny. Ročné zisky akciových indexov boli v mnohých prípadoch najvyššie za posledné desaťročie.¹³⁸ Podobne napríklad hovoria prognózy rastu HDP na budúce obdobie, urobené Európskou komisiou (EK).

Nie všetky procesy obnovy a reforiem sa však rozvinuli v potrebnej miere. Nedávny prieskum pre sociálnu sieť LinkedIn (Švihel, 2010) ukázal, že finančné inštitúcie si len vymenili manažérov a tak údajní „vinníci“ krízy zostávajú vo finančnom sektore. Rôzna miera dôsledkov krízy a odlišné koncepcie hospodárskej politiky sa odrazili aj v prístupoch, ako kríze čeliť a ako obmedziť jej negatívne následky. K navrhovaným inštitucionálnym zmenám patrí zámer vytvoriť novú „globálnu“ menu, reformovať MMF či vymedziť nové úlohy medzinárodného dohľadu nad finančnými trhmi. Rôznia sa aj názory na to, kto má kontrolovať fungovanie finančného systému a na akej úrovni sa má kontrola uplatňovať. V globálnej ekonomike, charakterizovanej komplexnosťou a neistotou, sa problém kontroly komplikuje.

Inštitucionálna spolupráca, napríklad prijatie medzinárodných štandardov, rozširuje veľkosť trhov a napomáha podnikanie. Firmy zvažujú investičné príležitosti, politiku vlád či podnikateľské prostredie ako súčasť faktorov, ktoré určujú investičnú atraktivnosť krajiny. Sem patrí aj kvalita právneho systému, ktorá stimuluje aktivitu a investície firiem. Liberalizáciou medzinárodného obchodu sa bariéry v rámci krajín stávajú dôležitými faktormi rozvoja obchodu. Previazaním domácich a medzinárodných inštitúcií môže krajina zvýšiť svoju atraktivnosť pre priame zahraničné investície a tak ľahšie vstúpať do globálnych produkčných sietí.

¹³⁸ Americké akcie sa za rok posilnili o 25 % a ruské akcie dokonca dosiahli trojcifernú výkonnosť. Dobré si viedli aj dlhopisové fondy, pri ktorých neboli výnimkou výnosy 6 – 7 %. Oživenie ekonomickej aktivity, zaznamenané v druhej polovici roka 2009, by malo podľa analytikov pokračovať (Jelínková – Lipový, 2010).

Súčasnú inštitúciu, pôsobiace od čias industriálnej ekonomiky, dostatočne nereagujú na globálne výzvy v rýchlo sa meniacom svete. Podľa Costanza a kol. (2010) kríza naznačuje, že sme nedokázali adaptovať náš systém na nové podmienky. Zdrojovo náročný globálny rast nie je možný a nepremieta sa ani do nárastu blahobytu. Dnešné inštitúcie sú vytvorené s cieľom maximálne využívať zdroje, avšak nie sú dostatočne prispôsobené dnešným potrebám. Trhové inštitúcie umožňujú rozvoj produkcie tovarov a služieb, ale často na úkor verejných statkov, ako je vzdelanie, ktoré by výraznejšie skvalitnilo život. Politika mnohých vlád tiež podporuje rast trhových tovarov na úkor verejných statkov. Dnešné problémy vyžadujú globálnu spoluprácu pri ich riešení. Costanza a kol. tvrdia, že riešenie vyžaduje zmeny systému, ktoré môžu byť vyvolané nielen krízou, ale aj cielenou zmenou v pohľade na inštitúcie a technológie. Zmeny v dôsledku stanovenia nových cieľov, pravidiel a nástrojov umožňujú opustiť neudržateľné postupy a tak zabrániť krízam. Je však zjavné, a to už autori nezdôrazňujú, že ak má byť tento proces zmien úspešný, potom sa musí uskutočňovať v spolupráci so súkromným sektorom.

Globálna kríza posilnila úlohu MMF. Fond zachránil mnohé ekonomiky a jeho aktivity sa prenášajú aj do vyspelých krajín. Príkladom je pomoc Grécku. V máji 2010 EÚ oznámila, že MMF poskytne až 250 mld. eur, stabilizačný fond Únie doplní 500 mld. eur na podporu slabších členov eurozóny (verejnosť v USA s tým nesúhlasí). Ak by však MMF vyčlenil tento objem, znemožnilo by to pôžičky iným krajinám. Fond ešte nikdy nepožičal vcelku taký objem, aký by znamenala aktivácia celého balíka pre eurozónu.

Fond však môže získať viac peňazí. Rada MMF schválila rozšírenie trvalého dohovoru požičiavať si od vlád viac o vyše 500 mld. USD. Môže ešte získať dodatočnú hotovosť zo zvýšenia kvót, teda zdrojov, ktoré sú krajiny zaviazané mu poskytnúť. V roku 2009 Fond emitoval 250 mld. USD zvláštnych práv čerpania, ktoré sú uložené v rezervách krajín a krajiny by mohli časť z nich požičať. Fond môže tieto krajiny požiadať, aby peniaze doplnili a niektoré tak už urobili.¹³⁹ Objavujú sa úvahy o tom, či MMF nevychádza príliš

¹³⁹ Čína kúpila za 50 mld. USD bankovky Fondu, ktoré boli emitované v minulom roku (2009). Brazília, Rusko a India kúpili bankovky Fondu každá za 10 mld. USD. Niektoré krajiny sú však urazené, že Fond pomoc eurozóny s nimi nekonzultoval (The Economist, 2010a).

v ústrety svojim hlavným akcionárom USA a EÚ. Dôvodom obáv je to, že európske krajiny ako celok majú v MMF najväčší podiel hlasov a sú nadmerne zastúpení vzhľadom na ich ekonomickú váhu. Špekuluje sa, či za touto snahou MMF nestáli politické ambície riaditeľa MMF D. Strauss-Kahna, ktorý údajne zvažuje kandidatúru na francúzsky prezidentský úrad (The Economist, 2010a).

Inštitucionálne prostredie je určované legislatívnym a administratívnym rámcom, v rámci ktorého jednotlivci, firmy a vlády vzájomne reagujú v záujme rozvoja ekonomiky. Jeho význam ešte vzrástol v čase krízy v súvislosti s rastom úlohy štátu v ekonomike mnohých krajín. Kvalita inštitúcií tiež ovplyvňuje investičné rozhodnutia a organizáciu výroby a zohráva kľúčovú úlohu pri spôsoboch, akými firmy fungujú. Úloha inštitúcií presahuje rámec legislatívy. Dôležitý je aj prístup vlády k rozvíjaniu trhov a efektívnosť operácií vlády, pretože nadmerná regulácia, byrokracia, korupcia pri verejných zákazkách či netransparentnosť zvyšujú firmám náklady a brzdia ich rozvoj. Na získanie dôvery v podnikateľskom prostredí je dôležité efektívne riadenie verejných financií. Globálna kríza s množstvom škandálov firiem upozornila na význam účtovných štandardov a transparentnosti. Tie pomáhajú zabezpečiť dobrú správu a dôveru investorov a spotrebiteľov (Sala-I-Martin et al., 2009).

Rozvoj finančného trhu a podnikania súvisí aj s potrebou inovácií v celej škále hodnotového reťazca. To prináša aj problémy regulácie a samoregulácie sektorov. Zložitosť procesov v rámci finančného trhu sťažuje dohľad nad činnosťou jeho aktérov. Existencia „pákových“ nástrojov navyše zvyšuje hrozbu znásobenia finančných strát. Kríza naznačila význam fungujúceho finančného sektora pre ekonomiku, ktorý musí byť dôveryhodný a transparentný. V mnohých krajinách sa opäť objavujú problémy s likviditou vo firmách aj vo verejnom sektore. Pritom investície podnikov sú pre ekonomiku dôležité a vyžadujú rozvinutý a vhodne regulovaný finančný trh (Sala-I-Martin et al., 2009).

Kultivovanosť a náročnosť podnikania prispieva k rastu produktivity a vyššej efektívnosti ekonomiky. Týka sa nielen kvality podnikateľskej siete krajiny, ale aj kvality fungovania firiem. Kvalita firemných sietí a podporných služieb krajiny, daná počtom a kvalitou lokálnych firiem a rozsahom ich

interakcií, je dôležitá z mnohých dôvodov. Vzájomná spolupráca v regionálnych zhlukoch zvyšuje efektívnosť firiem a objavujú sa inovačné príležitosti. Všetky operácie firiem vedú k náročnejším a modernejším firemným procesom (Sala-I-Martin et al., 2009). Zlepšením inštitúcií sa dá, pri splnení ďalších podmienok, zvýšiť výkonnosť ekonomiky. Dlhodobo však môže byť rozvoj zabezpečený len inováciami, ktoré sú dôležité najmä pre vyspelé ekonomiky, ktoré strácajú možnosť prijímať technológie zvonka (Sala-I-Martin et al., 2009). V súčasnosti sa diskutuje niekoľko riešení, ako regulovať finančný sektor. V prípade bánk sa hovorí o takých nástrojoch, ako je: Tobinova daň, zdanenie podľa veľkosti banky a daň zo zisku banky. O prvom opatrení uvažuje Nemecko, posledné opatrenie ekonómovia kritizujú.

10.2. Snahy o reformu formálnych ekonomických inštitúcií v USA, Číne a v Európskej únii

Reformy v Spojených štátoch amerických

Finančná kríza, ktorá narušila ekonomiku USA, mala viacero príčin. Bola dôsledkom zásadného zlyhania štátu, aj súkromného sektora, a to najmä vo finančnom sektore. Týmto zlyhaniam sa dalo zabrániť, ak by firmy boli zodpovednejšie, robili finančné transakcie transparentnejšie a ak by akcionári mali viac informácií a právomocí. To sa nestalo, pretože finančný sektor sa staval proti opatreniam voči tým rizikám a postupom, ktoré nakoniec viedli ku kríze. Štát navyše nemal právomoci dostatočne monitorovať či obmedzovať rizikové aktivity najväčších firiem. Prezident Obama teraz chce zabezpečiť, aby sa obdobná kríza neopakovala a presadzuje schválenie súboru reforiem týkajúcich sa finančného sektora a ochrany spotrebiteľa. V júni 2009 vláda predložila komplexný návrh finančnej reformy a v lete predložila 13 titulov navrhovanej legislatívy do Kongresu a zapojila do diskusie celý rad subjektov z rôznych záujmových skupín (White House, 2010). Reformný plán, ktorý v súčasnosti prechádza Kongresom, by mal:

1. *Prijať silnú finančnú ochranu spotrebiteľov.* Tým, že veľké banky a firmy poskytujúce úverové karty by boli nútené poskytovať jasné, zrozumiteľné informácie, spotrebiteľia by získali možnosť robiť také finančné

rozhodnutia, ktoré sú pre nich najlepšie. To by zvýšilo aj postavenie spotrebiteľov.

2. *Sprehľadniť finančné transakcie.* Jednou z príčin krízy boli aj aktivity firiem, ktoré nezodpovedne robili rozsiahle a riskantné operácie. Pritom využívali napríklad deriváty. Reforma by mala zaistiť, aby tieto druhy zložitých finančných transakcií pôsobili na otvorenom trhu.

Mali by sa doplniť medzery v legislatíve, aby sa odstránila nezodpovednosť v konaní firiem. Medzery umožnili manažérom brať na seba riziká, ktoré ohrozili nielen ich firmy, ale celú ekonomiku. Spojené štáty americké chcú uplatniť nové pravidlá tak, aby veľké banky a finančné inštitúcie boli zodpovedné za svoje zlé rozhodnutia a aby náklady neniesli daňoví poplatníci. Reformy zároveň ukladajú finančnému sektoru, aby poskytol akcionárom nové právomoci. Budú mať väčší priestor pri firemnom rozhodovaní (napr. budú môcť rozhodovať o platoch a odmenách manažérov). Niektoré záujmové skupiny sa snažili presadiť zrušenie či oslabenie tohto návrhu zákona, pretože doterajší stav im vyhovoval (Obama, 2010). Senát USA v máji 2010 schválil svoj návrh, ktorý obsahuje kontroverzný dodatok zákona požadujúci od bánk, aby oddelili svoje obchodovanie s derivátmi. Návrh zákona zo Snemovne takéto opatrenie neobsahuje. Tabuľka 10.1 ukazuje rozdiely medzi návrhom Kongresu a Senátu.

Medzitým B. Bernanke, predseda Federálneho rezervného systému (FRS) USA, trvá na tom, aby centrálna banka lepšie pôsobila pri riadení ekonomiky, a nesúhlasí s opatrením v návrhu zákona zo Snemovne, ktorý by umožnil Kongresu kontrolovať rozhodnutia FRS. V máji 2010 boli zverejnené návrhy, ktoré od bánk vyžadujú, aby v účtovníctve vykazovali trhovú hodnotu pôžičiek. Kritici opatrenia však uvádzajú, že tento postup zveličuje straty (The Economist, 2010d). V Spojených štátoch amerických sa teda Kongres priblížil k schváleniu zásadnej reformy finančného sektora, ktorý má zaistiť, aby daňoví poplatníci nekryli náklady na upadajúce firmy. Ohľadne reformy panujú rozdielne predstavy a očakávania, ale výhody protikrizových opatrení by mali prevážiť nad negatívami. Federálny rezervný systém získa právomoci kontrolovať veľké firmy. Kontrakty s derivátmi budú priehľadnejšie, pretože pôjdu cez zúčtovacie banky a burzy.

Tabuľka 10.1

Návrhy opatrení Snemovne a Senátu USA ohľadne regulácie finančného sektoru

	Hlavné rozdiely medzi Snemovňou a Senátom	Pravdepodobný konečný text	Vplyv na finančný sektor
Deriváty	Obidva návrhy vytvárajú federálny dohľad nad derivátmi a tlačia ho k centrálnemu clearingiu a obchodovaniu na burze. Senátny návrh zákona vyžaduje od bánk, aby odčlenili svoje swapové jednotky do oddelených pobočiek.	Senátné obmedzenie swapov bude zrejme zmiernené a možno dokonca zrušené s ohľadom na opozíciu zo strany Bieleho domu a regulátorov.	Pohyb k obchodovaniu na burze poskytne zisky dilerom. Banky by museli kolektívne nájsť nový kapitál možno v objeme 20 – 30 mld. USD, ak by boli donútené odčleniť swapové operácie.
Vlastnícke obchodovanie	Návrh zákona od Senátu obsahuje tzv. Volckerovu normu, ktorá zakazuje bankám, aby obchodovali so svojim vlastným kapitálom, alebo vlastnili hedžové fondy či firmy súkromného kapitálu.	Očakáva sa, že táto norma bude v nejakej podobe prijatá, aj keď regulátori budú mať voľnú ruku, aby umožnili také obchodovanie, ktoré prospieva klientom.	Zákaz vlastníckeho obchodovania by mohol znížiť zisky veľkých bánk o 2 – 4 %, za predpokladu, že to zodpovedá desiatine celkových príjmov z obchodovania.
Ochrana spotrebiteľa	Návrh zákona zo Snemovne žiada nezávislú agentúru pre finančnú ochranu spotrebiteľa. Senát by túto úlohu zveril FRS.	Snemovňa zrejme preváži, ale niektoré z pravidiel agentúry by mohli byť predmetom vetovania zo strany novej rady regulátorov.	Viac byrokracie. Obmedzenia na niektoré produkty pre drobnú klientelu.
Rozhodovací orgán/ „Príliš veľký, aby skrachoval“	Návrh zákona zo Snemovne vytvára fond financovaný finančným sektorom vo výške 150 mld. USD, ktorý by slúžil na riešenie problémov upadajúcich firiem. Návrh Senátu sa namiesto toho snaží kompenzovať náklady odvíjajúce sa z finančnej inštitúcie po udalosti sčasti od veriteľov.	Fond navrhovaný Snemovňou zrejme zostane stranou, aj keď banková daň, založená na veľkosti a rizikivosti, môže byť pripojená ku konečnému návrhu zákona.	Veľký, ale nejasný. Banky sa tiež obávajú, že nižšia implicitná podpora zo strany štátu povedie k poklesu ratingu, čo zvýši ich náklady financovania.

Prameň: The Economist <www.economist.com/displayImage.cfm?imageURL=http://media.economist.com/images/images-magazine/2010/22/fn/201022fnc552.gif>.

Navrhuje sa poplatok (podobne ako uvažovaná európska daň) za zodpovednosť za finančnú krízu.¹⁴⁰ Týkal by sa firmami, ktoré mali najväčší príspech z mimoriadnej pomoci. Takzvaný Volckerov plán¹⁴¹ by mal zabezpečiť, aby banky naďalej nemohli vlastniť, investovať alebo podporovať hedgeové fondy, fondy súkromného kapitálu, alebo robiť obchodné operácie na vlastný účet, ktorý nesúvisí so službami zákazníkom. Vláda teda chce oddeliť "obchodovanie na vlastný účet" od bankového podnikania, čo je zdanlivo dobré opatrenie, ale zrejme nezvyší bezpečnosť finančných inštitúcií. Pripravované opatrenia neriešia ani situáciu niektorých aktérov trhu (napr. Fannie Mae). Vláda chce zároveň obmedziť rast najväčších finančných firiem, aj najrizikovejších finančných aktivít a vytvorí mechanizmus umožňujúci uzatvorenie upadajúcich finančných firiem bez kolapsu ekonomiky (White House, 2010).

Nie každý však zdieľa záver, že veľké finančné inštitúcie musia byť rozčlenené a ich rizikové aktivity obmedzené zákonom, ako to požadoval Volckerov plán. Správa skupiny CEPS-Assonime (Carmassi a kol., nedatované) tvrdí, že takéto akcie nie sú nevyhnutné, a navyše môže byť ťažké zaviesť ich v praxi. Mohli by znamenať aj zvýšenie nákladov z hľadiska dostupnosti úveru pre ekonomiku. Podľa správy sú aj alternatívne riešenia, ktoré môžu viesť k stabilnejšiemu finančnému systému, bez zrieknutia sa výhod viacúčelových finančných inštitúcií a inovačných financií. Tieto iné riešenia obmedzujú morálny hazard a posilňujú trhovú disciplínu akcionárov a manažérov.

Zastaraný regulačný systém, ktorý nezabránil kolapsu finančného systému USA a ktorý je stále v platnosti, postihol veľa ľudí tým, že im neposkytol zodpovedajúcu ochranu. Vláda to chce napraviť vytvorením jedinej nezávislej agentúry na finančnú ochranu spotrebiteľa. Tá by mala stanoviť jasné pravidlá fungovania a zabezpečiť, aby finančné firmy spĺňali vysoké štandardy

¹⁴⁰ Poplatok by sa vzťahoval len na 50 najväčších firiem a bol by upravený na základe rizík finančných firiem, aby odradil finančné inštitúcie od tých druhov prijímania rizík, ktoré prispeli k finančnej kríze.

¹⁴¹ Ide o návrh bývalého predsedu FRS P. Volckera zakázať bankám robiť niektoré druhy špekulatívnych investícií, ak nie sú určené pre ich zákazníkov. Volcker považuje takéto špekulatívne aktivity za jednu z hlavných príčin finančnej krízy. Volcker bol už skôr menovaný prezidentom USA za predsedu jeho Poradnej rady pre ekonomickú obnovu. Tá vznikla vo februári 2009.

(napr. pri hypotékach,¹⁴² úverových kartách¹⁴³ alebo v postupoch pri prečerpávaní úveru).¹⁴⁴ Dnes pôsobí v USA sedem rôznych regulátorov s právomocami na trhu spotrebiteľských finančných služieb. Zodpovednosť je rozptýlená a nedostatočná. Navyše, veľa subjektov bolo takmer bez regulácie. Preto je snaha modernizovať finančný systém a odstrániť najmä tie nedostatky, ktoré viedli k zlyhaniu regulácie. Išlo najmä o "tieňový bankový systém" (tvorený viacerými inštitúciami, ktoré sú sprostredkovateľmi medzi investormi a veriteľmi), ktorý financoval asi 8 bil. USD v aktívach. Slabinou finančného systému USA bolo, že v ňom pôsobila bez dohľadu čoraz väčšia škála finančných firiem, ktoré fungovali podobne ako banky. Panuje predstava, že trhová disciplína nemôže nahradiť slabú reguláciu. Nakoniec je vždy zodpovednosťou vlády riešiť vzniknuté problémy. Vláda chce obmedziť nedostatky, ktoré umožnili veľkým firmám vyhnúť sa federálnemu dohľadu. Preto chce mať jeden orgán (zrejme FRS) s právomocou dohliadať nad týmito firmami, požaduje zaistenie vynucovania regulácií a pre každý regulačný orgán chce jasné právomoci. Finančný systém môže byť efektívny len vtedy, ak je stabilný, pružný a transparentný. Reformy pomôžu zlepšiť situáciu vo finančnom sektore len vtedy, ak budú obsahovať zodpovednejší dohľad a takú reguláciu, aby firmy nemohli systém zneužívať. Mali by sa uplatniť lepšie nástroje na zlepšenie schopnosti finančných firiem prekonať výkyvy finančných trhov. Snahou je sprehľadniť trh derivátov a tak zvýšiť bezpečnosť systému. Regulátori musia vždy mať potrebné dáta, aby mohli zabezpečiť integritu finančných trhov a zabrániť prípadným problémom.

