VÝVOJ A PERSPEKTÍVY SVETOVEJ EKONOMIKY

TURBULENCIE NA FINANČNÝCH TRHOCH A DILEMY HOSPODÁRSKEJ POLITIKY

MENBERE T. WORKIE A KOLEKTÍV

Bratislava 2008

VEDÚCI AUTORSKÉHO KOLEKTÍVU:

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

AUTORI:

Ing. Daneš Brzica, PhD. – Ing. Jaroslav Vokoun (1.6)
Ing. Boris Hošoff, PhD. (1.5)
Ing. Veronika Hvozdíková (1.4)
doc. Ing. Jan Iša, DrSc. (1.2)
Ing. Saleh Mothana Obadi, PhD. (2.1)
doc. Ing. Iveta Pauhofová, CSc. (3.2)
Dr.h.c. prof. Ing. Rudolf Sivák, PhD. (3.3)
doc. Ing. Peter Staněk, CSc. (3.1)
prof. PhDr. Monika Šestáková, DrSc. (2.2)
prof. Ing. Milan Šikula, DrSc. (4.)
Ing. Ivana Šikulová, PhD. (1.3)
hosť. doc. Dr. Ing. Menbere Workie Tiruneh, PhD. (1.1)

RECENZENTI:

prof. Ing. Peter Baláž, PhD.
prof. Ing. Vladimír Gonda, PhD.

JAZYKOVÁ ÚPRAVA: PhDr. Katarína Rybanská

TECHNICKÉ SPRACOVANIE: Mária Lacková

TLAČ: REPRO-PRINT Bratislava

Monografia je súčasťou riešenia projektu VEGA č. 2/6048/27: Transformácia svetovej ekonomiky, ekonomický rozvoj a technologický pokrok v ére globalizácie (časti 1.1, 1.4, 1.5, 3.1 a 4); projektu VEGA č. 2/6049/27 (časti 1.2 a 1.3) a projektu VEGA č. 2/6050/27 (časť 2.1).

© Ekonomický ústav Slovenskej akadémie vied
Bratislava 2008

ISBN 978-80-7144-166-3

OBSAH

PREDSLOV 5

CELKOVÉ ZHRNUTIE 7

1. VÝVOJ SVETOVEJ EKONOMIKY V ROKU 2007 A PERSPEKTÍVY NA ROKY 2008 A 2009 ..... **13**

1.1. Vybrané aspekty transformácie svetovej ekonomiky 13
1.2. Západná Európa: spomalenie ekonomického rastu 43
1.3. Vývoj ekonomík nových členských štátov Európskej únie: ako bude pokračovať rozširovanie eurozóny? 64
1.4. Čelí rastúca ruská ekonomika prehriatiu? 87
1.5. Strednodobý vývoj ekonomiky Spojených štátov amerických a Japonska 107
1.6. Čínske reformy smerujú k rovnovážnejšiemu rozvoju 129

2. DYNAMIKA SVETOVÉHO OBCHODU A MOBILITA PRIAMYCH ZAHRANIČNÝCH INVESTÍCIÍ **150**

2.1. Vývoj a perspektívy svetového obchodu 150
2.2. Nové tendencie vo vývoji priamych zahraničných investícií vo svete 170

3. TURBULENCIE NA FINANČNÝCH TRHOCH **195**

3.1. Súčasná kríza finančných trhov a jej implikácie na vývoj svetovej ekonomiky 195
3.2. Suverénne fondy a ich vplyv na vývoj finančných trhov 217
3.3. Kríza na trhu podštandardných hypoték USA a jej vplyv na hypotekárne trhy v Európe (vybrané otázky) 241

4. TRANSNACIONÁLNE KORPORÁCIE A MALÉ A STREDNÉ PODNIKY AKO KĽÚČOVÍ AKTÉRI ZNALOSTNEJ EKONOMIKY **269**

4.1. Určujúce trendy znalostne orientovanej stratégie transnacionálnych korporácií 269

4.2. Miesto a význam malých a stredných podnikov pri formovaní znalostnej ekonomiky 280

LITERATÚRA **288**

ZOZNAM TABULIEK A GRAFOV **298**

PREDSLOV

V roku 2006 začal Ekonomický ústav SAV realizovať dlhodobý projekt, ktorého cieľom je pravidelne s ročnou periodicitou v koncentrovanej podobe publikovať štúdie zamerané na najaktuálnejšie príležitosti a výzvy, ako aj riziká a ohrozenia spojené s turbulentným vývojom globalizujúcej sa svetovej ekonomiky. Tento druh štúdií na Slovensku dlhodobo absentoval, pričom mimoriadne veľká otvorenosť ekonomiky, vysoký stupeň penetrácie zahraničným kapitálom, ako aj členstvo v Európskej únii umožňuje existenčný význam informácií o meniacom sa vonkajšom prostredí, jeho vplyve a z toho vyplývajúcich nárokov na stratégiu adaptácie podnikov i ekonomiky ako celku.

Skúsenosti z prípravy v poradí už tretej štúdie o vývoji a perspektívach svetovej ekonomiky ukazujú, že nebývalá dynamika spontánnych zmien, ktoré rozpútala globalizácia v kombinácii s prechodom k znalostnej ekonomike, vyžadujú čoraz naliehavejšie systematické skúmanie a vyhodnocovanie ich priebehu. Je to podmienené tým, že tieto civilizačné zmeny na jednej strane otvárajú nové a nové možnosti rozvíjať podnikateľské aktivity v celoplanetárnom priestore, no na druhej strane sú sprevádzané vytváraním čoraz nebezpečnejšieho potenciálu turbulencií, šokov a kríz.

Pod tlakom riešenia každodenných problémov si podnikatelia často ani nestačia uvedomovať, ako radikálne a v krátkom čase sa menia podstatné súvislosti globálnych podmienok ich existencie. Svojimi aktivitami vstupujú do prúdu udalostí a procesov, ktoré často nemajú, a ani nebudú mať plne pod kontrolou, ktorých podstatu a príčinné súvislosti z rôznych dôvodov nemajú možnosť skúmať, odhaliť a brať ich do úvahy vo svojej stratégii, hoci môžu mať rozhodujúci vplyv na udržanie a kultivovanie ich konkurencieschopnosti.

Naším zámerom je byť im nápomocní práve pri prekonávaní tohto problému tým, že im našimi štúdiami budeme poskytovať najnovšie výsledky výskumu tak, aby nové poznatky čo najviac korešpondovali s rytmom kvalitatívnych zmien v procese postupujúcej globalizácie svetovej ekonomiky.

Skúsenosti z prvých rokov realizácie tohto projektu ukazujú, že k tomu, aby naše štúdie poskytovali podnikateľom i tvorcom hospodárskej politiky relevantný výber aktualizovaných poznatkov o najnovších trendoch a nových javoch svetovej ekonomiky dôležitých pre kultivovanie konkurencieschopnosti našich podnikov i ekonomiky ako celku, môže účinne prispievať skvalitňovanie spätnej väzby z hospodárskej a hospodárskopolitickej praxe. Umožňuje nám cielenejšie reagovať na jej potreby a tým zmysluplnejšie napĺňať ciele projektu.

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

CELKOVÉ ZHRNUTIE

V poradí už tretia publikácia o vývoji a perspektívach svetovej ekonomiky, ktorú vydáva Ekonomický ústav SAV, prináša analýzy a kritické zhodnotenie stavu svetovej ekonomiky, ktorá je čím ďalej tým komplexnejšia. Publikácia je zameraná predovšetkým na zhodnotenie ekonomického vývoja svetovej ekonomiky za predošlé roky, ale poukazuje i na jej perspektívy v najbližších dvoch rokoch. Predložená monografia je významná aj v tom, že prichádza v čase, keď svetová ekonomika zápasí s niekoľkonásobnými krízami a hospodárska politika, najmä vyspelých štátov, nemá jasné páky na riešenie týchto závažných problémov. Pokles ekonomického rastu svetovej ekonomiky pri súčasnom raste inflácie znamená, že klasická menová politika nemá jednoduché manévrovacie nástroje na stimuláciu ekonomického rastu, a zároveň na zníženie inflačného tlaku. Preto publikácia poukazuje na zložité postavenie rôznych regiónov či zoskupení, a to z hľadiska trendov ekonomického rastu a inflačného vývoja na jednej strane, ako aj dilemy hospodárskej politiky v oblasti riešenia týchto problémov na strane druhej. Samozrejme, jeden z najdôležitejších cieľov monografie je poskytnúť obraz na pochopenie súvislostí týchto problémov a načrtnúť možné implikácie nielen pre tvorcov hospodárskej politiky, ale aj pre podnikateľský sektor Slovenskej republiky.

Tak ako predchádzajúce vydanie, i táto publikácia prináša okrem analýzy uvedených aspektov svetovej ekonomiky aj vybrané tzv. horúce problémy daného roka. V tomto roku monografia prinesie dva tematické okruhy, ktoré úzko súvisia s práve prebiehajúcimi problémami svetovej ekonomiky: *turbulencie na finančných trhoch* a *dilemy hospodárskej politiky* (táto téma sa bude objavovať vo viacerých kapitolách predloženej monografie). Autori monografie vychádzajú z viacerých renomovaných publikácií, vrátane World Economic Outlook (IMF); Prospects for the Global Economy (World Bank);

World Economic Situations and Prospects (UN); International Labor Organization (ILO); OECD Economic Outlook; EUROSTAT; UNCTAD, ako aj ďalších národných a medzinárodných publikácií, ktoré uvádzame v závere predkladanej monografie.

Pokiaľ ide o štruktúru monografie, tá je rozdelená na 4 kapitoly. Prvá kapitola podrobne analyzuje dosiahnuté výsledky a prekážky svetovej ekonomiky v predošlom roku a očakávaný vývoj v rokoch 2008 a 2009. V tomto zmysle je prvá kapitola rozdelená do šiestich častí.

V časti 1.1 Menbere Workie Tiruneh kriticky hodnotí nové paradigmy svetovej ekonomiky a zhrnuje hlavné determinanty jej ekonomického rastu s výhľadom na ďalší vývoj v najbližších rokoch. Táto časť okrem iného prináša aj analýzu rozdielov vo veľkosti a v zdrojoch ekonomického rastu – tak z pohľadu globálnej ekonomiky ako celku, ako aj z hľadiska regionálnych zoskupení – a poukazuje na implikácie kríz v jednom regióne či jednej krajine pre celý svet.

V časti 1.2 Jan Iša detailne analyzuje súvislosti konjunktúrneho vývoja západnej Európy ako celku s dôrazom na eurozónu a poukazuje na príčiny spomalenia ekonomického rastu týchto ekonomík, medzi ktoré patrí najmä pokles súkromnej spotreby a fixných investícií. Rovnako upozorňuje na nepriaznivý dopad nadhodnotenia eura voči americkému doláru, ktorý môže slúžiť ako „daň“ na exporty, a tým naďalej spomaľovať ekonomický rast a rast zamestnanosti.

V časti 1.3 Ivana Šikulová skúma problémy a príležitosti nových členov EÚ na jednej strane, kde prevažná väčšina krajín tohto zoskupenia zaznamenala vyššiu mieru ekonomického rastu oproti starým členom EÚ. Na druhej strane analyzuje stupeň pripravenosti nových členov EÚ z pohľadu ich kvalifikácie na vstup do eurozóny, čo je nevyhnutným krokom, ktorý musí prekonať a uskutočniť každý členský štát EÚ.

V časti 1.4 sa Veronika Hvozdíková venuje hlavným determinantom ekonomického rastu Ruskej federácie, ktorá zaznamenáva výrazne vyššiu mieru ekonomického rastu oproti západnej Európe, a zároveň upozorňuje na

riziká a nedostatky hospodárskej politiky Ruska, pokiaľ ide o vytváranie podmienok nielen na udržateľný a dlhodobý ekonomický rast, ale aj z aspektu kreovania kompatibilnej trhovej ekonomiky.

V časť 1.5 Boris Hošoff pertraktuje niektoré zvláštnosti súčasného konjunktúrneho vývoja americkej ekonomiky, v ktorej v dôsledku viacerých druhov kríz došlo k výraznému poklesu zamestnanosti a rastú obavy z recesie najväčšej ekonomiky sveta, ktorá zaznamenáva slabý ekonomický rast, a zároveň vysokú mieru inflácie, čím sa odlišuje od predošlých recesií. Naproti tomu japonská ekonomika pokračuje v ozdravení na pozadí globálneho spomalenia.

V časti 1.6 sa Daneš Brzica a Jaroslav Vokoun zaoberajú makroekonomickým prostredím Číny a zmenami jej odvetvových a štruktúrnych parametrov v posledných rokoch a poukazujú na výzvy, pred ktorými stojí čínska ekonomika, najmä pokiaľ ide o nízky podiel domáceho dopytu a narastajúci trend príjmovej nerovnosti.

Druhá kapitola, ktorá je rozdelená na dve časti, sa venuje dynamike medzinárodného obchodu a mobilite priamych zahraničných investícií.

V časti 2.1 Obadi Saleh Mothana posudzuje vývojové trendy medzinárodného obchodu z hľadiska tak regionálneho, ako aj teritoriálneho vývoja a poukazuje na implikácie rastúcich cien ropy a iných komodít pre svetovú ekonomiku v najbližších rokoch.

V časti 2.2 Monika Šestáková prináša detailnú analýzu trendov v mobilite globálneho privátneho kapitálu a upozorňuje na rastúci význam priamych zahraničných investícií v EÚ. Analyzuje nielen geografické rozloženie PZI vo svete, ale poukazuje aj na trendy v exporte PZI, charakterizuje ich odvetvovú a teritoriálnu štruktúru a predostiera perspektívy ďalšieho vývoja PZI.

Tretia kapitola vo svojich troch častiach mapuje a hodnotí zásadné zmeny vo fungovaní svetových finančných trhov.

V časti 3.1 Peter Staněk objasňuje príčiny a súvislosti turbulencií na finančných trhoch vo svete za posledné roky. V analýze kladie dôraz na úlohu

hospodárskej politiky a medzinárodných dohôd pri zamedzovaní ďalším krízam, pritom ale vyslovuje obavu, do akej miery takéto opatrenia môžu eliminovať riziká vzhľadom na komplikované postavenie súčasných finančných trhov.

V časti 3.2 sa Iveta Pauhofová zaoberá pomerne novým fenoménom na finančných trhoch, a to narastajúcim významom suverénnych fondov, ktoré sú na prvý pohľad osobitým, ale rozvíjajúcim sa prvkom v kontexte inovácií finančných trhov. Z hľadiska súčasných finančných turbulencií zohrávajú suverénne fondy významnú úlohu tak z pohľadu poskytnutia likvidity pre finančné trhy, ako aj z pohľadu transformácie vlastníckych vzťahov.

V časti 3.3 Rudolf Sivák hodnotí globálne a regionálne súvislosti hypotekárnej krízy v USA a poukazuje na doterajšie aktivity centrálnych bánk vyspelých štátov v snahe zamedziť trvalým negatívnym efektom tejto krízy pre svetovú ekonomiku.

Vo štvrtej kapitole Milan Šikula zameriava pozornosť na prehlbovanie globalizačného procesu a na meniace sa adaptačné procesy transnacionálnych korporácii (TNK) v kontexte znalostnej ekonomiky. V tomto zmysle jeho analýza hodnotí prebiehajúce zmeny adaptačných procesov TNK a posun ich ťažiska z organizačno-inštitucionálnej oblasti na stratégiu vytvárania a využívania predpokladov a faktorov znalostnej ekonomiky ako najúčinnejšej metódy budovania a posilňovania konkurencieschopnosti.

Celkovo sa monografia zaoberá transformáciou svetovej ekonomiky z rôznych aspektov, medzi ktoré patria nasledujúce skutočnosti:

- Dochádza k prehlbovaniu globalizačného procesu, ktorý pomocou informačných a komunikačných technológií mení postavenie vlád, TNK a do veľkej miery aj malých a stredných podnikov. Jeden z dôkazov vysokej miery prepojenosti svetovej ekonomiky spočíva aj v tom, že krízy v jednej časti sveta sa veľmi rýchlo transferujú do iných častí sveta – fenomén známy ako nákazlivý efekt. Rovnako sme svedkami niekoľkonásobne vyššieho rastu medzinárodného obchodu v porovnaní s rastom HDP sveta, čo svedčí o vysokej úrovni interdependencie a otvorenosti svetovej ekonomiky.

- Za ďalší nový jav vo svetovej ekonomike je možné považovať skutočnosť, že rozvojové a rozvíjajúce sa ekonomiky (najmä Čína, India a tranzitívne ekonomiky) majú čoraz významnejšiu pozíciu tak z hľadiska určovania tempa ekonomického rastu, ako aj z aspektu medzinárodnej deľby práce v oblasti investícií a medzinárodného obchodu.

- V podobnom duchu sme svedkami aj poklesu hegemónie americkej ekonomiky, ktorá dominovala svetovej ekonomike v minulých dekádach. V dôsledku tohto poklesu došlo k výraznému oslabeniu amerického dolára, a tým nielen k zmene relatívnych výnosov z cenných papierov denominovaných v dolároch a iných menách, najmä eurách, ale aj k zvýšeniu ceny komodít, najmä ropy.

- Ďalším novým fenoménom je skutočnosť, že pokračovanie prudkého rastu cien ropy a iných komodít napriek spomaleniu ekonomického rastu je čosi odlišné od toho, na čo bol svet zvyknutý doteraz.

- Konjunktúrny vývoj posledných rokov je sprevádzaný zvláštnymi javmi v tom, že na rozdiel od mnohých konjunktúrnych procesov v minulosti, v súčasnosti napriek spomaleniu globálneho rastu dochádza k rastu inflácie, a takýto vývoj stavia hospodársku politiku pred veľkú dilemu.

- Inovácie na finančných trhoch vedú k deformáciám trhových hodnôt tým, že prostredníctvom fúzií a akvizícií sa finančné trhy stali najvýznamnejším inštrumentom na prevzatie iných firiem (prevažne prostredníctvom využívania úverov), čo vedie k nadhodnocovaniu trhových hodnôt cenných papierov, čím sa svet, a v tomto kontexte tak trhová hodnota cenných papierov, ako i následné finančné krízy stávajú viac virtuálnymi, než to bolo v minulosti.

- Narastajúca globálna nerovnováha, keď mnohé zadlžené krajiny sú financované krajinami vykazujúcimi prebytky platobnej bilancie, z dlhodobého hľadiska znamená, že je nevyhnutná reforma tak v deficitných, ako aj v prebytkových krajinách v záujme pokračovania liberalizácie svetového obchodu. V opačnom prípade by to vyprovokovalo rastúci protekcionizmus, a tým návrat sveta do starých časov. V tomto duchu sme

svedkami globálneho boomu v zadlženosti nielen vlád a štátov, ale aj spotrebiteľov, v dôsledku čoho v globálnom meradle dochádza k masívnej zadlženosti domácností, najmä v oblasti spotrebných úverov.

- Za ďalší aspekt transformácie svetovej ekonomiky je možné považovať postavenie vlád, ktoré prostredníctvom suverénnych fondov menia jednak objem likvidity finančných trhov a tým zmierňujú dopad finančných kríz, ale menia aj podiely vlastníckych práv v globálnom meradle.

- V neposlednom rade narastajúce geopolitické napätie, prudké klimatické zmeny a starnutie populácie patria medzi nové fenomény s výraznými implikáciami pre svetovú ekonomiku.

Z týchto a ďalších aspektov transformácie svetovej ekonomiky vyplýva, že je nevyhnutné pre ktorýkoľvek štát nastaviť hospodársku politiku na dráhu rozširovania možností adaptácie na nové javy a výzvy v čoraz viac globalizujúcom sa svete. To, samozrejme, vyžaduje budovanie vysoko flexibilnej ekonomiky založenej na znalostiach a vysoko kvalifikovanej a flexibilnej pracovnej sily, čo je zárukou efektívneho adaptačného procesu. Pretože v tak rýchlo sa meniacom svete budovanie udržateľného ekonomického prostredia je možné len vtedy, ak je ekonomika pripravená, rýchlo a adekvátne čeliť novým výzvam. Tak ako konštatoval Charles Darwin „nie najsilnejší alebo najinteligentnejší z druhov je ten, ktorý prežije, ale ten, ktorý je najviac adaptabilný“.

Menbere Workie Tiruneh
vedúci autorského kolektívu

1. VÝVOJ SVETOVEJ EKONOMIKY V ROKU 2007 A PERSPEKTÍVY NA ROKY 2008 A 2009

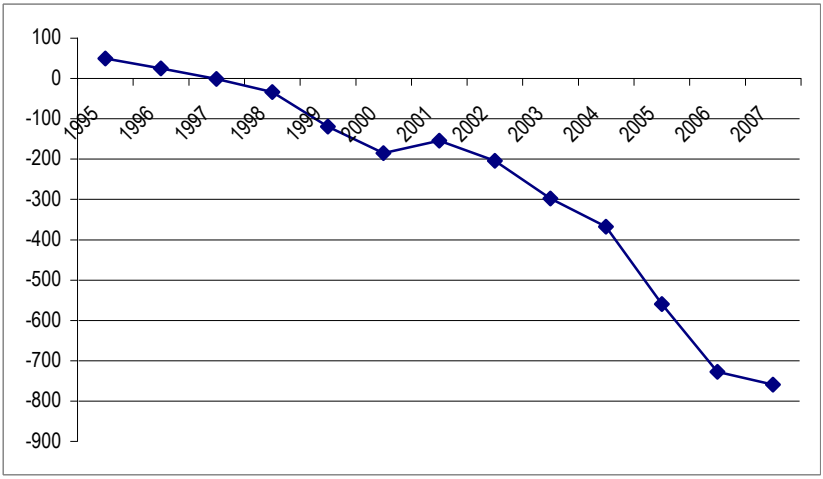
1.1. Vybrané aspekty transformácie svetovej ekonomiky

Súčasnú svetovú ekonomiku je možné charakterizovať ako zásadne odlišnú v porovnaní s obdobiami do polovice 90. rokov minulého storočia, pričom zmeny sa týkajú tak kvalitatívnych, ako aj kvantitatívnych aspektov jej fungovania. Z mnohých faktorov (vrátane klimatických zmien a starnutia populácie, pozri Workie a kol., 2006) spomeňme aspoň niekoľko ďalších, ktoré sú považované za kľúčové prvky transformácie svetovej ekonomiky.

Prehlbovanie procesu globalizácie

Medzi najdôležitejšie znaky transformácie svetovej ekonomiky jednoznačne patrí prehlbovanie globalizačného procesu, ktorý v posledných rokoch výrazne zvýšil interdependenciu svetovej ekonomiky, a to minimálne z dvoch aspektov. Po prvé, rast medzinárodného obchodu tak v objemovom, ako aj v hodnotovom vyjadrení predstihol rast svetového outputu. Priemerný rast objemu exportu bol v rokoch 2004 – 2007 na úrovni 8,7 %, hoci rast HDP bol len na úrovni 3,8 %. To isté platí o globálnej mobilite privátneho kapitálu, ktorý je hlavným ukazovateľom vyššieho stupňa finančnej liberalizácie. V tejto súvislosti je zaujímavé, že na rozdiel od 70. a 80. rokov minulého storočia prúdi viac kapitálu z rozvojových do rozvinutých krajín. Napríklad v roku 1995 dosiahol čistý finančný transfer v prospech rozvojových krajín 49 mld USD, ale v rokoch 1997 – 2007 bol čistý transfer kapitálu už v prospech rozvinutých krajín (graf 1.1). Po druhé, čo sa javí ako náznak, a zároveň dôkaz prepojenosti svetovej ekonomiky, sme svedkami výrazného efektu nákazy krajín či regiónov, keď kríza v jednej krajine či regióne veľmi rýchlo ovplyvňuje inú časť zemegule. Menová kríza Európskeho menového systému v rokoch 1992 – 1993, ázijská finančná kríza v roku 1997 či súčasná hypotekárna kríza v USA s ich negatívnymi efektmi prelievania (spilloverové efekty) patria medzi krízy, ktoré výrazným spôsobom ovplyvnili dynamiku svetovej ekonomiky (pozri časť 3.1).