¹⁴² Firmy využívali neprehľadnosť v systéme poskytovania hypoték na to, aby poskytli žiadateľom o pôžičku produkty, ktoré nepotrebovali, alebo ktoré si nemohli dovoliť. Nová agentúra by mala zjednotiť a zjednodušiť dve prekrývajúce sa federálne hypotekárne formy. Agentúra poskytne stály dohľad nad nebankovými firmami a bankami na trhu hypoték a ochráni príjmovcov hypoték pred podvodnými praktikami (White House, 2010).

¹⁴³ Agentúra bude vynucovať dodržiavanie nového zákona o úverových kartách, ktorý zakazuje nárast miery nákladov na existujúce dlhy a iné neférové postupy. Zákon tiež zaručí poskytovanie informácií o úrokových mierach, ktoré sa účtujú držiteľom kariet (White House, 2010).

¹⁴⁴ Veľa ľudí automaticky vstúpilo do nákladných programov prečerpania úveru. Tie často od spotrebiteľov vyžadovali nákladné poplatky za prečerpávanie úveru. Nová agentúra bude vyžadovať dodržiavanie pravidiel, ktoré umožnia spotrebiteľom rozhodnúť sa, či do týchto programov prečerpania vstúpia (FDIC, 2008).

Spojené štáty americké sa snažia dosiahnuť, aby aj krajiny G 20 posilnili svoje finančné systémy a začali uskutočňovať reformy. Napriek prijatým zmenám a zlepšeniu situácie vo finančných inštitúciách je ekonomika USA oveľa zraniteľnejšia voči rizikám budúcich kríz. Bez reformy by opatrenia na záchranu finančného systému len utvrdili firmy v tom, že aj naďalej budú chránené pred stratami.

Inštitucionálne reformy v Číne

Kríza priniesla nové výzvy aj pre Čínu a prinútila čínsku vládu zvažovať zmeny. Zrejme tiež posilní postavenie Číny v medzinárodných inštitúciách a v tejto súvislosti má krajina aj vlastnú reformnú agendu na inštitucionálne zmeny medzinárodného menového systému. Okrem požiadavky, aby mandátom MMF bolo udržať medzinárodnú menovú a finančnú stabilitu, by podľa nej Fond mal zlepšiť dohľad nad krajinami a kapitálovými tokmi, zvýšiť zastúpenie rozvojových krajín v obsadení Fondu, sprehľadniť výber vedenia Fondu a urýchliť reformu kvót. Vedenie síce kritizuje nedostatky súčasného medzinárodného menového usporiadania, ale snaží sa im čeliť vlastnými reformami. Obnovila sa diskusia o smerovaní vlastnej reformy a v druhej polovici roka 2010 by sa malo uskutočniť 4. národné finančné pracovné stretnutie, kde by čínske orgány mali naznačiť svoju reformnú agendu a sformulovať priority v oblasti medzinárodnej menovej spolupráce.

Finančná kríza odhalila nedostatky súčasných medzinárodných menových opatrení. Krajiny, ktoré nemajú rezervnú menu, sú v medzinárodnom menovom systéme v nevýhode. Musia získať množstvo devízových rezerv na zabezpečenie medzinárodného obchodu a svoju politiku musia prispôbovať kolísaniu devízového kurzu. V Číne sa hovorí o dvoch možných riešeniach. Krajina by sa mohla poučiť zo skúseností eurozóny a vytvoriť podobný mechanizmus ázijskej menovej spolupráce, čo by jej pomohlo zmierniť nevýhody medzinárodného menového systému. Inou možnosťou je urýchlenie internacionalizácie jüanu (RMB) (Bo, 2010). Cieľom finančnej reformy je transformovať RMB na jednu z kľúčových medzinárodných mien. Bez ohľadu na to, aké prístupy prevážia, krajina zrejme podporí svoje finančné reformy. Postupne by mala uskutočniť konvertibilitu kapitálového účtu, dosiahnuť konvertibilitu RMB, prijať flexibilnejší devízový kurz.

Čína uznáva reformy medzinárodného menového systému, ale obáva sa zraniteľnosti systému. Podľa Bo (2010) by pre Čínu by bolo lepšie posilniť vlastné spôsobilosti domácou reformou, a nie závisieť od reforiem súčasného systému. Domáce reformy ovplyvňujú aj správanie Číny v medzinárodných inštitúciách. Ich pravidlá bude Čína ochotne prijímať len vtedy, ak budú v súlade s jej reformami. Pre Čínu, ktorá je tranzitívnou ekonomikou, je uznanie medzinárodných noriem a pravidiel užitočné. V rámci svojich reforiem už prijala celý rad inštitucionálnych prispôbení, ktoré poskytujú základ ďalších trhovo orientovaných reforiem (Bo, 2010).

Krajina bude musieť, napriek značnej kontrole štátu, v budúcnosti posilniť fungovanie komerčných aktérov. Dostiaľ má Štátna rada, hlavný administratívny orgán vlády, značný vplyv na to, ako a komu čínske banky požičiavajú, pričom s veľkosťou poskytovaného úveru úmerne narastá aj verejná kontrola. Pôžičky nad 500 mil. USD údajne preveruje priamo Štátna rada. Sedemnást inštitúcií kontroluje približne 4/5 aktív v bankovom systéme (The Economist, 2010e). Vplyv štátu sa prejavuje priamo či nepriamo v rôznych polohách. Čínska rozvojová banka napríklad podporuje projekty, ktoré vláda zvýhodňuje. Väčšina ďalších veľkých bánk však nie je vedená vládou, ale zástupcovia regulátora a strany sa zúčastňujú zasadnutí orgánov, prípadne sú vo vrcholovom manažmente. Výkonní manažéri často rotujú medzi inštitúciami na základe nariadení vlády, pričom sa tento trend od začiatku roka 2010 zrýchlil. Závažnejšie rozhodnutia v systéme sa presúvajú vyššie k malej skupine ľudí.

Banky formálne spadajú pod Čínsku komisiu na reguláciu bankovníctva a menové rozhodnutia, ako je úroková miera a kurz, robí Čínska ľudová banka. Je nepravdepodobné, že pôžičkové sadzby alebo úverová politika by sa mohli meniť bez ich názoru. Obidve inštitúcie rozhodujú záležitosti, ktoré by sa inde považovali za súkromné. Dôležitú úlohu zohráva Q. Wang, podpredseda zodpovedný za finančný sektor. Priamo dohliada na Čínsku ľudovú banku, je členom hlavného politického orgánu vlády a pôsobí aj v troch regulačných komisiách (pre poisťovníctvo, bankovníctvo a cenné papiere). Keď vláda zvažuje nové opatrenia, patrí k tým, ktorí prizývajú na konzultácie zahraničných bankárov. V ekonomických záležitostiach je podriadený len premiérovi. Pri finančných rozhodnutiach, ktoré Čína považuje za zvlášť

citlivé, ako je pohyb kurzu alebo veľké finančné transakcie, sa týmito otázkami venuje aj Stály výbor Politbyra, teda deväť najvyšších vodcov Číny vrátane prezidenta (The Economist, 2010e).

Reformy v Európskej únii

Inštitucionálne zmeny v podmienkach EÚ a jej členov prebiehajú na mnohých úrovniach. Vzhľadom na túto rozmanitosť si všimame len oblasti súvisiace s finančným trhom a dôležité pre fungovanie členských štátov EÚ a eurozóny. Aj v EÚ sa diskutuje, či sú na zvládnutie dôsledkov krízy potrebné inštitucionálne zmeny a aké by mali byť. Pretože Zmluva o EÚ neumožňuje pomoc, tak sa v prípade krajín eurozóny predpokladá, že si problémy vyriešia samy. Ak im chýbajú zdroje na financovanie chodu štátu a nemôžu ich získať, tak musia zvýšiť dane, znížiť výdavky, alebo reštrukturalizovať dlhy. Predpokladá sa, že Európska centrálna banka by mala naďalej sledovať výkonnosť ekonomiky ako celku. Stále hrozí riziko, že krajiny, ktoré nespĺnia záväzky, môžu sa stať politicky nezvládnuteľné a ohroziť fungovanie eurozóny.

V máji 2010 EK navrhla novú bankovú daň – Komisia predstavila program zaistenia proti bankovým krízam v členských štátoch, financovaný formou dane na finančné inštitúcie. Pripojila sa tak k návrhom MMF a niektorých vlád. Veľká Británia a Francúzsko však od začiatku zostali v opozícii k tejto celoeurópskej dani. Ministerstvo financií VB chcelo navrhnúť vlastný plán zdanenia britských bánk v rozpočte v júni 2010, teda v čase, keď budú európski ministri financií diskutovať program Komisie. Nemecko chcelo rozšíriť zákaz nechráneného baissového predaja (stratégia obchodovania predpokladajúca pokles ceny akcií) tak, aby zahrnul nemecké akcie a euroderiváty. Tento jeho zámer obmedziť špekulatívne obchodovanie ale znepokojil európskych partnerov (The Economist, 2010d). Podľa posledných správ ministri financií G 20 odmietli návrh na globálnu bankovú daň – po silnom odpore k tejto myšlienke zo strany niekoľkých krajín, vedených Kanadou, ktorá nenacionalizovala svoje finančné firmy. Niektoré krajiny, vrátane spomínanej Británie, chcú naďalej zaviesť istý druh národnej dane pre banky.

S novými návrhmi narastajú aj odhadované náklady bánk,¹⁴⁵ ktoré by mohli mať podobné následky ako kríza. Preto politici budú musieť stanoviť priority. Najdôležitejšou časťou reformy je medzinárodný súbor pravidiel známy ako Bazilej III, ktorý bude upravovať kapitálové a likviditné nástroje, ktoré banky budú mať. V tom je aj spor medzi bankami a regulátormi. Bazilejský klub bankového dohľadu predložil v decembri 2009 návrhy, ktoré sa snažia posilniť kapitál bánk a viesť ich k postupnému opúšťaniu krátkodobého financovania. Banky sa síce hlásia k reforme zvyšujúcej bezpečnosť, ale tvrdia, že každá veľká zmena sťaží ekonomický rast. Harmonogram opatrení Bazilejského klubu, ktorý ráta s ich zavedením do konca roku 2012, sa zdá byť nerealistický (The Economist, 2010c).

V čase krízy došlo k strate dôvery v kapitálové štandardy bánk. Investori budú zrejme prechádzať k základnejším účtovným informáciám na meranie solventnosti, pretože napriek výhradám bánk Bazilej III bude zrejme chcieť vylúčiť zo základného kapitálu málo kvalitné nástroje, ako sú preferenčné akcie. Takisto bude vyžadovať, aby banky mali dostatočne likvidné aktíva. Problémom bude stanovenie potrebnej úrovne kapitálu v systéme a určenie vhodného objemu krátkodobého financovania. Banky sa ale snažia presadiť svoje stanovisko. Ich hlavný orgán, Inštitút medzinárodných financií (IIF), predloží v júni 2010 správu, ktorá môže naznačiť negatíva nákladov Bazileja III. Koncom roka Bazilejský klub zverejní svoje, zrejme menej alarmujúce hodnotenie. Malo by presvedčiť verejnosť, že opatrenia sa budú dať rozložiť v čase a že náklady na ne budú vyvážené menším rizikom kríz. Banky by mali mať dostatok kapitálu, aby sa vyrovnali so stratami z rokov 2007 – 2009 a aby ustáli obdobnú krízu, ale veľké banky ho teraz majú (The Economist, 2010c). Klub teda môže tvrdiť, že banky nepotrebujú získať veľa nového kapitálu a môže sa snažiť riešiť, ako uzatvoriť najstratovejšie banky. Bazilej III bude musieť ustúpiť od návrhu, ktorým chce nútiť banky výrazne redukovať svoju orientáciu na krátkodobé financovanie. Credit Suisse očakáva, že regulátormi navrhovaný „čistý stabilný ukazovateľ financovania“ by od

¹⁴⁵ Analytici v Barclays Capital rátajú, že len vplyv domácej legislatívy by mohol znamenať v roku 2013 stratu až 16 % zo ziskov bánk. Analytici v Credit Suisse sa domnievajú, že zisky európskych bánk v roku 2012 by mohli kvôli navrhovanej regulácii klesnúť až o 37 % (The Economist, 2010b). Francúzska banková federácia odhaduje dôsledky Bazilej III na vyše 6 % z HDP eurozóny (The Economist, 2010c).

európskych bánk vyžadoval získať 1,3 bil. eur dlhodobých zdrojov. Splnenie tejto požiadavky, prostredníctvom vkladov alebo emisiou obligácií, je aj v priebehu niekoľkých rokov nepredstaviteľné (The Economist, 2010b).

Neistota panuje ohľadne rozsahu a obsahu zmien. Wolf (2010) napríklad uvažuje o možnosti vzniku Európskeho menového fondu (EMF) na riadenie problémov likvidity v problémových krajinách. Fond by ponúkol zdroje potenciálne solventnej krajiny a tak by mohol znížiť následky vyvolané krízou. Pri zlom zhodnotení stavu krajiny by však takýto prístup viedol k neúčinnnej a nákladnej finančnej pomoci. Autor uvádza aj možnosť využiť pre členov eurozóny insolvenčný postup. Alternatívou pre EMF môže byť úprava postupu uvedenia krajiny do procesu bankrotu.¹⁴⁶ V rámci eurozóny, kde už krajiny nie sú v peňažných otázkach plne autonómne, môže byť takýto postup užitočný. Inou možnosťou môže byť rozpočet EÚ, ktorý by poskytol problémovým krajinám automatické transfery. Vo federálnych štátoch, na rozdiel od eurozóny, sa fiškálne transfery objavujú automaticky. Dá sa uvažovať aj o vzniku ústredného fondu EÚ vhodného pre prípad, že krajiny by sa dostali do vážnych problémov. Mohla by tu byť aj rada ministrov, ktorá by rozhodovala kvalifikovanou väčšinou o hospodárskej politike a ktorej rozhodnutia by boli pre členské štáty záväzné. Iným návrhom je inštitucionálne usporiadanie týkajúce sa štátneho dlhu (program *Blue Bonds* – BB). Nárast úrovne verejného dlhu, ktorý musí riešiť EÚ, je vyvolaný zvýšením rizikových prémie na štátne obligácie, čo v slabších krajinách vedie k riziku dlhovej pasce. Únia musí hľadať cestu, ako takýto dlh financovať. Program BB, podľa ktorého vlády zdieľajú do 60 % HDP svojho štátneho dlhu vo forme spoločnej európskej obligácie, by mal pomôcť tieto problémy riešiť. Delpla a von Weizsäcker (2010) tvrdia, že úspech programu môže byť zaistený len vtedy, ak sa vhodne nastaví a ak krajiny budú mať oň záujem. Jeho atraktivita sa dá zvýšiť napríklad zavedením rozdielných členských poplatkov pre krajiny emitujúce BB, kde by boli zvýhodnené fiškálne zodpovednejšie krajiny.¹⁴⁷ Autori uprednostňujú prístup, ktorý používa BB rentu ako stimul na väčšiu fiškálnu

¹⁴⁶ Myšlienka insolvenčného postupu pre krajiny sa objavila už aj v rámci MMF (pozri Wolf, 2010).

¹⁴⁷ Takéto oceňovanie by však bolo do istej miery subjektívne. V Európskej únii je politicky obťažné organizovať prerozdelenie od slabších k silnejším krajinám, a to napriek tomu, že by to bolo, vzhľadom na nižšie náklady refinancovania dlhu, pre slabšie krajiny prínosné.

disciplínu zadližených krajín. To by pomohlo nielen slabším krajinám, ale obnovením dôveryhodnosti Paktu stability a rastu aj tým silnejším. Zároveň by sa znížilo riziko potreby poskytovania pomoci. Na zlepšenie fiškálnej disciplíny sa navrhujú diferencované prídely pôžičkových kvót „modrých“ obligácií, kde by si krajiny s lepšou pozíciou mohli požičať väčší podiel týchto obligácií. Program ráta aj s prípadným vylúčením z programu.

Program BB by neporušil podmienku neposkytovania pomoci v rámci Zmluvy o EÚ, pretože by sa vzťahoval len na dlh do výšky 60 % HDP, čo je podľa Maastrichtskej zmluvy udržateľná úroveň dlhu pre členov EÚ. Záruka by sa netýkala kríz vyvolaných zlou fiškálnou politikou. Tým sa BB program odlišuje od iných návrhov – ako napríklad zlúčiť verejný dlh EÚ. Musel by vzniknúť orgán zodpovedný za alokáciu BB a konečné rozhodnutie o pridelení BB by prislúchalo národným parlamentom. Inštitucionalizoval by sa proces prípravy týchto parlamentných rozhodnutí. Mohla by vzniknúť Nezávislá rada stability (ISC) zodpovedajúca za každoročný návrh kvót pre program. Dôveryhodnosť Rady by zaručovala dôveru finančných trhov v tento program. Pre vstup do programu by museli krajiny presvedčiť ISC, že majú dôveryhodnú fiškálnu politiku.¹⁴⁸ O návrhu Rady by sa hlasovalo v parlamentoch. Neprijatie návrhu by viedlo k neúčasti krajiny v programe. Prechod k programu by sa uskutočnil tak, že vládny dlh vzniknutý pred začatím programu by sa postupne nahrádzal modrým/červeným dlhom. Ročná kvóta BB by stanovila, aká časť dlhu by mohla byť emitovaná krajinou ako modrý dlh, resp. ako drahší červený dlh. Proces by mohol byť dokončený za desaťročie (Delpla – von Weizsäcker, 2010).

Napriek úspešnému zásahu európskeho orgánu pre hospodársku súťaž v čase bankovej krízy nie je EÚ dobre pripravená na riešenie budúcich kríz. Skôr naopak. Kríza ukázala na problém súčasného stavu s obmedzenou koordináciou medzi národnými orgánmi. Chýba európsky rozhodovací orgán (ERO) a zodpovednosť za riešenie krízy je tak v národnej kompetencii. To vyvoláva napätie medzi jednotným trhom s medzinárodne pôsobiacimi bankami a národnými orgánmi s domácou pôsobnosťou. Riešením by mohol byť prenos zodpovednosti za krízový manažment na ERO, čo už navrhovali

¹⁴⁸ Napríklad krajine by nemuselo byť umožnené vstúpiť do programu BB, ak by nemala záväzné fiškálne pravidlo.

viacerí politici vrátane riaditeľa MMF D. Strauss-Kahna. Nie je však zrejmé, či je šanca toto riešenie prijať.

Dewatripont a kol. (2010) uvádzajú, že aj keby Únia vytvorila ERO, EK by musela ako orgán EÚ pre otázky súťaže fungovať naďalej pri riešení krízy vykonávaním kontroly štátnej pomoci. To by mohlo zabrániť narušeniam jednotného trhu a obmedziť riziko, že v období po kríze sa vlády budú snažiť nadmerne pomáhať z verejných zdrojov. Tabuľka 10.2 porovnáva úlohy EK s ERO. Najmä vo fáze reštrukturalizácie spojenej so štátnou pomocou sú právomoci Komisie podobné ako pri ERO. Komisia nezasahuje v kríze priamo, ale Generálne riaditeľstvo pre súťaž (DG Súťaž) hodnotí situáciu inštitúcií, ktorým je pomoc určená. V prípade pochybností o ich životaschopnosti štátnu pomoc neschváli. Úloha EK v krízovom manažmente sa odvodzuje od jej intervencie vo fáze reštrukturalizácie. Hlavným rozdielom medzi Komisiou a ERO je, že EK nemôže vo fáze záchranu priamo intervenovať, pretože nemôže poskytnúť verejné zdroje.