G r a f 1.1
Čistý transfer financií do rozvojových krajín (v mld USD)



Prameň: Vlastné spracovanie na základe údajov UN (2008).

Klesajúci trend úlohy vyspelých ekonomík a nárast vplyvu rozvíjajúcich sa ekonomík

Na rozdiel od predchádzajúceho storočia, v ktorom mali rozvinuté ekonomiky absolútne dominantné pozície vo svetovej ekonomike, v súčasnom období sme svedkami narastajúceho významu rozvojových a rozvíjajúcich sa ekonomík a poklesu podielu rozvinutých krajín. V tomto smere podiel USA na HDP sveta klesol z 22,5 % v rokoch 1970 – 1975 na 20,5 % v rokoch 2001 – 2005 a podiel na exporte sveta z 15,7 % v rokoch 1970 – 1975 na 11,6 % v rokoch 2001 – 2005 (tab. 1.1). Podobný trend sa zaznamenal aj v ostatných rozvinutých krajinách či zoskupeniach. Naopak, podiel rozvíjajúcich sa krajín sa za posledných 30 rokov výrazne zvýšil. V tomto kontexte dosiahla najmarkantnejší pokrok Čína, ktorej podiel na svetovom HDP vzrástol o takmer 350 % a na svetovom exporte o takmer 250 % (tab. 1.1). Ostatné rozvíjajúce sa ekonomiky vykazujú podobný trend. Pri ich súčasnej dynamike je možné predpokladať, že ich podiel a tým aj vplyv na dynamiku svetovej ekonomiky bude ďalej narastať.

T a b u ľ k a 1.1
Pozícia 10 najväčších ekonomík vo svetovej ekonomike (percentuálny podiel)

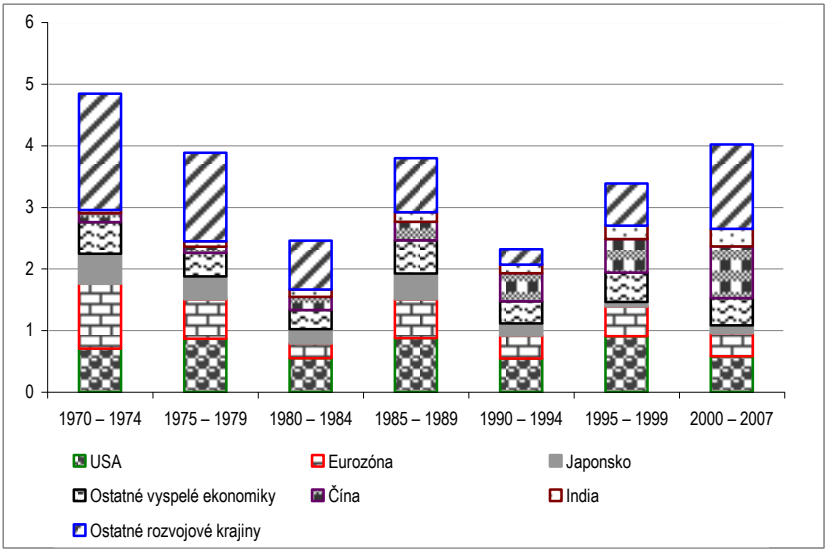
	HDP			Obchod s tovarom		
	na báze parity kúpnej sily			export		
	1971 – 1975	1986 – 1996	2001 – 2005	1971 – 1975	1986 – 1996	2001 – 2005
USA	22,5	21,5	20,5	15,7	13,2	11,6
Eurozóna	21,3	18,4	15,7	21,2	20,1	18,5
Japonsko	8,0	8,4	6,7	8,5	10,9	7,4
Veľká Británia	4,3	3,5	3,1	6,9	6,2	4,7
Čína	3,0	5,8	14,0	1,2	2,0	7,2
Kanada	2,1	2,0	1,9	5,7	4,7	4,4
Mexiko	1,7	1,9	1,8	0,5	0,9	2,7
Kórea	0,6	1,1	1,6	0,7	2,3	3,1
India	3,5	4,0	5,7	0,7	0,6	1,0
Brazília	2,7	3,2	2,7	1,3	1,3	1,2

Prameň: IMF (2007).

Napriek vysokej miere interdependencie svetovej ekonomiky ako celku sa ukazuje, že neexistuje až taká silná synchronizácia medzi hospodárskymi cyklami rozvinutých a rozvojových, resp. rozvíjajúcich sa ekonomík. Súčasná svetová ekonomika sa teda líši od predošlej aj tým, že globálny ekonomický rast už nie je odkázaný na osud vyspelých ekonomík, najmä USA, v takej miere, ako to bolo v minulom storočí. V súčasnosti, i napriek výraznému spomaleniu ekonomického rastu USA, ostáva celkový ekonomický rast sveta v porovnaní s vývojom v 90. rokoch minulého storočia na vysokej úrovni. Z tohto hľadiska rozvíjajúce sa ekonomiky v súčasnosti nielenže vykazujú rastúci podiel na HDP a exporte sveta, ale aj najväčší príspevok k svetovému rastu. Súčasný globálny rast sa dosahuje práve vďaka rýchlejšiemu rastu týchto ekonomík, najmä Číny a Indie, tranzitívnych ekonomík a ostatných rozvojových ekonomík (graf 1.2). Z grafu 1.2 je evidentný klesajúci trend príspevku rozvinutých ekonomík k rastu svetového HDP, pričom napríklad príspevok USA klesol z takmer 0,8 percentuálneho bodu (p. b.) v rokoch 1970 – 1974 na takmer 0,6 p. b. v rokoch 2000 – 2007. V eurozóne sa v rovnakom období zaznamenal pokles z takmer 1 % na 0,35 p. b. Naproti tomu príspevok rozvojových a rozvíjajúcich sa krajín sa v posledných rokoch výrazne zvýšil, pričom napríklad príspevok čínskej ekonomiky ku

globálnemu rastu vzrástol z takmer 0,14 p. b. v rokoch 1970 – 1974 na 0,8 p. b. v rokoch 2000 – 2007.

Graf 1.2
Príspevok jednotlivých krajín a regiónov k rastu HDP sveta (v %)



Prameň: Vlastné spracovanie na základe údajov IMF (2008).

Môže svetová ekonomika fungovať bez rozvinutých krajín?

Samozrejme, že rýchlejší rast rozvojových a rozvíjajúcich sa krajín zďaleka neznamená, že svetová ekonomika si vystačí bez rastu ich rozvinutých partnerov. Práve naopak, spomalenie ekonomického rastu vyspelých ekonomík môže ovplyvniť tempo svetového rastu napríklad tým, že dochádza k zníženiu importu z rozvojových a rozvíjajúcich sa krajín. V tomto kontexte ekonometrické štúdie Medzinárodného menového fondu (MMF) (pozri IMF, 2007, s. 136) zistili v období 1970 – 2005 na základe ročných údajov 130 vyspelých a rozvojových ekonomík nasledovné skutočnosti (pozri tab. 1.2):

- Pokles ekonomického rastu USA o 1 % môže viesť k poklesu svetového rastu o 0,16 p. b. Tento vplyv je ešte vyrazenejší v krajinách, ktoré majú

významné obchodné vzťahy s USA, kde pokles môže dosiahnuť až 0,92 p. b.

- Podobne ako v prípade USA, pokles ekonomického rastu krajín eurozóny o 1 % môže viesť k poklesu svetového rastu o 0,1 p. b. a v krajinách, ktoré majú silné obchodné vzťahy s touto skupinou krajín, dokonca až o 1,1 p. b.
- Pokles japonskej ekonomiky má pre rast svetovej ekonomiky takmer rovnaký význam.

Tabuľka 1.2
Efekt prelievania ekonomického rastu kľúčových zoskupení (1970 – 2005)

	Regresia 1	Regresia 2	Regresia 3
Rast v USA	0,16***		
Obchod s USA		0,92**	
Finančná integrácia s USA			0,31*
Rast v eurozóne	0,1*		
Obchod s eurozónou		1,1***	
Finančná integrácia s eurozónou			(–)
Rast v Japonsku	0,11***		
Obchod s Japonskom		(+)	
Finančná integrácia s Japonskom			(–)

Poznámka: *, **, a *** poukazujú na mieru významnosti uvedených koeficientov na úrovni 10 %, 5 % a 1 % v uvedenom poradí.

Prameň: IMF (2007), s. 136.

Treba tiež podotknúť, že vysoké tempá ekonomického rastu ešte neznamenajú, že rozvojové a rozvíjajúce sa či tranzitívne ekonomiky dosiahli vysokú životnú úroveň. Odhady renomovaných inštitúcií poukazujú na to, že napriek trendu vysokého rastu týchto ekonomík je ich životná úroveň stále hlboko pod priemerom tak krajín OECD, ako aj USA. Napríklad pri súčasnom tempe ekonomického rastu by Čína potrebovala takmer 23 rokov, Brazília 119 rokov a Indonézia dokonca 181 rokov na to, aby dosiahli životnú úroveň krajín OECD (pozri tab. 1.3). Z toho vyplýva, že vysoký rast týchto ekonomík je prirodzeným procesom konvergencie ekonomicky slabších krajín k životnej úrovni ekonomicky vyspelých krajín.

T a b u ľ k a 1.3

25 najväčších ekonomík rozvojového a rozvíjajúceho sa sveta a čas potrebný na dobehnutie vyspelých krajín OECD pri priemernom raste za posledných 10 rokov

	HDP na obyv. (PKS) v roku 2006	Rast HDP na obyv. za posledných 10 rokov		Požadovaná miera rastu HDP na obyv. na konvergenciu		Požadovaná dĺžka obdobia
		maximálna	priemerná	v roku 2050	v roku 2100	
Čína	6 621	10,1	8,3	5,7	3,7	23
Brazília	7 826	4,3	1,1	5,3	3,5	119
India	3 308	7,7	4,9	7,4	4,5	50
Mexiko	9 967	5,2	2,4	4,7	3,3	55
Rusko	10 350	10,0	5,4	4,6	3,2	17
Argentína	13 652	8,1	1,7	4,0	2,9	17
Turecko	7 842	8,1	2,7	5,3	3,5	28
Indonézia	3 570	4,3	1,3	7,2	4,4	181
Poľsko	13 340	7,0	4,3	4,0	3,0	22
Juhoafrická rep.	10 338	3,9	1,7	4,6	3,2	135
Thajsko	8 065	6,2	1,8	5,2	3,5	45
Venezuela	6 485	16,2	1,1	5,7	3,7	13
Irán	7 405	5,9	3,2	5,4	3,6	54
Egypt	4 035	4,9	2,7	6,9	4,3	118
Malajzia	10 091	6,4	2,2	4,7	3,3	35
Kolumbia	6 886	5,4	1,0	5,6	3,7	68
Filipíny	4 731	4,3	2,2	6,5	4,1	159
Pakistan	2 206	4,8	1,8	8,3	4,9	159
Čile	10 939	5,1	2,6	4,5	3,2	54
Alžírsko	6 376	5,3	2,4	5,8	3,8	75
Peru	5 725	6,5	2,3	6,0	3,9	51
Bangladéš	1 916	4,8	3,5	8,7	5,1	163
Nigéria	1 008	8,0	1,8	10,3	5,8	74
Maďarsko	16 928	5,5	4,7	3,4	2,7	26
Rumunsko	8 722	8,7	3,1	5,0	3,4	24
				HDP na obyv. (PKS)		
				v roku 2050	v roku 2100	
OECD	*30 897*	*3,08*	*2,04*	*75 130*	*206 222*	–

Prameň: Commission on Growth and Development (2008).

Narastajúci význam informačných technológií pre svetovú ekonomiku

Jedna z najmarkantnejších zmien vo svetovej ekonomike súvisí s rozvojom informačných technológií (IT), ktoré možno považovať za tretiu najvýznamnejšiu fázu ľudskej civilizácie a ktoré sa stávajú hnacím motorom transformácie

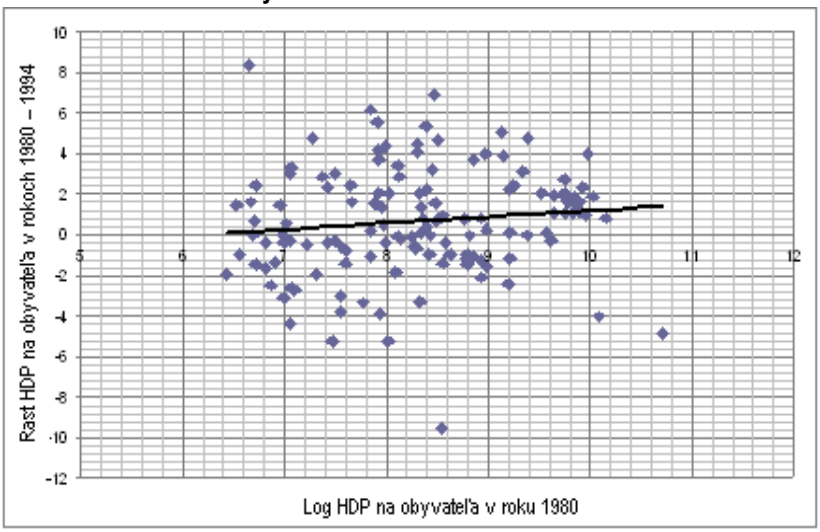
globálnej ekonomiky. Informačné technológie zahŕňajúce hardvér, softvér a služby vrátane internetu zásadným spôsobom zmenili základnú paradigmu fungovania svetovej ekonomiky. Rýchlosť transferu informácií medzi rôznymi subjektmi (elektronické podnikanie, elektronické vzdelávanie, elektronická vláda, elektronická bezpečnosť atď.) a ich kvalita na jednej strane výrazne znížili dopravné a celkové transakčné náklady a tým zvýšili efektívnosť v globálnom meradle. Na druhej strane efektívne využitie informačných technológií vo svetovej ekonomike viedlo k niekoľkým ďalším pozitívnym zmenám. Jednou z nich je skutočnosť, že v krajinách s vysokou úrovňou investícií do informačných technológií došlo k výraznej akcelerácii produktivity práce a kapitálu mimo informačných technológií.

V danej súvislosti má popredné postavenie USA, kde napríklad v období 1995 – 2000 (obdobie, v ktorom sa dosiahol významný pokrok v používaní informačných technológií) došlo k rastu produktivity práce, okrem poľnohospodárskeho sektora, o 2,5 % v porovnaní s 1,5 % v období 1987 – 1995 (Oliner – Sichel, 2002). Podobné odhady vychádzajúce z údajov 26 firiem v odvetví IT v USA pri porovnaní rokov 1987 – 1995 a 1995 – 2000 poukazujú na zvýšenie celkovej produktivity vo výške 0,83 p. b., a dokonca iba dve firmy z odvetvia IT prispeli k celkovej produktivite USA až 0,17 p. b. Ďalších 33 firiem z odvetví mimo IT prispelo k vývoju produktivity USA negatívne. Z našich analýz v období 1995 – 2004 na základe údajov vyspelých a tranzitívnych ekonomík tiež vyplýva, že rozvoj informačných technológií prispel k zvýšeniu produktivity týchto ekonomík (Workie a kol., 2006). Podobne za úspechmi mnohých krajín v Európe (napríklad Írska) stojí práve rozvoj a efektívne využívanie informačných technológií.

Samozrejme, že rast produktivity vyvolaný výrobou informačných technológií, ako aj ich efektívnym využívaním viedol k nadpriemernému rastu svetovej ekonomiky. Z grafov 1.3 a 1.4 vyplýva, že oproti rokom 1980 – 1994, keď bol zaznamenaný negatívny rast reálneho HDP na obyvateľa vo viacerých krajinách sveta, v rokoch 1995 – 2005 prevažná väčšina krajín, za ktoré boli údaje dostupné, zaznamenala vysokú mieru rastu reálneho HDP na obyvateľa a iba niekoľko krajín vykázalo negatívny ekonomický rast, čo je tiež dôkazom markantného prínosu informačných technológií pre svetovú ekonomiku.

Graf 1.3

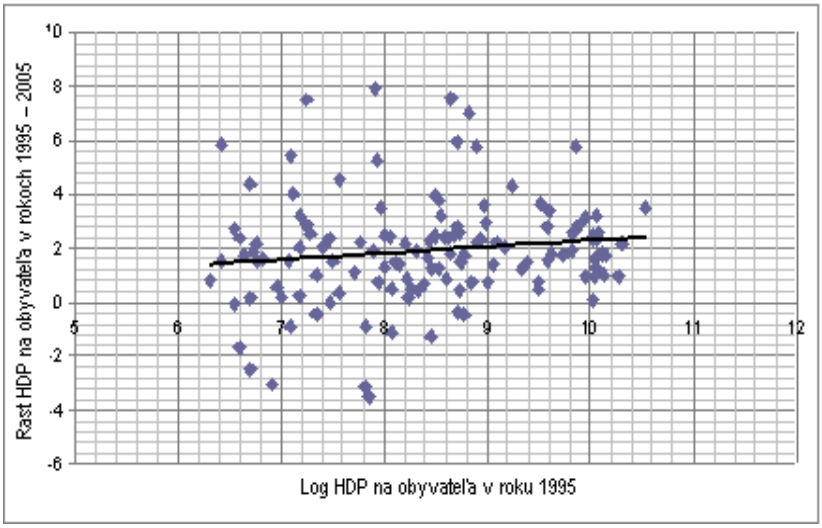
Rast reálneho HDP na obyvateľa v rokoch 1980 – 1994



Prameň: Vlastné spracovanie na základe údajov World Bank (2007b).

Graf 1.4

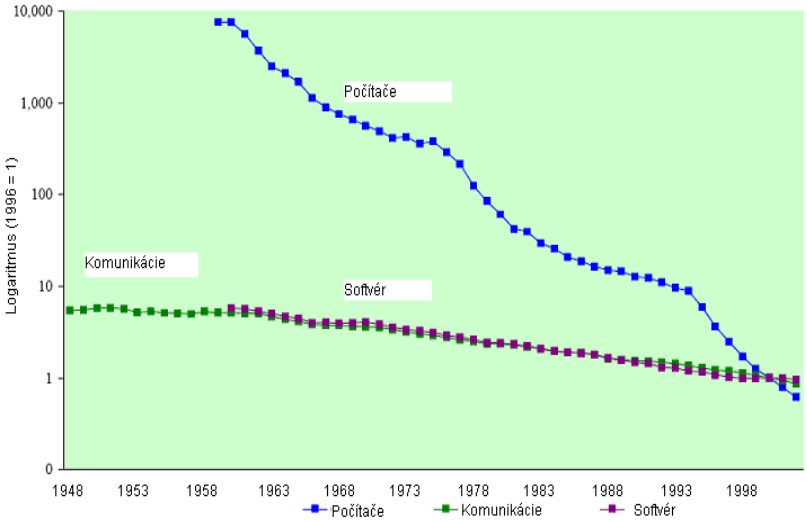
Rast reálneho HDP na obyvateľa v rokoch 1995 – 2005



Prameň: Vlastné spracovanie na základe údajov World Bank (2007b).

Prínos informačných technológií pre svetovú ekonomiku spočíva aj v tom, že dochádza k zvýšeniu výkonnosti samotných IT produktov pri súčasnom výraznom poklese ich cien (graf 1.5) – fenomén známy ako tzv. Moorovo pravidlo (Moore's Law): „Počet tranzistorov v čipoch sa zdvojnásobil približne každých 12 až 18 mesiacov za posledných 30 rokov."

G r a f 1.5
Relatívne ceny počítačov, komunikácie a softvéru (1948 – 2002)



Poznámka: Vertikálna os je v logaritmoch.

Prameň: <http://www.economics.harvard.edu/faculty/jorgenson/files/acounting_for_growth_050121.pdf>.

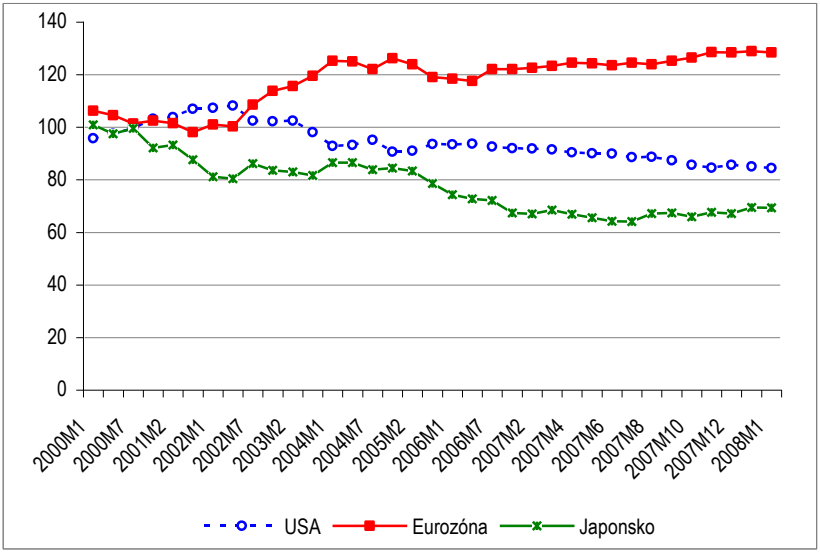
Zvýšenie výkonnosti IT produktov a pokles ich cien má pre svetovú ekonomiku nasledujúce dôsledky:

- Vysoká výkonnosť IT produktov zvyšuje produktivitu samotných výrobcov informačných technológií, čím sa zvyšuje ich význam.
- Nízke ceny IT produktov znamenajú aj zvýšenie dostupnosti ich využívania vo firmách.
- Vysoká výkonnosť IT produktov pri poklese cien odzrkadľuje vysokú mieru produktivity a pridanej hodnoty v samotných firmách, ktoré vyrábajú IT produkty.

Koniec hegemónie amerického dolára?

Jedna z najdôležitejších zmien vo fungovaní svetovej ekonomiky súvisí s pokračovaním poklesu amerického dolára voči hlavným svetovým menám za posledné roky (graf 1.6 a tab. 1.4). Výrazná depreciácia amerického dolára súvisí s niekoľkými ekonomickými a politickými príčinami. Prvý ekonomický dôvod je spojený s pretrvávajúcim deficitom bežného účtu platobnej bilancie USA, hoci v tomto smere sa dosiahol určitý pokrok. Druhým dôvodom je nízka úroková miera v USA oproti ostatnému vyspelému svetu, s výnimkou Japonska, čo fakticky znamená nižší výnos z finančných aktív denominovaných v dolároch a tým aj nízky dopyt po nich. Medzi politické rozhodnutia, ktoré ovplyvnili hodnotu amerického dolára, patrí napríklad odmietnutie držby medzinárodných rezerv v dolároch niektorými krajinami, najmä Iránom a Venezuelou.

G r a f 1.6
Reálny efektívny menový kurz (rok 2000 = 100)



Prameň: Vlastné spracovanie na základe údajov IMF (2008).

Tabuľka 1.4
Reálny efektívny menový kurz rozvojových a rozvíjajúcich sa ekonomík (rok 2000 = 100)

	Čína	India	ASEAN 4	Novo-industrializo-vané krajiny	Latinská Amerika	Stredná Európa	Stredný východ	Afrika
2000	102,32	100,68	96,06	97,38	99,39	103,58	101,40	100,58
2001	105,21	100,99	100,25	95,60	97,95	114,52	101,61	88,67
2002	98,64	95,98	105,06	95,68	76,44	110,88	92,83	97,02
2003	92,81	96,11	102,74	90,90	78,87	102,26	81,54	108,61
2004	88,98	98,69	98,30	95,30	81,31	114,76	79,05	115,78
2005	95,89	102,69	108,42	100,07	92,29	117,39	85,49	120,66
2006	95,72	102,10	116,76	102,33	92,77	121,11	84,47	114,36
2007 M1	97,07	104,34	118,61	101,98	93,52	119,98	85,88	114,12
2007 M6	99,77	110,93	121,03	101,31	98,30	122,59	84,94	112,20
2007 M12	101,12	109,73	117,86	98,44	98,74	130,67	85,25	116,47
2008 M1	102,00	109,28	117,77	96,65	98,88	131,87	85,49	115,61
2008 M2	102,81	107,65	118,43	96,75	100,53	132,79	85,83	111,81

Prameň: Vlastné spracovanie na základe údajov IMF (2008).

Bez ohľadu na príčiny podhodnotenia dolára sú následky pre svetovú ekonomiku značné a je veľký predpoklad, že dolár sa bude buď oslabovať aj naďalej, alebo k jeho posilneniu nedôjde v najbližších mesiacoch. Prvým dôsledkom oslabenia dolára je zvýšenie ceny ropy na svetových trhoch, ktorá sa blíži k 140 USD za barel, čo môže výrazne spomaliť ekonomický rast sveta a spôsobiť nadmernú zadlženosť najmä rozvojových ekonomík a tým aj vrátiť svet k starým časom (70. roky minulého storočia). Druhým rizikom oslabenia dolára je strata kúpyschopnosti medzinárodných rezerv, ktorými disponujú mnohé krajiny s nadmerným prebytkom bežného účtu platobnej bilancie (najmä Čína s prebytkom vo výške takmer 1,4 mld USD, pozri graf 1.11). Za ďalší nepriaznivý efekt podhodnoteného dolára možno považovať stratu konkurencieschopnosti európskych firiem v dôsledku silného eura.

Mnohonásobné krízy v rovnakom čase: akú úlohu zohral pokles hodnoty dolára?

Osobitosť súčasnej svetovej ekonomiky spočíva aj v tom, že paralelne čelí niekoľkým krízam, a to energetickej, demografickej, potravinovej kríze, ako aj hypotekárnej kríze, najmä v USA. Aj keď sa na prvý pohľad môže zdať, že jednotlivé krízy sú od seba nezávislé, v skutočnosti sú navzájom

prepojené (pozri Baláž, 2007; Kosír, 2007; Workie a kol., 2006; a kapitoly 2 a 3 tejto monografie). Alarmujúci rast cien potravín a ropy má okrem iného výrazný vplyv aj na vývoj globálnej inflácie. Vo svetovom meradle prispeli ceny potravín v roku 2007 ku globálnej inflácii 44 % oproti 27 % v roku 2006 (tab. 1.5). Pokiaľ však ide o rozsah dopadu cien potravín na vývoj inflácie, existujú regionálne rozdiely. V tomto kontexte boli najviac postihnuté regióny ako Stredný východ, Afrika, rozvojová časť Ázie a Latinská Amerika.

Tabuľka 1.5
Potravinová a ropná kríza a ich príspevok ku globálnemu vývoju miery inflácie (v %)

	2006					2007				
	celková inflácia	potraviny		palivo		celková inflácia	potraviny		palivo	
		inflácia	príspevok	inflácia	príspevok		inflácia	príspevok	inflácia	príspevok
Svet	3,4	3,4	27,0	11,2	19,9	3,9	6,2	44,3	4,1	8,0
Vyspelé ekonomiky	2,3	2,0	12,4	11,1	28,0	2,2	3,0	19,5	3,8	12,1
Afrika	7,2	8,5	46,6	8,7	22,3	7,4	8,7	43,6	6,7	6,5
SNŠ	9,3	8,5	40,0	17,1	7,6	9,6	9,2	41,1	11,7	7,2
Rozvojová časť Ázie	3,7	4,4	37,7	12,3	19,4	4,9	10,0	67,5	3,1	3,4
SVE	5,2	4,6	22,0	9,7	18,2	5,4	8,2	34,9	6,9	11,8
Stredný východ	3,4	5,1	57,0	1,9	5,3	10,1	13,6	42,3	10,1	24,4
Latinská Amerika	5,4	4,5	23,1	8,7	9,8	5,4	8,5	40,8	2,3	3,4

Prameň: IMF (2008), s. 62.

Pokiaľ ide o postavenie amerického dolára a jeho vplyv na ceny potravín a energie, MMF uskutočnil ekonometrickú analýzu na základe cenovej rovnice šiestich druhov komodít (zlato, ropa, hliník, meď, kukurica, pšenica). Cieľom bolo zistiť citlivosť cien komodít na zmenu hodnoty amerického dolára pri nezmenených ostatných premenných od polovice 80. rokov minulého storočia. Z výsledkov analýzy vyplývajú nasledujúce závery (tab. 1.6):

- Fluktuácia nominálneho kurzu amerického dolára má výrazný vplyv na vývoj cien komodít.
- V dlhodobom časovom horizonte pri poklese nominálneho kurzu dolára o 1 % dochádza k zvýšeniu ceny ropy a zlata o viac ako 1 %.
- Z krátkodobého hľadiska je to tiež približne 1 %, avšak menej ako v prípade ceny ropy ako ceny zlata.
- Pre iné komodity, okrem ropy a zlata, je vplyv z časového hľadiska vyrovnaný, pričom pokles hodnoty dolára môže spôsobiť nárast cien o 0,47 p. b.

Tabuľka 1.6
Vplyv percentuálneho poklesu dolára na ceny komodít (v %)

	Mesiace po kurzovom šoku				
	1	4	12	24	60
	v bežných hodnotách dolára (na základe nominálneho efektívneho kurzu)				
Zlato	1,17	1,22	1,30	1,36	1,39
Ropa	0,80	0,97	1,13	1,27	1,43
Index komodít, okrem ropy	0,48	0,47	0,47	0,47	0,46
Hliník	0,53	0,53	0,53	0,52	0,52
Meď	1,11	1,02	0,80	0,56	0,18
	v stálych hodnotách dolára (na základe reálneho efektívneho kurzu)				
Zlato	1,12	1,12	1,13	1,14	1,17
Ropa	0,48	0,58	0,81	1,08	1,58
Index komodít, okrem ropy	0,47	0,48	0,51	0,54	0,64
Hliník	0,55	0,58	0,65	0,74	0,95
Meď	1,23	1,28	1,13	1,52	1,80

Prameň: IMF (2008).

Potravinová kríza priniesla za posledných 9 mesiacov rast cien potravín o 83 % (World Bank, 2008b) a Organizácia pre výživu a poľnohospodárstvo (Food and Agriculture Organization – FAO) zaznamenala 45 % zvýšenie indexu globálnych cien potravín, čo je najväčší nárast od začiatku používania tohto indexu v roku 1845. Okrem oslabenia hodnoty dolára vyvolal túto krízu celý rad ďalších faktorov. Rast cien potravín je spôsobený najmä suchom v krajinách, ktoré sú najväčšími producentmi pšenice (napr. Austrália), nízkymi rezervami potravín, vysokými cenami ropy, dvojnásobným zvýšením spotreby mäsa na obyvateľa a presunom 5 % obilia na výrobu biopalív (Global Issues, 2008).

Transmisný mechanizmus vplyvu dolára na ceny komodít

Ako sme už spomínali, depreciácia dolára má podstatný vplyv na vývoj cien komodít vo svete. Otázkou zostáva, akým spôsobom sa pokles hodnoty dolára premieta do cien komodít. Prvý transmisný mechanizmus, ktorým oslabený dolár zvyšuje ceny, predstavuje kúpyschopnosť a zmeny cien vstupov. Dôvodom je skutočnosť, že mnohé komodity sú kótované v dolároch a jeho depreciácia znamená nízke tržby a následne nízky zisk v lokálnych menách (IMF, 2008; Iša – Okáli, 2008). Druhý transmisný mechanizmus prebieha cez finančné aktíva. Pokles hodnoty dolára v tomto prípade znamená nízky dopyt po finančných aktívach denominovaných v dolároch,

a teda nárast dopytu po iných komoditách vyvolávajúci zvýšenie ich cien. Tretí mechanizmus je spojený s potenciálnou zmenou menovej politiky v krajinách s fixným menovým kurzom, resp. v krajinách ovplyvnených fluktuáciou hodnoty dolára, ktoré boli nútené k uskutočňovaniu expanzívnej menovej politiky stimulujúcej spotrebu a tým vytvárajúcej tlak na rast cien.

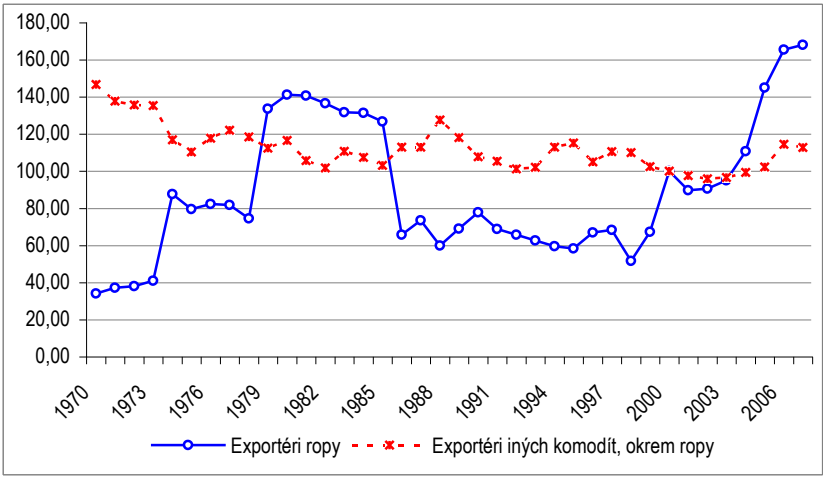
Vývoj terms of trade v prospech rozvojových krajín

Oproti 80. a 90. rokom minulého storočia, keď rozvojové krajiny stratili ekonomický blahobyt kvôli výraznému zhoršeniu ich *terms of trade*, v posledných rokoch svet zaznamenáva opačný trend. V súčasnosti sme svedkami mierneho zlepšenia *terms of trade* v prospech rozvojových krajín, čo je spôsobené najmä nasledujúcimi faktormi (UN, 2008):

- pokles cien priemyselných výrobkov v rozvinutých ekonomikách,
- výrazný nárast cien primárnych komodít na svetových trhov.

Z uvedeného vyplýva, že všetky rozvojové krajiny okrem rozvojovej časti Ázie zaznamenali zlepšenie v ich *terms of trade* (graf 1.7 a tab. 1.7).

G r a f 1.7
Index *terms of trade* (rok 2000 = 100)



Prameň: Vlastné spracovanie na základe údajov IMF (2008).

Tabuľka 1.7
Vývoj *terms of trade* regiónov svetovej ekonomiky (rok 2000 = 100)

	SSA	SVE a SNŠ	Rozvojová časť Ázie	Stredný východ a severná Afrika	Latinská Amerika	Vyspelé ekonomiky
1970 – 1974	103	–	110	59	112	103
1975 – 1979	105	–	101	90	109	100
1980 – 1984	112	–	97	123	110	100
1985 – 1989	104	–	103	83	105	101
1990 – 1994	97	59	104	76	100	101
1995 – 1999	98	98	98	105	72	101
2000	100	100	100	100	100	100
2001	97	99	101	93	99	100
2002	97	99	101	93	99	100
2003	99	100	100	97	97	100
2004	101	101	99	108	100	100
2005	110	103	97	132	105	100
2006	117	106	96	145	111	100
2007	117	106	95	146	110	100

Prameň: Vlastné spracovanie na základe údajov IMF (2008).

Vývoj svetovej ekonomiky v roku 2007 a perspektívy na roky 2008 – 2009

Ako sme už spomínali, napriek nepriaznivému vývoju najsilnejšej ekonomiky sveta, svetová ekonomika nevykáže v rokoch 2007 a 2008 výrazný pokles v jej rastovom trende. Podľa odhadov Medzinárodného menového fondu (IMF, 2008), Organizácie Spojených národov (UN, 2008) a Svetovej banky (World Bank, 2008b) by svetová ekonomika mala zaznamenať relatívne priaznivý ekonomicky vývoj, hoci v roku 2008 bude dochádzať k poklesu rastu s výhľadom na zlepšenie v roku 2009.[1] Avšak ani potom miera rastu nedosiahne úroveň z roku 2006. Odhady spomínaných inštitúcií sú síce odlišné, a to tak z dôvodu odlišných predpokladov, ako aj kvôli rozdielnostiam v metodologickom prístupe, avšak trendy sú vo všetkých prípadoch rovnaké. Podľa odhadov MMF (IMF, 2008) a Svetovej banky (World Bank, 2008b) by sa mal rast svetovej ekonomiky spomaliť na 3,7 % v roku 2008 a 3,8 % v roku 2009 (oproti 4,9 % v roku 2007 a 5,0 % v roku 2006) (grafy 1.8 a 1.9). Podľa odhadov OSN by mal byť rast ešte nižší, a to na úrovni 3,4 % podľa východiskového scenára a na úrovni 1,6 % podľa pesimistického scenára (pozri tab. 1.8).

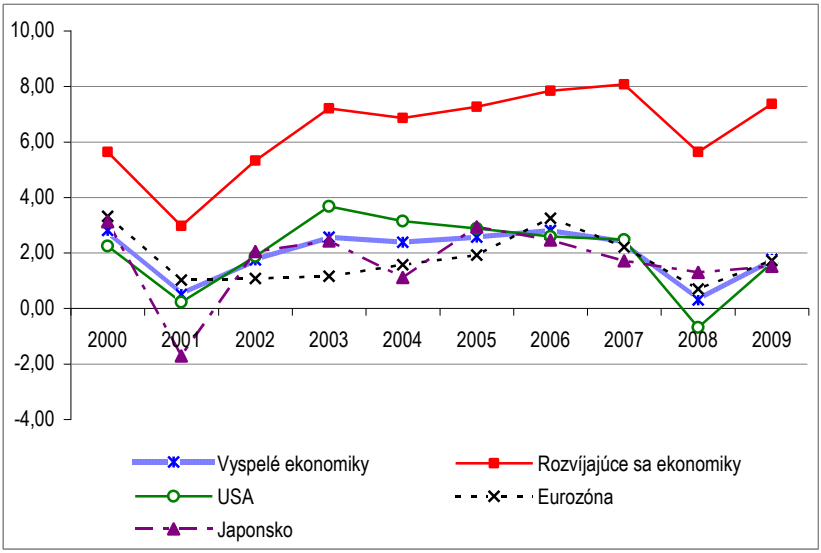
[1] Na širšiu diskusiu o faktoroch ekonomického rastu a úlohy hospodárskej politiky pozri Lisý (2005); Vincúr (2008).

Tabuľka 1.8
Očakávaný rast HDP na obyvateľa podľa scenára OSN v roku 2008

	Východiskový scenár	Pesimistický scenár
Svet	3,4	1,6
Rozvinuté ekonomiky	2,2	0,5
USA	2,0	–0,1
Eurozóna	2,5	1,0
Japonsko	1,7	0,7
Rozvojové ekonomiky	6,5	4,2
Afrika	6,2	4,0
Východná a južná Ázia	7,5	4,8
Západná Ázia	5,2	3,9
Latinská Amerika a karibské ostrovy	4,8	2,6
Tranzitívne ekonomiky	7,1	5,0

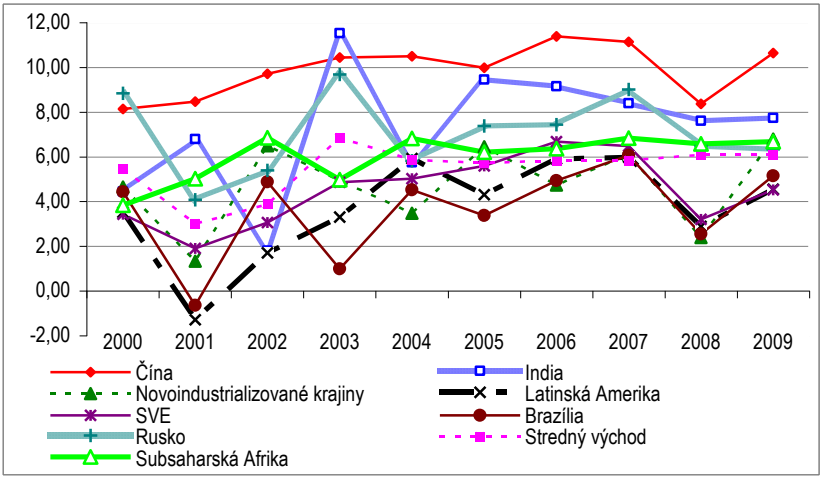
Prameň: UN (2008).

Graf 1.8
Rast reálneho HDP vyspelých a rozvíjajúcich sa ekonomík (2000 – 2009)



Prameň: Vlastné spracovanie na základe údajov IMF (2008).

Graf 1.9
Rast reálneho HDP rozvojových a rozvíjajúcich sa ekonomík (2000 – 2009)



Prameň: Vlastné spracovanie na základe údajov IMF (2008).

Regionálna dimenzia ekonomického rastu svetovej ekonomiky

Najväčšou zmenou, ktorá sa očakávala v roku 2007, je výrazné spomalenie ekonomického rastu USA, a to v takej miere, že sa hovorí o možnej recesii najväčšej ekonomiky sveta. Predpokladá sa, že rast ekonomiky USA v roku 2008 bude na úrovni 0,5 %, čo je menej než odhad z roku 2007 na úrovni 2,2 %. Hlavnými faktormi poklesu ekonomického rastu sú všeobecne známa hypotekárna kríza a následný pokles privátnej spotreby a investícií firiem za posledné dva roky. Pokles ekonomiky USA sa začal už v roku 2006, a to najmä v dôsledku poklesu predaja nehnuteľností, následného poklesu ich cien, ktorý sa premietol do hypotekárnej krízy a vyvolal sprísnenie podmienok poskytovania úverov (pozri časť 1.4). Pesimistický scenár OSN dokonca uvádza negatívny očakávaný rast v roku 2008. Zrejme jediným pozitívom vývoja americkej ekonomiky je, že dochádza k postupnému poklesu deficitu bežného účtu platobnej bilancie (na úrovni 5 % k HDP, oproti 6,5% HDP v roku 2006), najmä vplyvom poklesu hodnoty dolára voči hlavným svetovým menám.

Pokiaľ ide o západnú Európu, rok 2007 bol v podstate rokom relatívne vysokého rastu aj napriek problémom ekonomiky jej najväčšieho obchodného partnera, USA. V roku 2006 dosiahla západná Európa ekonomický rast na úrovni 2,6 %, čo je síce menej než priemerný rast svetovej ekonomiky, avšak z pohľadu rastúceho potenciálu týchto ekonomík je to veľmi priaznivý výsledok. Eurozóna v roku 2007 dosiahla rast HDP na úrovni 2,6 %, čo je oproti roku 2006 horší výsledok, ale takýto rast možno považovať za viac ako uspokojujúci, keďže väčšina krajín je nad alebo na hranici svojho potenciálu. Za hlavné faktory mierne spomaleného rastu sa považujú najmä pokles domácej spotreby, a to napriek klesajúcej miere nezamestnanosti, a nízka výkonnosť exportného sektora, najmä v dôsledku apreciácie eura voči doláru v roku 2007 o takmer 11 % a v prvých mesiacoch roka 2008 o ďalších 7 % (World Bank, 2008b). Aj preto bol zaznamenaný pokles rastu exportu tohto zoskupenia z 8,4 % v roku 2006 na 5,5 % v roku 2007. Niektoré krajiny (najmä Veľká Británia, a čiastočne Írsko) boli, pravdaže, ovplyvnené aj hypotekárnou krízou v USA a rekordnými cenami ropy, ktoré viedli k zvyšovaniu úrokových sadzieb (pozri Iša, 2008). Írska ekonomika sa dokonca nachádza v najnepriaznivejšej fáze svojho vývoja od roku 1983.

Japonsko sa postupne dostalo z dlhodobej recesie k miernemu rastu. Rast HDP však v roku 2007 dosiahol iba 2 %, čo je ešte menej než v roku 2006, keď sa zaznamenal rast na úrovni 2,4 %. Horšou správou tak pre Japonsko, ako aj pre celú svetovú ekonomiku je to, že polovica z celkového rastu ekonomiky v roku 2007 bol vygenerovaná čistým exportom (World Bank, 2008b; IMF, 2008; UN, 2008), čo poukazuje na slabý domáci dopyt a investície a na krehkosť japonskej ekonomiky vo vzťahu k vonkajšiemu dopytu (pozri časť 1.4).

Krajiny strednej a východnej Európy (SVE) patria v posledných rokoch medzi tie, ktoré dosahujú najdynamickejší ekonomický rast, aj keď v roku 2007 vykázali rast na úrovni 5,8 %, teda nižší než v roku 2006 (6,6 %). Najväčšie spomalenie zaznamenali Maďarsko, Estónsko a Lotyšsko, avšak príčiny spomalenia ekonomického rastu v týchto krajinách sú rôzne (IMF, 2008). Zníženie ekonomického rastu v Maďarsku bolo spôsobené poklesom privátnych investícií a spotreby, hlavne v dôsledku fiškálnej konsolidácie vlády. K poklesu došlo aj v Estónsku a v Lotyšsku, a čo je ešte horšie, ich

ekonomický rast má klesajúci trend. V roku 2008 sa predpokladá rast estónskej ekonomiky na úrovni 3,0 % (zo 7,1 % v roku 2007) a lotyšskej na úrovni 3,6 % (z 10,2 % v roku 2007). Napriek existujúcim rozdielom medzi krajinami faktom ostáva, že SVE dosiahli rýchlejší ekonomický rast ako západná Európa už šiesty rok po sebe a Slovensko sa stalo najrýchlejšie rastúcou ekonomikou v EÚ. Hlavnými zdrojmi rastu boli prílev zahraničných investícií (PZI reprezentovali 40 % z celkového prílevu zahraničného kapitálu) a rast domáceho dopytu v dôsledku rastu priemerných miezd a poklesu miery nezamestnanosti (pozri časť 1.3).

Spoločenstvo nezávislých štátov (SNŠ) pokračovalo v roku 2007 v rastovom trende a zaznamenalo tak ako v predošlom roku rast na úrovni 8,5 %. Najdôležitejšími faktormi rastu boli predovšetkým vysoké ceny komodít, expanzívna hospodárska politika, vysoký prílev zahraničného kapitálu, vyššia dynamika na trhu s úvermi a vyšší domáci dopyt (IMF, 2008). Na druhej strane však tempo ekonomického rastu tohto zoskupenia negatívne ovplyvnili turbulencie na globálnych finančných trhoch, a preto sa očakáva spomalenie ekonomík na úrovni 7 % v roku 2008 a 6,5 % v roku 2009 (časť 1.4).

Ekonomický vývoj v Ázii bol podobne ako v predošlých rokoch veľmi priaznivý, hoci aj tu dochádza k určitému spomaľovaniu ekonomického rastu. Tak ako v predchádzajúcich rokoch má dominantné postavenie Čína, ktorá v roku 2007 zaznamenala ekonomický rast na úrovni 11,4 %. Za najdôležitejšie faktory rastu možno považovať zvyšovanie investícií a čistého exportu. Avšak aj v Číne sa očakáva spomalenie ekonomického rastu, a to na úroveň 9,3 % v roku 2008 a 9,5 % v roku 2009 (IMF, 2008), najmä v dôsledku klesajúceho trendu exportu a vplyvom intervencií čínskej vlády proti prehriatiu ekonomiky.

Tak ako v iných regiónoch aj v Ázii možno pozorovať podstatné rozdiely medzi krajinami, resp. subregiónmi z hľadiska výšky a zdrojov ekonomického rastu. Napríklad v južnej Ázii dosiahol ekonomický rast v roku 2007 úroveň 8,2 %, čo je menej než 9 % rast z roku 2006, ktorý bol najrýchlejším za posledných 25 rokov (World Bank, 2008b). Lídrom tohto zoskupenia je India, no aj ostatné krajiny tohto regiónu tiež dosiahli veľmi priaznivý ekonomický rast, pričom jeho hlavnými zdrojmi boli najmä vysoká výkonnosť priemyselnej výroby a služobného softvéru, vysoký domáci dopyt a investície. Aj tu by

však, podobne ako v iných regiónoch, malo dochádzať k spomaleniu, a to v dôsledku poklesu exportu (najmä do USA a západnej Európy) vplyvom finančných turbulencií v USA, ktoré prostredníctvom poklesu portfóliových investícií oslabujú domáce kapitalové trhy, najmä v Indii (World Bank, 2008b; IMF, 2008; UN, 2008). Tieto ekonomiky však dokázali vo veľkej miere vykompenzovať pokles exportu do USA jeho nárastom do Číny a do krajín vyvážajúcich ropu.