Napriek svojmu vplyvu na celý proces nie je EK rozhodovacím orgánom. Pôsobí skôr ako arbiter a poskytuje mechanizmus na prevenciu sporov krajinám, inštitúciám, ktoré majú obdržať pomoc, a ich konkurentom. Aby EK mohla plniť úlohu ERO, musela by sa vyriešiť otázka jej konfliktu záujmov, keďže má jednak chrániť súťaž, jednak zaisťovať finančnú stabilitu. Autori navrhujú poskytnúť DG Súťaž väčšiu právomoc pri kontrole štátnej pomoci bez ohľadu na úroveň centralizácie. Zvažujú pritom dva scenáre: existenciu jediného ERO a decentralizovaného systému (Dewatripont a kol., 2010).

Zásadné inštitucionálne zmeny súvisiace s krízou v EÚ sa však ešte neuskutočnili. Ale ak kríza rýchlo neprejde, potom k zmenám postupne dôjde. Je to vidieť aj na snahe reorganizovať európske dozorné orgány pre finančné služby. Rada sa dohodla na prístupe k návrhom regulácií zameralých na vytvorenie troch nových orgánov pre dohľad nad finančnými službami v Únii (3 ESA), menovite Európsky orgán pre bankovníctvo (EBA); Európsky orgán pre poisťovníctvo a zamestnanecké penzie (EIOPA) a Európsky orgán pre cenné papiere a trhy (ESMA). Požiadala predsedníctvo, aby začalo rokovania s Európskym parlamentom, aby sa tieto orgány vytvorili čo najrýchlejšie. Návrhy regulácií sú súčasťou balíka návrhov, ktoré majú reformovať rámec EÚ pre dohľad nad bankovníctvom, poisťovníctvom a trhmi cenných papierov (Press, 2009).

Tabuľka 10.2

Porovnanie úlohy EK v kontexte hodnotenia štátnej pomoci s úlohou rozhodovacieho orgánu

	Európska komisia (EK)	Rozhodovací orgán (RO)
Charakter orgánu	Politicky vedený nadnárodný orgán s regulačnými právomocami	Orgán s regulačnými, administratívnymi alebo súdnymi právomocami v závislosti od zvoleného rámca
Časovanie intervencie	Čl. 108 (3) Zmluva predvída, že členské štáty budú v dostatočnom predstihu informovať EK o akomkoľvek pláne poskytnúť pomoc. Komisia môže rozhodnúť o začatí procesu, ak uváži, že táto pomoc nie je v súlade s vnútorným trhom. V takom prípade členský štát nesmie uskutočniť svoje navrhované opatrenie pred konečným rozhodnutím Komisie. Avšak v priebehu krízy, vzhľadom na mimoriadnu situáciu, bola v mnohých prípadoch pomoc povolená pred oznámením konečného rozhodnutia Komisie, aj keď s rizikom, že táto pomoc bude musieť byť prerušená alebo odňatá v prípade, ak nebude v súlade s pravidlami EÚ.	Zásah RO je štruktúrovaný do dvoch fáz: <ul style="list-style-type: none"> • <i>Záchranná fáza</i>: RO by mal byť schopný konať preventívne, predtým, ako je štátna pomoc povolená, iniciovať napr. riešenie prostredníctvom súkromného sektora. Záchrana banky môže vyžadovať mobilizáciu verejných zdrojov. • <i>Reštrukturalizačná fáza</i>: v reštrukturalizačnej fáze by tento orgán mal byť schopný konať takým spôsobom, ktorý obnovuje dlhodobú životaschopnosť a ktorý zakotvuje princípy kontroly štátnej pomoci. Ak obnovenie dlhodobej životaschopnosti nie je možné, potom by RO mal konať ako konkurzný správca alebo likvidačný agent a túto inštitúciu rozpustiť.
Zainteresované strany	EK je arbitrom medzi: <ul style="list-style-type: none"> • bankami, ktoré získajú štátnu pomoc a ich konkurentmi; • členskými štátmi. 	RO je arbitrom medzi: <ul style="list-style-type: none"> • rôznymi zainteresovanými skupinami upadajúcej inštitúcie: RO zabezpečuje, že je zachovaná dlhodobá životaschopnosť a reštrukturalizačné záväzky, tak aby sa akcionári a nezabezpečení veritelia podieľali na záťaži, alebo likviduje túto inštitúciu (maximalizuje výnos z predaja) a rozdeľuje výnos podľa zákonných nárokov.
Hodnotiace kritériá	Aby štátna pomoc bola kompatibilná s vnútorným trhom: <ul style="list-style-type: none"> • musí byť použitá na zabránenie závažným narušeniam ekonomiky; • musí byť obmedzená na nevyhnutné minimum; • nesmie viesť k neprijateľným narušeniam súťaže. 	Od RO sa môže požadovať, aby zvolila najmenej nákladné riešenie, aj keď výnimky sa dajú predpokladať pre systémovo dôležité inštitúcie.
Financovanie	Úloha EK nevyžaduje žiadne špecifické financovanie.	RO musí byť schopný čerpať verejné zdroje.

Prameň: Dewatripont a kol. (2010), s. 5; skrátené autorom.

V máji 2009 Komisia prijala správu popisujúcu jej plány na realizáciu odporúčaní Larosièrovej správy. Legislatívne návrhy nasledovali v septembri

2009 (Financial services, 2010). Na zasadnutí v októbri 2009 dosiahla Rada dohodu pri návrhu regulácie zameranej na vytvorenie Európskej rady pre systémové riziká (ESRB), ktorá by mala monitorovať možné ohrozenia stability finančného systému. Tri ESA budú súčasťou Európskeho systému finančných kontrolórov (ESFS) a budú spolupracovať s kontrolórmí členských štátov. Majú nahradiť tri existujúce výbory dohľadu EÚ¹⁴⁹ a budú mať právne postavenie v rámci práva EÚ. Zahrnú zástupcov z národných orgánov dohľadu za stáleho predsedníctva a národným orgánom zostane zodpovednosť za dohľad nad firmami. Nový riadiaci výbor by mal zabezpečiť spoluprácu a koordinovať zdieľanie informácií medzi ESA a ESRB. Podľa Rady by ESA (Press, 2009) mali zodpovedať za:

1. zabezpečenie toho, aby národní kontrolóri používali jednotný súbor harmonizovaných pravidiel a konzistentné postupy dohľadu;
2. zaistenie spoločnej kultúry dohľadu a konzistentných postupov dohľadu;
3. zbieranie mikroinformácií súvisiacich s obozretnosťou;
4. zabezpečenie konzistentného použitia pravidiel EÚ v takých prípadoch, ako je zjavné porušenie zákona EÚ alebo štandardov ESA a nehoda medzi národnými kontrolórmí alebo v rámci kolégia kontrolórov;
5. vykonávanie plných právomocí dohľadu na európskej úrovni so zreteľom na agentúry hodnotenia úverov;
6. zaistenie koordinovanej reakcie v krízových situáciách.

Nový rámec by sa mal zaviesť v priebehu roka 2010. Európsky parlament (výbor ECON) navrhuje posilniť právomoci ESA (napr. zavedením priameho dohľadu nad významnými európskymi skupinami) a obmedziť možnosť členských štátov brániť sa pred fiškálnymi následkami rozhodnutí európskych orgánov dohľadu. Navrhuje rozšíriť pôsobnosti ESA na ďalšie finančné inštitúcie a rozšíriť oblasti na vydávanie záväzných technických štandardov. Výbor ECON navrhuje zaviesť priame rozhodnutie ESA voči jednotlivým subjektom (právomoc rozhodovať spory a ukladať opatrenia národným orgánom dohľadu) a zriadiť Európsky fond na ochranu finančného systému

¹⁴⁹ Na úrovni EÚ v sektore finančných služieb dnes existujú tri výbory s poradnými právomocami: CEBS – Výbor európskych bankových kontrolórov; CEIOPS – Výbor európskych kontrolórov pre poisťné a zamestnanecké penzie a CESR – Výbor európskych regulátorov cenových papierov, ktoré vznikli po uvedení tzv. Lamfalussyho správy.

(EFOFS) pre inštitúcie s európskou pôsobnosťou. Návrhy Európskeho parlamentu (EP) zásadne menia kompromis Rady ECOFIN (Singer, 2010).

Rada ECOFIN dosiahla v decembri 2009 dohodu pri návrhu na založenie ESRB a nových európskych orgánov dohľadu. Súčasný výbor by sa mali transformovať na tri nové orgány dohľadu. Nová štruktúra európskeho dohľadu by sa mala skladať z národných orgánov dohľadu a organizácií (ako sú ESFS, EIOPA, ESMA, EBA a ESRB) a pokrývať riziká na rôznych úrovniach. Podľa M. Singera (2010) rizikom návrhu Rady pre ČR je najmä vznik asymetrie medzi právomocami prenesenými na orgány dohľadu EÚ a zodpovednosťou národných orgánov. Hrozí aj narušenie finančnej stability štátu pri nevhodných rozhodnutiach európskych orgánov dohľadu, obmedzenie možnosti krajiny odmietnuť rozhodnutie ESA či možné obmedzenia národného orgánu dohľadu. Obava je aj zo zásahov európskych orgánov voči finančným inštitúciám. Presun regulácie a dohľadu na európsku úroveň súvisí s rizikami, ktoré na národnej úrovni neexistujú. Organizácia ESRB by mala získať väčšie právomoci pri žiadaní informácií o jednotlivých inštitúciách, hodnotiť legislatívu štátov a vyhlasovať mimoriadny stav. Návrh EP by tiež mohol mať negatívne dôsledky. Centralizoval by sa napríklad výkon dohľadu na európskej úrovni bez príslušnej zodpovednosti, zmenšili by sa právomoci národných orgánov a poklesla by úloha centrálnych bánk v ESRB. Nejasná je zatiaľ aj funkcia EFOFS, pretože (a) nie sú vyjasnené jeho základné otázky (účel fondu, za akých podmienok a komu bude vyplácaný); (b) zložito sa hľadá základ na získavanie príspevkov do fondu a na kontrolu použitia fondu na úrovni EÚ; (c) jeho vznik by finančné inštitúcie mohli považovať za formu štátneho poistenia proti úpadku. Podľa Singera sa reforma dohľadu nad finančným trhom ubera nevhodným smerom a návrhy EP situáciu len zhoršujú.

V júni 2010 Európska rada podporila vytvorenie ESRB a ESFS. Žiada od nich zlepšiť kvalitu a konzistentnosť národného dohľadu; posilniť dohľad nad cezhraničnými finančnými skupinami a vytvoriť jednotnú príručku pravidiel pre všetky finančné inštitúcie v rámci EÚ. Vyjadrila sa aj k otázke záväzkov, ktoré môžu byť pre členské štáty škodlivé. Rada uvádza, že rozhodnutia urobené ESA by nemali zasahovať do fiškálnych kompetencií členských štátov. Každé záväzné rozhodnutie urobené ESA by bolo predmetom prekontrolovania súdmi EÚ (Press, 2009). Únia sa snaží obnoviť stabilitu na

finančných trhoch a obnoviť poskytovanie úverov. Jej opatrenia musí spravidla byť zásadná reforma, aby sa zabránilo opakovaniu krízy a došlo k obnoveniu dôvery v bankový sektor. Musí dôjsť k účinnej regulácii a kontrole finančných produktov, aktivít a účastníkov a k postihu neetického správania. Už sa uskutočnili kroky na zlepšenie ochrany vkladateľov, zvýšenie spoľahlivosti úverových ratingov, zlepšenie riadenia rizík vo finančných firmách a na posilnenie dohľadu nad bankami a poisťovňami (Reforming, 2010). Únia tiež sprísňuje pravidlá pre hedgeové fondy a obmedzuje bankové platobné postupy podporujúce riskovanie. Banky odmietajú poskytovať pôžičky z obavy pred možnými stratami zo zlých aktív, a preto EK odporučila postupy, ako sa krajiny môžu s týmito aktívami vyrovnávať. Na ďalšie obdobie EÚ stanovila podrobný plán na zlepšenie regulácie a dohľadu nad finančnými trhmi a inštitúciami. Vyžaduje opatrenia na podporu integrity a transparentnosti a na zabezpečenie systému proti nadmerným rizikám. Uvažuje o európskom orgáne pre dohľad nad medzinárodne pôsobiacimi finančnými firmami a o európskom orgáne, ktorý by dohliadal na celkovú stabilitu finančného systému. Únia riadi aj reformu na medzinárodnej úrovni. V súlade s jej odporúčaniami dáva nová globálna dohoda medzinárodným finančným inštitúciami väčšiu úlohu pri monitorovaní ekonomických rizík. K ďalším zmenám patrí napríklad koniec tých daňových rajov, ktoré nespôsobujú s daňovými orgánmi iných krajín (Reforming, 2010).

10.3. Možnosti a reálny proces zmien neformálnych inštitúcií – lokalizácia

Na rozdiel od formálnych inštitúcií, formovanie a zmena neformálnych inštitúcií je zdĺhavejším procesom. Dôvodom je to, že neformálne inštitúcie predstavujú spravidla také javy, ako sú napríklad tradície a zvyklosti. Vnímanie ľudí je v tejto oblasti skôr konzervatívne, a preto často trvá príliš dlho, kým ľudia zmenia svoje správanie. V tejto časti si všimáme len jeden aspekt reakcie na krízu, ktorý súvisí so zmenou neformálnych inštitúcií. Ide o snahu preniesť väčšiu váhu ekonomického života do bezprostrednej blízkosti komunity (čo nazývame *lokalizácia produkčných a spotrebných aktivít*). Po diskusiách o *glokalizácii*, ktorá zdôrazňovala kompromis medzi orientáciou na

globálne trhy a generovaním hodnoty na lokálnej úrovni, dochádza k návratu pojmu *lokalizácia* v kontexte snahy eliminovať globálne riziká. Prichádzajú s ňou tak zástancovia alternatívnych prúdov ekonomického myslenia, ako aj konzervatívni myslitelia. Európska únia vo svojich stratégiách zdôrazňuje význam regionálnej, a teda lokálnej zložky v rámci národných úrovní a európskych štruktúr, ale problém je najmä s nástrojmi a zdrojmi na previazanie konkurencieschopnosti a sociálnej súdržnosti. Základné kroky na posilnenie lokalizácie podľa Hinesa (2008) predstavuje sedem vzájomne súvisiacich hospodárskopolitických oblastí. Ide o:

- opätovné zavedenie ochranných poistiek pre domáce ekonomiky;
- politiku „výroba v mieste a predaj v mieste“ pre spracovateľský priemysel a služby v mieste a v regióne;
- lokalizovanie peňazí tak, aby väčšina z nich zostala v mieste pôvodu;
- uplatnenie miestnej politiky hospodárskej súťaže na elimináciu monopolov z viac chránených ekonomík;
- zavedenie daní zo zdrojov na podporu environmentálnych zlepšení a na prevádzku prechodu k lokalizačnému prístupu;
- zvýšenú demokratickú politickú aj ekonomickú angažovanosť na zaistenie efektívnosti a posunu k rozmanitejším miestnym ekonomikám;
- presmerovanie cieľov pomoci a obchodných pravidiel tak, aby prispievali k znovuvytvoreniu udržateľných miestnych, národných a regionálnych ekonomik.

Nový prístup k lokalizácii sa uplatňuje napríklad v meste Bellingham (USA), ktoré prišlo s rozvojovou stratégiou, odlišnou od tradičnej snahy získať a udržať si globálne firmy. Zameralo sa na rozvoj miestnych firiem a ich spoluprácu, čím posilnilo ekonomiku komunity. Kampaň miestnej neziskovej organizácie, napodobňovaná v USA a Kanade, sa snaží motivovať ľudí k nákupu lokálnych produktov.¹⁵⁰ Mesto patrí k rastúcemu počtu celosvetových komunít, ktoré vidia svoju budúcu prosperitu založenú na lokálnych firmách. Podnikateľská aliancia pre miestne ekonomiky už má v Severnej Amerike

¹⁵⁰ Nezávislý prieskum zistil, že väčšina spotrebiteľov v tomto meste si všima miestny charakter firiem. Približne 58 % obyvateľov začalo lokalizovať svoje nákupné zvyky. Počet farmárov v okolí Whatcom County predávajúcich priamo spotrebiteľom vzrástol v období 2002 – 2007 o 44 %, čo je dvojnásobok celoštátneho priemeru (Schuman, 2010).

vyššie 70 členských komunit a vo svete podobne pôsobí vyššie tisícka ďalších komunit (Shuman, 2010). Miestne firmy majú isté výhody. V lokálne vlastnenej firme veľa vlastníkov žije tam, kde firma pôsobí a blízko sú aj partnerské firmy (napr. dodávatelia a spotrebiteľia). Takéto firmy kladú dôraz na využívanie miestnych pracovníkov, pôdy a kapitálu a produkujú tovary a služby pre miestny trh.

Menia sa predstavy o úlohe lokalizácie v rozvoji regiónov. Tá zvyšuje pravdepodobnosť udržateľného správania. Ak lokálne vlastníctvo chýba, potom cudzie firmy môžu určovať podmienky rozvoja v mieste pôsobenia. V prípade problémov sú však schopné toto miesto rýchlo opustiť. Prítomnosť lokálnych firiem v komunite môže viesť k väčšej zodpovednosti vlastníkov voči susedom. Preto aj tieto firmy v USA poskytujú relatívne oveľa viac peňazí na miestnu charitu ako iné firmy. Štúdie z USA a Veľkej Británie tiež naznačujú, že lokálne firmy využívajú viac miestnych zdrojov (Shuman, 2010). Lokálna firma využíva miestny manažment, miestne služby a pod. Komunita bohatá na lokálne firmy priťahuje a udržiava si podnikavých ľudí.

Podľa obhajcov lokalizácie sa efekty lokalizácie potvrdia vtedy, ak budú miestne firmy pre komunitu prospešné. Ukazuje sa, že lokalizácia prosperitu zvýšiť môže. Ukotvenie lokálnych firiem značí, že snaha o rozvoj s ich prispáním zrejme vytvorí trvalé efekty.¹⁵¹ Lokálna firma má sklon vytvárať aj vyššie multiplikačné efekty ako porovnateľná iná firma. Zistilo sa, že takýto efekt na bežnú predajnú sieť je trikrát menší ako na miestnu predajňu z hľadiska pracovných miest, príjmov a vybraných daní (Shuman, 2010). Skeptici tvrdia, že lokálne firmy nemôžu konkurovať globálnym firmám, pretože nemôžu dosiahnuť obdobné úspory z rozsahu. Kríza ukázala, že globálne firmy prinášajú aj riziká a globálne meradlo podnikania vykazuje nehospodárnosti (napr. klesá efektívnosť distribúcie na dlhšiu vzdialenosť). Ak sú distribučné náklady vyššie ako výrobné, je tu šanca na lokalizáciu. Lokálna výroba znižuje náklady na zložky distribúcie a s rastom cien energií sa otvárajú aj nové príležitosti. Ďalšie trendy, ako napríklad nárast výdavkov za služby (oproti výrobkom) u spotrebiteľov vo vyspelých krajinách, tiež zlepšujú postavenie

¹⁵¹ Správa o nákladovej efektívnosti úľavy na daniach v Lane County (USA), zistila, že 95 % dolárov z daňovej úľavy poskytnutých v rokoch 1990 – 2002 išlo do 6 nelokálnych firiem – z ktorých tri sa po získaní výhody neskôr presunuli inde. Zvyšok išiel asi stovke lokálnych firiem. Náklady na pracovné miesta v nelokálnych firmách boli 33-krát vyššie (Shuman, 2010).

miestnych firiem. Navyše, vlády s ohľadom na bezpečnosť podporujú sebestačnosť v niektorých komoditách (napr. potravín a energie) (Shuman, 2010).

Malé firmy sú konkurencieschopné v mnohých oblastiach podnikania a veľa z nich má aj lokálnych vlastníkov. Napriek možnostiam rozvíjať lokalizáciu sú v tom mnohé prekážky. Spotrebiteľia pod vplyvom reklamy podceňujú kvalitné a lacné miestne produkty. Vlastníci malých firiem nedôverujú miestnej konkurencii a nevytvárajú lokálne partnerstvá. Aj vlády, napriek istej podpore malých firiem, subvencujú najmä globálne firmy. Je snaha sa s tým vyrovať napríklad formou kampaní, ktoré informujú o lokálnych firmách a snažia sa usmerniť spotrebiteľov k nákupom miestnych produktov. Lokálne firmy sa učia, že spoluprácou môžu dosiahnuť efekty, ktoré bežne zvyhodňujú globálne firmy. Miestne podnikateľské aliancie začínajú formulovať svoje názory inak ako tradičná podnikateľská komunita. Obhajcovia lokalizácie chcú dosiahnuť zmenu priorít hospodárskeho rozvoja a dosiahnuť, aby verejné prostriedky boli zamerané len na rozvoj miestneho podnikania (Shuman, 2010).

Záver

Zatiaľ sa nedá s určitosťou potvrdiť, do akej miery sa prejaví účinnosť inštitucionálnych zmien prijímaných ako reakcia na globálnu krízu. Nie je isté, že krajiny sú dlhodobo ochotné venovať dostatočné úsilie na obnovu a zaistenie stability ekonomík uskutočnením výrazných inštitucionálnych reforiem. Okrem opatrení, ako bolo tzv. šrotovné a štedré financovanie problémových bánk, zásadné reformy sa napriek deklarovaným snahám zväčša len pripravujú. Výnimkou v úsilí prijímať nové opatrenia môžu byť len nami uvádzané krajiny, ako napríklad USA alebo Čína. Čína situáciu súvisiacu s krízou využila na posilnenie svojich zámerov výrazne cielene intervenovať na svojom regulovanom trhu. Oslabovanie krízy môže viesť postupne aj k ústupu alebo modifikáciám navrhovaných opatrení a môže nanovo obnoviť diskusie o tom, či je v eurozóne i vo svete potrebná zásadná inštitucionálna reforma. Životaschopnosť „európskeho“ rozmeru hospodárskej politiky ukáže aj riešenie zložitej situácie krajín južnej Európy. Ochota prispôbiť svoju politiku a zmeniť inštitúcie, ako aj ochota spolupracovať naznačia, ako ďalej a či vôbec môže pokračovať integrácia vnútri EÚ. Je zjavné, že inštitucionálny rozmer zladenia bude patriť k zásadným problémom.

IV.

ROZPORUPLNÝ CHARAKTER KRÍZOVEJ A POKRÍZOVEJ ADAPTÁCIE

11. ROZPORUPLNÝ CHARAKTER KRÍZOVEJ A POKRÍZOVEJ ADAPTÁCIE

Doterajší priebeh globálnej krízy poskytol už nielen dostatok informácií na odhalenie jej hlbinných príčin a ďalekosiahlych deštruktívnych následkov v ekonomickej a sociálnej sfére, ale umožňuje aj hodnotiť charakter krízových a pokrízových adaptačných procesov a možné smerovanie ich vplyvu na ďalší vývoj globalizujúcej sa svetovej ekonomiky. Politickoekonomický prístup k analýze príčin sme prezentovali v monografii Menbere T. Workie a kol. (2009) a v stati Šikula (2009). V nadväznosti na ne sa teraz pokúsime o určité hodnotenie prebiehajúcich adaptačných procesov z hľadiska toho, či a do akej miery prispievajú k prekonávaniu základných príčin, alebo len k zmierňovaniu, resp. eliminovaniu bezprostredných dôsledkov a ohrození.

Systemový ekonomický a civilizačný charakter krízy

Pri skúmaní príčin sme dospeli k záveru, že nejde len o finančnú a štandardnú cyklickú krízu, ale o bezprecedentný globálny krízový jav, ktorého hlbšie príčinné súvislosti sa koncentrujú do nazretých rozporov civilizácie. Primárny význam a určujúci vplyv majú dva najzávažnejšie rozpory: medzi ekonomikou a človekom, resp. spoločnosťou, a medzi ekonomikou a prírodou, resp. životným prostredím. Kritická miera uvedených rozporov navodzuje zásadnú otázku, aké spoločensko-ekonomické procesy ich generujú, že výsledne mohli vyústiť do globálnej ekonomickej krízy. Na rozdiel od široko prezentovaných, značne povrchných interpretácií sme sa pokúsili ukázať, že to môžu spôsobovať len hlbinné, dlhodobo nazrievajúce a vzájomne podmienené procesy. Ich dôsledky bolo fungovanie ekonomiky doteraz schopné v udržateľnej miere prekonávať takými formami adaptácie, ktoré mali vytvárať dodatočný priestor na zhodnocovanie kapitálu. Na to, aby kapitalistická ekonomika mohla rásť, musí neustále hľadať nové zdroje dopytu pre obrovské prebytky, ktoré generuje. Extrémne rastúca nerovnomernosť príjmov a distribúcie bohatstva vedie k výraznému obmedzovaniu spotrebného dopytu nízkopříjmových skupín obyvateľstva. To sa, prirodzene, premieta do hromadenia nadbytočných výrobných kapacít a do obmedzovania investícií. Výsledkom je rastúci prebytok kapitálu, ktorý nenachádza

v reálnej ekonomike potrebný zhodnocovací priestor. Bolo potrebné nejakým spôsobom nahrádzať chýbajúci reálny dopyt, dodatočne vytváraným hoci aj virtuálnym dopytom. Na jeho generovanie bol nevyhnutný expandujúci finančný sektor umožňujúci na základe kumulujúceho sa zadlžovania poskytovať dodatočný dopyt ako faktor rastu. Podmienky na to sa vytvorili v procese globalizácie, ktorá nielenže najdynamickejšie prebieha práve vo finančnej sfére, ale tam už aj nebezpečne prekročila hranice udržateľnosti. Kombinácia deregulácie, liberalizácie, možností prekonávania obmedzení času a priestoru pomocou IKT (informačno-komunikačných technológií) a inovačnej diverzifikácie finančných produktov mimoriadne zrýchlila extrémnu asymetrickú expanziu finančných trhov.¹⁵² Globalizácia síce v istom zmysle prispela k efektívnejšej alokácii finančných zdrojov, zníženiu transakčných nákladov a komfortu operácií, no neúnosne zväčšila asymetriu a odtrhnutosť finančnej sféry od reálnej ekonomiky, vyvolala odbúranie jej kontrolných mechanizmov, rastúce riziká kríz a ich devastujúci vplyv na reálnu ekonomiku. Je evidentné, že tento charakter vývoja finančného sektora, generujúceho podmienky čoraz neúnosnejšieho zadlžovania ako hlavného faktora v podstate fiktívneho rastu, nemôže pokračovať donekonečna. Bolo len otázkou času, kedy sa tento mechanizmus musí rozsypať.

Zo záplavy informácií, ktoré vyšli na povrch po prepuknutí krízy v roku 2008, možno identifikovať celý rad konkrétnejších či bezprostrednejších príčinných súvislostí, ktoré umožnili taký ohromujúci rozsah a trvanie nafúknutia dlhovej bubliny. Súhrnne ich možno charakterizovať ako inštitucionalizácia morálneho hazardu. K jeho najvýznamnejším prejavom patrí najmä:

- skresľovanie, resp. zatajovanie údajov o reálnom vývoji ekonomiky, raste HDP, nezamestnanosti, inflácii atď.;
- vládna podpora averzie voči regulovaniu a tolerovanie rôznych metód obchádzania dohľadu nad finančnými trhmi;

¹⁵² V rokoch 1995 – 2005 vzrástol svetový HDP o 52 %, no kapitalizácia na burzách o takmer 400 %. Ak začiatkom 80. rokov sa ročný objem finančných operácií pohyboval v rozpätí 1 – 1,5 bil. dolárov, dnes sa denne realizujú finančné operácie v objeme 1,5 – 2 bil. dolárov. Analogicky pomer medzi ročným svetovým exportom a ročným obrátom svetových finančných trhov sa zvýšil z pomeru 1 : 12 na viac než stonásobok. Zo 100 dolárov, ktoré v priebehu sekundy zmenia majiteľa, 98 dolárov nie je pokrytých výrobnou činnosťou a službami, ale ide o rôzne formy špekulatívnych virtuálnych finančných tokov.

- laxný nedôsledný prístup k podvodnému správaniu audítorských a ratingových agentúr, najmä tých najväčších a najplyvnejších;
- tolerovanie a podpora zneužívania „sofistikovaných, kvantitatívnych metód“ vyhodnocovania, presnejšie, zahmlievania rizík na finančných trhoch;
- formy protikrizových opatrení, ktoré fakticky odškodňujú, či dokonca odmeňujú hlavných aktérov krízy na úkor krízou postihnutých;
- tolerovanie podmienok umožňujúcich krajne nadhodnotené odmeňovanie manažérov finančných korporácií, ktoré v čase krízy nadobúda často nezakryté parazitický charakter;
- osobitne vypuklým prejavom inštitucionalizovaného morálneho hazardu je nielen tolerovanie, ale aj zjavná či skrytá podpora „daňových rajov“; paradoxne, štáty prostredníctvom nich umožňujú obrovské daňové úniky zdrojov príjmov svojich rozpočtov, ktoré im, prirodzene, potom chýbajú pri plnení ich funkcií, predovšetkým v sociálnej oblasti;
- v procese globalizácie zvlášť zosilnel lobistický vplyv, resp. priama účasť najsilnejších, predovšetkým finančných korporácií na formovanie charakteru a zameranie činnosti kľúčových medzinárodných inštitúcií, ako MMF, SB, WTO a pod. Tak ako ich vplyv objektívne vzrástol, zároveň v poslednom období sa zintenzívňuje oprávnená kritika základných aspektov ich činnosti, počnúc ich zložením a zastúpením štátov v nich, spôsobu rozhodovania, až po vážne výhrady voči zameraniu ich činnosti. Na jednej strane nedostatočné plnenie úloh, ktoré vyplývajú z civilizačne žiaduceho usmerňovania procesu globalizácie, a na druhej strane značne nevyvážené až diskriminačné vytváranie podmienok hospodárskych vzťahov medzi vyspelými a rozvojovými krajinami, nanucovanie podmienok tzv. washingtonského konsenzu rozvojovým i transformujúcim sa krajinám a pod.

Zhrnújúco možno konštatovať, že priebeh a dôsledky globálnej krízy zásadne spochybnili umelo živené nereálne optimistické očakávania, a zároveň vygenerovali hlbokú mnohorozmernú nedôveru, ktorá zjavne i skryto ochromuje hospodárske dianie.

Dôvera, resp. obnovovanie dôvery preto hrá a bude hrať kľúčovú úlohu v reálnom priebehu a účinnosti krízových a pokrízových adaptačných procesov. Zložitosť a konfliktnosť obnovovania dôvery je podmienená okrem iného

najmä tým, že tak ako sa príčinné súvislosti krízy utvárali na rôznych úrovniach a z rôznych aspektov, do akej miery sa reálne rozpoznávali a do akej miery sa jednotlivým úrovniam a aspektom zvolili a uplatnili vhodné opatrenia, tak sa dynamicky formuje pestrá a premenlivá mozaika postojov a hodnotení medzi dôverou a nedôverou v hospodárskom dianí. Kríze sa postupne priradzovali prívlastky hypotekárna, finančná, dlhová, ekonomická, sociálna, politická, systémová, globálna až civilizačná. Stiglitz toto postupné odhaľovanie hlbších a hlbších príčin globálnej krízy vtipne prirovnal k lúpaniu cibule, z ktorej postupne odlupujeme jednu vrstvu po druhej (Stiglitz, 2010, s. 16).

Pravda, menej vtipné sú už dôsledky, ak sa mylne predpokladá, či dokonca vedome predstiera, že opatrenia, ktoré môžu dobre reagovať na niektoré povrchovejšie príčinné súvislosti problémov finančného systému, odstraňujú zároveň hlbšie, napríklad systémové príčiny jeho krízy. Ešte horšie sú prístupy, ktoré sa, hoci aj na tej istej úrovni, snažia nahrádzať či zahmlievať reálne príčinné súvislosti rôznymi pseudokauzálnymi konštrukciami s cieľom „prefarbit“ skutočných aktérov zodpovedných za krízu na takmer obeť či nezastupiteľných záchrancov systému.

Na základe komparácie rôznych prístupov významných autorov a našej vlastnej analýzy sme dospeli k záveru, že objektívna identifikácia príčin globálnej krízy a jej reálneho charakteru vyžaduje komplexný, no vnútorne rozvrstvený („cibuľový“) a viacaspektový prístup. Len tak je možné odhaliť vzájomnú podmienenosť a spätosť medzi jednotlivými vrstvami a aspektmi príčinných súvislostí, pochopiť genézu hybných síl a záujmov aktérov, ktorí ich uvádzajú do pohybu.

Nová politická ekonómia finančnej krízy

Význam navrhnutého prístupu spočíva popri prehĺbení poznania hlavne v tom, že identifikácia komplexu skutočných príčinných súvislostí je východiskovým predpokladom adekvátnejšej voľby účinných prostriedkov a metód reálneho prekonávania krízy. Naliehavú potrebu komplexného systematického skúmania súčasnej krízy zvlášť zdôrazňuje Roy E. Allen (2010), keď zdôvodňuje nevyhnutnosť nového myslenia pri jej vysvetľovaní a pri hľadaní

odpovede, prečo sa neurobil väčší pokrok v tom, aby sa zabránilo jej vzniku. Na to je podľa jeho názoru potrebná „nová politická ekonómia finančnej krízy“, pre ktorú sú kľúčové širšie vzťahy medzi finančnou krízou a tvorbou a distribúciou bohatstva a moci a ktorá by mala v budúcnosti napomáhať nielen výskum, ale aj tvorbu politiky¹⁵³ (Allen, 2010, s. XII, 136). Skúmanie súčasnej krízy obohatil o viaceré zaujímavé pohľady, ktoré účelne dopĺňajú a podporujú naše poňatie ako kvalitatívne nového krízového procesu, ktorý má globálny civilizačný charakter. V nadväznosti na práce C. Reinhartovej a K. Rogoffa (bližšie pozri Allen, 2010, s. XI, 162), ktorí na základe analýzy historických dát odhalili určité zákonitosti trvania a frekvencie finančných kríz, Allen ukazuje a zdôvodňuje výnimočnosť súčasnej krízy. Z historických dát, ktoré prvýkrát systematicky zachytili vážne finančné krízy od roku 1800, vyplýva, že rozvinuté ekonomiky odvtedy strávili v rôznych bankových krízach 7,2 % rokov. V rozvíjajúcich sa ekonomikách to bolo 8,3 % rokov. Od roku 1945 sa tieto čísla len trošku zmenili na 7 % v prvom a 10,8 % v druhom prípade. Allen však zaostril hlbšiu analytickú pozornosť na obdobie posledných troch dekád. Prostredníctvom ekonometrickej analýzy vyriešil niektoré „hlavolamy“ ponuky a dopytu po peniazoch, identifikoval kľúčové štruktúrne zmeny vo finančných trendoch a odhalil nové črty využívania peňazí, úveru, kapitálu a bohatstva. Presvedčivo argumentoval vplyv globalizácie, deregulácie a aplikácie IKT na separáciu procesov na finančných trhoch od procesov tvorby a použitia HDP. Pripája sa k názoru P. Druckera (1985 – 1986), že od začiatku 80. rokov sa finančné trhy dali na cestu vyhľadávania vlastného zisku, celkom nezávisle od trhov s tovarmi a nefinančnými službami.¹⁵⁴ Túto argumentáciu ešte prehľbuje a ukazuje, ako štruktúrne zmeny vo vývoji finančného sektora, často chaotického charakteru, vytvárajú dôležitý zdroj špeciálneho dopytu po peniazoch, ktorý potom absorbuje peňažnú likviditu ďaleko od pozorovateľného používania peňazí v procesoch reálnej ekonomiky.

¹⁵³ Allen sa dlhodobo zaoberá výskumom finančných kríz a už v prvom vydaní knihy *The Political Economy of Financial Crisis* (v roku 1994) odhalil viaceré príčinné súvislosti medzi finančnou globalizáciou a krízovými javmi vo svetovej a americkej ekonomike. Predstavitelia FED-u ho vtedy kritizovali, že zveličuje, keď hovorí o kríze.

¹⁵⁴ V polovici 80. rokov predstavovala hodnota obchodovania s eurodolarmi na londýnskom trhu 25-násobok hodnoty obchodov s tovarmi a službami (Allen, 2010, s. 35).

Mimoriadne dôležitý je jeho záver o tom, ako novo sa formujúca globálna ekonomika zásadne mení vzťah finančného sektora a reálnej ekonomiky. Neviditeľné finančné procesy môžu v rastúcej miere autonómne vyvolávať zmeny v hmotných vzťahoch produkcie. Centrálné banky a ďalší aktéri na finančných trhoch môžu v niektorých prípadoch hazardne zväčšovať alebo znižovať peňažné bohatstvo nezávisle od akýchkoľvek pôvodných zmien v tvorbe HDP, alebo v iných reálnych ekonomických procesoch (tamtiež, s. 130). Allen sa tak radí medzi tých ekonómov, ktorí opodstatnene poukazujú na to, že jedným z významných aspektov globalizácie je rastúca moc financií nad výrobou.¹⁵⁵

Originálnym prínosom R. E. Allena je úvaha o dlhodobejšom „super“ finančnom cykle, a najmä záver, že súčasná globálna ekonomická kríza vznikla z dlhého boomu, ktorý vznikol začiatkom 80. rokov, vyvrcholil v roku 2006 a fáza jeho krachu (*bust phase*), ktorá sa začala v roku 2007, sa preto bude aj dlhšie odvíjať (Allen, 2010, s. XIII). Tým prispel k prehĺbeniu argumentácie o väčšej dĺžke trvania globálnej ekonomickej krízy a k vyvráteniu názorov, ktoré ju interpretovali len ako menšiu bublinu po prechádzajúcom krátkom boome. Na rozdiel od neoklasického modelu všeobecnej rovnováhy a ďalších prístupov hlavného prúdu, Allen navrhuje evolučný a komplexný systémový prístup k pochopeniu súčasnej krízy – ako veľkorozmernej krízy. Dlhý boom od začiatku 80. rokov, založený na pákovom efekte finančných transakcií, bol teda fázou posunu v komplexnom adaptačnom systéme, prechodom k novej „mezoštruktúre“ v zmysle evolučnej ekonómie. Empirický výskum štruktúrnych zmien vo vzťahoch peňažnej ponuky a dopytu spojených s finančnou globalizáciou odhalil, že finančné trhy absorbovali novovytvorenú silu peňazí vysoko nad úrovňou predikcií modelov rovnováhy, čo zároveň obratom viedlo k nafúknutiu cien aktív a stimulácii výroby a spotreby vysoko nad predikciami. Potom počas fázy krachu nastal opačný pohyb premenných, tiež silnejší oproti očakávaniam, vrátane prepadu cien akcií a nehnuteľností a deštrukcie peňažného bohatstva.

Táto expanzia a globalizácia finančných trhov akcelerujúca od 80. rokov, ktorá začala dramaticky žiť vlastným životom akoby oddelene od procesov spojených s HDP, nadobudla podľa Allena charakter znalostných a znalostne

¹⁵⁵ Porovnaj Review of International Political Economy, 1994, s. 3.

interaktívnych procesov a možno ju modelovať pomocou prístupov tretieho a štvrtého rádu komplexity. Existujúci „zvierací duch“ iracionálneho nadbytku, alebo strachu, transcendentálne „zákony zložených záujmov“ a vytváranie peňažnej likvidity nevyžadujúcej rezervy a pod., ako aj interaktívne myšlienkové modely priviedli finančný cyklus a procesy tvorby a ničenia peňažného bohatstva ďaleko za hranice všeobecnej rovnováhy na úroveň, ktorá spôsobuje zrušenie zrovnovážujúcich procesov. Fáza boomu a jej sprievodná mezoštruktúra boli už neudržateľné (od r. 2006) a teraz je v adaptačnom procese nová mezoštruktúra (Allen, 2010, s. 130).

Novým, komplexnejším metodologickým prístupom Allen významne prehĺbil poznanie zmenených vnútorných mechanizmov čoraz autonómnejšieho fungovania finančných trhov a ich znerovnovážujúceho vplyvu na vývoj reálnej ekonomiky. Tým podstatne prispel k potrebnému prehĺbeniu identifikácie príčin globálnej ekonomickej krízy a tak aj k adekvátnejšiemu chápaniu nevyhnutných východísk reálne účinných krízových a pokrízových adaptačných procesov.