Východná Ázia zaznamenala v roku 2007 ekonomický rast vo výške 8,4 %, čo je takmer na rovnakej úrovni ako v roku 2006. Za hlavný dôvod relatívne nízkeho rastu týchto ekonomík možno považovať nestabilitu na finančných trhoch (pokles cien akcií a *offshoringových* dlhopisov). Aj napriek tomu východná Ázia patrí v súčasnosti medzi najrýchlejšie rastúce regióny sveta.

Región Latinskej Ameriky a karibských ostrovov dosiahol v roku 2007 ekonomický rast na úrovni 5,7 %, teda mierne vyšší než v roku 2006 (5,6 %), a zaznamenal tak najdynamickejší rast od 70. rokov minulého storočia (World Bank, 2008b). Treba zdôrazniť aj to, že takýto rekordný rast sa dosiahol vo veľmi nestabilných globálnych ekonomických podmienkach. Jeho hlavným zdrojom bol predovšetkým priaznivý vývoj cien komodít, prílev investícií a celkove priaznivý vývoj na finančných trhoch. Avšak pod vplyvom oslabenia americkej ekonomiky, ktorá je najvýznamnejším obchodným partnerom Latinskej Ameriky, by mal región zaznamenať pokles ekonomického rastu na úroveň 4,4 % v roku 2008 a 3,6 % v roku 2009.

Aj v Afrike (najmä subsaharskej Afrike – SSA) sa podobne ako v ostatných rozvojových a rozvíjajúcich sa regiónoch dosiahol v roku 2007 vysoký ekonomický rast, a to na úrovni 6,8 %, čo je o 1 % viac ako v roku 2006. Pozitívom je, že tento rast je rozdelený rovnomerne, pričom takmer každá tretia ekonomika vzrástla v roku 2007 o viac ako 6 % (World Bank, 2008b). Za kľúčový zdroj ekonomického rastu sa považujú vysoké ceny primárnych komodít a ropy na svetových trhoch, pokračovanie trendu zvyšujúcej sa otvorenosti týchto ekonomík a zlepšenie makroekonomického prostredia. Napriek tomu, že ekonomický rast SSA v roku 2008 sa odhaduje na 6,3 % a v roku 2009 na 6,4 %, rizikom pre toto zoskupenie je jeho veľká zraniteľnosť voči spomaleniu rastu svetovej ekonomiky a potravinovej kríze.

Stredný východ a severná Afrika patrili v roku 2007 medzi regióny s najvyšším rastom, a to na úrovni 5,7 %, čo je najviac za posledných 12 rokov (World Bank, 2008b). K najdôležitejším faktorom tohto pozitívneho vývoja možno zaradiť najmä rekordný nárast cien ropy a vysoký prílev priamych zahraničných investícií, ktorý v roku 2007 dosiahol až 30,5 mld USD, teda o 3 mld USD viac ako v roku 2006 (IMF, 2008; World Bank, 2008b).

Vývoj reálneho HDP na obyvateľa vo svete

Vývoj reálneho HDP, ktorý slúži na porovnanie ekonomickej úrovne krajín či regiónov, bol v roku 2007 vo svete ako celku priaznivý, keďže 102 zo 160 krajín, za ktoré boli dostupné údaje, dosiahlo viac než 3 % rast tohto ukazovateľa (UN, 2008). Pozoruhodné je i to, že 69 zo 102 úspešných krajín je z rozvojového sveta, čo nebolo v minulých dekádach samozrejmosťou. Rovnako je veľmi pozitívna skutočnosť, že v roku 2007 došlo k poklesu rastu HDP na obyvateľa iba v 9 krajinách oproti 12 krajinám v roku 2006 (pozri tab. 1.9). No tak ako aj v predchádzajúcich rokoch sú to najmä krajiny z rozvojového sveta, ktoré zápasia s nízkym rastom reálneho HDP na obyvateľa.

Tabuľka 1.9
Frekvencia vysokého a nízkeho reálneho rastu HDP na obyvateľa vo svete (2005 – 2008)

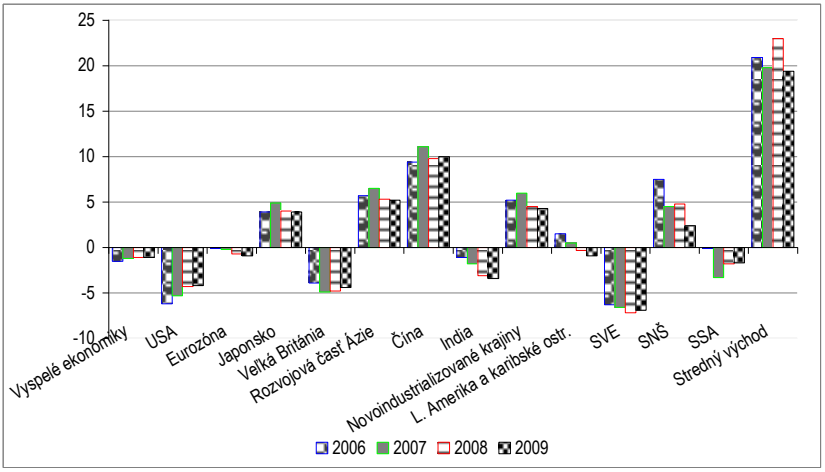
	Počet monitorovaných krajín	Počet krajín s poklesom reálneho HDP na obyvateľa				Počet krajín s rastom reálneho HDP na obyvateľa viac ako 3 %			
		2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Svet	160	14	12	9	4	87	95	102	95
z toho:									
Vyspelé ekonomiky	35	2	0	0	0	13	17	15	12
Tranzitívne ekonomiky	18	1	0	0	0	16	16	18	18
Rozvojové ekonomiky	107	11	12	9	4	58	62	69	65
z toho:									
Afrika	51	8	10	8	3	24	25	28	31
Východná Ázia	13	1	0	0	0	10	11	12	10
Južná Ázia	6	0	0	0	0	5	5	5	4
Západná Ázia	13	1	2	0	1	6	7	8	6
Latinská Amerika	24	1	0	0	0	13	14	16	14

Prameň: UN (2008), s. 6.

Zlepšovanie vývoja vonkajších nerovnováh

Jednou z mála dobrých správ o vývoji svetovej ekonomiky je zlepšenie vonkajších nerovnováh krajín, ktoré s nimi zápasili v posledných rokoch. V tomto smere dosiahli USA výrazný úspech, keď sa deficit bežného účtu platobnej bilancie znížil z rekordných 6,2 % HDP (811,5 mld USD) v roku 2006 na 5,3 % (738,6 mld USD) v roku 2007 a v rokoch 2008 a 2009 sa predpokladá ďalší pokles na takmer 4,3 % (IMF, 2008). Naproti tomu k miernemu zhoršeniu bežného účtu došlo v eurozóne, kde bol v roku 2006 zaznamenaný deficit na úrovni 0,1 % k HDP a v nasledujúcom roku 0,2 %, pričom v rokoch 2008 a 2009 sa predpokladá ďalší nárast na 0,7 % a 0,9 % (graf 1.10).

G r a f 1.10
Vývoj bežného účtu platobnej bilancie (v % HDP)

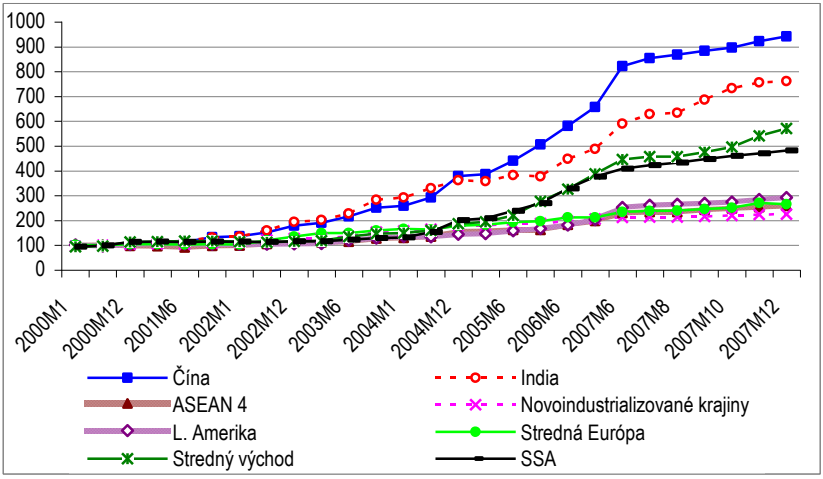


Prameň: Vlastné spracovanie na základe údajov IMF (2008).

Ostatné rozvojové a rozvíjajúce sa regióny vrátane Afriky, ktorá mávala veľké problémy s nepriaznivým vývojom vonkajších nerovnováh, zaznamenali v roku 2007 prebytok bežného účtu platobnej bilancie. Výnimkou sú krajiny strednej a východnej Európy, ktoré v roku 2007 vykázali deficit bežného účtu na úrovni 6,6 % HDP a v rokoch 2008 a 2009 by malo dôjsť k jeho

zhoršeniu na 7,8 % a 6,9 % v uvedenom poradí. Najvyššiu úroveň prebytku bežného účtu zaznamenal región Stredného východu a SNŠ, ako aj Čína, čo sa odzrkadľuje na výške ich medzinárodných rezerv (graf 1.11). Rekordne najvyššími medzinárodnými rezervami disponujú predovšetkým Čína, India, Stredný východ a subsaharská Afrika. Z pohľadu krajín mimo vývozcov ropy sú vysoké medzinárodné rezervy vykúpením pred devalvačným tlakom domácej meny v dôsledku vysokých cien ropy. Keďže však prevažná väčšina rezerv je držaná v dolároch, výrazný pokles amerického dolára znamená z pohľadu kúpyschopnosti týchto zdrojov vysoké straty.

G r a f 1.11
Medzinárodné rezervy vybraných krajín (regiónov) (rok 2000 = 100)



Prameň: Vlastné spracovanie na základe údajov IMF (2008).

Dilemy hospodárskej politiky súčasného sveta

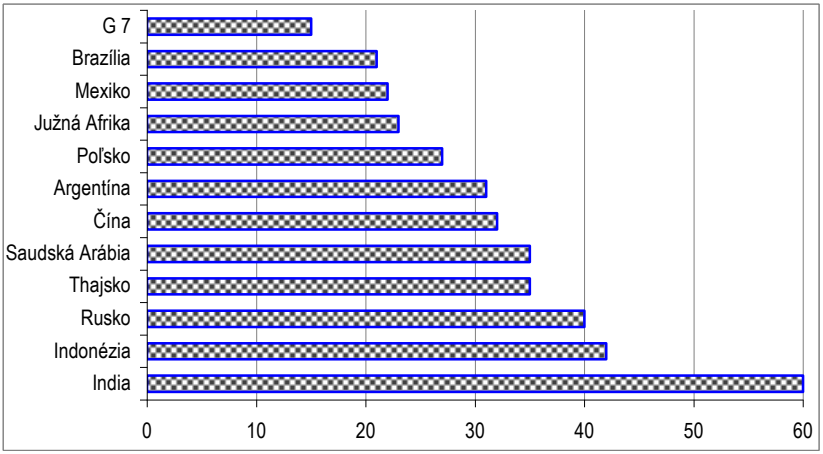
Hospodárska politika súčasného sveta sa nachádza v rozporuplnej situácii. Napriek obavám z možnosti upadnutia americkej ekonomiky do recesie a tým aj spomalenia rastu svetovej ekonomiky, inflácia má v celosvetovom meradle rastúcu tendenciu. Tak ako obvykle, vývoj inflácie je horší v rozvíjajúcich sa než v rozvinutých ekonomikách. Pritom súčasná miera

inflácie je unikátna v tom, že je spôsobená nielen vysokými cenami ropy, na ktoré je svet z času na čas zvyknutý, ale aj prudko stúpajúcimi cenami potravín, ktoré niektorí považujú za „tichú tsunami“. V tejto súvislosti prezident Svetovej banky Robert Zoellick vyjadril obavu, že inflácia, ktorá je spôsobená rastom cien potravín, môže vrátiť najmenej 100 miliónov ľudí späť do chudoby a tým môže mariť snahy medzinárodného spoločenstva o zníženie globálnej chudoby. V podobnom duchu Ronald Reagan charakterizoval infláciu nasledovne „agresívna ako lupič, strašidelná ako zlodej, smrteľná ako zranený človek“.

Svetová ekonomika sa nachádza prakticky vo fáze vytvárania nových pravidiel (*new orders*), ktoré charakterizujú nasledujúce prvky:

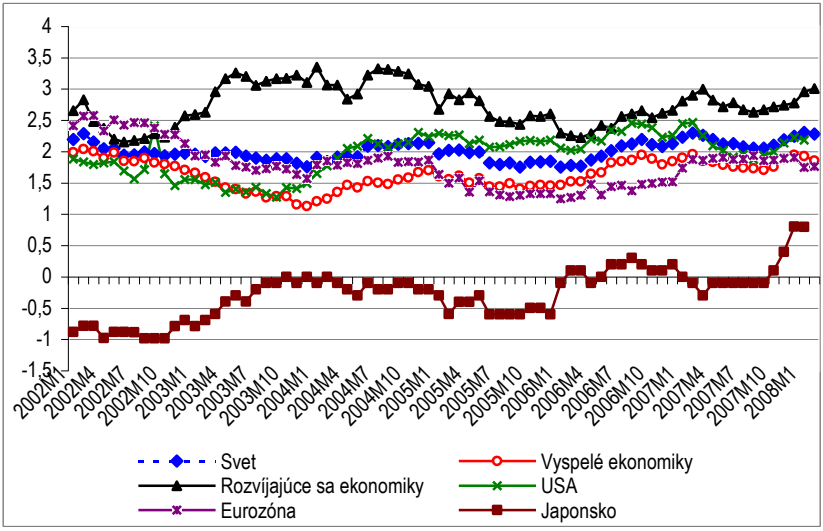
- Financie z rozvíjajúcich sa ekonomík zohrávajú vo finančnom systéme USA kľúčovú úlohu, keďže takmer polovica z celkového prílevu kapitálu do USA v minulom roku bola z Brazílie, Mexika, Číny a Ruska (Bank of America).
- V prechádzajúcich rokoch bol pokles ekonomického rastu USA a vyspelých štátov spravidla sprevádzaný poklesom cien ropy, čo už dnes neplatí.
- Hospodárska politika vyspelých štátov je ovplyvnená hospodárskou politikou rozvíjajúcich sa ekonomík. Fed znižoval úrokové sadzby od augusta 2007 do súčasnosti až sedemkrát, a to na úroveň 2 % (World Bank, 2008b), avšak neustále sa zvyšujúce ceny komodít vytvárajú tlaky na zásahy Fed-u proti inflácii zvýšením úrokovej sadzby, čo by akcelerovalo smerovanie ekonomiky USA k recesii.
- Hoci vývoj inflácie v poslednom období vyžaduje výrazné zvýšenie úrokových sadzieb, v súčasnosti je globálna reálna úroková sadzba záporná, čo stimuluje dopyt tak v rozvíjajúcich sa, ako aj vo vyspelých ekonomikách.
- Obava z výrazného rastu globálnej inflácie spočíva aj v tom, že váha potravín v indexe spotrebiteľských cien je v rozvíjajúcich sa krajinách výrazne vyššia než v rozvinutých krajinách (pozri graf 1.12). V mnohých ekonomikách sú krátkodobé úrokové sadzby nižšie než miery nominálneho rastu HDP (základný indikátor na určenie úrokových sadzieb), z čoho vyplýva, že menová politika je príliš expanzívna. V minulom roku došlo k rastu menovej zásoby v rozvíjajúcich sa krajinách v priemere o 20 % a v Rusku to bolo dokonca 42 % (The Economist, máj 2008).

Graf 1.12
Váha potravín v indexe spotrebiteľských cien vybraných krajín a G 7



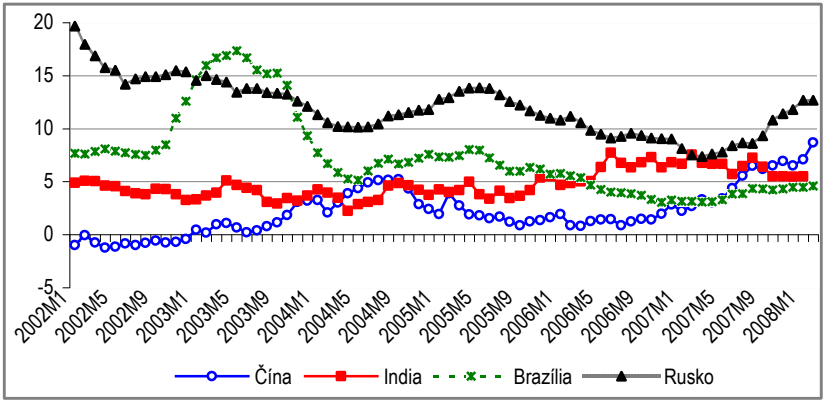
Prameň: Vlastné spracovanie na základe údajov The Economist (2008).

Graf 1.13
Vývoj jadrovej inflácie vo vyspelých a v rozvíjajúcich sa ekonomikách (2002 – 2008)



Prameň: Vlastné spracovanie na základe údajov IMF (2008).

Graf 1.14
Celková miera inflácie



Prameň: Vlastné spracovanie na základe údajov IMF (2008).

Práve preto mnohí analytici a medzinárodné inštitúcie varujú rozvíjajúce sa ekonomiky, aby sa nedopustili chýb rozvinutých krajín zo 70. rokov minulého storočia. Súčasné rozvíjajúce sa ekonomiky sa tak ako ich rozvinutí partneri v spomínanom období sústreďujú na vývoj jadrovej inflácie, aby mohli ponechať úrokové sadzby pod úrovňou celkovej inflácie. Avšak tak ako v 70. rokoch budú negatívne reálne úrokové sadzby pravdepodobne zvyšovať dopyt, a zároveň obavy z očakávanej inflácie budú vytvárať tlaky na zvyšovanie miezd, čo povedie k vzniku cenovo-mzdovej špirály. Ďalšia dilema samotných rozvíjajúcich sa ekonomík spočíva v tom, že v súčasnosti dosahujú rýchlejší rast produktivity ako rozvinuté ekonomiky, čo spravidla znamená buď apreciáciu menového kurzu, alebo relatívne vysokú mieru inflácie. V tejto súvislosti je prezident ECB Jean-Claude Trichet znepokojený kvôli vysokej miere inflácie, ktorá môže zvyšovať očakávanú mieru inflácie a tým viesť, podobne ako v 70. rokoch, k vzniku cenovo-mzdovej špirály. V súčasnosti vládne konsenzus ohľadom toho, že centrálne banky v uvedenom období urobili chybu, keď nastavili expanzívnu menovú politiku, v dôsledku čoho sa vysoké ceny ropy rýchlo premietli do cien iných tovarov. Preto sú tu obavy v súvislosti s globálnou menovou politikou, ktorá je s jej zápornou priemernou úrokovou mierou najexpanzívnejšia od 70. rokov minulého storočia.

Sú teda lacné peniaze z rozvíjajúcich sa ekonomík príčinou americkej krízy?

Rozvíjajúce sa ekonomiky jednoznačne zohrali pri vzniku americkej finančnej krízy dôležitú úlohu. Rastúca globálna inflácia je totiž čiastočne spojená s čoraz zložitejším vzťahom medzi rozvinutými a rozvíjajúcimi sa ekonomikami. V tomto kontexte rozvíjajúce sa ekonomiky majú určitý podiel na americkej hypotekárnej a dlhovej kríze, a to z nasledujúcich dôvodov (The Economist, 2008; IMF, 2008):

- Keďže ázijské ekonomiky a krajiny Blízkeho východu vyvážajúce ropu disponovali obrovskými rezervami (graf 1.11), tieto rezervy investovali do dlhopisov, najmä vládnych, s cieľom chrániť svoje meny pred apreciáciou, čo viedlo k poklesu výnosov z dlhopisov.
- Lacné importy z Číny a iných rozvíjajúcich sa a rozvojových krajín umožnili centrálnym bankám v rozvinutých ekonomikách udržať infláciu pod kontrolou s tým, že krátkodobé sadzby mohli ponechať na nízkej úrovni ako v minulosti.
- Čím dlhšie ponechajú rozvíjajúce sa ekonomiky kurzy domácich mien podhodnotené, tým vyššie bude riziko rastu globálnej inflácie.

Intervencia centrálnych bánk rozvinutých ekonomík: Nevyhnutnosť, alebo morálny hazard a precedens?

Po vypuknutí finančných kríz v lete roku 2007 poskytli centrálne banky vyspelých ekonomík bankám a nebankovým inštitúciám likviditu. Európska centrálna banka poskytla viac než 130 mld eur v auguste 2007, keď začali problémy s bankou BNP Paribas v súvislosti so stratou aktív v dôsledku hypotekárnej krízy v USA. Fed pridal ďalších 24 mld USD do finančného systému USA a Kanadská centrálna banka v priebehu jedného dňa kúpila v záujme poskytnutia krátkodobej likvidity vládne dlhopisy v hodnote 1,45 mld USD. Výsledkom týchto operácií bol pokles cien akcií, pretože investori presunuli tieto zdroje na nákup vládnych dlhopisov.

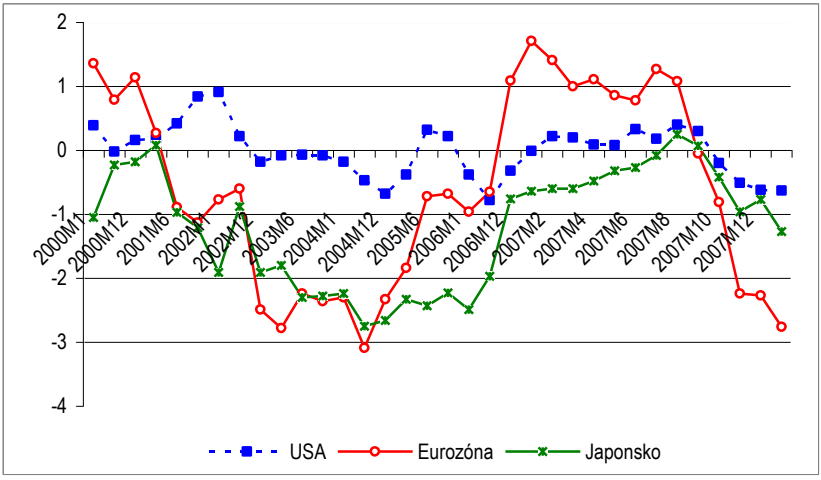
Aby ECB zabránila nákazlivému efektu hypotekárnej krízy v USA, poskytla 49 firmám úver v celkovej hodnote 95 mld eur, čo je najvyššia

suma v jej histórii. Fed poskytol 12 mld USD na jednodňový repo obchod. Najdôležitejším dôvodom týchto operácií bol trvalý pokles medzibankových úverov z dôvodu narastajúcej nedôvery medzi bankami. Avšak poskytnuté úvery nedokázali úplne upokojiť turbulencie na finančných trhoch. Je preto obava, do akej miery sú intervencie centrálnych bánk spravodlivé vo vzťahu k stabilizácii finančných trhov vrátane špekulačných operácií. Takéto intervencie sú často považované za „privatizáciu" zisku ale „socializáciu" nákladov vyplývajúcich z prebiehajúcich kríz, čo môže dokonca stimulovať opakované krízy.