V záujme globálnej udržateľnosti ekonomického systému Allen považuje za dôležité tri základné smery adaptačných procesov, ktoré by mali štáty a medzinárodné inštitúcie v zhode so svojou politikou uskutočniť:

- Zredukovať počet mien vo svete, a zároveň podporovať organizovanejšie regionálne menové bloky, ako euro, čím by sa zredukovali destabilizujúce finančné toky medzi národnými menami, a tak by dominujúce dolárové jadro globálneho systému získavalo menej peňažne merkantilistického prospechu na úkor iných menej organizovaných menových oblastí, čím by sa znížilo riziko finančných kríz a ďalších nerovností bohatstva po celom globálnom systéme.
- Vyvinúť stabilnejšie dopredu orientované finančné trhy s väčšími možnosťami bezpečných rezerv, tak aby všetky typy účastníkov na finančných trhoch mohli na svojej úrovni lepšie riadiť budúce riziká proti destabilizujúcim zmenám úrokových mier, výmenných kurzov, finančných kríz, recesií atď.
- Lepšie riadiť likviditu v rámci celého globálneho systému s pokračujúcim výskumom a lepším reagovaním monetárnej politiky. Väčšiu ponuku peňazí je nevyhnuté prispôbovať rastúcej absorpcii finančných

i nefinančných aktivít, zmenám v rýchlosti peňazí. Je potrebné študovať, ako nasmerovať adekvátnu ponuku peňazí na produktívne použitie vo zvyšku ekonomiky na neinflačný ekonomický rast. V tomto zmysle je nevyhnuté nové myslenie opierajúce sa o evolučný a komplexný systémový prístup a lepšie chápanie psychologických a sociálnych faktorov (Allen, 2009, s. 160). V dôsledku toho, že globálna ekonomická kríza viedla k čiastočnému znárodneniu bánk, k väčšej priamej účasti na trhu, ako aj k lepšiemu prehľadu o finančných trhoch, ktorý získali vlády a oficiálne inštitúcie, a najmä toho, že banky disponujú väčšími možnosťami menových rezerv a že aktívni stakeholderi sa zdokonaľujú v ich úlohe na finančných trhoch, Allen dospieva k záveru, že v súčasnosti sú už lepšie podmienky na zvládnutie udržateľného globálneho ekonomického systému.

Stiglitzova fundamentálna kritika zlyhania systému

Odlíšny spôsob prenikania do hlbinných príčinných súvislostí globálnej ekonomickej krízy dlhodobo prezentuje J. Stiglitz. Vo svojej najnovšej knihe – s príznačným názvom *Vo voľnom páde* a podtitulom *Od zlyhania trhov k novému usporiadaniu svetovej ekonomiky* – prináša zhrnutie jeho nekompromisnej kritickéj analýzy teoretických východísk i hospodárskopolitickej praxe konceptu trhového fundamentalizmu. Zdôrazňuje, že súčasná kríza vyvrátila ilúzie, že voľné a neobmedzené trhy sú efektívne, že vlastné zlyhanie rýchlo samy korigujú a že štát sa má obmedziť len na nevyhnutné úlohy, lebo regulácia brzdí inovačnú silu ekonomiky. Nadväzne formuluje mimoriadne závažný záver, že „kapitalizmus“ a komunizmus sú asi preč, ale existujú rôzne druhy trhového hospodárstva a súťaž medzi nimi pokračuje“ (Stiglitz, 2010, s. 10). Upozorňuje na aktuálnosť Keynesovho prístupu, v ktorom je trh v centre úspešnej ekonomiky, no sám osebe nemôže správne fungovať. Štát musí hrať dôležitú úlohu nielen vtedy, keď treba ekonomiku zachraňovať, keď trhy zlyhajú, ale reguláciou trhov ich zlyháním aj zabráňovať. Súčasná moderná ekonomika vyžaduje rovnováhu trhu a štátu s podporou netrhových a neštátnych inštitúcií. Stiglitz odhaľuje falošné argumenty tých, čo profitovali z trhového fundamentalizmu, že súčasná kríza je len

„nehoda“, aké sa občas stávajú, a preto sa treba čo najskôr vrátiť do predkrízovej situácie v roku 2008, lebo „aj kvôli autonehode neprestaneme jazdiť autom“. O tom, ako cielene sa v USA presadzoval koncept neobmedzeného neregulovaného trhu, svedčí epizóda z obdobia nástupu prezidenta Reagana, prostredníctvom ktorého najplyvnejšie finančné skupiny presadili ideológiu deregulácie. Prejavilo sa to v roku 1987 pri menovaní A. Greenspana za prezidenta FED-u. Hoci jeho predchodca P. Volcker sa zaslúžil o zásadné zníženie inflácie z 11,3 % v roku 1979 na 3,6 % v roku 1987, čo ho automaticky predurčovalo do funkcie na ďalšie obdobie, predsa sa tak nestalo. Reagan potreboval niekoho, kto „oslobodí“ trh od zväzujúcich pravidiel. Keby Greenspan nebol vtedy ochotný a schopný prevziať túto úlohu, bol by to musel byť niekto iný (Stiglitz, 2010, s. 16). Greenspan ju však prevzal a spolu s ministrom financií R. Rubinom¹⁵⁶ sa im dlho pripisovala osobná zásluha na dlhom boome, ktorý súčasná kríza odhalila ako dlhovou bublinou nafukovaný rast.

Stiglitz zdôrazňuje, že mu nejde o to, aby našiel „vinníka“, ale o to, aby našiel odpoveď, ako sa najväčšia ekonomika sveta dostala do voľného pádu, ktoré politické opatrenia a ktoré udalosti a procesy vyvolali krízu v roku 2008. Ak sa však nevieme dohodnúť na odpovedi na tieto otázky, nemôžeme sa dohodnúť ani na tom, čo treba robiť, aby sme sa z krízy dostali, alebo, aby sme jej v budúcnosti zabránili. Bez odhalenia a priznania skutočných príčin krízy nie je možná ani účinná krízová a pokrízová adaptácia.

Poznávací prínos a presvedčivá sila Stiglitzovho prístupu spočíva v tom, že sa neusiluje o nejakú jednoduchú priamočiaru odpoveď na otázku o príčine krízy, ale že odhaľuje viacúrovňové zreťazovanie príčinných súvislostí, pri ktorom nás odpoveď na jednej úrovni núti klásť si postupne čoraz zásadnejšie otázky na hlbších úrovniach. Od príčin egoistických pohnútok podporujúcich krátkozraké a riskantné správanie bánk, nedostatkov v systéme riadenia a kontroly, cez príčiny, prečo trh netrestá zlé riadiace a stimulačné štruktúry a prečo tí, ktorí sa orientujú na dlhodobý úspech, nerozkvitajú. Ďalej o príčinách, ktoré umožnili rozšírenie *subprime* hypotekárnych úverov a zaisťujúcich finančných nástrojov, cez vytváranie bubliny cien nehnuteľností,

¹⁵⁶ Vplyvní novinári vytvárali okolo nich aureolu polobohov. L. Summers ich nazval „výborom na záchranu sveta“ a B. Woodward nazval Greenspana „Maestro – dirigent svetovej ekonomiky“ (Stiglitz, 2010, s. 15).

ku zakamuflovaniu problematických úverov, aby sa neobjavili v bilanciách, k príčinám ďalšieho zväčšovania zadlženosti, a k otázke prečo inovatívne nástroje (CDS), ktoré mali lepšie zvládať riziká, vlastne klamali dohľad a v skutočnosti riziká ešte zväčšovali. Stiglitz ukazuje, že na nafukovaní krízovej bubliny malo svoj podiel tak nezodpovedné podvodné správanie bánk, zlyhanie dohľadu, ako aj príliš uvoľnená menová politika FED-u. Preto za hlavných nositeľov zodpovednosti považuje finančné trhy a finančné inštitúcie (Stiglitz, 2010, s. 16). Nenásytná ziskuchtivosť Wall Streetu mohla nezadržateľne prilákať škrupulózných bankárov, no to, že tento problém mal všeobecný charakter, podľa Stiglitz naznačuje, že ide o fundamentálne chyby v systéme (tamtiež, s. 18). Kriticky poukazuje aj na dvojtvornosť politiky MMF a Ministerstva financií USA, keď od krajín, ktoré sa ocitli vo finančnej kríze, žiadali vysoké úroky a škrtanie výdavkov, zatiaľ čo USA a Európa v súčasnej kríze robia presný opak. Súčasná kríza podľa neho odhalila fundamentálne nedostatky kapitalizmu, alebo minimálne jeho amerického variantu (tamtiež, s. 21). Zároveň zdôrazňuje, že problémy USA majú globálny rozmer a dôsledky v podobe nerovnováhy svetovej ekonomiky. Globálny ekonomický rast je určený globálnym dopytom svetovej ekonomiky. Týmto rámcom je určený aj rast americkej ekonomiky. Problém je v tom, že pokiaľ jedna časť sveta oveľa viac produkuje ako spotrebúva, a iná časť, ktorá by mala i šetriť, aby mohla uspokojovať potreby starnúceho obyvateľstva, oveľa viac spotrebúva ako produkuje, svetová ekonomika nemôže fungovať vyvážene. Tieto deformácie vo formovaní globálneho dopytu a rozdeľovacích procesov svedčia o tom, že hlboké systémové problémy majú aj výrazné globálne dimenzie.

Stiglitzova analýza globálnej ekonomickej krízy dešifrovala viacúrovňovosť jej systémových príčin: „Zlyhanie nášho finančného systému je odrazom všeobecného zlyhania nášho hospodárskeho systému a zlyhanie hospodárskeho systému zase odzrkadľuje hlbšie problémy našej spoločnosti.“ (Stiglitz, 2010, s. 368)

Je zrejmé, že dôsledkom krízy sú a budú zmeny, lebo návrat do predkrízových pomerov nie je možný. Stiglitz preto oprávnene kladie otázku, či zmeny sú a budú hlboké a zásadné, a vôbec, či sú a budú robené správnym smerom. Jeho odpoveď je kriticko-pesimistická. Bolo potrebné reagovať na

dlhodobé výzvy tak, že deficit rozpočtu by sa dočasne ešte zvýšil, no peniaze by sa zmysluplne vynaložili na pomoc rodinám, aby si udržali vlastné bývanie, na investície, ktoré zvýšia dlhodobú produktivitu a ochranu životného prostredia. Zároveň by banky za finančnú pomoc, ktorú im poskytol štát, poskytli verejným financiám podiel na ich budúcich výnosoch, ako vyrovnanie za riziko, ktoré na seba prevzala verejnosť. Tieto očakávania sa nenaplnili. Bezprostredne hroziacej katastrofe sa síce zabránilo, no pomoc rodinám so zadlženými bytmi bola malá, dary bankám nezmyselné, črtajúce sa kontúry nového finančného systému naznačujú jeho nižšiu konkurencieschopnosť, a megabanky, ktoré kvôli ich veľkosti požívajú fakticky štátnu ochranu proti riziku insolventnosti, predstavujú nový, ešte väčší problém. Peniaze, ktoré by sa mohli použiť na reštrukturalizáciu ekonomiky a zakladanie nových, dynamických firiem, boli premrhané na záchranu podnikov odsúdených k bankrotu. Megabanky budú môcť ďalej robiť obchody s mimoburzovými derivátmi, lebo fakticky nebudú významnejšie obmedzené a finanční manažéri budú naďalej kasírovať neúmerne vysoké bonusy. V priebehu krízy sa situácia v mnohých oblastiach ďalej zhoršila. Nielenže došlo k inštitucionálnym zmenám, ktoré napomáhajú ďalšiu koncentráciu finančného sektora, ale zmenili sa aj pravidlá samotného kapitalizmu, lebo zvýhodnením finančných inštitúcií, ako upozorňuje Stiglitz (2010, s. 369 – 340), sme dlhodobo, alebo úplne vyradili z činnosti sankčný mechanizmus trhov a vytvorili „náhradný kapitalizmus“ s nejasnými pravidlami, ale s predvídateľnými dôsledkami – ďalšou krízou v budúcnosti. Rozsah a priebeh globálnej krízy priraduje pojmu *morálny hazard* nový rozmer a význam. Zmenili sa aj pravidlá v globálnom meradle, zdôrazňuje Stiglitz, lebo politika „washingtonského konsenzu“ a jeho ideologická báza – trhový fundamentalizmus sú mŕtve, no žiaduca reforma svetového ekonomického poriadku tvoriaca rámec globalizácie je ešte značne vzdialená (tamtiež, s. 370).

Čínsky znak pre krízu má dva významy – ohrozenie a šanca. Stiglitz svoju knihu uzatvára otázkou, či využijeme šancu znovu nastoliť rovnováhu medzi trhom a štátom, medzi individualizmom a kolektivismom, medzi človekom a prírodou a medzi prostriedkami a účelmi. A samozrejme, šancu vytvoriť nový finančný systém, ktorý bude zodpovedať jeho prapôvodnej nezastupiteľnej funkcii v ekonomike.

Larosièrova správa

Relatívne hlboký a komplexný ponor do diagnózy príčin finančnej krízy a podnetnú cieleňú terapiu predstavuje Larosièrova správa.¹⁵⁷ Autori v nej poukazujú na to, ako finančné inovácie v podmienkach nadmernej likvidity a nízkych úrokových mier živili ilúziu, že mohutný ekonomický rast od polovice 90. rokov už bude trvalý. Klesajúca, až záporná miera úspor v USA, spojená s úverovou expanziou a expandujúcou ponukou nových a nových investičných produktov, čoraz komplexnejších a so zvýšeným pákovým efektom, sľubovali uspokojovať rastúci hlad po vyšších výnosoch. Extrémne zložito štruktúrované finančné produkty až do niekoľkých vrstiev kolateralizovaných dlhových obligácií nesmierne sťažovali správne hodnotenie rizika, zahmlievali vzťah medzi veriteľom a dlžníkom a odvádzali pozornosť od jeho reálnej schopnosti splácať dlh. Riadiace orgány ani vrcholoví manažéri finančných firiem často nerozumeli vysoko sofistikovaným finančným produktom, nevedomovali si ich skutočné riziká a systémy odmeňovania ich motivovali k podceňovaniu rizika, uprednostňovaním krátkodobej expanzie objemu rizikových transakcií pred dlhodobou ziskovosťou investícií. Podnikateľský model amerických investičných bánk a jeho expanzia sa vymkli kontrole a dohľadu. A došlo k fundamentálnemu zlyhaniu pri hodnotení rizík. Larosièrova správa preto kladie osobitný dôraz na vytvorenie nového systému regulácie a dohľadu, ktorý umožní redukciu rizika a zlepšenie riadenia rizika, na zvýšenie transparentnosti a na obnovu dôvery, ktorá je nutnou podmienkou dobrého fungovania finančného systému. Navrhuje 22 kľúčových opatrení ozdravenia finančného systému. Predovšetkým je to sprísnenie pravidiel obozretného podnikania postupným zvyšovaním kapitálovej primeranosti bánk, tvrdšie normy riadenia likvidity, ako aj posilnenie pravidiel vnútornej kontroly a riadenia rizika. Zdôrazňuje primeranú reguláciu všetkých firiem, ktoré uskutočňujú finančné aktivity s potenciálne systémovým charakterom, a vo všetkých členských štátoch dostatočnú dohliadaciu moc nad finančnými inštitúciami pri dodržiavaní pravidiel vrátane účinných sankcií. Požaduje zásadnú zmenu modelu podnikania a spôsobu financovania úverových

¹⁵⁷ J. M. Baroso poveril jej vypracovaním skupinu odborníkov pod vedením Jacqua de Larosièra. Správa vyšla 25. 2. 2009 v Bruseli.

ratingových agentúr a zavedenie dohľadu nad nimi. Správa zdôrazňuje aj potrebu zjednodušenia a štandardizácie sekuritizovaných produktov – derivátov. Systémy odmeňovania odporúča orientovať na dlhodobú ziskovosť a výkonnosť. Na úrovni EÚ predpokladá vyvinúť harmonizovanejší súbor finančnej regulácie, dohliadacích právomocí a sankčných režimov, vybudovať systém včasného varovania, vytvoriť koherentný a funkčný regulačný rámec krízového riadenia a do roku 2012 sformovať integrovaný Európsky systém finančného dohľadu.

Dôsledné uplatňovanie odporúčaní Larosièrovej správy by nepochybne významne prispelo k ozdraveniu svetového finančného systému a jeho funkcií vo vzťahu k reálnej ekonomike, čo by však zároveň zákonite zužovalo a obmedzovalo priestor rozpínajúcej sa financializácii a narazilo by na odpor jej hlavných aktérov. Vzhľadom na ich reálny vplyv možno predpokladať, že odporúčania Larosièrovej správy sa do života dostanú v silne oklieštenej podobe.¹⁵⁸

Z doterajšieho charakteru protikrízových opatrení a ich globálneho smerovania vyplýva, že nebudú zásadnejšie pôsobiť na zmiernenie extrémnej polarizácie príjmov a bohatstva. Skôr naopak, ukazuje sa, že kríza najviac postihne najchudobnejšie vrstvy a krajiny, teda tých, ktorí by mohli vytvárať väčší reálny dopyt a tým prispievať k zmysluplnému oživovaniu ekonomiky. Výzvy po vytvorení novej globálnej architektúry finančného sektora a jeho účinnej regulácii sa v praxi realizujú tak „ústretovo“ voči globálnym finančným kruhom, aby v zásade nenarušili zvrátenú logiku financializácie ako kľúčového faktora stimulujúceho vytváranie náhradného, presnejšie, fiktívneho, rastúcim zadlžovaním živého dopytu neúprosne smerujúceho ku kolapsu špekulatívnych bublín.¹⁵⁹ Nie náhodou sa už objavili opodstatnené obavy, že v dohľadnej budúcnosti je veľmi pravdepodobné vytvorenie bubliny štátnych dlhopisov, emitovaných v obrovských objemoch, ktorých

¹⁵⁸ Svedčí o tom fakt, že na úrovni G 20 sa nepodarilo dosiahnuť konsenzus v oblasti regulácie finančných trhov, najmä derivátov a celá táto agenda má byť predmetom rokovania až v roku 2012.

¹⁵⁹ A. Keir z HSBC, najväčšej svetovej obchodnej banky, na otázku, „či nepríde ďalšia vlna krízy“, odpovedal: „Problémy sa kedykoľvek môžu zopakovať v ktorejkoľvek z krajín PIGS.“ (HN, 10. 6. 2010)

splatnosť je založená na nanajvýš vratkom predpoklade dlhodobého rastu ekonomiky.¹⁶⁰

Utváranie novej konštelácie centier svetovej ekonomiky

Miera reálnej účinnosti protikrizových opatrení zrejme zatiaľ neumožňuje odstrániť základné príčiny globálnej krízy, ale len dočasne „zmäkčí“ jej dôsledky za cenu predlžovania stagnácie. Prekonávanie globálnej krízy v zmysle skutočného odstraňovania jej príčin bude zrejme dlhodobejší proces, v ktorom sa budú postupne formovať nevyhnutné predpoklady. Ukazuje sa, že kľúčový význam budú pravdepodobne zohrávať najmä také procesy, ako vytváranie novej globálnej ekonomickej geografie, v ktorej sa geograficky koncentrovaná ekonomická moc jedného centra transformuje na vytvorenie mnohých centier vzájomne pôsobiacich a spoluutvárajúcich fungovanie globálnej ekonomiky. Názorne to ilustruje nasledovná prognóza. V časovom horizonte roku 2020 sa Čína zhruba dotiahne na úroveň USA a EÚ a do roku 2030 ich už výrazne predbehne.

Tabuľka 11.1
Podiely na svetovom HDP (v % PPP)

Krajina	1995	2007	2020	2030
USA	21,7	19,4	18,3	16,6
Čína	5,5	10,14	17,7	22,7
Japonsko	8,3	6,0	4,6	3,6
India	3,1	4,3	6,9	8,7
Rusko	2,8	2,9	3,1	2,7
EÚ 27	24,5	20,8	18,6	15,6
Francúzsko	3,6	3,0	2,5	2,1
Nemecko	5,3	3,9	3,2	2,5
Veľká Británia	3,4	3,1	2,9	2,5

Prameň: Citované podľa Balabán (2010).

¹⁶⁰ Odborníci, ktorých oslovil nemecký server Welt Online, reagovali na stanoviská o konci krízy varovaním, že naopak, hrozí nová bublina. Vidia ju na trhu štátnych dlhopisov, na ktoré sa sústreďuje záujem tak investorov, ako aj špekulantov. Trh štátnych dlhopisov sa stal jedným z najväčších trhov vôbec, väčšina štátov chce nimi financovať veľké výdavkové balíky, no podľa expertov trhy nie sú schopné také objemy zvládnuť. Upozorňujú na rastúce riziko bubliny štátnych dlhopisov, ktorej prasknutie by mohlo mať vážnejšie dôsledky ako pri predchádzajúcich bublinách (Moderní řízení, 2009, s. 5).