Pre spotrebiteľov a zamestnancov existujú v súčasnosti v globálnom meradle dva kľúčové problémy s protichodnými efektmi:

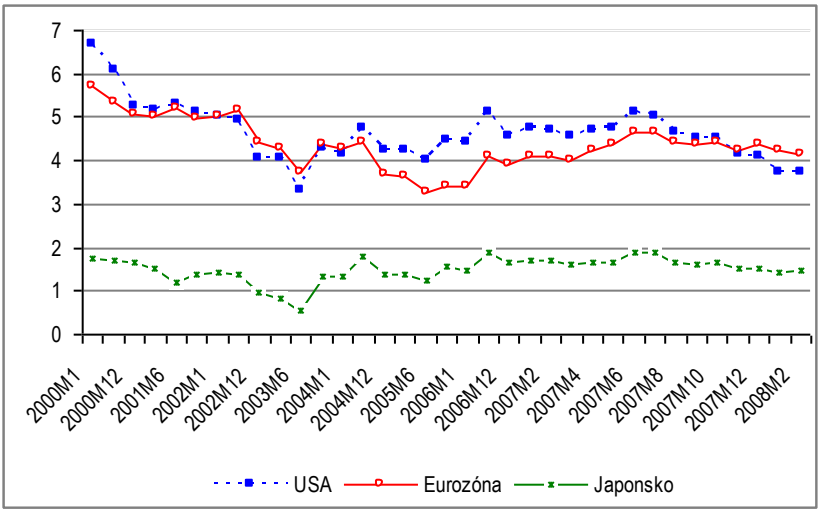
- Oslabenie ekonomiky USA a iných vyspelých ekonomík z dôvodu výrazného poklesu cien nehnuteľností a sprísnenia podmienok poskytovania úverov domácnostiam, ktoré ovplyvňuje všetky kontinenty.
- Inflácia, ktorá je aj zrkadlom posilnenia rozvíjajúcich sa ekonomík, pričom nárast cien komodít (najmä potravín a ropy) bol vyvolaný práve vysokým dopytom v týchto ekonomikách.

G r a f 1.15
Reálna krátkodobá úroková miera



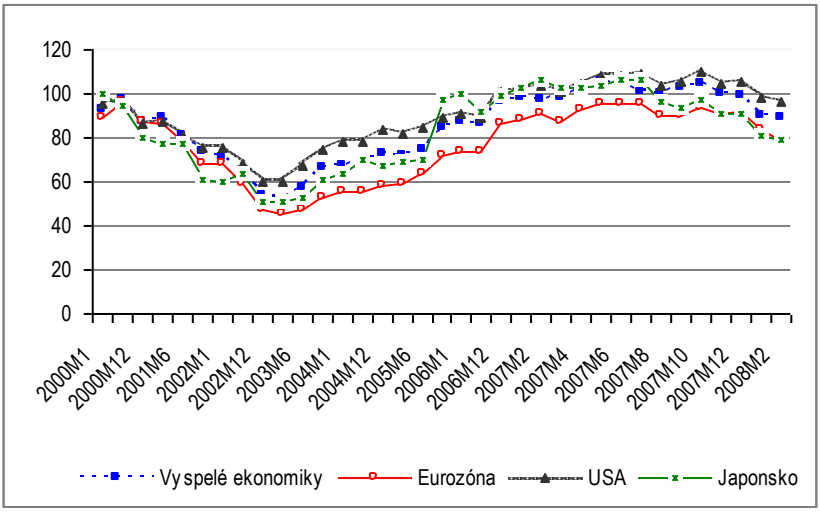
Prameň: Vlastné spracovanie na základe údajov IMF (2008).

Graf 1.16
Nominálna dlhodobá úroková miera



Prameň: Vlastné spracovanie na základe údajov IMF (2008).

Graf 1.17
Akciové trhy v národných menách (marec 2000 = 100)



Prameň: Vlastné spracovanie na základe údajov IMF (2008).

Najzávažnejšie riziká svetovej ekonomiky v najbližších rokoch

Ako sme už spomínali, svetová ekonomika je zasiahnutá viacerými krízami. Globálny ekonomický rast bude preto v roku 2008 v porovnaní s predošlými štyrmi rokmi výrazne nižší. K najdôležitejším faktorom spomalenia dynamiky svetovej ekonomiky možno zaradiť nasledujúce (pozri IMF, 2008) (tab. 1.10):

- Pokračujúce turbulencie na finančných trhoch budú hrať najdôležitejšiu rolu v poklese globálneho rastu. Odhady MMF (2008) poukazujú na to, že dopad finančných kríz súvisiacich s americkou hypotekárnou krízou zníži svetový output o takmer 0,12 p. b., čo znamená zvýšenie odhadu v porovnaní s októbrom 2007 (0,083 p. b.).
- Rovnako ako finančné riziká aj pokles domáceho dopytu v USA bude znamenať tak pre rozvojové, ako aj pre rozvíjajúce sa a rozvinuté ekonomiky pokles ich exportu do USA, čím môže dôjsť k poklesu globálneho rastu o takmer 0,04 p. b. Podobne ako v prípade USA, pokles dopytu zo strany Japonska a západnej Európy môže spomaliť rast svetovej ekonomiky o takmer 0,021 p. b.
- Na rozdiel od vyspelých ekonomík zvýšenie domáceho dopytu v rozvíjajúcich sa krajinách môže akcelerovať globálny ekonomický rast o 0,006 p. b.
- Riziká súvisiace s rastom cien ropy, inflačnými tlakmi a s vonkajšími nerovnováhami môžu spolu spôsobiť pokles ekonomického rastu sveta o takmer 0,1 p. b.

Tabuľka 1.10
Faktory globálneho rizika (percentuálny podiel jednotlivých typov rizík na raste globálneho HDP)

	Október 2007 WEO	Január 2008 WEO	Apríl 2008 WEO
Finančné nestability	–0,083	–0,100	–0,120
Domáci dopyt v USA	–0,080	–0,090	–0,040
Domáci dopyt v Európe a v Japonsku	–0,038	–0,060	–0,021
Domáci dopyt v rozvíjajúcich sa ekonomikách	0,011	0,008	0,006
Inflačné riziká	–0,016	–0,023	–0,030
Ceny ropy	–0,020	–0,025	–0,030
Vonkajšia nerovnováha	–0,025	–0,030	–0,040

Prameň: IMF (2008).

1.2. Západná Európa: spomalenie ekonomického rastu[2]

Ekonomický rast v EÚ i v eurozóne sa začal spomaľovať koncom minulého roka, čo nebolo prekvapením vzhľadom na predchádzajúce otrasy na finančných trhoch a na oslabenie globálnej ekonomickej aktivity, pri ktorej sa USA dostali na okraj recesie. Rýchly vzostup cien energií (najmä ropy) a potravín negatívne ovplyvnil tak globálny ekonomický rast, ako aj infláciu. Ukázalo sa, že otrasy na finančných trhoch sú hlbšie, zasiahli širší okruh globálnej ekonomiky (vrátane EÚ) a trvajú dlhšie, ako predpokladali minuloročné jesenné prognózy. Napriek tomu je stav západoeurópskej ekonomiky stále ešte relatívne dobrý, čo jej zatiaľ umožňuje odolávať globálnym otrasom. Mnohé riziká a hrozby pre ďalší konjunktúrny vývoj EÚ však pretrvávajú.

Západoeurópska ekonomika v roku 2007: zlom vo vývoji konjunktúry?

Konjunktúrny vývoj európskej ekonomiky (EÚ 27) v minulom roku spočiatku nadviazal na silnú ekonomickú aktivitu v roku 2006. Ekonomický rast v roku 2007 v EÚ 27 dosiahol 2,8 % a v eurozóne 2,6 %, v dôsledku čoho medzera outputu tak v EÚ, ako aj v eurozóne prvýkrát od roku 2002 nadobudla kladné hodnoty. Určité oslabenie rastu v druhej polovici roka 2007 ovplyvnili spomínané horšie vonkajšie podmienky, rýchly vzostup cien dôležitých komodít a pokračujúce turbulencie na finančných trhoch.

O stále ešte pomerne vysoké tempo rastu sa v roku 2007 v EÚ zaslúžili viaceré členské štáty – Nemecko,[3] Španielsko, Holandsko, Rakúsko a Spojené kráľovstvo (pozri tab. 1.11). Na úrovni jednotlivých členských štátov bol hlavným faktorom rastu väčšinou silný vnútorný dopyt, najmä hrubé investície do fixného kapitálu (v celej eurozóne tento prírastok predstavoval 4,3 %, v Nemecku dokonca 5,0 %, v Španielsku 5,9 % a v Spojenom kráľovstve 4,1 %).

---

[2] Táto práca bola podporovaná Agentúrou na podporu výskumu a vývoja na základe Zmluvy č. APVV-51-037405.

[3] Prírastok HDP v Nemecku síce zhruba zodpovedal „iba“ priemeru eurozóny, ale vzhľadom na vysoký podiel Nemecka na HDP tak eurozóny, ako aj celej EÚ 27 malo tempo rastu nemeckého HDP kľúčový význam pre celú európsku ekonomiku.

Tabuľka 1.11

Európska únia: rast reálneho HDP, inflácia a nezamestnanosť

	Podiel na HDP EÚ 27 (v %)	Rast reálneho HDP (v %)				Inflácia [1] (v %)				Miera nezamestnanosti [2] (v %)			
		2006	2007	2008 [6]	2009 [6]	2006	2007	2008 [6]	2009 [6]	2006	2007	2008 [6]	2009 [6]
Nemecko	20,0	2,9	2,5	1,4	1,0	1,8	2,3	2,5	1,6	9,8	8,4	7,9	7,7
Francúzsko	15,4	2,0	1,9	1,4	1,2	1,9	1,6	2,5	1,7	9,2	8,3	7,8	7,9
Taliansko	12,7	1,8	1,5	0,3	0,3	2,2	2,0	2,5	1,9	6,8	6,0	5,9	5,8
Španielsko	8,4	3,9	3,8	1,8	1,7	3,6	2,8	4,0	3,0	8,5	8,3	9,5	10,4
Holandsko	4,6	3,0	3,5	2,1	1,6	1,7	1,6	2,4	1,8	3,9	3,2	2,8	2,9
Belgicko	2,7	2,9	2,7	1,4	1,2	2,3	1,8	3,1	1,9	8,2	7,5	7,6	8,3
Rakúsko	2,2	3,3	3,4	1,9	1,7	1,7	2,2	2,8	1,9	4,8	4,4	4,4	4,5
Grécko	2,1	4,2	4,0	3,5	3,3	3,3	3,0	3,5	2,7	8,9	8,3	7,5	7,4
Fínsko	1,5	4,9	4,4	2,4	2,1	1,3	1,6	2,8	1,9	7,7	6,8	6,7	6,7
Írsko	1,4	5,7	5,3	1,8	3,0	2,7	3,0	3,2	2,1	4,4	4,6	5,3	5,0
Portugalsko	1,3	1,3	1,9	1,3	1,4	3,0	2,4	2,4	2,0	7,7	7,7	7,6	7,4
Slovinsko	0,3	5,7	6,1	4,1	3,5	2,5	3,6	4,0	2,4	5,9	4,8	4,8	5,0
Luxembursko	0,3	6,1	5,4	3,1	3,2	2,7	2,3	2,9	2,1	4,5	4,4	4,8	4,9
Cyprus	0,1	4,0	4,4	3,4	3,5	2,2	2,2	4,0	2,9	4,6	3,9	3,9	3,9
Malta	0,0	3,4	3,8	2,2	2,0	2,6	0,7	3,4	2,5	7,3	6,3	6,5	6,8
EÚ 15 [3] (eurozóna)	*73,1*	*2,8*	*2,6*	*1,7*	*1,5*	*2,2*	*2,1*	*3,2*	*2,2*	*8,2*	*7,4*	*7,3*	*7,4*
Spojené kráľovstvo	16,4	2,9	3,1	1,6	1,6	2,3	2,3	2,5	2,1	5,4	5,4	5,5	5,4
Švédsko	2,6	4,1	2,6	2,0	1,7	1,5	1,7	2,8	2,1	7,0	6,1	6,6	7,1
Dánsko	1,9	3,9	1,8	1,2	0,5	1,9	1,7	2,3	2,0	4,0	2,8	3,1	3,2
EÚ 18 [4]	*94,1*	–	*2,7*	*1,9*	–	–	*2,1*	*2,4*	–	–	*7,0*	*6,8*	–
EÚ 9 [5]	*5,9*	–	*6,2*	*5,7*	–	–	*4,2*	*4,1*	–	–	*7,8*	*7,2*	–
EÚ 27	*100,0*	*3,1*	*2,8*	*2,0*	*1,8*	*2,3*	*2,4*	*3,6*	*2,4*	*8,1*	*7,1*	*6,8*	*6,8*

1 Harmonizovaný index spotrebiteľských cien (HICP).

2 Percento z pracovnej sily.

3 Uvedených 15 členov eurozóny.

4 Eurozóna a tri uvedené členské štáty EÚ.

5 Zvyšní členovia EÚ – Poľsko, Česká republika, Maďarsko, Rumunsko, Slovensko, Litva, Bulharsko, Lotyšsko, Estónsko.

6 Prognóza.

Prameň: IMF (2008); EEAG (2008).

Štruktúru ekonomického rastu v eurozóne nielen v zlomovom roku 2007, ale aj v rokoch 2006 – 2009 bližšie charakterizuje tabuľka 1.12, z ktorej je zrejmé, že práve dôležité makroekonomické ukazovatele (vrátane investícií, osobnej spotreby a vývozu) prispeli k spomaleniu rastu HDP v eurozóne roku 2007.[4]

T a b u ľ k a 1.12
Štruktúra rastu v rokoch 2006 – 2009: eurozóna (reálna ročná zmena v %)

	2006		2006	2007	2008 [1]	2009 [1]
	bežné ceny, (v mld eur)	% HDP	reálna zmena (v %)			
Osobná spotreba	4 833,5	57,0	1,8	1,5	1,4	1,5
Verejná spotreba	1 725,1	20,3	2,0	2,3	1,9	1,7
Tvorba hrubého fixného kapitálu	1 801,9	21,3	5,0	4,3	2,0	1,2
Zmena zásob (% HDP)	29,3	0,3	0,2	0,3	0,5	0,5
Vývoz tovarov a služieb	3 407,3	40,2	7,9	6,1	4,4	4,0
Konečný dopyt	11 797,1	139,1	4,2	3,4	2,6	2,2
Dovoz tovarov a služieb	3 318,0	39,1	7,7	5,2	4,3	3,9
HDP	8 479,1	100,0	2,8	2,6	1,7	1,5
HND	8 467,3	99,9	2,8	2,4	1,7	1,5
HDP EÚ 27	11 600,8	136,8	3,1	2,8	2,0	1,8
			prínos k zmene (v HDP)			
Osobná spotreba			1,0	0,9	0,8	0,9
Verejná spotreba			0,4	0,5	0,4	0,4
Investície			1,0	0,9	0,4	0,3
Zásoby			0,1	0,0	0,1	0,0
Vývoz			3,0	2,4	1,8	1,7
Konečný dopyt			5,7	4,7	3,5	3,2
Dovoz (mínus)			–2,8	–2,0	–1,7	–1,6
Čistý vývoz			0,2	0,4	0,1	0,1

[1] Prognóza.

Prameň: EEAG (2008).

V prvom stĺpci tabuľky 1.12 možno porovnať HDP a HND eurozóny, ktorý (spolu s inými ukazovateľmi) svedčí okrem iného o vyváženosti jej

[4] Tomu zodpovedal aj vývoj indexu ekonomickej klímy, ktorý sa v eurozóne zhoršoval (pozri obr. 1.6).

zahranično-ekonomických vzťahov.[5] V druhom stĺpci sa uvádza podiel hlavných zložiek HDP na HDP eurozóny, ktorých prínos k zmene HDP je zasa zachytený v druhej časti tabuľky.[6]

Relatívna odolnosť ekonomiky eurozóny proti intenzívnym šokom je založená na zlepšených fundamentoch ekonomiky EÚ. Svedčí o tom napríklad skutočnosť, že v roku 2007 v podstate absentovali makroekonomické nerovnováhy. Tak verejné financie, ako aj bežný účet platobnej bilancie udržali deficit pod 1 % HDP, aj keď rozdiely medzi jednotlivými členskými štátmi boli značné. V ostatných rokoch sa podstatne zlepšili aj bilancie domácností i podnikov, v dôsledku čoho sa zvýšila ich finančná odolnosť. Pokiaľ ide o trh práce, miera nezamestnanosti klesla v roku 2007 na 7,1 % pracovnej sily v EÚ (7,4 % v eurozóne), čo bola najnižšia miera za viac ako 15 rokov. V tabuľke 1.13 nadväzujúcej na tabuľku 1.12 uvádzame vývoj hlavných konjunktúrnych ukazovateľov v rokoch 2006 – 2009, ktoré sa opierajú o údaje, ktoré mala Komisia k dispozícii 15. apríla 2008.

---

[5] V oficiálnych štatistikách sa pomerne zriedkavo stretávame s porovnávaním ukazovateľov hrubého domáceho produktu a hrubého národného dôchodku, nehovoriac o reálnom hrubom domácom dôchodku (RHDD). (Pozri Vintrová, 2006; 2008.)

Rozlišovanie hrubého domáceho produktu a hrubého národného dôchodku má osobitný význam v malých, otvorených a transformujúcich sa krajinách, v ktorých sa zvyšuje úloha zahraničných investícií. Na určitom stupni zrelosti týchto investícií (PZI) totiž ich vlastníci presúvajú svoje zisky do materských krajín – sídiel nadnárodných spoločností. V niektorých krajinách EÚ 5 (vrátane Slovenska) má značný vplyv aj presun miezd, ktoré zasa posielajú ich občania zo zahraničia do materských krajín.

Presun prvotných dôchodkov, ktorý sa prejavuje v rozdiele medzi HDP a HND, sa v bežnom účte platobnej bilancie eviduje v bilancii výnosov, ktorá s dozrievaním zahraničných investícií prechádza do pasíva a stáva sa zdrojom celkového deficitu bežného účtu.

Rozdiel medzi HDP a HND ovplyvňuje aj medzinárodné postavenie krajín. Podľa úrovne HDP na obyvateľa je napríklad Írsko v rámci EÚ 27 na druhom mieste (hneď za atypickým Luxemburskom, kde na rast HDP pôsobí práca veľkého množstva dochádzajúcich pracovníkov a neobyčajne vysoký podiel sektora finančných podnikov). Podľa úrovne HND na obyvateľa však Írsko klesá až na 10. miesto.

Priaznivý vzťah medzi HDP a HND (t. j. HND > HDP) je charakteristický okrem iného pre také krajiny ako USA a Japonsko.

[6] K hodnoteniu štruktúry rastu eurozóny sa vrátime v časti o prognóze EÚ 18 na roky 2008 – 2009.

Tabuľka 1.13
Hlavné konjunktúrne ukazovatele eurozóny v rokoch 2006 – 2009 (reálna ročná zmena v %, pokiaľ sa neuvádza inak)

	2006	2007	2008 [1]	2009 [1]
HDP	2,8	2,6	1,7	1,5
Osobná spotreba	1,8	1,5	1,4	1,5
Verejná spotreba	2,0	2,3	1,9	1,7
Celkové investície	5,0	4,3	2,0	1,2
Zamestnanosť	1,4	1,6	0,9	0,5
Miera nezamestnanosti [2]	8,2	7,4	7,2	7,3
Inflácia [3]	2,2	2,1	3,2	2,2
Bilancia vlády (% HDP)	–1,3	–0,6	–1,0	–1,1
Vládny dlh (% HDP)	68,5	66,4	65,2	64,3
Bežný účet platobnej bilancie (% HDP)	–0,2	0,0	–0,1	–0,1

[1] Prognóza.

[2] Percento pracovnej sily.

[3] HICP.

Prameň: EEAG (2008).

Hlavným zdrojom rastu v eurozóne v minulých rokoch bola tvorba hrubého fixného kapitálu, ktorej prírastok v sledovanom období sa však znižuje. Rast celkových investícií klesol z 5,0 % v roku 2006 na 4,3 % v roku 2007 a tento pokles má pokračovať aj v ďalších rokoch. Najviac sa táto tendencia prejavuje v stavebníctve, podstatne sa však zhoršuje aj situácia v oblasti investícií do výrobných zariadení. Negatívne tendencie vo vývoji stavebných investícií odzrkadľujú ochladenie na nadhodnotených trhoch s bytmi, osobitne v Írsku, ako aj v Dánsku, Estónsku a Španielsku. Pokiaľ ide o investície do výrobných zariadení, hoci otrasy na finančných trhoch zatiaľ neovplyvnili bankové pôžičky korporáciám, dôvera investorov sa zhoršila a podiel ziskov už pravdepodobne dosiahol svoj vrchol.

Na rozdiel od predchádzajúcich cyklov osobná spotreba zatiaľ neprevzala úlohu hlavnej lokomotívy rastu, čo nie je celkom obvyklé, pretože ekonomický cyklus už dosiahol svoj vrchol. Slabšia osobná spotreba by sa mohla čiastočne objasniť dočasnými faktormi pôsobiacimi v minulom roku, ktoré boli dôsledkom zvýšenia sadzby DPH v Nemecku alebo všeobecnej vlny inflačného zvýšenia spotrebiteľských cien koncom minulého roka.

Zaostávanie výdavkov domácností, resp. osobnej spotreby však nemožno vysvetliť iba pôsobením dočasných faktorov. Úroveň osobnej spotreby je totiž počas celých štyroch rokov súčasného ekonomického cyklu asi 3,5

percentuálneho bodu pod priemernou úrovňou dosiahnutou v štyroch predchádzajúcich ekonomických cykloch. Toto zaostávanie treba zrejme vysvetliť nižším rastom reálnej mzdovej kompenzácie, zatiaľ čo rast zamestnanosti bol vyšší ako počas predchádzajúcich oživení. Tento rok sa rast zamestnanosti a reálnych miezd spomaľuje, čo sa odzrkadlí aj v spomalení rastu osobnej spotreby.

Relatívne priaznivé zloženie vývozu EÚ (tak z hľadiska tovarovej štruktúry, ako aj teritoriálneho zamerania) oslabuje (a aj v budúcnosti bude zrejme oslabovať) účinok zhoršovania konjunktúrneho vývoja v USA, ktorý sa však negatívne prejaví v niektorých členských štátoch EÚ – napríklad v Írsku a Spojenom kráľovstve. Pri hodnotení vplyvu ekonomického poklesu USA na západoeurópsku konjunktúru treba brať do úvahy, že ekonomické vzťahy USA so západnou Európou majú pre obidva regióny stále veľký význam. Tradičný obchodný kanál je naďalej dôležitý, aj keď podiel obchodu USA sa znížil s posilnením obchodu západnej Európy s Áziou, rozvíjajúcou sa (*emerging*) Európou a so Stredným východom. Hlavným zdrojom tzv. prelievania (*spillovers*) sú však väzby finančného sektora. Priamy alebo sprostredkovaný vplyv otraseného hypotekárneho trhu USA už zaťažil banky vo viacerých západoeurópskych krajinách. Dôsledkom je zhoršenie úverových podmienok a rozptýlenie rizika s negatívnymi dôsledkami pre vnútorný dopyt krajín západnej Európy. Ďalšie prenášanie strát z amerického hypotekárneho trhu na európske banky podkopáva dôveru v tieto inštitúcie a vedie k sprísňovaniu úverových podmienok v európskom bankovom sektore. Pokračovanie týchto tendencií by nevyhnutne negatívne ovplyvnilo poskytovanie investičných úverov podnikom a na bytovú výstavbu. Európske korporácie sa vo všeobecnosti viac spoliehajú na bankové úvery ako americké a pokles hypotekárnych pôžičiek by mohol urýchliť zatiaľ postupne prebiehajúce prispôsobovanie cien bytovej výstavby vo viacerých západoeurópskych krajinách (Belgicku, Holandsku, Írsku, Španielsku, Spojenom kráľovstve a v menšej miere vo Francúzsku) s možnými silnými dôsledkami na osobnú spotrebu a investície do budov a stavieb.

Ďalším zdrojom rizík pre západoeurópsku konjunktúru by mohla byť pokračujúca apreciácia eura vo vzťahu k doláru, hlbšia recesia v USA a vysoká volatilita cien ropy. Hlavným zdrojom obáv však ostávajú inflačné tlaky,

ktoré v Európe pretrvávajú napriek zmierneniu tempa ekonomického rastu. Tempo inflácie v eurozóne sa napríklad zvýšilo v marci 2008 (oproti roku 2007) na 3,5 %, čo podstatne prevýšilo hornú hranicu inflačného pásma (2 %) stanovenú Európskou centrálnou bankou. (Išlo mimochodom o najvyššiu úroveň inflácie v eurozóne za 12 rokov.) Podnetom bol hlavne skok cien energií a potravín. Jadrová inflácia[7] ostala v roku 2007 na stabilnej úrovni pod 2 %, o čo sa zaslúžil umiernený vzostup miezd a tlmený účinok apreciácie eura, ktorý sa však zrýchlil začiatkom tohto roka. Základné údaje o faktoroch ovplyvňujúcich infláciu uvádzame v tabuľke 1.14, dopĺňajúcej údaje v tabuľke 1.11.