Očakáva sa výrazné posilnenie pozície krajín BRIC,¹⁶¹ ktoré okolo roku 2040 objemom HDP dobehnú štáty G 7 (NIC, 2008). Do roku 2025 pravdepodobne zaujmú medzi 15 najväčšími spotrebiteľskými trhmi nasledovné miesta: Čína bude na 1., India na 3., Rusko na 4. a Brazília na 8. mieste (World Economic Forum, 2007, s. 11). Pritom nejde len o kvantitu rozvoja. Čína sa už v roku 2006 podieľala 13 % na svetových výdavkoch na výskum a vývoj a ročne ich zvyšuje o 17 %, predbehla Japonsko a je na 2. mieste za USA (Financial Times, 3. 12. 2006). India sa stala centrom *outsourcingu* sofistikovaných IKT z mnohých západných firiem. Tento posun od unipolarity k multipolarite sa začal evidentne prejavovať už v doterajšom priebehu globálnej krízy. Rastúci význam nadobúdajú aj také symptómy, ako zámery krajín ASEAN-u vytvoriť do roku 2020 jednotný trh tovarov, služieb a kapitálu s perspektívou jednotnej meny, ako aj Čínou podporované snahy o vytvorenie Panázijskej zóny voľného obchodu.¹⁶²

Pozornosť si zasluhujú aj kroky štátov Perzského zálivu smerujúce k vytvoreniu menovej únie.¹⁶³ Tieto procesy naznačujú smerovanie k postupnému formovaniu regionálnych menových oblastí ako cesty prekonávania nestability výmenných kurzov voľne zameniteľných mien a ako predpoklad vytvorenia jednotnej svetovej rezervnej meny. Medzinárodnú pozíciu Číny nepriamo pomáha vylepšovať „pekinský konsenzus“ ako určitá reakcia na „washingtonský konsenzus“. Svojím rozvojovým modelom dokazuje, že výrazný ekonomický rast je možné úspešne dosahovať kombináciou štátnej kontroly a regulácie ekonomiky s čiastočnou liberalizáciou a bez podliehania diktátu MMF a Svetovej banky (Leonard, 2007). Formuje sa nová globálna konštelácia centier rozvoja a ekonomickej moci. Tým sa vytvárajú podmienky na nahradenie jednosmerného transferu vzájomným transferom kapitálu, moderných technológií, znalostí atď., ako základu, na ktorom sú reálnejšie a vyváženejšie podmienky vzájomne akceptovateľného, resp. akceptovateľnejšieho

¹⁶¹ Hoci BRIC sa spočiatku považovala za teoretickú abstrakciu, o niekoľko rokov sa stala geopolitickou a ekonomickou realitou, ktorú v roku 2009 potvrdil summit štátov a vlád štyroch mocností v ruskom Jekaterinburgu (Balabán, 2010).

¹⁶² Patrili by do nej okrem krajín ASEAN-u aj Čína, India, Japonsko, Južná Kórea, Austrália a Nový Zéland, čo predstavuje trh s 2 miliardami obyvateľov.

¹⁶³ Štyri ropné štáty – Saudská Arábia, Bahrajn, Kuvajt a Katar už podpísali pakt o spoločnej mene.

politického, ekonomického, environmentálneho a bezpečnostného vývoja. Na tomto základe sa začínajú formovať aj východiská novej, adekvátnejšej podoby globálneho vládnutia.

V analýze globálnej krízy sme ukázali, že v súbehu jej viacerých príčin malo najvýraznejší vplyv vyvrcholenie dlhodobého narastajúceho zadlžovania väčšiny najvyspelejších ekonomík. Dlhový charakter globálnej krízy však v zásade predurčuje aj dlhodobosť a zložitosť jej prekonávania. Uplatňované protikrizové opatrenia, paradoxne, ešte stupňujú verejné dlhy štátov, ktoré pri klesajúcich príjmoch vynakladajú obrovské zdroje na podporu ekonomiky a záchranu bánk. To má popri krátkodobých účinkoch predovšetkým dlhodobé dôsledky. Zvyšuje najmä náklady na umorovanie štátneho dlhu a dlhodobý zaťažuje štátny rozpočet, čo priamo i nepriamo limituje možnosti stimulácie rastu ekonomiky. Dlhodobý a dostatočne rýchly rast je však nevyhnutným predpokladom reálneho prekonávania neúnosnej zadlženosti.

Smerovanie transformácie Európskej únie

Zabezpečiť zvýšenie ekonomického rastu štátov eurozóny i celej EÚ preto predstavuje mimoriadne náročnú stránku prekonávania globálnej krízy. To bude vyžadovať, aby sa EÚ ako celok dokázala vyrovnávať so zosťrenou konkurenciou na globálnom trhu.

Smerovanie štrukturálnej adaptácie EÚ ako ekonomického komplexu na výzvy globálnej krízy bude vyžadovať zásadnú modernizáciu ekonomického a sociálneho modelu jej fungovania. Jej jadrom by mal byť dôsledný ťah na proinovačne orientovanú harmonizáciu podnikateľského prostredia. To znamená dôsledne sa usilovať o prekonanie nepriaznivého trendu globálnej konkurencieschopnosti v šírke, hĺbke a rytme inovačných procesov, najmä v *high-tech* produkcii a službách, o rýchlu reakciu na dynamické zmeny podmienok vo svetovej ekonomike a o kultivovanie atraktívnosti EÚ ako cieľového regiónu pre priame zahraničné investície, hľadajúce miesto na výskumne náročnú výrobu, ako aj na samotné výskumné aktivity. V kontexte základných príčin globálnej krízy sa do centra pozornosti súťaže medzi centrami svetovej ekonomiky bude dostávať aj problematika sociálneho štátu a životného prostredia. Svedčí o tom aj rozpočtová stratégia amerického

prezidenta Obamu, v ktorej sa popri zvyšovaní štátnych výdavkov predpokladá aj významná zmena v pomere výdavkov na sociálne funkcie (sociálna politika, vzdelávanie, zdravotníctvo) k výdavkom na obranu a vnútornú bezpečnosť. Ak za Bushovej administratívy bol tento pomer len 3 : 1, tak Obama deklaruje jeho zmenu na 7 : 1 (Balabán, 2009, s. 8). Je to zrejme podmienené nielen snahou zlepšiť pozíciu USA v medzinárodnom porovnaní, ale najmä potrebou riešiť neúnosne rastúcu sociálnu nerovnosť, katastrofálny stav zdravotníctva, ktoré je pre milióny obyvateľov nedostupné, ale aj nevyhovujúce verejné služby a rastúce zadlženie. Európska únia má v tejto oblasti významnú komparatívnu výhodu. Uvedený pomer v EÚ predstavuje 10 : 1 v prospech sociálnych funkcií, a navyše EÚ je aj lídrom v poskytovaní pomoci rozvojovým krajinám, na ktorej sa podieľa viac ako 50 % (Balabán, tamtiež). Aj v takej kľúčovej otázke budúcnosti, ako je boj proti deštrukcii životného prostredia a vytváranie „postkjótskeho“ systému, hrá EÚ dôležitú priekopnícku úlohu a predstih, ktorý má oproti iným globálnym centrá, predstavuje aj perspektívnu komparatívnu výhodu.

Naopak, aj napriek prijatiu Lisabonskej zmluvy, zložito postupujúce formovanie EÚ ako plnohodnotnej globálnej mocnosti ju stavia do relatívne nevýhodnejšej pozície k ostatným globálnym mocenským centrá. Preto je opodstatnenou otázkou „či môže byť EÚ mocnosťou bez toho, aby bola štátom“ (Grant, 2009, s. 33). Rastúca globálna vzájomná závislosť bude popri konkurencii medzi centrami svetovej ekonomiky zároveň stupňovať potrebu a nevyhnutnosť vzájomnej kooperácie a súčinnosti ako predpokladu utvárania nového, významu 21. storočia adekvátnejšieho globálneho vládnutia. Až nevyhnutné skvalitňovanie globálneho vládnutia umožní postupne odbúrať extrémnu polarizáciu bohatstva, dať globalizácii „ľudskú tvár“, reálne presadzovať zodpovedný prístup k využívaniu prírodných zdrojov a včas sa adaptovať na nezvratné klimatické zmeny.

Ak vezmeme do úvahy partikulárne záujmy kľúčových aktérov globálnej krízy a ich mocenské pozície, je zrejme, že presadzovanie načrtnutého trendu formovania globálneho vládnutia bude narážať na značný odpor, obštrukcie, a nemožno vylúčiť ani scenár, v ktorom namiesto symbiózy konkurencie a kooperácie môžu nastúpiť ostré konfrontácie a nebezpečné konflikty vrátane ozbrojených. V takom prípade by sa nielenže neriešili príčiny

súčasnej globálnej krízy, ale naopak, tá by mohla vyústiť do apokalyptického ohrozenia civilizácie. Reálne možno očakávať scenár, v ktorom sa príčiny globálnej krízy síce do istej miery začnú riešiť, no bude to riešenie polovičaté, obmedzené len na niektoré parciálne problémy atď., skrátka tak, aby sa čo najviac, hoci v modifikovanej podobe, udržali rozhodujúce mocenské pozície a vplyv tých kruhov a aktérov, ktoré sa najviac aktívne podieľali na deformácii ekonomických procesov a mechanizmov vedúcich ku globálnej kríze. Prekonávanie krízy bude s veľkou pravdepodobnosťou značne konfliktné, zložité, a preto aj zdĺhavé. Popri pozitívnych posunoch bude dochádzať k „nafukovaniu a praskaniu“ nových či staronových bublín. Nedôsledné a globálne nejednotné odstraňovanie deformácií finančnej sféry neumožní na žiaducej úrovni obnoviť dôveru, čo bude výrazne limitovať dostupnosť zdrojov pre reálnu ekonomiku a tým vážne podväzovať jej nevyhnutnú pokrizovú inovačnú reštrukturalizáciu a rast. Tieto súvislosti – v kombinácii s veľmi pravdepodobnými prieťahmi a obštrukciami pri odstraňovaní deformovaných podmienok spôsobujúcich extrémnu polarizáciu príjmov v medzinárodnom i národnom meradle – budú značne limitovať utváranie dopytu v reálnej ekonomike. Pravda, v podmienkach formujúcej sa novej globálnej ekonomickej architektúry môže byť v jej jednotlivých článkoch konkrétny vývoj značne odlišný, v závislosti od stavu finančnej sféry (zadlženosť, stupeň toxického nákazy, rezervy a pod.) a od rýchlosti a účinnosti protikrizovej a pokrizovej adaptácie. Charakter tejto adaptácie bude výrazne ovplyvňovať zintenzívňujúce sa súperenie nielen o ropu, zemný plyn, vodu a obývatelne územie, ale v čoraz väčšej miere aj o intelektuálny kapitál. Vysoko kvalifikovaní odborníci schopní inovatívneho myslenia pôsobiaci vo vede, výskume a výrobnom procese sa budú stávať stále rozhodujúcejšou komparatívnou výhodou z hľadiska konkurencieschopnosti.

Analýzy hlavných príčin, ktoré vyústili do globálnej krízy, ukazujú, že na vyostrení civilizačných rozporov až na kritickú mieru sa výrazne podieľal aj vývoj a fungovanie medzinárodného politického systému. Globálne kríza však zároveň urýchlila proces transformácie súčasnej podoby sveta, s ktorou je spojené aj prerozdeľovanie ekonomickej a politickej moci a vplyvu, čo znamená vytváranie novej konfigurácie globálneho vládnutia (Balabán, 2010; Stiglitz, 2010; Allen, 2009). Jeho konkrétne premeny v nasledujúcej

dekáde budú tiež zásadne ovplyvňovať charakter krízovej a pokrízovej adaptácie tak v globálnych súradniciach, ako aj v rámci jednotlivých štátov.

O tom, aký scenár premien svetového politického systému sa prakticky presadí, sa bude rozhodovať v novej konštelácii centier svetovej ekonomiky. V súperení medzi nimi sa bude utvárať konkrétna podoba krízovej a pokrízovej adaptácie, ako aj to, do akej miery bude mať charakter skutočného ozdravného procesu. V tom spočíva aj mimoriadne závažná výzva pre EÚ, aby prehĺbením a sfunkčnením integračného procesu rozvíjala svoju pozíciu a vplyv ako jedného z rozhodujúcich centier svetovej ekonomiky. K dôslednejšiemu uvedomeniu si tejto skutočnosti ako katalyzátor prispela globálna kríza. Európska únia prijala Lisabonskú zmluvu (EÚ, 2007), čím sa čiastočne zlepšili inštitucionálne predpoklady na rýchlejšie, efektívnejšie a demokratickejšie rozhodovanie, ktoré je zase nevyhnutné na kvalitnú tvorbu a realizáciu Stratégie EÚ, ktorú Európska komisia predložila v marci 2010 na verejnú diskusiu pod názvom *Európa 2020*. Jej obsahom je stratégia na zabezpečenie inteligentného, udržateľného a inkluzívneho rastu. Stratégia do stredobodu stavia európskeho občana a jeho legitímne záujmy. So zreteľom na to načrtáva tri prioritné línie:

- vytvárať hodnoty prostredníctvom rastu založeného predovšetkým na znalostiach podmienených vzdelávaním, výskumom, inováciami a kreativitou;
- reagovať na vysokú úroveň nezamestnanosti zosilnenou tvorbou nových pracovných miest, spojenou s nadobúdaním nových zručností a v rámci systému *flexicurity* riešiť udržateľnú zamestnanosť;
- kreovať konkurencieschopnú, prepojenú a zelenšiu ekonomiku, ktorá bude reagovať na relatívne vysoké ceny energie a znižovať tlak na materiálne zdroje ich efektívnym využívaním.

Nastolila sa potreba komplexnej reformy finančného sektora, posilnenie makroekonomickej koordinácie na úrovni EÚ a rozvíjanie globálnej konkurencieschopnosti sociálno-trhovej, znalostnej a environmentálne orientovanej ekonomiky.

Priebeh globálnej krízy, sprevádzaný kvantitatívnymi a kvalitatívnymi zmenami v štruktúre centier svetovej ekonomiky, však stavia pred EÚ nové omnoho náročnejšie požiadavky na adaptačné procesy, ktoré by jej mali

umožniť obhájiť globálnu pozíciu a konkurencieschopnosť a zabrániť tomu, aby Stratégiu EÚ Európa 2020 nestihol osud Lisabonskej stratégie. Mimo-riadne dôležitou výzvou pre EÚ sa stala potreba prehĺbenia inštitucionálnych predpokladov fungovania eurozóny, ktorá má síce silnú centrálnu banku, no fiškálne je roztrieštená a politicky len čiastočne zjednotená. V čase krízy sa zvlášť jasne ukázalo, že menová únia nemôže fungovať bez dostatočnej rozpočtovej konvergencie a integrácie a že doterajšia podoba eurozóny neposkytovala účinné stimuly rozpočtovej disciplíny. Dôrazne sa potvrdil poznatok, že spoločná mena, prepojenosť a vzájomná závislosť ekonomík v rámci eurozóny naliehavo vyžadujú zharmonizovanie a posilnenie koordinácie hospodárskych politík. To, s čím sa dlho otáľalo a k čomu nebola ochota, si kríza rýchlo vynútila.

Európska komisia predložila nový rámec posilnenia koordinácie hospodárskych politík s cieľom upevniť a dosiahnuť dodržiavanie fiškálnej disciplíny. Má spočívať na troch pilieroch.

Prvým je preventívna ex ante kontrola národných rozpočtov ako procesu prvého varovania z hľadiska dodržiavania kritérií Paktu stability a rastu, predovšetkým procedúry nadmerného deficitu tak, aby národné rozpočty neohrozovali stabilitu eurozóny a jej členov.

Druhý pilier je zameraný na posilnenie kontrolných mechanizmov, ktoré by mali umožňovať riešiť makroekonomické nerovnováhy medzi štátmi eurozóny. V prípade príliš veľkej nerovnováhy sa predpokladá odporučiť príslušným krajinám schváliť vhodné nápravné opatrenia.

Tretí pilier predstavuje rámec krízového manažmentu pre krajiny eurozóny, ktorý by sa mal vyvinúť v stredno- až dlhodobom horizonte. Začal sa dohodou o vytvorení Európskeho finančného stabilizačného mechanizmu na obdobie troch rokov¹⁶⁴ a má charakter určitého „konsolidačného paktu“.

Zároveň sa oprávnene a výrazne kritickejšie poukazuje nielen na pretrvávajúcu nevhodnosť kritérií Paktu stability a rastu tak z hľadiska významných rozdielov v úrovni rozvoja členských štátov, ako aj z hľadiska uplatňovania automatických stabilizátorov, ale aj na ich vo všeobecnosti nesankcionované

¹⁶⁴ Jeho prvá časť v nadväznosti na článok 122 Lisabonskej zmluvy o výnimočných udalostiach mimo kontroly členských štátov predstavuje 60 mld. eur. Druhá časť by mala dosiahnuť až 440 mld. eur v podobe úverových záruk podložených medzivládnu dohodou. Okrem toho sa predpokladá pomoc MMF vo výške 220 mld. eur.

nedodržiavanie. Rozporuplné stanoviská sú spojené s otázkami, kto má niesť riziká – banky či daňoví poplatníci, komu sa reálne pomáha, resp. má pomôcť – bankám či eurozóne a za akých podmienok. Hoci všeobecne prevláda názor, že je potrebná reforma fungovania eurozóny, tak na niektoré zásadné inštitucionálne zmeny sú značne rozdielne pohľady. Francúzsko prišlo s návrhom vytvoriť európsku ekonomickú vládu. Nemci naopak navrhovali, aby sa na národnej úrovni ústavne zakotvila tzv. dlhová brzda, nevyžadujúca veľkú centralizáciu. Európska komisia chce byť sama aj fiškálnou radou, ktorá má hodnotiť návrhy rozpočtov. Európska centrálna banka (ECB) zase zdôraznila, aby fiškálnou radou bola nezávislá autorita aj mimo Európskej komisie. Pritom samotná ECB bude zrejme tiež vyžadovať niektoré významné zmeny, napríklad v hlasovacej štruktúre, kde je veľký nepomer medzi váhou štátov pri hlasovaní a váhou ich HDP. V prístupoch k uvedeným i mnohým ďalším otázkam je možné pozorovať často aj vyhranené partikulárne záujmy nielen jednotlivých členských štátov, inštitúcií EÚ a Európskej menovej únie (EMÚ), ale aj bankových a finančných kruhov, ktoré odmietajú niektoré dôležité reformné opatrenia najmä vo dvoch oblastiach. Prvou je určitá stabilizačná daň, ktorou by sa v časoch rastu zhromažďovali zdroje na úrovni EÚ, ktoré by bolo možné nasadiť počas poklesu. Druhou oblasťou, na ktorú sú alergické, je nevyhnutné sprísnenie regulácie a kontroly. Obrovský vplyv finančnej loby, ktorá všemožne spochybňuje oba smery ozdravných opatrení vykresľovaním „katastrofických“ dôsledkov ich uplatnenia, môže vážne ohroziť účinnosť reformy EMÚ.¹⁶⁵

Najväčším súčasným ohrozením sa z tohto hľadiska stala okolnosť, že globálna kríza tu nadobudla charakter krízy štátnych dlhov. Hlavnou príčinou bolo nezodpovedné narušovanie rozpočtovej disciplíny, najmä v troch oblastiach fungovania eurozóny. Prvou boli limity Paktu stability rastu – 3 % deficitu HDP a 60 % HDP v prípade verejného dlhu. Druhou bola klauzula, podľa ktorej za rozpočtové problémy zodpovedá len samotný členský štát (tzv. *no bailout*). Napokon to bola zásada nezávislosti ECB, v rámci ktorej nemala nikdy nakupovať štátne dlhy. Riziká spojené s ich nedodržiavaním

¹⁶⁵ Upozornil na to Finančný výbor Európskeho parlamentu, že finančná loby sa stala príliš silnou a jej vplyv nebezpečným. Prístup finančných kruhov výstižne charakterizoval Jacques Rupnik, že boli „zachránené pred katastrofou masívnou intervenciou štátov a dnes útočia na tie z nich, ktoré sú najzraniteľnejšie“ (SME, 12. mája 2010, s. 27).

sa nebrali vážne v časoch, keď globálna ekonomika rýchlo rástla a lacné úvery až do krízy umožňovali „bez problémov“ financovať verejný dlh nad 60 % HDP. Keď však už kríza vypukla, nastala kvalitatívne iná situácia, v ktorej odmietnutie pomoci jednej krajine by mohlo vyvolať sériový *default* štátov PIGS,¹⁶⁶ prípadne prispieť k repríze bankovej krízy, alebo viesť aj k rozpadu eurozóny. Bezprostredné ohrozenie si vynútilo rýchlu neštandardnú reakciu vo forme pomoci Grécku a vytvárania veľkého záchranného fondu. Zároveň sa začali široko diskutovať konkrétne vecné i systémové otázky prejavov globálnej krízy vo finančnom sektore EÚ a smerovania reformy eurozóny. Celková závažnosť rozpočtovej a dlhovej dimenzie krízy v rámci eurozóny i celej EÚ je značne diferencovaná z hľadiska jednotlivých členských štátov.¹⁶⁷ Pritom reálnu závažnosť tzv. tvrdých údajov o percentách deficitu a zadlženosti k HDP môžu významne korigovať také faktory, ako konkurencieschopnosť ekonomiky, časové rozloženie splatnosti dlhov, ochota k nevyhnutnému „uťahovaniu opaskov“, dôveryhodnosť a pod. Konkrétne pozície jednotlivých členských štátov sa odzrkadlili v diskusii možných prístupov k riešeniu dlhovej krízy. K najextrémnejším patria napríklad úvahy o rozdelení eurozóny na dve menové pásma. Jedno, v ktorom by boli štáty s výkonnými ekonomikami a so „supereurom“, a druhé, ktoré by tvorili ekonomicky slabé štáty s oslabeným starým eurom; boli aj návrhy jednoducho tvrdo vylúčiť krajinu z eurozóny, napríklad Grécko. K extrémnym možno zaradiť aj predstavy, že zmeny sú zbytočné, postačí len dodržiavať súčasné pravidlá, alebo naopak, že euro je odsúdené na neúspech a žiadne reformy mu nepomôžu.