Kombinované pôsobenie menej priaznivého globálneho ekonomického prostredia a apreciácie eura stláča v roku 2008 rast vývozu eurozóny na 4,4 % proti 6,1 % v roku 2007. V rokoch 1999 – 2007 podiel vývozu EÚ do krajín vyvážajúcich ropu a do rozvíjajúcej sa (*emerging*) Ázie na celkovej hodnote vývozu EÚ sa zvýšil o 4,1 p. b., resp. 1,1 p. b.

T a b u ľ k a 1.14
Inflácia v eurozóne a EÚ 27

	Eurozóna				EÚ 27			
	2006	2007	2008 [1]	2009 [1]	2006	2007	2008 [1]	2009 [1]
Deflátor osobnej spotreby	2,2	2,0	2,8	2,1	2,2	2,2	3,0	2,2
Deflátor HDP	1,9	2,2	2,4	2,0	2,1	2,5	2,5	2,2
HICP	2,2	2,1	3,2	2,2	2,3	2,4	3,6	2,4
Mzda zamestnanca	2,4	2,4	3,3	2,9	2,7	2,9	3,8	3,5
Jednotkové náklady práce	1,0	1,5	2,4	1,9	1,2	1,8	2,6	2,2
Dovozné ceny tovarov	4,2	1,2	2,5	1,6	4,0	1,3	2,2	1,7

[1] Prognóza.

Prameň: EEAG (2008).

Pri hodnotení dôsledkov apreciácie eura je však potrebné okrem bilaterálneho pomeru euro – dolár sledovať aj ďalšie výmenné pomery. Predpokladá sa napríklad, že v roku 2008 sa euro znehodnotí nielen proti japonskému jenu, švajčiarskemu franku, ale aj niektorým menám nových členských štátov Európskej únie.

[7] Jej základom je HICP Eurostatu, pričom sa vylučujú ceny energií, tabaku, alkoholu a potravín.

Na základe rastu ekonomickej výkonnosti a štruktúrnych zmien sa v EÚ v roku 2007 výrazne zlepšili verejné financie. Deficit všeobecnej vlády v EÚ sa (v roku 2007) znížil na 0,9 % HDP z 1,4 % v roku 2006 (v eurozóne klesol v roku 2007 na 0,6 % HDP oproti 1,3 % v roku 2006). Tento klesajúci trend, ktorý trvá už štyri roky, sa má v roku 2008 zvrátiť v dôsledku spomalenia rastu a zníženia daní v niektorých krajinách. Zhoršenie rozpočtového deficitu, ktoré sa očakáva v roku 2008, sa týka väčšiny členov EÚ, pretože iba sedem z 27 členov EÚ vykazuje v porovnaní s rokom 2007 zlepšenie v rozpočtových bilanciách. Šesť členských štátov je dokonca predmetom procedúry nadmerného deficitu (*excessive deficit procedure* – EDP). Pokiaľ ide o dvoch členov eurozóny podliehajúcich EDP, t. j. Taliansko a Portugalsko, ich výsledky za rok 2007 potvrdzujú, že sa im podarilo znížiť deficit pod kritickú hranicu 3 % HDP. Na rok 2008 sa očakáva, že ani v jednom členskom štáte eurozóny neprekročí rozpočtový deficit 3 % HDP. Naproti tomu, referenčnú hodnotu 3 % HDP má prekročiť rozpočtový deficit v Spojenom kráľovstve (pozri tabuľku 1.16.).

T a b u ľ k a 1.15
Rozpočet všeobecnej vlády: eurozóna a EÚ 27 (v % HDP)

	Eurozóna				EÚ 27			
	2006	2007	2008 [1]	2009 [1]	2006	2007	2008 [1]	2009 [1]
Celkové príjmy (1)	45,4	45,5	45,2	45,2	44,8	44,9	44,6	44,5
Celkové výdavky (2)	46,8	46,3	46,2	46,2	46,3	45,8	45,8	45,8
Skutočný rozpočet (3) = (1) + (2)	–1,3	–0,8	–1,0	–1,1	–1,4	–0,9	–1,2	–1,3
Úrokové výdavky (4)	2,9	3,0	2,9	2,8	2,6	2,7	2,7	2,6
Primárna bilancia (5)	1,6	2,3	1,9	1,8	1,2	1,8	1,4	1,3
Cyklicky upravená rozpočtová bilancia (5) = (3) + (4)	–1,2	–0,7	–1,0	–0,8	–1,4	–1,0	–1,2	–1,1
Cyklicky upravená primárna bilancia	1,7	2,3	1,9	2,0	1,2	1,7	1,4	1,5
Štrukturálna rozpočtová bilancia [2]	–1,2	–0,7	–1,0	–0,9	–1,5	–1,0	–1,2	–1,1
Zmena v štrukturálnej bilancii	1,0	0,6	–0,3	0,1	0,8	0,5	–0,2	0,1
Hrubý dlh	68,5	66,4	65,2	64,3	61,3	58,7	58,9	58,4

[1] Prognóza.
[2] Štrukturálna rozpočtová bilancia je cyklicky upravená bilancia očistená o jednorazové a iné dočasné opatrenia.

Prameň: EEAG (2008).

Určité zlepšovanie od roku 2006 vykazuje v eurozóne hrubý dlh všeobecnej vlády, ktorý v celej EÚ klesol v roku 2007 – najmä zásluhou nových

členov EÚ – dokonca pod 60 % HDP, čo predstavuje referenčnú hodnotu tohto fiškálneho kritéria. Vcelku uspokojivo sa tento dôležitý makroekonomický ukazovateľ vyvíja aj v troch ekonomicky vyspelých nečlenských štátoch eurozóny – vo Veľkej Británii, v Dánsku a vo Švédsku. Tieto tri krajiny (ktoré sú súčasťou EÚ 18 – t. j. ekonomicky vyspelejšej časti Európskej únie) však vykazujú vcelku podobné tendencie ako eurozóna, t. j. spomalenie rastu a zrýchlenie inflácie.[8]

Napriek podobným tendenciám v ekonomickom vývoji členských štátov EÚ sa ich tempá rastu odlišujú. Pritom je však zaujímavé, že rozptyl v ročných mierach rastu v členských štátoch EÚ medzi rokmi 1996 až 2005 sa takmer nezmenil a v ostatných dvoch rokoch sa dokonca mierne zvýšil. Tento vývoj sa pripisuje predovšetkým značnej heterogenite v trendoch tempa rastu HDP jednotlivých členských štátov. Táto heterogenita sčasti odzrkadľuje proces doháňania (*catching up*) niektorých ekonomík, osobitne nových členských štátov, ktorých rast potenciálneho HDP podstatne prevyšuje priemer eurozóny. Nad priemerom eurozóny bolo aj tempo rastu HDP v Španielsku, Írsku, vo Fínsku, v Portugalsku a Grécku.[9] Zvýšený rozptyl ročných temp rastu pravdepodobne odzrkadľuje meniacu sa zraniteľnosť rôznych krajín. Na jednej strane Nemecko sa javí ako odolnejšie voči poruchám na kapitálovom a hypotekárnom trhu. Na druhej strane Francúzsko a Taliansko ohrozuje slabšia, konkurencieschopnosť, pričom Taliansko trpí aj nedostatočným vnútorným dopytom. Španielsko a Spojené kráľovstvo sú zasa viac vystavené poklesu na trhu s bytmi, zosilnenému finančným otrasom.

Osobitnú súčasť západnej Európy predstavujú krajiny tvoriace Európsku oblasť voľného obchodu (European Free Trade Area – EFTA) – Švajčiarsko,[10] Nórsko a Island. V minulých rokoch prežívali tieto krajiny obdobie silného rastu (v roku 2007 dosiahol rast reálneho HDP v Nórsku 3,5 % a vo Švajčiarsku 3,1 %). Aj v krajinách EFTA sa však rast – podobne ako v EÚ – spomaľuje.

---

[8] K hodnoteniu hlavných fiškálnych ukazovateľov sa vrátime v časti venovanej fiškálnej politike.

[9] Naopak, cyklický vývoj v členských štátoch EÚ je viac synchronizovaný. Prejavuje sa to napríklad v tom, že rozptyl v medzerách outputu v EÚ medzi rokmi 2003 až 2007 sa zmenšil na polovicu.

[10] Švajčiarsko tvorí s Lichtenštajnskom jednotnú ekonomickú oblasť, v ktorej sa ako mena používa švajčiarsky frank.

Pri analýze ekonomického rastu v EÚ 15 sme v minulom roku venovali pozornosť aj komparácii EÚ s USA (pozri Workie a kol., 2006). Porovnanie ukázalo, že od 70. rokov minulého storočia Európska únia ako celok v tempe rastu HDP zaostávala za USA. Táto tendencia pretrvávala až do roku 2006. Ako sme uviedli v iných kapitolách, tento trend sa v minulom roku „obrátil" a USA, ktorým hrozí recesia, dosiahli nižší rast HDP ako EÚ, pravda, v obidvoch regiónoch sa tempo rastu spomalilo.[11] Zatiaľ však nemožno ešte robiť záver, že tento zvrat bude mať dlhodobý charakter.

Box 1.1
Aktualizované odhady parít kúpnej sily znižujú globálny rast

Medzinárodný komparačný program (International Comparison Programme), spoločný projekt Svetovej banky, Eurostatu a OECD, uverejnil novú paritu kúpnej sily (PKS) menových kurzov pre 146 krajín, ktoré sa používajú na výpočet relatívnej veľkosti jednotlivých ekonomík (v prípade eurozóny skupiny krajín) vo vzťahu k svetovému HDP. Zakladajú sa na cenových hladinách z roku 2005 a nahrádzajú predchádzajúce odhady z roku 1993. Použitie týchto nových PKS menových kurzov vedie k revízii rastu svetového HDP smerom dole zhruba o 0,5 percentuálneho bodu v každom roku v priebehu 2002 – 2007, pretože relatívny podiel najrýchlejšie rastúcich ekonomík sa mierne znížil.

Paritu kúpnej sily menových kurzov odzrkadľujú relatívne ceny tovarov a služieb, ich výpočet je však komplikovaný

Parita kúpnej sily menových kurzov sa definuje ako pomer, v ktorom by sa mena danej krajiny mala previesť na menu referenčnej krajiny, aby sa v obidvoch krajinách nakúpil rovnaký objem tovarov služieb. Tento menový kurz sa preto môže značne odchyľovať od trhového kurzu, najmä v krátkom období. Parity kúpnej sily menových kurzov závisia od relatívneho vývoja spotrebiteľských cien medzi krajinami, a preto vývoj trhových menových kurzov závisí od medzinárodného obchodu a tokov kapitálu.

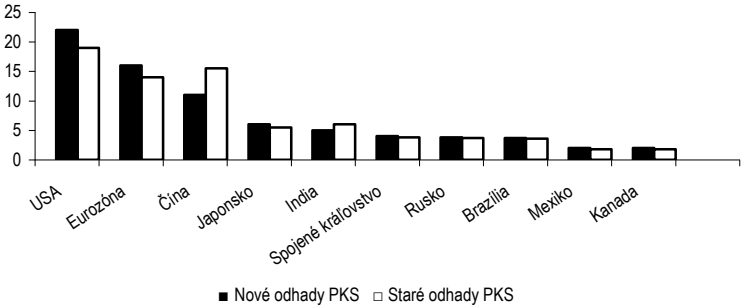
Parity kúpnej sily menových kurzov sa nemenia tak často ako trhové menové kurzy, čo má veľký význam pri hodnotení relatívnej veľkosti ekonomík. Ich ďalšou výhodou je, že zahŕňajú všetky tovary a služby referenčného koša vrátane neobchodovateľných. Výpočet PKS menových kurzov je však pomerne komplikovaný, pretože vyžaduje, aby sa pre všetky krajiny skonštruoval referenčný kôš tovarov a služieb. Zdokonalenia, ktoré obsahuje nová PKS, aktualizujú a rozširujú tento kôš na viac ako 1 000 tovarov a služieb. Prvýkrát sa na tomto programe podieľala Čína.

[11] Na zmeny v tempách rastu (a s tým spojené zmeny v podieloch na svetovom HDP, prípadne HDP celej EÚ) jednotlivých krajín alebo regiónov môže vplývať aj zmena v odhadoch parít kúpnej sily (pozri Box 1.1).

Pri nových PKS menových kurzov sa znížila relatívna veľkosť niektorých rozvíjajúcich sa ekonomík

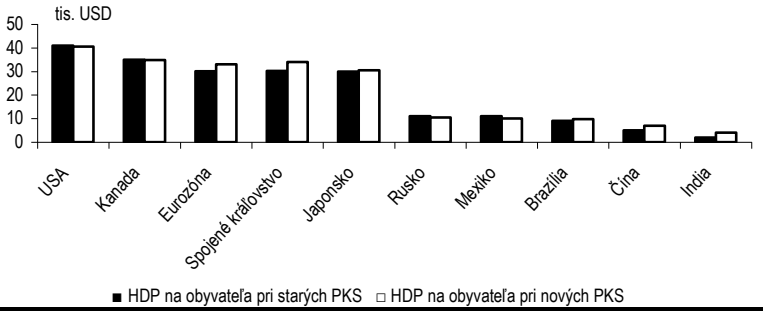
Nové PKS menových kurzov revidujú podiel rozvíjajúcich sa ekonomík smerom dolu tak zo štrukturálnych, ako aj štatistických dôvodov. V rozvojových krajinách možno zmenu v relatívnej cene pomerne rýchlo pripísať prínosu produktivity v spracovateľskom sektore. V dôsledku toho sa zmeny v štruktúre spotrebných výdavkov a v referenčnom koši stávajú menej reprezentatívne. Navyše, predchádzajúce odhady pre čínske PKS menových kurzov boli jednoducho extrapolované z bilaterálnej komparácie cien z roku 1986 medzi Čínou a Spojenými štátmi. To sa však ukázalo ako nepresný ukazovateľ, pretože pri použití metodológie PKS veľkosť Číny klesla takmer o 40 %. Aj veľkosť ďalších rozvíjajúcich sa ekonomík sa revidovala smerom dole – o 37 % pre Indiu a o 10 % pre Brazíliu, ale smerom hore o 7 % pre Rusko.

Obrázok 1.1
Podiely na svetovom HDP pri použití nových a starých odhadov PKS



Najrýchlejšie rastúcimi ekonomikami medzi najväčšími krajinami sú ekonomiky tvoriace skupinu BRIC (Brazília, Rusko, India a Čína). Zníženie ich podielu na svetovom HDP z 26,5 % na 20,2 % na rok 2005 preto vedie k zníženiu rastu svetového HDP asi o 0,5 b. p. na 4,7 % (vrátane EÚ) namiesto 5,2 % pri starých PKS menových kurzov.

Obrázok 1.2
Porovnanie HDP na obyvateľa pri starých a nových odhadoch PKS (2005)



Podiel rozvíjajúcich sa ekonomík na svetovom outpute má vzostupný trend

S vývojom globalizácie a so zvyšovaním produktivity v rozvíjajúcich sa (*emerging*) ekonomikách sa rozvojové krajiny podieľajú na procese dobiehania. Už dlhší čas ich potenciálny rast je vyšší ako v priemyselne rozvinutých krajinách o niekoľko percentuálnych bodov. V dôsledku toho, aj keď sa ich podiel na svetovom outpute revidoval smerom dolu, stále sa zvyšuje a bude zvyšovať, pokiaľ bude prebiehať proces dobiehania. Ak by napríklad Čína naďalej expandovala tým istým tempom ako v súčasnosti, jej ekonomika by predstihla ekonomiku USA okolo roku 2020. Medzera HDP na obyvateľa medzi rozvíjajúcimi sa a priemyselne vyspelými krajinami však zostáva značná. Zatiaľ čo čínsky HDP dosahuje polovicu HDP Spojených štátov, čínsky HDP na obyvateľa predstavuje iba desatinu amerického HDP na obyvateľa.

Prameň: EEAG (2008).

Fiškálna a menová politika v Európe

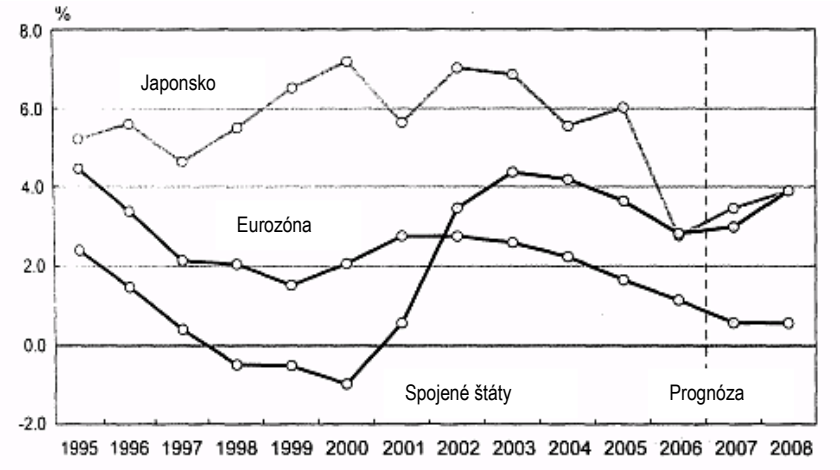
Fiškálna politika v eurozóne (a napokon aj v EÚ 27) fungovala v minulom roku v relatívne priaznivých podmienkach, o čom svedčí viditeľné zlepšenie stavu verejných financií.[12] Hoci celkové vládne výdavky mierne vzrástli,[13] daňové príjmy vzrástli ešte viac. Fiškálny deficit, vyjadrený ako % HDP, sa v EÚ 27 znížil z 1,6 % v roku 2006 na 1,1 % HDP v roku 2007 a v eurozóne z 1,5 % na 0,8 %. Tak pre EÚ, ako aj pre eurozónu je to najnižšia úroveň deficitu od roku 2000.

Na rozdiel od Japonska a USA, ktorých fiškálne bilancie sú stále ešte vzdialené od „rovnovážnej“ úrovne, fiškálna bilancia eurozóny (zrejme aj zásluhou Paktu stability a rastu a až do minulého roka priaznivej konjunktúry) sa dlhodobo zlepšuje. V roku 2007 sa v eurozóne znížil nielen skutočný, ale aj *štrukturálny rozpočtový deficit* (obr. 1.3), čo kontrastuje s vývojom v USA a v Japonsku.

[12] (Pozri tabuľky 1.15 a 1.16.) Hlavné črty a osobitosti menovej a fiškálnej politiky v eurozóne sme charakterizovali v minuloročnej monografii *Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky* (Workie a kol., 2007). Poukázali sme najmä na asymetrickosť hospodárskej politiky eurozóny. Zatiaľ čo menová politika ECB je jednotná (funguje podľa princípu *one size fits all*), fiškálna politika je v rukách národných vlád.

[13] Pripomíname, že súhrnná fiškálna bilancia eurozóny je iba súhrnom národných fiškálnych bilancií členov eurozóny.

Obrázok 1.3
Štrukturálny deficit vlády v eurozóne, Japonsku a Spojených štátoch (v % HDP)



Prameň: EEAG (2008); OECD (2007a).

Konsolidácia verejných financií vcelku úspešne pokračovala vo väčšine členských štátov eurozóny, osobitne v Nemecku, Taliansku a Portugalsku, ktoré uskutočnili opatrenia na obmedzenie štrukturálneho deficitu. V Belgicku, Írsku a Holandsku, ktoré v roku 2006 dosiahli fiškálny prebytok, prešli v ďalších rokoch k expanzívnej politike. V minulom roku sa však trocha zhoršila situácia verejných financií vo Veľkej Británii, kde sa rast vládnych výdavkov mohol len čiastočne kompenzovať dodatočnými daňovými príjmami.

Hlavnú zásluhu na obmedzení fiškálneho deficitu a hrubého dlhu mal v roku 2007 stále ešte priaznivý vývoj konjunktúry. Napríklad, s výnimkou Francúzska, ostatné členské štáty eurozóny, ktorých podiel hrubého dlhu na HDP prevyšoval kritických 60 %, dosiahli zlepšenie tohto fiškálneho ukazovateľa. Tak fiškálny deficit, ako aj hrubý dlh vo vzťahu k HDP v celej eurozóne sa v roku 2007 znížil. Podobne ako v roku 2006 zhruba polovica deficitu eurozóny mala štrukturálny charakter. Podľa ostatných odhadov štrukturálny deficit v eurozóne klesá už piaty rok po sebe. Očakáva sa, že v tomto roku bude fiškálna politika v eurozóne mierne expanzívna, v dôsledku čoho sa nedosiahne reálny pokrok pri konsolidácii vládnych výdavkov. Plánované daňové úľavy, napríklad vo Francúzsku a v Nemecku, sa budú len čiastočne

financovať obmedzením vládnych výdavkov. Zvyšnú časť budú musieť pokryť zlepšené podmienky na trhu práce a vyššie daňové príjmy, ak sa nemá na európskej úrovni podstatne zvýšiť podiel rozpočtového deficitu na HDP. V tomto roku preto nemožno očakávať ďalšie zlepšenie štrukturálneho deficitu.

Aj keď starnutie obyvateľstva v EÚ stále napreduje a jeho negatívne účinky na verejné financie v Európe sa nevyhnutne prejavia v budúcnosti, európski politici nevyužili mimoriadny ekonomický rast v minulých rokoch na zníženie vládnych výdavkov, aby sa EÚ pripravila na budúce rozpočtové tlaky. Na obmedzenie deficitov sa v niektorých krajinách využilo zvýšenie rozpočtových príjmov – napríklad zvýšenie DPH v Nemecku alebo zvýšenie progresivity dôchodkovej dane v Taliansku v uplynulom roku. Situáciu by mohlo zlepšiť zvýšenie miery zamestnanosti (t. j. podielu celkovej zamestnanosti na obyvateľstve v produktívnom veku). V súčasnosti napríklad dosahuje v eurozóne tzv. miera participácie 72 %, čo je menej ako v takých krajinách ako Austrália, Kanada, Japonsko, Spojené kráľovstvo alebo USA, kde je tento pomer vyšší ako 75 %.

Prevládanie pozitívnych tendencií v ekonomickom raste eurozóny i celej EÚ v ostatných rokoch prispelo k zlepšovaniu hlavných fiškálnych ukazovateľov v celej Európe (pozri tab. 1.16).

Z pätnástich súčasných členov eurozóny sa rozpočtový deficit (ako % HDP) v minulom roku znížil v jedenástich krajinách, v dvoch krajinách sa deficit (resp. prebytok) v podstate nezmenil a iba v Belgicku a Holandsku došlo k miernemu zhoršeniu deficitu na –0,3 a –0,4 % HDP. Z ďalších krajín EÚ 18 rozpočtovú bilanciu si ďalej vylepšilo Švédsko. Osobitne treba hodnotiť, že z ekonomicky vyspelých členov EÚ (EÚ 18) päť krajín malo v roku 2007 prebytkový rozpočet, pričom „rekordérom“ bolo Fínsko s rozpočtovým prebytkom +4,6 % HDP. Veľmi priaznivo sa v minulom roku vyvíjal v EÚ 18 hrubý dlh, ktorého podiel na HDP sa znížil dokonca v 14 krajinách (v 12 členských štátoch eurozóny, v Dánsku a vo Švédsku). Vo zvyšných krajinách sa tento ukazovateľ alebo nezmenil (Luxembursko), alebo nepatrne vzrástol. Najnižší podiel hrubého dlhu na HDP vykázalo Luxembursko (6,6 % HDP), nasledované Dánskom (25,0 % HDP), Írskom (25,2 %) a Slovinskom (25,6 %). Jediným členom eurozóny, ktorého podiel verejného dlhu na HDP prevyšuje 100 % (104,3 %), je Taliansko.

Tabuľka 1.16
Hlavné fiškálne ukazovatele členských štátov EÚ 18

	Hrubý dlh [1]				Fiškálna bilancia [1]			
	2005	2006	2007	2008 [2]	2005	2006	2007	2008 [2]
Nemecko	67,8	67,5	64,7	62,6	–3,4	–1,6	0,1	–0,1
Francúzsko	66,7	64,2	64,3	64,1	–2,9	–2,5	–2,6	–2,6
Taliansko	106,2	106,8	104,3	102,9	–4,2	–4,4	–2,3	–2,3
Španielsko	43,0	39,7	36,3	34,6	1,0	1,8	1,8	1,2
Holandsko	52,3	47,9	46,8	44,8	–0,3	0,6	–0,4	0,5
Belgicko	92,2	88,2	84,6	81,7	–2,3	0,4	–0,3	–0,4
Rakúsko	63,4	61,7	60,0	58,4	–1,6	–1,4	–0,8	–0,7
Grécko	98,0	95,3	93,7	91,1	–5,1	–2,5	–2,9	–1,8
Írsko	27,4	25,1	25,2	26,9	1,2	2,9	0,9	–0,2
Fínsko	41,4	39,2	35,7	32,4	2,7	3,8	4,6	4,2
Portugalsko	63,7	64,8	64,4	64,7	–6,1	–3,9	–3,9	–2,6
Slovinsko	27,4	27,1	25,6	24,5	–1,5	–1,2	–0,7	–1,0
Luxembursko	6,2	6,6	6,6	6,0	–0,1	0,7	1,2	1,0
Cyprus	69,1	65,2	60,5	53,3	–2,4	–1,2	–1,0	–0,8
Malta	70,8	64,7	63,1	61,3	–3,1	–2,5	–1,8	–1,6
Eurozóna	*70,3*	*68,6*	*66,5*	*65,0*	*–2,5*	*–1,5*	*–0,8*	*–0,9*
Spojené kráľovstvo	42,1	43,2	43,6	44,8	–3,3	–2,7	–2,8	–3,0
Švédsko	52,2	47,0	41,1	35,7	2,4	2,5	3,0	2,8
Dánsko	36,3	30,3	25,0	20,9	4,6	4,6	4,0	3,0
EÚ 27	*62,7*	*61,4*	*59,5*	*58,3*	*–2,4*	*–1,6*	*–1,1*	*–1,2*

[1] Ako % HDP; definície podľa Maastrichtskej zmluvy; údaje sa môžu čiastočne odlišovať od údajov v ďalších tabuľkách.
[2] Prognóza.

Prameň: EEAG (2008).

Celkový výsledok eurozóny, resp. EÚ 18, pokiaľ ide o verejný dlh, prirodzene, najviac ovplyvňujú veľké členské štáty (Nemecko, Spojené kráľovstvo, Francúzsko, Taliansko a Španielsko), z ktorých Nemecko, Francúzsko a Taliansko prekračujú „maastrichtskú“ úroveň.

Pokiaľ ide o Nemecko, ktoré je ekonomicky najsilnejším členom EÚ, v tomto roku sa jeho rozpočtové príjmy zvýšia asi o 2,5 %, čo je menej ako v ostatných dvoch rokoch. Osobitne reforma zdanenia korporácií, ktorá začala fungovať na začiatku tohto roka, je zodpovedná za spomalenie rastu daňových príjmov. Vládne výdavky sa však zvýšia viac ako o 2 %, teda viac ako v roku 2007. Z hľadiska budúcnosti treba priaznivo hodnotiť, že profitovať z toho bude rozpočet na školstvo a výskum, v čom Nemecko môže byť príkladom ďalším krajinám EÚ. Hoci skutočný vládny rozpočet v Nemecku bude zhruba vyrovnaný, štrukturálny rozpočet sa po dlhšom čase trocha zhorší a fiškálna politika v Nemecku bude mierne expanzívna.

Napriek vysokému podielu dlhu na HDP (viac ako 64 %) nie je pravdepodobné, že Francúzsko sa v blízkej budúcnosti bude usilovať o fiškálnu konsolidáciu. Po zlepšení kľúčových fiškálnych ukazovateľov v minulom roku ani v Taliansku sa neplánujú štruktúrne zmeny vo vládnych financiách. V Španielsku zostane v tomto roku fiškálna politika expanzívna. Okrem ďalšieho zníženia daní sa tu plánuje zvýšenie vládnych výdavkov.

V Spojenom kráľovstve sa pomer deficitu k HDP v roku 2008 pravdepodobne nezníži. Neplánujú sa žiadne významnejšie fiškálne opatrenia, a preto sa dosiahne deficit zhruba na úrovni 3 % HDP.

Pokiaľ ide o stav verejných financií v nových členských štátoch EÚ, pozornosť si zasluhuje skutočnosť, že úroveň vládneho dlhu je (s výnimkou Maďarska) veľmi uspokojivá. Vo väčšine týchto krajín sa však zatiaľ neráta s reštriktívnejšou fiškálnou politikou.

Menová politika v EÚ musela v minulom roku reagovať na komplikujúce sa monetárne podmienky a na otrasy na finančných trhoch. Boli to predovšetkým turbulencie v auguste minulého roka, ktoré uviedlo do pohybu oznámenie, že nemecká IKB Deutsche Interbank AG a francúzska BNP Paribas sa dostali do ťažkostí v dôsledku strát z investícií do aktív garantovaných americkými menej kvalitnými pôžičkami. Prudký rast dražieb hypotekárneho majetku a nesplácanie menej kvalitných hypoték v USA už rok predtým viedli k novému oceneniu príslušných cenných papierov garantovaných hypotékami. Medzinárodný obchod s týmito aktívami spojenými so značným úverovým rizikom sa v minulých rokoch značne rozšíril a na konci minulého roka finančné inštitúcie zaznamenali straty prevyšujúce 80 mld USD. Celkové úverové straty sa však stále revidujú smerom hore.

V dôsledku týchto krízových otrasov sa finančné inštitúcie začali obávať o kvalitu aktív ponúkaných ako záruky potenciálnymi vypožičiavateľmi. Najmä na medzibankovom trhu to viedlo k strate vzájomnej dôvery a banky sa zdráhali vzájomne si požičiavať. Najvýznamnejšie svetové centrálne banky sa preto rozhodli zasiahnuť a zabezpečiť likviditu na medzibankovom trhu. Napriek tomu tieto opatrenia nezabránili trojmesačnej úrokovej sadzbe peňažného trhu v eurozóne, aby podstatne nevzrástla nad hraničnú úrokovú sadzbu (*marginal lending rate*) ECB. Situácia sa znova zhoršila v novembri 2007, keď došlo k ďalším otrasom v bankovom sektore. Federálna rezerva, Kanadská banka, ECB a Švajčiarska národná banka preto prišli s niektorými

novými nástrojmi, ktoré mali peňažné trhy chrániť pred nedostatkom likvidity.[14] Otvorenou však zostáva otázka, do akej miery tieto problémy s likviditou na medzibankovom peňažnom trhu obmedzili, alebo obmedzia, úverovú ponuku bánk firmám a domácnostiam, a tak ovplyvnia reálnu ekonomiku. Situácia, v ktorej sa má v Európe formovať menová politika, nie je jednoduchá, o čom svedčí aj skutočnosť, že Európska únia na začiatku roka 2007 držala viac ako 500 mld USD v menej kvalitných hypotekárnych cenných papieroch, čo viedlo k veľkým obavám zo strát spojených s otrasom úverového systému.[15]

Na pozadí týchto procesov neprekvapuje, že v roku 2007 sa v eurozóne sprísnili menové podmienky. Prispelo k tomu nielen zvýšenie úrokových sadzieb v marci a júni 2007 o 25 bázických bodov, čím sa zvýšila hlavná refinančná sadzba na 4 %, ale aj spomínaná apreciácia eura. Svoju úlohu pritom, prirodzene, zohrali turbulencie na finančných trhoch vyvolané vážnymi problémami likvidity na európskom medzibankovom trhu. Už sme spomínali, že sa to prejavilo v tom, že trojmesačné úrokové sadzby značne prevýšili hlavnú refinančnú sadzbu ECB. To vysvetľuje, prečo sa ECB zdržala ďalšieho zvyšovania úrokových sadzieb v druhej polovici minulého roka.

Ročný rast ponuky peňazí (M3) sa zvýšil na bezprikladných viac ako 12 % na konci minulého roka. Rok 2007 bol pritom už siedmym po sebe idúcim rokom, v ktorom rast M3 prevyšoval referenčnú hodnotu 4,5 % stanovenú ECB (obr. 1.4). Zároveň so zrýchlením rastu M3 sa rast M1 znížil z úrovne nad

---

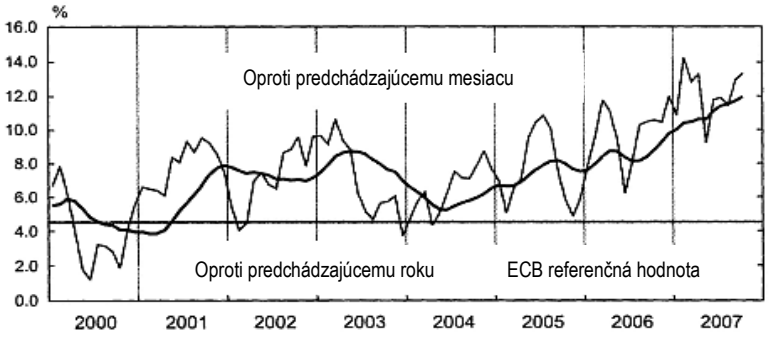
[14] Federálna rezerva zaviedla tzv. Term Auction Facility, ktorá má zabezpečiť rezervné fondy americkým bankám. Záruky, ktoré chcú akceptovať pri svojich operáciách na voľnom trhu, rozšírili aj Kanadská banka a Anglická banka. Federálna rezerva napokon uzavrela dohody o výmenných (swapových) operáciách s ECB a so Švajčiarskou národnou bankou. Bolo to vôbec prvýkrát, čo centrálne banky v krajinách mimo USA ponúkali USD pri svojich operáciách na voľnom trhu.

[15] Pozri napríklad Knoop (2008), ktorý uvádza, že Federálna rezerva a Európska centrálna banka rozhodne bojovali s týmto „úverovým šokom" znížením úrokových sadzieb a veľkorysým uľahčením pôžičiek finančným inštitúciám. Táto politika sa však nestretla so všeobecnou podporou. Kritici tvrdili, že taká reakcia skôr znásobuje predchádzajúce omyly. Politika Federálnej rezervy a ďalších centrálnych bánk však mala aj svojich stúpencov, ktorí sa nazdávali, že centrálne banky musia plniť svoju funkciu veriteľa poslednej inštancie a usilovať sa o obnovenie likvidity a dôvery vo finančný systém. Nazdávame sa, že možno súhlasiť s názorom, že finančné inovácie vytvorili nový finančný svet, s ktorým budú centrálne banky naďalej bojovať, budú sa ho snažiť pochopiť a regulovať (Knoop, 2008).

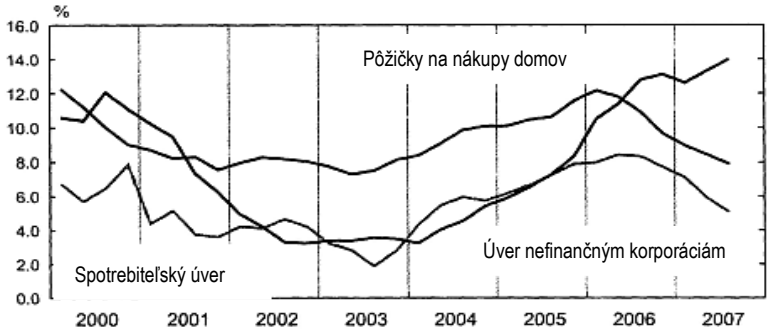
10 % na úroveň okolo 6,5 %. Tento pokles svedčí predovšetkým o sprísňovaní menovej politiky v Európe. Ďalšie menové, ako aj úverové agregáty vykazujú expanzívnu tendenciu.

Obrázok 1.4
Monetárna situácia v eurozóne

Zmeny v ponuke peňazí (M3)



Rast úveru

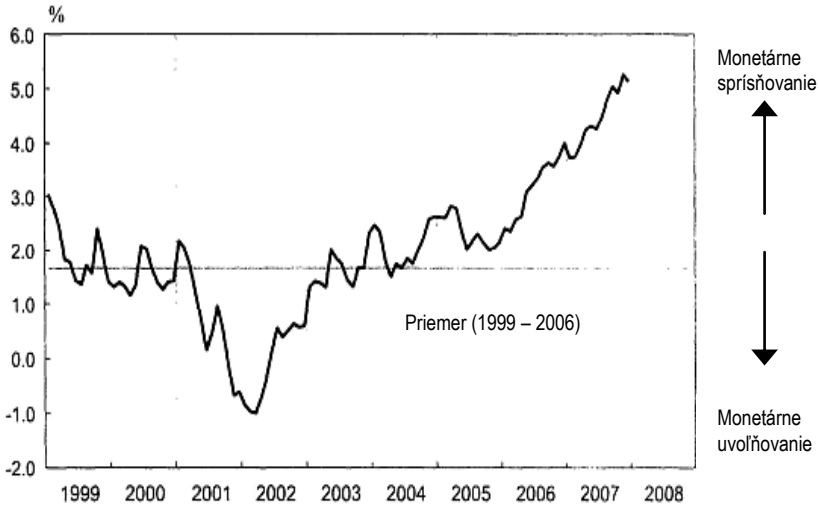


Prameň: EEAG (2008).

Napriek prísnej menovej politike inflácia v eurozóne (i v celej EÚ) v minulých mesiacoch neoslabla. V posledných dvoch mesiacoch minulého roka sa ročná miera inflácie (HICP) zvýšila na 3,1 %. Aj počas prvých mesiacov roka 2008 inflácia značne prevyšovala 2 % cieľ ECB. Pritom treba brať do úvahy, že účinok každého ďalšieho zvýšenia úrokovej sadzby ECB na

infláciu sa prejavuje približne až po šiestich mesiacoch. Existuje však riziko, že súčasné zrýchlenie inflácie sa bude transformovať do tlakov na vzostup miezd, čo by mohlo ohroziť stále ešte mierne strednodobé inflačné očakávania. V takom prípade by ECB pravdepodobne zvýšila úrokové sadzby, čo by zasa mohlo obmedziť agregátny dopyt. Celkový obraz vývoja monetárnych podmienok eurozóny naznačuje index, ktorý berie do úvahy krátkodobé úrokové sadzby a reálny efektívny kurz eura (obr. 1.5).

Obrázok 1.5
Index monetárnych podmienok [1]



[1] MCI index sa kalkuluje ako vážený priemer reálnych krátkodobých úrokových sadzieb (nominálna sadzba mínus jadrová HICP miera inflácie) a reálny efektívny menový kurz eura.

Prameň: EEAG (2008).

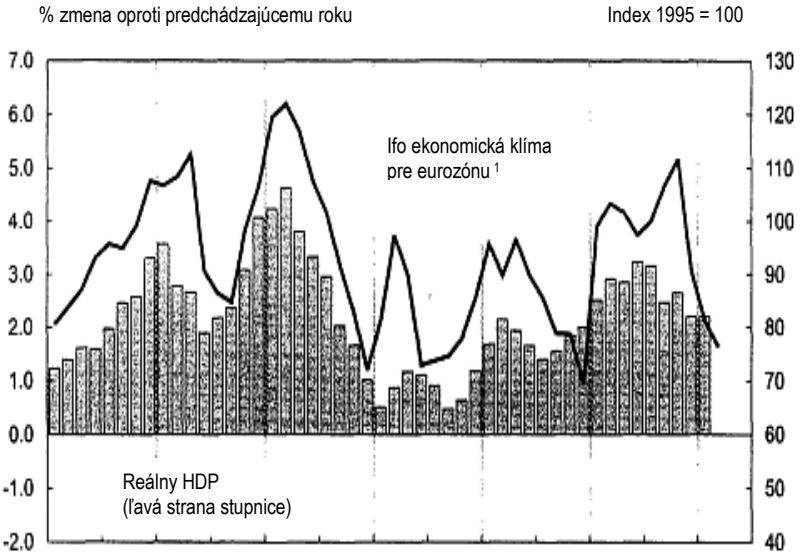
Ekonomický výhľad eurozóny: ekonomická klíma sa zhoršuje

Väčšina makroekonomických ukazovateľov eurozóny (resp. EÚ 18), ktoré sme analyzovali v predchádzajúcich častiach (najmä HDP a jeho hlavné zložky – inflácia, fiškálne ukazovatele, zahraničný obchod a kurzy účastín), naznačuje ďalšie zhoršenie konjunktúry, ktorého rozsah a trvanie závisia od viacerých, najmä vonkajších faktorov. V minulom roku sme si kládli otázku,

či sa v západnej Európe udrží priaznivá konjunktúra (Workie a kol., 2007). Väčšina faktorov ovplyvňujúcich konjunktúrny vývoj oprávňovala k záveru, že makroekonomický vývoj eurozóny (resp. EÚ 18) bude veľmi priaznivý. Príčiny, prečo sa tento optimistický záver nepotvrdil, sme naznačili najmä v prvej časti, ale širšie sa objasňujú aj v iných kapitolách tejto publikácie.

Vývoj hlavných konjunktúrnych ukazovateľov úzko súvisí s vývojom *indexu ekonomickej klímy*, ktorý pravidelne publikuje prestížny mníchovský Ifo Institute for Economic Research. Index ekonomickej klímy pre 15 členov eurozóny predstavuje aritmetický priemer hodnotení všeobecnej ekonomickej situácie a očakávaní ekonomického vývoja v nadchádzajúcich šiestich mesiacoch. (V januári 2008 sa výsledky zakladali na odpovediach 254 expertov.) Trend naznačený Ifo indikátorom ekonomickej klímy spravidla dobre koreluje s trendom aktuálneho ekonomického cyklu pre eurozónu meraným pomocou ročných mier rastu reálneho HDP.

Obrázok 1.6
Ekonomický rast a Ifo index ekonomickej klímy pre eurozónu



[1] Aritmetický priemer hodnotení súčasnej a očakávanej ekonomickej situácie.

Prameň: EEAG (2008).

Index ekonomickej klímy v eurozóne sa zhoršil v druhom štvrťroku 2008, čo bolo už tretie zhoršenie po sebe. Pokles tohto indikátora je dôsledkom menej pozitívnych hodnotení súčasnej ekonomickej situácie. Ekonomické očakávania na ďalších šesť mesiacov sa však ďalej nezhoršili, hoci stále sú v negatívnom pásme.

Ekonomická klíma nadobudla pochmúrnejšie črty vo všetkých členských štátoch eurozóny. Osobitne negatívne bolo hodnotenie súčasnej ekonomickej situácie v Taliansku, vo Francúzsku, v Portugalsku a Španielsku, vo väčšine členských štátov eurozóny však zostávajú hodnotenia súčasnej ekonomickej situácie vcelku pozitívne. Podľa hodnotenia expertov Ifo inštitútu v ďalšom polroku bude pokračovať spomaľovanie ekonomickej aktivity vo všetkých členských štátoch eurozóny.

Pokiaľ ide o ďalšie členské štáty Európskej únie, veľmi pozitívne sa hodnotí ekonomická situácia v Českej republike, Poľsku, Estónsku a Litve. Hodnotiaci ekonómovia však očakávajú v týchto krajinách v budúcich šiestich mesiacoch ekonomické ochladenie. Naopak, ďalšie ekonomické posilnenie prognózujú experti v Bulharsku, Rumunsku a na Slovensku. Jedinými krajinami Európskej únie, ktorých súčasná ekonomická situácia sa hodnotí ako veľmi neuspokojivá, s výhľadom ďalšieho zhoršovania, sú Maďarsko a Lotyšsko. Vysoká inflácia a s ňou spojená malá dôvera vo vládnu hospodársku politiku sa stali najdôležitejšími ekonomickými problémami v týchto krajinách.

Ekonomický výhľad nielen EÚ, ale najmä eurozóny vykazuje teda ďalšie zhoršovanie (najmä spomalenie ekonomického rastu a zrýchlenie inflácie), a navyše ho charakterizuje mimoriadna neistota znásobená tým, že viaceré riziká, ktorým je vystavená európska konjunktúra, sa objavili súčasne. Nemožno tiež vylúčiť, že niektoré negatívne tendencie sa prejavia s väčším oneskorením, alebo budú (napríklad straty spojené s finančnými otrasmi) väčšie. Napriek tomu však prevláda názor, že scenár ekonomickej recesie, ktorá by mala postihnúť západoeurópsku (resp. európsku) ekonomiku, je veľmi nepravdepodobný.

1.3. Vývoj ekonomík nových členských štátov Európskej únie: ako bude pokračovať rozširovanie eurozóny?[16]

Európska únia je od 1. januára 2007, t. j. po prijatí Bulharska a Rumunska, integračným zoskupením 27 krajín, z ktorých 12 sa označuje pojmom nové členské štáty. Vzhľadom na relatívne nízku ekonomickú váhu dvoch najnovších členov sa kľúčové charakteristiky EÚ po zatiaľ poslednej vlne rozširovania veľmi nezmenili. Vstup Bulharska a Rumunska mal však pomerne významný vplyv na veľkosť populácie, ktorá sa zvýšila o 6 % (takmer 30 miliónov obyvateľov), a to na vyše 490 miliónov obyvateľov. Vzrástla i ekonomická diverzita vnútri EÚ, keďže dva najmladšie členské štáty sa od ostatných členov odlišujú tak po štrukturálnej, ako aj po inštitucionálnej stránke.

Ďalším členských štátom EÚ by sa za predpokladu splnenia všetkých prístupových kritérií malo stať v roku 2010 alebo 2011 Chorvátsko.

Všetky štáty vstupujúce do EÚ od podpísania Maastrichtskej zmluvy (Zmluvy o Európskej únii, 1991) sa automaticky zaväzujú k prijatiu jednotnej meny euro, ktoré je podmienené splnením tzv. maastrichtských kritérií. Tento záväzok im neumožňuje trvalé pôsobenie mimo menovej únie, avšak vývoj v posledných rokoch nasvedčuje, že k ich menovej integrácii vo väčšine prípadov dôjde s niekoľkoročným sklzom v porovnaní s ich pôvodnými plánmi. Hlavnými príčinami odkladu prijatia jednotnej meny sú silné inflačné tlaky a nedostatočné konsolidačné úsilie vo fiškálnej oblasti.

Zo skupiny nových členských štátov sa dosiaľ stali súčasťou eurozóny len tri, a to Slovinsko (1. januára 2007), Malta a Cyprus (obe 1. januára 2008),[17] čím sa počet členov menovej únie zvýšil na 15. O niekoľko mesiacov prijme jednotnú menu ako prvá z krajín V 4 aj Slovensko, ktoré s rezervou splnilo všetky maastrichtské kritériá, hoci udržateľnosť plnenia inflačného kritéria nebola Európskou centrálnou bankou (ECB) hodnotená veľmi pozitívne.

---

[16] Táto práca bola podporovaná Agentúrou na podporu výskumu a vývoja na základe Zmluvy č. APVV-51-037405.

[17] Uvedeným krajinám je venovaná osobitná pozornosť v ďalšej časti kapitoly.

Vývoj vybraných ekonomických ukazovateľov

Ekonomický rast

Hoci súčasný hospodársky vývoj USA bude mať pravdepodobne mierne negatívny dopad na ekonomický rast EÚ, nové členské štáty by nemali byť výrazne dotknuté. Pokles dopytu USA a starých členských štátov EÚ môže síce zaznamenať zníženie tempa rastu exportu, avšak ich ekonomická výkonnosť je vo veľkej miere podmienená domácimi faktormi. Ani posilňujúci kurz eura voči americkému doláru by na tieto krajiny vzhľadom na silnú orientáciu ich zahraničného obchodu na členov EÚ nemal mať negatívny vplyv. Navyše, na teritoriálnej štruktúre ich zahraničného obchodu majú najvyšší podiel ostatné nové členské ekonomiky a z krajín EÚ 15 v mnohých prípadoch najmä Nemecko, ktorého ekonomický rast by v najbližších dvoch rokoch nemal klesnúť pod jeho úroveň z obdobia pred rokom 2006.