Pod vplyvom krízy sa jasne ukázala kritická miera neudržateľnosti doterajšej architektúry eurozóny. Črtajú sa dva možné scenáre budúceho vývoja menovej únie.

Prvý, v prípade, keď grécke finančné problémy ako katalyzátor urýchlia jej reformu. Členské štáty si uvedomia, že nesporný prínos eura k prehĺbeniu

¹⁶⁶ Hanlivá skratka pre štáty Portugalsko, Írsko, Grécko a Španielsko, ktorá v angličtine ako slovo znamená „prasce“.

¹⁶⁷ Za EÚ 27 v roku 2009 predstavoval rozpočtový deficit –7,2 % HDP a verejný dlh 79,6 % HDP. Najkritickejšia situácia bola v Grécku, kde rozpočtový deficit dosiahol –9,3 %, verejný dlh 124,9 % a dlhy súkromného sektora 129,8 %, analogicky v Portugalsku –8,5 %; 85,8 % a 254,6 %; v Španielsku –9,8 %; 64,9 % a 219,9 %; v Taliansku –5,3 %; 118,2 % a 138,6 % a v Írsku –11,7 %; 77,3 % a 334,7 % (Sipko, 2010).

integrácie jednotného trhu, jeho presadenie sa ako rezervnej meny na medzinárodných trhoch, ako aj čiastočné zaštitenie slabších členov eurozóny počas krízy predstavujú v dnešnom globalizujúcom sa svete strategické výhody, ktoré je nevyhnutné chrániť a rozvíjať. Do menovej únie sa organicky zakomponuje prvok solidarity, ktorý bol vedome vynechaný pri jej vytváraní. Solidarita však musí stáť na dôvere, ktorú môžu reálne garantovať len dostatočne prísne a sankciami podložené pravidlá. Skúsenosti ukázali, že v tomto zmysle je potrebné zreformovať aj Pakt stability a rastu, a to v týchto bodoch: sprísniť kontrolu údajov predkladaných členskými štátmi Bruselu, lepšie nastaviť indikátory stavu národných ekonomík, vytvoriť podmienky pružnejšej reakcie na negatívny vývoj v niektorom členskom štáte a zabezpečiť reálnu hrozbu uvalenia sankcií za nedodržanie pravidiel. Dôležitým predpokladom úspešnosti reformy menovej únie je potrebné zvýšenie účinnosti regulácie a kontroly finančného sektora.

Druhý scenár predstavuje také smerovanie vývoja, že zmysluplné fungovanie eurozóny sa stane neudržateľné. Nevyhnutné reformné opatrenia, keďže budú v mnohom pre vlády členských štátov nepríjemné, narazia na silný odpor rôznych záujmových skupín, ktoré budú z pozícií politickej zaslepenosti, sebeckta a egoizmu či zdĺhavosti zdôvodňovanej ohrozením fiškálnej zvrchovanosti, štátnej suverenity a pod., torpédovať ratifikáciu príslušných dohôd, resp. presadia takú ich oklieštenú podobu, že sa budú míňať účinkom. Tým sa uvoľní priestor špekulačným tlakom na trhoch, ktoré s veľkou pravdepodobnosťou vyústia do reťazovej reakcie vytlačenia viacerých štátov z eurozóny. Oklieštená eurozóna sa pravdepodobne zachová, no ochromí sa nielen idea zjednotenej a solidárnej Európy, ale pre všetky členské štáty vrátane bohatých sa podstatne obmedzia možnosti využívania efektov prehlbujúceho sa integračného procesu a tým aj tak prepotrebná konkurencieschopnosť EÚ v zostrujúcom sa súperení novej konštelácie centier globálnej ekonomiky.

Kríza názorne ukázala, že v globalizovanom veku už v Európe nemôže byť akčnou politickou jednotkou jednotlivý národ, ale len ich regionálne integrované spoločenstvo. V podmienkach globálnych rizík nie sú izolované štáty ani funkčné, ani zvrchované, a reálne môžu čeliť rizikám a ohrozeniam

len združenou suverenitou EÚ.¹⁶⁸ Euro nie sú len ekonomické výhody, ako zdôraznil J. Rupnik (2010), ale aj politické puto a spoločná mena je spoločná zvrchovanosť. Dôsledná reforma menovej únie a jej vysoko zodpovedná realizácia a dodržiavanie predstavuje dnes najvyššiu strategickú prioritu EÚ. Slovenská republika ako plnoprávny člen EÚ a menovej únie má v tomto kontexte povinnosť nanajvýš zodpovedne v rámci svojich možností iniciatívne podporovať a aktívne presadzovať scenár jej účinnej reformy.

Adaptácia SR na tlaky globalizácie a dôsledky globálnej krízy je podstatne ovplyvňovaná členstvom v EÚ a rámci nej aj v eurozóne. To posilňuje i limituje naše možnosti účinnej adaptácie, čo podmieňuje eminentný záujem SR na hlbokú dynamizujúcu transformáciu EÚ, najmä v ekonomickej a politickej oblasti, ktorá bude zodpovedať nárokom konkurencieschopnosti medzi centrami svetovej ekonomiky. Slovenská republika ako členský štát zároveň preberá na seba aj spoluzodpovednosť, ktorú musí preukázať kvalitnou, integračne účinnou adaptáciou našej ekonomiky. Funkčné prehlbovanie integrácie a politiky súdržnosti EÚ sa musí premietiť dovnútra našej spoločnosti ako posolstvo pre vnútornú hospodársku a sociálnu politiku.

Ďalekosiahle inštitucionálne zmeny generované procesom globalizácie, predovšetkým v postavení štátov a transnacionálnych korporácií, v spojení s charakterom globálnej krízy, jej doterajšieho priebehu a pravdepodobného smerovania krízovej a pokrízovej adaptácie svedčia o tom, že prebieha hlboká transformácia súčasného sveta, spojená s globálnym prerozdeľovaním ekonomickej a politickej moci a vplyvu. Analýzy týchto procesov vedú k jednoznačnému záveru, že v rozporuplnom turbulentnom vonkajšom prostredí môže krajina ako Slovensko v budúcnosti obstáť len vtedy, ak sa jej vitálnou strategickou prioritou stane dôsledné rozvíjanie a kultivovanie vlastnej konkurencieschopnosti v globálnych súradniciach. Existenčná dôležitosť osvojenia a cielenej realizácie takto chápanej priority reflektujúcej nároky globálneho prostredia spočíva v tom, že vyššia úroveň konkurencieschopnosti umožňuje s väčšou pravdepodobnosťou zvládnuť nielen príležitosti a ohrozenia v rámci optimistickjších, ale aj v rámci pesimistickjších scenárov budúceho svetového vývoja.

¹⁶⁸ Tento výstižný pojem uviedol nemecký sociológ U. Beck v eseji *Bože, aká úžasná šanca*. (Die Zeit, 14. 4. 2009)

LITERATÚRA

Literatúra k 1. kapitole

Federal Deposit Insurance Corporation (2010). <<http://www.fdic.gov/>>, júl.

IMF (2010): World Economic Outlook, apríl.

LÁBAJ, M. (2009): Rôzne názory na hospodársku politiku vlády v čase ekonomickej recesie. In: Hospodárska politika SR po vstupe Slovenska do EMÚ. [Medzinárodná vedecká konferencia, Bratislava 22. mája 2009.] Bratislava: Katedra hospodárskej politiky NHF EU. ISBN 978-80-225-2742-2.

UN (2010): World Economic Situation and Prospects 2010. New York: United Nations. <www.un.org/esa/policy/wess/wesp2010files/wesp2010pr.pdf>.

WORKIE, T. M. (2007): From Debt Crisis to Growth Crisis: Is External Debt the Cause or the Effect of Africa's Marginalization. 1. vyd. Saarbrücken, Germany: VDM Verlag Dr. Müller. 264 s. ISBN 978-3-8364-3464-5.

WORKIE, T. M. a kol. (2008): Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky. Turbulencie na finančných trhoch a dilemy hospodárskej politiky. [Monografia.] Bratislava: Ekonomický ústav SAV. 301 s. ISBN 978-80-7144-166-3.

WORKIE, T. M. a kol. (2009): Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky. Globálna finančná a hospodárska kríza. Príčiny – náklady – východiská. [Monografia.] Bratislava: Ekonomický ústav SAV. 280 s. ISBN 978-80-7144-175-5.

World Bank (2010): Global Economic Prospects, summer 2010-07-15. <<http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTDECPROSPECTS/EXTGBLPROSPECTSAPRIL/0,,menuPK:659178~pagePK:64218926~piPK:64218953~theSitePK:659149,00.html>>.

Literatúra k 2. kapitole

DE GRAUWE, P. (2009): The Euro at Ten: Achievements and Challenges. In: Ten Years EMU. [Selected Papers from the 2008 Annual Meeting of the Austrian Economic Association.] Empirica, č. 1.

ECB (2010): Výročná správa 2009.

EEAG (2010): The EEAG Report on the European Economy 2010.

EC (2010): European Economic Forecast – Spring 2010. European Economy 2/2010.

- EK (2010): Európa 2020. Stratégia na zabezpečenie inteligentného, udržateľného a inkluzívneho rastu. Európska komisia, 3. marec 2010.
- Európska rada (2010a): Závěry – 25. a 26. marca 2010.
- Európska rada (2010b): Závěry – 17. júna 2010.
- Eurostat (2010a): Euro area and EU27 government deficit at 6.3 % and 6.8 % of GDP respectively. Government debt at 78.7 % and 73.6 %. Eurostat news release 55/2010.
- Eurostat (2010b): Statistics Database.
- GLIGOROV, V. – HAVLIK, P. – LANDESMANN, M. – PÖSCHL, J. – RICHTER, S. et al. (2010): WIIW Current Analyses and Forecasts No. 5. Economic Prospects for Central, East and Southeast Europe. February.
- Ifo (2010): World Economic Survey. May.
- IMF (2010): World Economic Outlook. Rebalancing Growth. April.
- ÖNB (2010): Recent Economic Developments in selected CESEE Countries. After the Drought – Tentative Economic Stabilization in the CESEE Region. Vienna.
- World Bank (2010): EU 10 Regular Economic Report. Main Report: Working towards recovery. April.
- <<http://www.euractiv.sk/>>.

Literatúra k 3. kapitole

- CFR (2010): State of the Union Adress. Speaker Barack Obama. Council on Foreign Relations, 27. 1. 2010.
<http://www.cfr.org/publication/21326/state_of_the_union_address_2010.html>.
- Congressional Budget Office (2010): An Analysis of the Presidents Budgetary Proposals for Fiscal Year 2011. March.
<<http://www.cbo.gov/ftpdocs/112xx/doc11280/03-24-apb.pdf>>.
- Federal Reserve Bank of St. Louis (2010). <<http://research.stlouisfed.org/fred2/>>.
- FRB (2010): Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices. Washington, DC: Federal Reserve Board, 3. 5. 2010.
<<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/SnLoanSurvey/201005/fullreport.pdf>>.
- JONES, R. S. – TSUTSUMI, M. (2009): Financial Stability: Overcoming the Crisis and Improving the Efficiency of the Banking Sector in Japan. [Economics Department Working Papers, No. 738.] OECD. <[http://www.oecd.org/officialdocuments/displaydocumentpdf/?cote=ECO/WKP\(2009\)79&doclanguage=en](http://www.oecd.org/officialdocuments/displaydocumentpdf/?cote=ECO/WKP(2009)79&doclanguage=en)>.

Ministry of Finance (2009): Japan's Fiscal Condition, december.
<<http://www.mof.go.jp/english/budget/e20091225b.pdf>>.

OECD (2010): Economic Policy Reforms: Going for Growth. Chapter 5: A Family Affair: Intergenerational Social Mobility across OECD Countries. <http://www.oecd.org/document/51/0,3343,en_2649_34117_44566259_1_1_1_1,00.html>.

OECD Economic Outlook (2009): Annual Projections for OECD Countries. No. 86, December. <http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=EO86_MAIN>.

SAEZ, E. (2009): Striking it Richer: The Evolution of Top Incomes in the United States (Update with 2007 estimates). Berkeley, California: University of California, 5. 8. 2009.

Statistics Bureau (2010): Labour Force Survey. Ministry of Internal Affairs and Communications. <<http://www.stat.go.jp/english/data/roudou/154.htm>>.

The Economist (2010): Crisis in Slow Motion. 10. 4. 2010.

US Census Bureau (2010). <<http://www.census.gov/>>.

Literatúra k 4. kapitole

EC (2010): Russian Federation – Seemingly V-shaped Recovery has Started. In: European Economic Forecast – Spring 2010. Brussels: European Commission.

CESifo (2010): Ifo World Economic Survey I/2010. <www.cesifo.de/wes>.

MER RF (2010): Об итогах социально-экономического развития Российской Федерации в 2009 году. Moskva: Ministerstvo hospodárskeho rozvoja RF.

MER RF (2010b): О текущей ситуации в экономике Российской Федерации в I. квартале 2010 года. Moskva: Ministerstvo hospodárskeho rozvoja RF.

IMF (2010): The CIS Economies Are Recovering at a Moderate Pace. World Economic Outlook: Rebalancing Growth. Washington, DC: International Monetary Fund, April.

IMF (2010b): Republic of Belarus: Selected Issues. IMF Country Report No. 10/16. Washington, DC: International Monetary Fund.

OECD (2010): OECD Economic Outlook, No 87. Volume 2010/1. OECD Publishing.

OeNB (2010): Russia: Fledgling Economic Recovery, Record-Low Inflation. Focus on European Economic Integration II/2010. Vienna: OeNB.

World Bank (2009): Russian Economic Report, No. 21 – Jobless Recovery? Washington, DC: World Bank.

WIIW (2010): Current Analyses and Forecasts 5 – Crisis Is Over, but Problems Loom Ahead. Vienna: Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche.

WORKIE, M. T. a kol. (2009): Stav a perspektívy svetovej ekonomiky. Globálna finančná a hospodárska kríza. Príčiny – náklady – východiská. [Monografia.] Bratislava: Ekonomický ústav SAV. ISBN 978-80-7144-175-5.

<www.cbr.ru>.

<www.economy.gov.ru>.

<www.gks.ru>.

<www.minfin.ru>.

<<http://en.rian.ru/>>. (Ria Novosti)

Literatúra k 5. kapitole

CNN (2010): Global 500.

<<http://money.cnn.com/magazines/fortune/global500/2009/countries/China.html>>.

FRISBIE, J. (2009): China's Implementation of its WTO Commitments.

<http://www.uschina.org/public/documents/2009/10/wto_testimony.pdf>.

IMD (2010): IMD World Competitiveness Yearbook.

Interview velvyslankyně České lidové republiky v ČR pí. Huo Yuzhen o problematice klimatických změn pro deník Haló (2009).

<<http://www.chinaembassy.cz/cze/xwdt/t645576.htm>>.

NPC (2010a): Report on the Work of the Government. <www.npc.gov.cn>.

NPC (2010b): Report on China's Central, Local Budgets. <www.npc.gov.cn>.

NPC (2010c): Work Report of NPC Standing Committee. 9. 3. 2010.

<<http://english.people.com.cn/90001/90776/90785/6922639.html>>.

PLESCHOVÁ, G. (2008): Ako exportovať do Číny a podnikat' v Číne. [Prezentácia na seminári.] Bratislava: SARIO.

WEF (2010): Global Competitiveness Report 2009 – 2010.

WORKIE, M. T. a kol. (2009): Stav a perspektívy svetovej ekonomiky. Globálna finančná a hospodárska kríza. Príčiny – náklady – východiská. [Monografia.] Bratislava: Ekonomický ústav SAV. ISBN 978-80-7144-175-5.

World Bank (2010): China Quarterly Update, jún.

Literatúra k 6. kapitole

BALÁŽ, P. (2008): Energia – kľúčový faktor súčasnej hospodárskej politiky Európskej únie. *Ekonomický časopis/Journal of Economic*, 56, č. 3, s. 274 – 295.

BRAHMBHATT, M. – CANUTO, O. (2010): Natural Resources and Development Strategy after the Crisis. <www.foxeu.org/index>.

Commodity Prices Indices (2010). <www.indexmundi.com/commodities/?commodity=crude-oil-brent&months=300>, apríl.

IMF (2009): World Economic Outlook. Washington, DC: IMF, April.

IMF (2010): World Economic Outlook. Washington, DC: IMF, April.

LAMY, P. (2010): Facts and Fictions on International Trade of Economics. <www.wto.org>.

MULLIGAN, C. (2009): What Caused the Recession of 2008? Hints from Labor Productivity. [Working Paper, No 14729.] Dostupné na: <<http://www.nber.org/papers/w14729>>.

OBADI, S. M. (2009): Vplyv finančnej krízy na vývoj svetového obchodu. In: WORKIE, T. M. a kol.: Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky. Globálna finančná a hospodárska kríza. Príčiny – náklady – východiská. [Monografia.] Bratislava: Ekonomický ústav SAV. ISBN: 978-807144-175-5.

OECD (2009): International Trade Statistics. Paris: OECD, April.

World Energy Outlook (2009): International Energy Agency, France. ISBN: 9789264061309.

WTO (2009): WORLD TRADE 2008; PROSPECTS FOR 2009; WTO, Press Release, 2009. <http://www.wto.org/english/news_e/pres09_e/pr554_e.htm>.

WTO (2010): WORLD TRADE 2009; PROSPECTS FOR 2010; WTO, Press Release, 2010.

Literatúra k 7. kapitole

GLENN, J. C. – GORDON, T. J. – FLORESCU, E. (2008): 2008 State of the Future. Washington, DC: The Millennium Project, World Federation of UN Associations. ISBN 978-0-9818941-0-2.

GLENN, J. C. – GORDON, T. J. (2007): The Millennium Project. Stav budúcnosti: vybrané kapitoly z let 1997-2007. (Editor českého vyd. P. Nováček.) Olomouc: Univerzita Palackého v Olomouci. ISBN 978-80-244-1818-6.

Global Trends 2025 (2008): A Transformed World. Washington, DC: National Intelligence Council. ISBN 978-0-16-081834-9.

LAROSIÈRE, J. de (chairman) (2009): The High-Level Group on Financial Supervision in the EU. Report. Brussels: Secretariat of the Group.

Report by the Commission on the Measurement of Economic Performance and Social Progress (2008). Paris. <www.stiglitz-sen-fitoussi.fr>.

STANĚK, P. (2008): Súčasná kríza finančných trhov a jej implikácie na vývoj svetovej ekonomiky. In: WORKIE, T. M. a kol.: Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky. Turbulencie na finančných trhoch a dilemy hospodárskej politiky. [Monografia.] Bratislava: EÚ SAV. ISBN 978-80-7144-166-3.

STANĚK, P. (2009): Charakter a mechanizmy hospodárskej krízy. In: WORKIE, T. M. a kol.: Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky. Globálna finančná a hospodárska kríza. Príčiny – náklady – východiská. [Monografia.] Bratislava: EÚ SAV. ISBN 978-80-7144-175-5.

WIEDEMER, D. – WIEDEMER, R. A. – SPITZER, C. (2010): Protect Yourself and Profit in the Next Global Financial Meltdown. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc.

Literatúra k 8. kapitole

CMOREJ, P. – PAUHOFOVÁ, I. (2010): Suverénne fondy – regionálna štruktúra ekonomickej výkonnosti a investičná orientácia. [Working Paper 25.] Bratislava: Ekonomický ústav SAV. 32 s.

KLINEC, I. – PAUHOFOVÁ, I. – STANĚK, P. (2009): Nové globálne prostredie, zmena parametrov tvorby a rozdeľovania bohatstva v 21. storočí. [Working Paper 20.] Bratislava: Ekonomický ústav SAV. 37 s.

PAUHOFOVÁ, I. – CMOREJ, P. (2010): Directions of Transformation of the World Financial Architecture. In: IVANIČKA, K. et al.: Overcoming Crisis – Creation of the New Model for Socio-Economic Development of Slovakia. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, s. 279 – 298. ISBN 978-80-225-2882-5.

PAUHOFOVÁ, I. – CMOREJ, P. (2010): Transformácia finančnej architektúry sveta. [Working Paper 23.] Bratislava: EÚ SAV. 23 s.

PAUHOFOVÁ, I. (2008): Suverénne fondy a ich vplyv na vývoj finančných trhov. In: WORKIE, T. M. a kol.: Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky. Turbulencie na finančných trhoch a dilemy hospodárskej politiky. [Monografia.] Bratislava: EÚ SAV. 301 s., s. 217 – 240. ISBN 978-80-7144-166-3.

PAUHOFOVÁ, I. (2009): Suverénne fondy a nová finančná architektúra. In: WORIÉ, T. M. a kol.: Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky. Globálna finančná a hospodárska kríza. Príčiny – náklady – východiská. [Monografia.] Bratislava: EÚ SAV. 280 s., s. 255 – 268. ISBN 978-80-7144-175-5.

<<http://research.stlouisfed.org>>

<<http://www.adia.ae/>>

<<http://www.bloomberg.com/>>

<<http://www.swfinstitute.org/>>

Literatúra k 9. kapitole

AGUIAR, M. – GOPINATH, G. (2005): Fire-sale Foreign Direct Investment and Liquidity Crises. *The Review of Economics and Statistics*, 87, č. 3, s. 439 – 452.

CABALLERO, R. J. – COWAN, K. (2006): *Financial Integration without the Volatility*. Cambridge, MA: Massachusetts Institute of Technology.

FELDSTEIN, M. (2000): *Aspects of Global Economic Integration: Outlook for the Future*. [NBER Working Paper, No. 7899.] Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

HILL, H. – JONGWANICH, J. (2009): Outward Foreign Direct Investment and the Financial Crisis in Developing East Asia. *Asian Development Review*, 26, č. 2, s. 1 – 25.

KRUGMAN, P. (2000): Fire-Sale FDI. Capital Flows and the Emerging Economies: Theory, Evidence, and Controversies. [NBER Conference Report series.] Retrieved from EconLit with Full Text Database, s. 43 – 58.

LEVCHENKO, A. A. – MAURO, P. (2007): Do Some Forms of Financial Flows Help Protect Against „Sudden Stops“? *The World Bank Economic Review*, 21, č. 3, s. 389 – 411.

LIPSEY, R. E. (2001): Foreign Direct Investors in Three Financial Crises. [NBER Working Paper, No. 8084.] Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

McKinsey Global Institute (2010): *Debt and Deleveraging: The Global Credit Bubble and its Economic Consequences*. Washington, DC: McKinsey & Company.

ROGOFF, K. (1999): International Institutions for Reducing Global Financial Instability. *The Journal of Economic Perspectives*, 13, č. 4, s. 21 – 42.

SARNO, L. – TAYLOR, M. P. (1999): Hot Money, Accounting Labels and the Permanence of Capital Flows to Developing Countries: an Empirical Investigation. *Journal of Development Economics*, 59, s. 337 – 364.

ŠESTÁKOVÁ, M. (2008): Konkurencia medzi štátmi v oblasti získavania a udržania zahraničných investícií. [Working Paper 11.] Bratislava: EÚ SAV.

NBS <<http://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje>>.

Štatistický úrad SR, databázy SLOVSTAT <<http://www.statistics.sk/pls/elisw/vbd>>.

UNCTAD <http://stats.unctad.org/Handbook/ReportFolders/reportFolders.aspx?sRF_ActivePath=P,1288&sRF_Expanded=P,1288>.

Literatúra k 10. kapitole

BO, Q. (2010): Dynamic Engagement: China's Preference to the International Monetary Cooperation. [The Second GLF Colloquium, May 3rd, 2010.] Woodrow Wilson School, Princeton University.
<http://www.princeton.edu/~pcglobal/conferences/GLF/qu_glf.pdf>.

CARMASSI, J. – LUCHETTI, E. – MICOSSI, S. (nedat.): Overcoming too-big-to-fail: A Regulatory Framework to Limit Moral Hazard and Free Riding in the Financial Sector. <<http://www.ceps.eu/book/overcoming-too-big-fail-regulatory-framework-limit-moral-hazard-and-free-riding-financial-sector>>.

COSTANZA, R. – FARLEY, J. – KUBISZEWSKI, I. (2010): Adapting Institutions for Life in a Full World. In: 2010 State of the World, s. 85 – 90.

DELPLA, J. – VON WEIZSÄCKER, J. (2010): The Blue Bond Proposal. Bruegel Policy Brief, č. 3. <http://www.bruegel.org/fileadmin/files/admin/publications/policy_briefs/2010/1005-PB-Blue_Bonds.pdf>.

DEWATRIPONT, M. – NGUYEN, G. – PRAET, P. – SAPIR, A. (2010): The Role of State Aid Control in Improving Bank Resolution in Europe. Bruegel Policy Contribution, č. 4, s. 2 – 9.

FDIC (2008): FDIC Study of Bank Overdraft Programs.

Financial Services (2010): Financial Services Supervision and Committee Architecture. <http://ec.europa.eu/internal_market/finances/committees/index_en.htm#review>.

HINES, C. (2008): A More Self-Reliant Europe: The Response to Global Economic and Energy Insecurity. EUWatch, Issue 12, September/October, s. 9 – 11.

- JELÍNKOVÁ, M. – LIPOVÝ, T. (2010): Komentář k vývoji na kapitálových trzích v roce 2009 a výhled na rok 2010. Praha: Investiční kapitálová společnost Komerční banky.
- NORTH, D. C. (1990): Institutions, Institutional Change and Economic Performance. Cambridge University Press.
- OBAMA, B. (2010): Remarks of President Barack Obama As Prepared for Delivery. The White House April 17, 2010. <<http://www.whitehouse.gov/the-press-office/weekly-address-president-obama-says-we-must-move-forward-wall-street-reform>>.
- OECD (2001): The Well-Being of Nations: the Role of Human and Social Capital. Paris: OECD Publications.
- Press Release (2009): 2981st Council Meeting. Economic and Financial Affairs. Brussels: Council of the European Union (Presse 352).
- Reforming (2010): Reforming the financial system. <http://ec.europa.eu/financial-crisis/reforming/index_en.htm>.
- SALA-I-MARTIN, X. – BLANKE, J. – DRZENIEK HANOUIZ, M., – GEIGER, T. – MIA, I. (2009): The Global Competitiveness Index 2009 – 2010: Contributing to Long-term Prosperity amid the Global Economic Crisis. The Global Competitiveness Report 2009 – 2010. World Economic Forum.
- SHUMAN, M. H. (2010): Relocalizing Business. In: 2010 State of the World, s. 110 – 115.
- SINGER, M. (2010): Navrhovaná architektura evropského dohledu nad finančním trhem: pohled ČNB. Nové trendy regulace finančních trhů. Praha: PF UK. <http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20100421_pfuk.pdf>.
- State of the World (2010): 2010 State of the World. Transforming Cultures from Consumerism to Sustainability. A Worldwatch Institute Report on Progress Toward a Sustainable Society. New York: W. W. Norton & Co.
- ŠVIHEL, P. (2010): Zaměstnanecká kolečka. Lidové noviny, 23, č. 83, s. 22.
- The Economist (2010a): High stakes: What has the fund got itself into by participating in Europe's bail-out? The Economist, May 13th, s. 80.
- The Economist (2010b): Basel 3: The Banks Battle Back: A Behind-the-Scenes Brawl over New Capital and Liquidity Rules. The Economist, May 27th, s. 77 – 78.
- The Economist (2010c): Reforming Finance: Bare-knuckle in Basel: The task of sorting out banking is far from finished. The Economist, May 27th. <http://www.economist.com/displaystory.cfm?story_id=16216472&fsrc=nlw|wwp|05-27-2010|business_this_week>.

- The Economist (2010d): Business this Week. The Economist, May 22 – 29th, s. 7.
- The Economist (2010e): China's Financial System. Red mist: Who Matters in the World's Second-largest Financial System is Barely Understood. The Economist, Feb 4th, s. 65 – 66.
- White House (2010): Wall Street Reform.
<<http://www.whitehouse.gov/issues/economy/financial-reform>>.
- WOLF, M. (2010): Would Institutional Changes Make the Eurozone Work Better and, if so, what should they be? Financial Times on-line, April 15.
<<http://blogs.ft.com/martin-wolf-exchange/2010/04/15/would-institutional-changes-make-the-eurozone-work-better-and-if-so-what-should-they-be/>>.

Literatúra k 11. kapitole

- ALLEN, R. E. (2009): Financial Crisis and Recession in the Global Economy. Cheltenham, UK – Northampton, MA, USA: Edward Elgar.
- BALABÁN, M. (2009): Evropa a Spojené státy v „ázijském“ 21. století. Politické, ekonomické a bezpečnostní souvislosti. Praha: CESES.
- DRUCKER, P. F. (1985 – 1986): The Changed World Economy. Foreign Affairs. Winter.
- GRANT, Ch. (2009): Is Europe Bloomed to Fail as a Power? London: Centre for European Reform.
- LEONARD, M. (2007): Divided World: The Struggle for Primacy in 2020. London: Centre for European Reform.
- Review of International Political Economy (1994).
- SIPKO, J. (2010): Dlužníka kríza v Európe. Bešeňová: Medzinárodný klub SR.
- STIGLITZ, J. (2010): Im Freien Fall, Von Versagen der Märkte zur Neuordnung der Weltwirtschaft. München: Siedler Verlag.
- ŠIKULA, M. (2009): Kritická miera rozporov civilizácie a globálna ekonomická kríza. Ekonomický časopis/Journal of Economics, 57, č. 8, s. 732 – 755.
- WORKIE, M. T. a kol. (2009): Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky. Globálna finančná a hospodárska kríza. Príčiny – náklady – východiská. [Monografia.] Bratislava: Ekonomický ústav SAV. ISBN 978-80-7144-175-5.

Výber publikácií Ekonomického ústavu SAV List of Publications of the Institute of Economic Research of SAS

MORVAY, K. a kol.: Hospodársky vývoj Slovenska v roku 2009. [*Economic Development of Slovakia in 2009.*] 2010. 93 s. ISBN 987-80-7144-177-9.

RADVANSKÝ, M. – WORKIE TIRUNEH, M. (eds): Trendy regionálnych disparít Slovenska. Teoretické modely a empirické analýzy. [*Trends in Regional Disparity in Slovakia. Theoretical Models and Empirical Analyses.*] 2009. 179 s. ISBN 978-80-7144-176-2.

WORKIE TIRUNEH, M. a kol.: Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky. Globálna finančná a hospodárska kríza. Príčiny – náklady – východiská. [*The Development and Perspectives of the World Economy. The Global Financial and Economic Crisis. Causes – Costs – Remedies.*] 2009. 284 s. ISBN 978-80-7144-175-5.

OKÁLI, I. et al.: Economic Development of Slovakia in 2008. 2009. 94 s. ISBN 978-80-7144-174-8.

OKÁLI, I. a kol.: Hospodársky vývoj Slovenska v roku 2008. [*Economic Development of Slovakia in 2008.*] 2009. 74 s. ISBN 987-80-7144-173-1.

BUNČÁK, J. – DŽAMBAZOVIČ, R. – HRABOVSKÝ, M. – SOPÓCI, J.: Názory občanov na budúcnosť Slovenska. [*Citizens Opinions of the Future of Slovakia.*] 2009. 93 s. ISBN 978-80-7144-172-4.

DLHODOBÁ VÍZIA rozvoja slovenskej spoločnosti. [*A Long-term Vision of the Slovak Society Development. Second (unchanged) edition.*] 2009. 274 s. Druhé, nezmenené vydanie. ISBN 978-80-7144-168-7.

HVOZDÍKOVÁ, V. a kol.: Riziká aktuálnych vývojových trendov vo svetovej ekonomike. Finančná, demografická, potravinová a environmentálna kríza. [*Risks Connected with Actual Development Trends of the World Economy. Financial, Demographic, Foodstuffs and Environmental Crisis.*] 2008. 147 s. ISBN 978-80-7144-170-0.

DLHODOBÁ VÍZIA rozvoja slovenskej spoločnosti. Zhrnutie. [*A Long-term Vision of the Slovak Society Development. Summary.*] 2008. 36 s. ISBN 978-80-7144-165-6.

A LONG-TERM VISION of the Slovak Society Development. Summary. 2008. 40 s. ISBN 978-80-7144-167-0.

DLHODOBÁ VÍZIA rozvoja slovenskej spoločnosti. [*A Long-term Vision of the Slovak Society Development.*] 2008. 274 s. ISBN 978-80-7144-168-7; VEDA, SAV Publishing: ISBN 978-80-224-1050-2.

OBADI, SALEH MOTHANA a kol.: Globálna ekonomika. Nové trendy a analýzy vybraných problémov. [*Global Economy. New Trends and Analysis of Selected Issues.*] 2008. 187 s. ISBN 978-80-7144-169-4.

WORKIE TIRUNEH, M. a kol.: Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky. Turbulencie na finančných trhoch a dilemy hospodárskej politiky. [*The Development and Perspectives of the World Economy. Turbulences on the Financial Markets and the Dilemma of Economic Policy.*] 2008. 301 s. ISBN 978-80-7144-166-3.

- OKÁLI, I. et al.: Economic Development of Slovakia in 2007. 2008. 78 s. ISBN 978-80-7144-164-9.
- OKÁLI, I. a kol.: Hospodársky vývoj Slovenska v roku 2007. [*Economic Development of Slovakia in 2007.*] 2008. 74 s. ISBN 987-80-7144-163-2.
- KVETAN, V. – PÁLENÍK, V. – MLÝNEK, M. – RADVANSKÝ, M.: Starnutie, zdravotný stav a determinanty výdavkov na zdravie v podmienkach Slovenska. [*Aging, Health Status and Determinants of Health Expenditure under Slovak Conditions.*] 2007. 57 s. ISBN 978-80-7144-160-1.
- HOŠOFF, B.: Križovatky hospodárskej politiky USA (1980 – 2005). [*Macroeconomic Policy Crossroads in the USA (1980 – 2005).*] 2007. 186 s. ISBN 987-80-7144-161-8.
- WORKIE TIRUNEH, M. a kol.: Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky. Prínos informačných technológií a hrozba klimatických zmien. [*The Development and Perspectives of the World Economy. The Benefits of Information Technology and the Costs of Climate Change.*] 2007. 332 s. ISBN 978-80-7144-159-5.
- OKÁLI, I. et al.: Economic Development of Slovakia in 2006. 2007. 64 s. ISBN 978-80-7144-157-1.
- OKÁLI, I. a kol.: Hospodársky vývoj Slovenska v roku 2006. [*Economic Development of Slovakia in 2006.*] 2007. 63 s. ISBN 987-80-7144-144-8.
- KLAS, A.: Vývoj inštitúcií vyššieho vzdelávania na Slovensku (860 – 2005). [*Development of Higher Education Institutions in Slovakia (860 – 2005).*] 2006. 195 s. ISBN 0-7144-156-2.
- JURIČKOVÁ, V. a kol.: Podnikateľské prostredie a firemné stratégie. [*Entrepreneurial Environment and Strategies of Firms.*] 2006. 172 s. ISBN 80-7144-154-6.
- ŠIKULOVÁ, I.: Konvergencia v procese európskej menovej integrácie. [*Convergence in the Process of European Monetary Integration.*] 2006. 150 s. ISBN 80-7144-155-4.
- WORKIE TIRUNEH, M. a kol.: Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky. Globálna konkurencieschopnosť a energetická a demografická kríza. [*The Development and Perspectives of the World Economy. Global Competitiveness and Energy and Demographic Crisis.*] 2006. 302 s. ISBN 80-7144-152-X.
- ŠIKULA, M. (ed.): Konkurencieschopnosť slovenskej a českej ekonomiky – stav a perspektívy. [*Competitiveness of the Slovak and Czech Economy – State and Prospects.*] 2006. 264 s. ISBN 80-7144-148-1.
- ŠIKULA, M. – HVOZDÍKOVÁ, V. (eds.): Performance and Perspective of the European Union as Seen by the New Member States. Post-Accession Monitoring Conference. 2006. 185 s. ISBN 80-7144-151-1.
- OUTRATA, R. a kol.: Globalizácia a slovenská ekonomika. [*Globalization and Slovak Economy.*] 2006. 379 s. ISBN 80-7144-150-3.

KLAS, A. a kol.: Technologický a inovačný rozvoj v Slovenskej republike. [*Technological and Innovation Development in the Slovak Republic.*] 2005. 389 s. ISBN 80-7144-147-3.

MORVAY, K. a kol.: Transformácia ekonomiky: skúsenosti Slovenska. [*Transition of Economy: Experience of Slovakia.*] 2005. 330 s. ISBN 80-7144-143-0.

OKÁLI, I. a kol.: Hospodárska politika Európskej únie a Slovenska v EÚ. [*Macroeconomic Policy of the European Union and of Slovakia in the EU.*] 2004. 352 s. ISBN 80-7144-140-6.

OKÁLI, I. et al.: Concept Outline of Slovakia's Economic Policy at the Stage of Integration into the European Union. Summary. 2004. 30 s. ISBN 80-7144-139-2.

WORKIE TIRUNEH, M. a kol.: Vplyv informačných technológií na ekonomický rast a zamestnanosť: teoretické a empirické pohľady (s aplikáciou na efekty komerčného modelu Microsoft Slovakia na slovenskú ekonomiku). [*Impact of Information Technology on Growth and Employment: Theoretical and Empirical Views. With the Applications to the Effects of Commercial Model of Microsoft Slovakia on the Slovak Economy.*] 2004. 92 s. ISBN 80-7144-141-4.

OBADI, SALEH MOTHANA: Integračné zoskupenie juhovýchodnej Ázie a zahraničnoobchodné vzťahy so Slovenskom a s Európskou úniou. [*The Integration Block of Southeast Asia and Foreign Trade Relations with Slovakia and the EU.*] 2004. 84 s. ISBN 80-7144-142-2-5.

ŠIKULA, M. (ed.): Economic and Social Context of Slovakia's Integration into the EU. Summary. 2003. 47 s. ISBN 80-7144-133-3.

ŠIKULA, M. a kol.: Ekonomické a sociálne súvislosti integrácie Slovenska do Európskej únie. [*Economic and Social Context of Slovakia's Integration into the EU.*] 2003. 381 s. ISBN 80-7144-135-X.

ŠIKULA, M. a kol.: Determinanty formovania priemyselnej politiky v podmienkach globalizácie a integrácie. [*Determinants of the Industry Policy Forming in the Conditions of Globalization and Integration.*] 2003. 166 s. ISBN 80-7144-134-1.

OUTRATA, R. a kol.: Ekonomické a sociálne súvislosti vstupu SR do EÚ. [*Economic and Social Context of Slovakia's EU Accession.*] 2002. 396 s. ISBN 80-7144-125-2.

MORVAY, K. a kol.: Aktuálne otázky fungovania verejných financií SR. [*Current Issues of the Functioning of Slovakia's Public Finance.*] 2002. 129 s. ISBN 80-7144-127-9.

Publikácie, ako aj jednotlivé čísla Ekonomického časopisu, ktorý vydáva EÚ SAV, možno objednať alebo kúpiť v kníhkupectvách ELITA, ACADEMIA, VEDA, Vydavateľstvo SAV v Bratislave.

Publikácie *Hospodársky vývoj Slovenska* vychádzajú každoročne od roku 1993 v slovenskej i anglickej verzii a v prípade záujmu sú dostupné v kníhkupectve ELITA.

VÝVOJ A PERSPEKTÍVY SVETOVEJ EKONOMIKY

*Ozdravenie svetovej ekonomiky:
realita alebo mýtus?*

MENBERE T. WORKIE A KOLEKTÍV

1. vydanie

Tlač: REPRO-PRINT Bratislava

Ekonomický ústav Slovenskej akadémie vied
Šancová 56, 811 05 Bratislava 1

Telefón: 00421-2-52 49 82 14, Fax: 00421-2-52 49 51 06

URL: <http://www.ekonom.sav.sk>

E-mail: menbere.workie@savba.sk

ISBN 978-80-7144-178-6