Väčšina z nových členských štátov zaznamenala v roku 2007 vysoký rast hospodárstva (tab. 1.17), a to najmä vplyvom silného domáceho dopytu podporovaného v mnohých krajinách rastom úverov a miezd. Svoje rekordné hodnoty vykázalo aj v súvislosti s rozsiahlymi exportnými kapacitami v priemysle Slovensko (10,4 %), ďalej Česká republika, Poľsko (obe 6,5 %), a Slovinsko (6,1 %), zatiaľ čo v Estónsku (7,1 %), Lotyšsku (10,3 %) a Rumunsku (6 %) sa rast mierne spomalil, no stále zostal na relatívne vysokých úrovniach. Z hľadiska tohto, ale aj iných ukazovateľov zaznamenalo z analyzovanej skupiny krajín odlišný vývoj Maďarsko, kde fiškálna konsolidácia viedla k redukcii súkromnej spotreby a investícií, a teda i k zníženiu už aj v roku 2006 relatívne slabého ekonomického rastu. V minulom roku rast tejto ekonomiky (1,3 %) klesol dokonca pod úroveň priemerného hospodárskeho rastu v eurozóne.

Vplyvom nepriaznivého vývoja v externom prostredí a ochladzovania domáceho dopytu dochádza v roku 2008 vo viacerých nových členských štátoch k spomaľovaniu ekonomického rastu. Aj napriek tomu rastú tieto ekonomiky rýchlejšie než hospodárstva krajín západnej Európy, a teda ich reálna konvergencia pokračuje. Slovensko by si malo udržať vedúcu pozíciu, a to vďaka silnému domácemu dopytu, ale aj vysokému exportu podporovanému

priamymi zahraničnými investíciami. Vo všeobecnosti sa však z dôvodu nižšieho dopytu krajín západnej Európy očakáva mierne zníženie príspevku čistého exportu k ekonomickému rastu nových členských štátov.

T a b u ľ k a 1.17

Vybrané ukazovatele ekonomického vývoja nových členských štátov EÚ v rokoch 2006 – 2007 a prognóza na rok 2008

Krajina	Rok	Rast HDP (%)	HDP na obyv. v PPS (EÚ 27 = 100)	Produktivita práce (EÚ 27 = 100)	Miera nezamestnanosti (%)	Saldo bežného účtu PB (% HDP)
Bulharsko	2006	6,3	36,7	34,9	9,0	–16,3
	2007	6,2 [1]	38,3 [2]	36,0 [2]	6,9 [1]	–22,0 [1]
	2008	5,8 [2]	39,3 [2]	36,6 [2]	6,0 [2]	–21,2 [2]
Cyprus	2006	4,0	92,1	84,7	4,6	–5,9
	2007	4,4 [1]	91,6 [2]	85,8 [2]	3,9 [1]	–7,3 [1]
	2008	3,7 [2]	90,1 [2]	85,4 [2]	3,7 [2]	–8,5 [2]
Česká republika	2006	6,4	78,7	70,6	7,1	–3,1
	2007	6,5 [1]	81,2 [2]	72,8 [2]	5,3 [1]	–2,4 [1]
	2008	4,7 [2]	82,0 [2]	73,2 [2]	4,5 [2]	–2,9 [2]
Estónsko	2006	11,2	68,5	64,2	5,9	–15,7
	2007	7,1 [1]	72,5 [2]	67,8 [2]	4,7 [1]	–15,7 [1]
	2008	2,7 [2]	74,4 [2]	69,9 [2]	6,0 [2]	–11,2 [2]
Litva	2006	7,7	56,2	57,1	5,6	–10,5
	2007	8,8 [1]	60,1 [2]	60,2 [2]	4,3 [1]	–13,8 [1]
	2008	6,1 [2]	62,4 [2]	62,8 [2]	4,5 [2]	–12,3 [2]
Lotyšsko	2006	12,2	54,2	51,3	6,8	–22,5
	2007	10,3 [1]	57,4 [2]	55,0 [2]	6,0 [1]	–22,9 [1]
	2008	3,8 [2]	59,6 [2]	56,8 [2]	6,4 [2]	–17,7 [2]
Maďarsko	2006	3,9	65,0	74,4	7,5	–6,5
	2007	1,3 [1]	64,1 [2]	74,3 [2]	7,4 [1]	–5,0 [1]
	2008	1,9 [2]	63,5 [2]	74,0 [2]	8,3 [2]	–4,4 [2]
Malta	2006	3,4	77,0	90,1	7,3	–8,3
	2007	3,8 [1]	77,4 [2]	90,7 [2]	6,4 [1]	–5,5 [1]
	2008	2,6 [2]	76,3 [2]	89,5 [2]	6,3 [2]	–5,9 [2]
Poľsko	2006	6,2	52,5	60,8	13,8	–3,1
	2007	6,5 [1]	54,7 [2]	61,4 [2]	9,6 [1]	–3,7 [1]
	2008	5,3 [2]	55,7 [2]	62,0 [2]	7,1 [2]	–4,6 [2]
Rumunsko	2006	7,9	38,9 [2]	39,1 [2]	7,3	–10,4
	2007	6,0 [1]	40,4 [2]	40,6 [2]	6,4 [1]	–13,9 [1]
	2008	6,2 [2]	41,4 [2]	41,3 [2]	6,1 [2]	–16,1 [2]
Slovensko	2006	8,5	63,8	71,7	13,4	–7,7
	2007	10,4 [1]	67,7 [2]	75,7 [2]	11,1 [1]	–5,4 [1]
	2008	7,0 [2]	69,8 [2]	77,5 [2]	9,8 [2]	–4,0 [2]
Slovinsko	2006	5,7	88,0	83,9	6,0	–2,8
	2007	6,1 [1]	90,7 [2]	86,2 [2]	4,8 [1]	–4,8 [1]
	2008	4,2 [2]	91,1 [2]	86,8 [2]	4,7 [2]	–4,9 [2]

[1] Odhad.

[2] Prognóza.

Prameň: Eurostat (2008a); European Commission (2008).

Podľa Európskej komisie (EK) si krajiny, ktoré používajú plávajúce menové kurzy, dokážu udržať dynamický ekonomický rast ľahšie než tie, ktorých meny sú naviazané na euro (pobaltské krajiny, Bulharsko). K najvýraznejšiemu spomaleniu rastu v roku 2008 pravdepodobne dôjde v Lotyšsku a v Estónsku, a to aj v dôsledku ochladenia trhu s nehnuteľnosťami v poslednom období a vplyvom narastajúcej, už tzv. cválajúcej inflácie. Estónsko, ktoré bolo ešte donedávna jednou z najdynamickejšie rastúcich ekonomík v EÚ, zaznamenáva prudký pokles – v prvom štvrťroku 2008 vzrástla estónska ekonomika medziročne dokonca o menej než 0,5 %. Znižovanie ekonomického rastu sa stalo realitou aj v ďalších dvoch pobaltských krajinách.

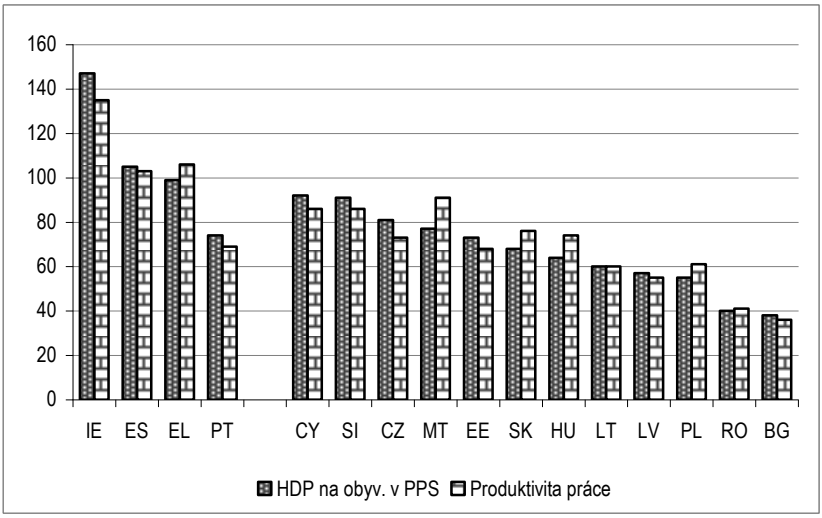
Reálna konvergencia

Vďaka už niekoľko rokov pretrvávajúcemu silnému ekonomickému rastu napredujú nové členské štáty aj v dobiehaní vyspelejších ekonomík EÚ. Rýchlosť konvergencie je rôzna, pričom tempo dobiehania bolo dosiaľ najrýchlejšie v pobaltských štátoch. Zo skupiny postkomunistických krajín, t. j. nových členských štátov bez Malty a Cypru, však zatiaľ len Slovinsko a Česká republika predstihli v ukazovateľoch reálnej konvergencie Portugalsko ako najslabšiu spomedzi kohéznych ekonomík EÚ 15 (graf 1.18). Estónsko sa v posledných rokoch rýchlym tempom priblížilo k stagnujúcemu Portugalsku. Produktivita práce na zamestnanca prekračuje úroveň Portugalska aj na Slovensku a v Maďarsku, avšak HDP na obyvateľa v PPS (Purchasing Power Standard) je v týchto krajinách stále nižší. Slovensko sa tak okamihom prijatia jednotnej meny stane členom eurozóny s najnižšou úrovňou reálnej konvergencie, z čoho vyplývajú mnohé výzvy pre hospodársku politiku.

Rýchlosť reálnej konvergencie analyzovanej skupiny krajín bude vo veľkej miere závisieť od ich schopnosti udržať si makroekonomickú stabilitu, koncentrovať sa na produkciu s vyššou mierou pridanej hodnoty, ako aj od ich demografického vývoja a tempa rastu produktivity práce. Keďže demografické trendy v nových členských štátoch sú nepriaznivejšie než v krajinách EÚ 15, bude potrebné usilovať sa o zvyšovanie produktivity práce zamestnanej časti obyvateľstva.

Graf 1.18

HDP na obyvateľa v PPS a produktivita práce v nových členských štátoch v porovnaní s kohéznymi krajinami EÚ 15 v roku 2007



Poznámka: IE – Írsko; ES – Španielsko; EL – Grécko; PT – Portugalsko; CY – Cyprus; SI – Slovinsko; CZ – Česká republika; MT – Malta; EE – Estónsko; SK – Slovensko; HU – Maďarsko; LT – Litva; LV – Lotyšsko; PL – Poľsko; RO – Rumunsko; BG – Bulharsko.

Prameň: Eurostat (2008a).

Trh práce

Vo všetkých analyzovaných krajinách došlo v roku 2007 k poklesu miery nezamestnanosti (tab. 1.17), a to najmä vplyvom dynamického hospodárskeho rastu a migrácie pracovníkov do zahraničia. Najvýraznejšiu redukciu tohto ukazovateľa zaznamenalo Poľsko a Slovensko, ktoré však aj naďalej zostávajú krajinami EÚ s najvyššou mierou nezamestnanosti. Okrem uvedených ekonomík a Maďarska ostatné nové členské štáty vykázali v roku 2007 nižšiu nezamestnanosť, než je priemer EÚ (7,1 %). Nezamestnanosť mladých ľudí do 25 rokov v roku 2007 podľa Eurostatu prekročila priemer EÚ 27 (15,4 %) v Poľsku (21,7 %), na Slovensku (20,3 %), v Rumunsku (20,1 %) a v Maďarsku (18,0 %). Dlhodobú nezamestnanosť výrazne presahujúcu priemer EÚ 27 stále vykazuje Slovensko.

Na druhej strane však mnohé z nových členských štátov v súčasnosti pociťujú nedostatok kvalifikovanej pracovnej sily, čo vyvoláva tlaky na akceleráciu miezd a časom sa môže negatívne prejaviť na príleve nových priamych zahraničných investícií, ako aj na ekonomickom raste. Nedostatkami trhov práce v týchto krajinách sú aj ich nepružnosť (minimálne mzdy, vysoká úroveň ochrany zamestnancov a pod.) a nízka mobilita pracovnej sily. Navyše, vzhľadom na demografický vývoj bude nevyhnutné ďalej zvyšovať vek odchodu do dôchodku.

V roku 2008 sa vo väčšine krajín očakáva ďalší pokles miery nezamestnanosti. Výnimkou budú pravdepodobne pobaltské ekonomiky a Maďarsko. V pobaltských krajinách sa zrejme vplyvom značného spomalenia ich ekonomického rastu postupné znižovanie nezamestnanosti po niekoľkých rokoch zastaví a jej miera dokonca mierne vzrastie (najmä v Estónsku). V Maďarsku nie je medziročné zvýšenie miery nezamestnanosti vzhľadom na vývoj ekonomiky v posledných rokoch ničím výnimočným.

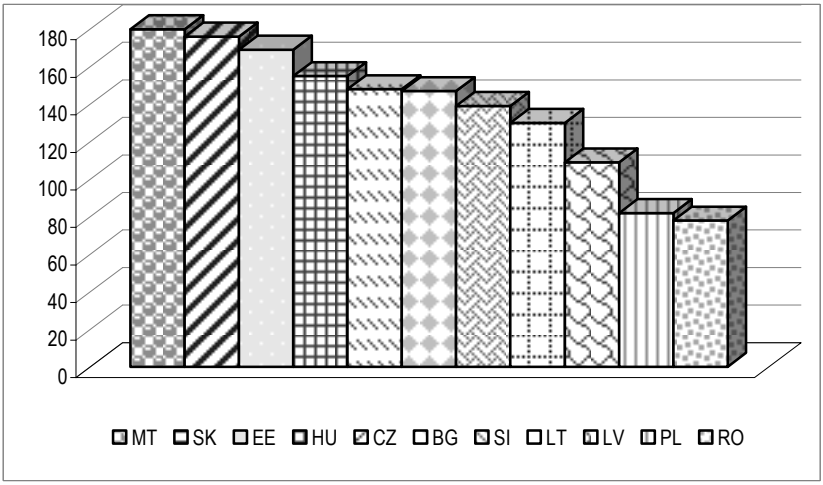
Vonkajšie ekonomické vzťahy

Nové členské štáty s výnimkou väčších ekonomík, ako sú Poľsko a Rumunsko, patria medzi relatívne otvorené ekonomiky EÚ, čo by im po vstupe do eurozóny malo umožniť dosiahnuť vyššie úspory transakčných nákladov a väčšie úžitky z redukcie menového rizika. Na základe pomeru súčtu vývozu a dovozu výrobkov a služieb k HDP v bežných cenách boli Malta (180 %), Slovensko (176 %) a Estónsko (169 %) v roku 2007 najotvorenejšími novými členskými ekonomikami (graf 1.19). Z krajín EÚ je otvorenejšie len Luxembursko (327 %), a to najmä vďaka vysokému exportu služieb z krajiny, a v porovnaní s Estónskom i Belgicko (173 %).

K rastu zahraničného obchodu a hospodárstiev nových členských štátov prispela vo významnej miere ich integrácia do EÚ, ako aj s ňou spojený príliev priamych zahraničných investícií. V roku 2007 vykázali Česká republika, Maďarsko a Slovensko vyšší nárast exportu než importu, zlepšenie salda zahraničného obchodu, salda bežného účtu platobnej bilancie, ako aj pozitívny príspevok čistého exportu k ekonomickému rastu. Pozícia slovenskej ekonomiky sa pritom zlepšila pri súčasnom silnom zhodnocovaní kurzu národnej meny. Česká republika bola v roku 2007 okrem Maďarska jediným

z nových členských štátov s aktívnym saldom zahraničného obchodu (ktoré si s vysokou pravdepodobnosťou udrží aj v najbližších dvoch rokoch) a ekonomikou s najnižším deficitom bežného účtu v pomere k HDP (2,4 %) (tab. 1.17).

G r a f 1.19
Otvorenosť nových členských štátov EÚ v roku 2007 (v %)



Poznámka: MT – Malta; SK – Slovensko; EE – Estónsko; HU – Maďarsko; CZ – Česká republika; BG – Bulharsko; SI – Slovinsko; LT – Litva; LV – Lotyšsko; PL – Poľsko; RO – Rumunsko.

Prameň: World Bank (2008a).

Na druhej strane, deficity bežného účtu vzrástli v Rumunsku, Bulharsku a v pobaltských krajinách, kde ich pomer k HDP nielenže dosahuje dvojciferné čísla, ale v niektorých prípadoch dokonca hodnoty vyššie než 20 % (Lotyšsko, Bulharsko). V pobaltských ekonomikách sa vonkajšia nerovnováha zhoršila vplyvom vysokých obchodných deficitov, keďže v posledných rokoch domáci dopyt dynamicky rástol. Tieto krajiny mali navyše vzhľadom na zrútenie ich tradičných obchodných väzieb po rozpade Sovietskeho zväzu už nepriaznivú štartovaciu pozíciu. V roku 2008 sa však v uvedených ekonomikách predpokladá redukcia deficitov bežného účtu. Ich obchodné bilancie by sa totiž vplyvom spomalenia rastu importu v dôsledku oslabovania domáceho dopytu mali postupne zlepšovať.

Vývoj nominálnej konvergencie (plnenia maastrichtských kritérií)

Realizácia menovej a fiškálnej politiky nových členských štátov je vo veľkej miere ovplyvnená ich smerovaním do eurozóny (resp. už členstvom v nej), ktoré je podmienené udržateľným plnením maastrichtských konvergenčných kritérií. Európska komisia a ECB sa v konvergenčných správach z mája 2007, v ktorých hodnotili pokrok v hospodárskej, ako aj v právnej konvergencii na Malte a Cypre, vyjadrili ohľadom pripravenosti týchto krajín na prijatie eura pozitívne. Súhlas s ich menovou integráciou k 1. januáru 2008 dali následne aj ostatné európske inštitúcie.

Konvergenčné správy EK a ECB, publikované v máji 2008, hodnotia hospodársku a právnu konvergenciu desiatich členských štátov EÚ s derogáciou na prijatie eura, a to Bulharska, Českej republiky, Estónska, Litvy, Lotyšska, Maďarska, Poľska, Rumunska, Slovenska a Švédska.[18] Konštatujú, že niektoré krajiny dosiahli v posledných rokoch v oblasti hospodárskej konvergencie pokrok, avšak s výnimkou Slovenska nespĺňajú ešte všetky podmienky na prijatie eura. Po pozitívnom vyjadrení ďalších európskych inštitúcií stanovila Rada ECOFIN (Rada ministrov hospodárstva a financií) 8. júla 2008 výsledný konverzný kurz slovenskej koruny k euru a Slovensko sa k 1. januáru 2009 stane šestnástym členom menovej únie.[19]

Inflačné kritérium

Hospodársky vývoj v nových členských štátoch bol ovplyvnený rastúcimi cenami ropy a potravín vo svete a ich inflácia v roku 2007 v porovnaní s predchádzajúcim rokom vzrástla. Vo väčšine krajín (hlavne v pobaltských ekonomikách) EK v minulom roku predpokladala nižšiu infláciu, než napokon skutočne vykázali. Popri externých faktoroch k tomu prispel aj rastúci domáci dopyt, zvyšovanie miezd či nepriamych daní. Viaceré krajiny reagovali na silnejúce inflačné tlaky sprísňovaním menovej politiky.

---

[18] Pokrok v konvergencii Bulharska a Rumunska sa vzhľadom na zatiaľ krátke trvanie ich členstva v EÚ hodnotil po prvýkrát.

[19] Menovej integrácii Slovenska sa podrobnejšie venujeme v ďalšej časti kapitoly.

V najzložitejšej situácii v celej EÚ je v súčasnosti Lotyšsko s dvojcifernou (t. j. už tzv. cválajúcou) infláciou (tab. 1.18) spôsobenou v roku 2007 tak ponukovými, ako aj dopytovými inflačnými tlakmi. Trh práce v krajine sa vzhľadom na výrazný odlev pracovníkov do zahraničia prehrieva a inflačné očakávania sú vysoké, čo sa prejavuje na mzdových požiadavkách prekračujúcich tempo zvyšovania produktivity.

Tabuľka 1.18
Plnenie inflačného kritéria (HICP) v nových členských štátoch EÚ v rokoch 2005 – 2007 a prognóza na rok 2008 (v %)

Krajina	2005	2006	2007	2008
Bulharsko	6,0	7,4	7,6	9,9
Cyprus	2,0	2,2	2,2	3,8
Česká republika	1,6	2,1	3,0	6,2
Estónsko	4,1	4,4	6,7	9,5
Litva	2,7	3,8	5,8	10,1
Lotyšsko	6,9	6,6	10,1	15,8
Maďarsko	3,5	4,0	7,9	6,3
Malta	2,5	2,6	0,7	3,4
Poľsko	2,2	1,3	2,6	4,3
Rumunsko	9,1	6,6	4,9	7,6
Slovensko	2,8	4,3	1,9	3,8
Slovinsko	2,5	2,5	3,8	5,4
Referenčná hodnota	*2,5*	*2,9*	*2,8*	*4,1*

Prameň: European Commission (2008).

V roku 2007 dosiahla inflácia v porovnaní s predchádzajúcim rokom nižšie hodnoty len na Slovensku, Malte a v Rumunsku. Slovensko bolo vzhľadom na plánované prijatie eura nútené znížiť mieru inflácie pod úroveň referenčnej hodnoty, čo sa mu podarilo v prostredí silného rastu ekonomiky, a to aj vďaka kombinácii rastúcej produktivity a tlmeného nárastu miezd.

Podľa posledných konvergenčných správ EK a ECB bola inflácia HICP v hodnotených nových členských štátoch pod úrovňou referenčnej hodnoty za obdobie apríl 2007 – marec 2008 (3,2 %) len na Slovensku a na jej úrovni v Poľsku. Ostatné krajiny inflačné kritérium nesplnili.

V roku 2008 možno v dôsledku nepriaznivého vývoja cien energií a potravín očakávať pretrvávajúce, alebo dokonca silnejúce inflačné tlaky v nových členských štátoch i v celej EÚ, čo bude negatívne vplývať na vývoj

súkromnej spotreby. Ďalšie zrýchľovanie inflácie sa očakáva najmä v pobaltských krajinách a v Bulharsku, kde už v prvých mesiacoch tohto roka zaznamenali dvojciferné hodnoty, čo môže viesť k opätovným posunom plánovaných termínov prijatia eura. Rovnako v ďalších nových členských štátoch s výnimkou Maďarska došlo v prvých mesiacoch roka 2008 k nárastu inflácie. Slovensko bude navyše po vstupe do menovej únie čeliť inflačným tlakom aj v dôsledku straty kurzového kanála reálnej apreciácie.

Kritérium dlhodobých úrokových sadzieb

V roku 2007 prekročili dlhodobé úrokové sadzby referenčnú hodnotu len v Rumunsku a v Maďarsku (tab. 1.19). Rovnako to bolo aj v referenčnom období apríl 2007 – marec 2008 hodnotenom v konvergenčných správach EK a ECB. Uvedené krajiny však s vysokou pravdepodobnosťou nebudú vzhľadom na neplnenie viacerých maastrichtských kritérií pripravené prijať jednotnú európsku menu skôr než v polovici nasledujúcej dekády, čo im poskytuje dostatok času aj na postupnú redukciu úrokových sadzieb.

T a b u ľ k a 1.19
Plnenie kritéria dlhodobých úrokových sadzieb v nových členských štátoch EÚ v rokoch 2005 – 2007 (v %) [1]

Krajina	2005	2006	2007
Bulharsko	3,9	4,2	4,5
Cyprus	5,2	4,1	4,5
Česká republika	3,5	3,8	4,3
Estónsko	4,0	4,3	6,1
Litva	3,7	4,1	4,5
Lotyšsko	3,9	4,1	5,3
Maďarsko	6,6	7,1	6,7
Malta	4,6	4,3	4,7
Poľsko	5,2	5,2	5,5
Rumunsko	–	7,2	7,1
Slovensko	3,5	4,4	4,5
Slovinsko	3,8	3,9	4,5
Referenčná hodnota	*5,4*	*6,3*	*6,4*

1 Prognóza na rok 2008 nie je k dispozícii.

Prameň: European Commission (2008).

Kritérium deficitu verejných financií

Niektoré z krajín strednej a východnej Európy uskutočnili v priebehu poslednej dekády fiškálnu konsolidáciu (Slovensko, pobaltské štáty), a súčasne znížili daňové zaťaženie, pričom jeho ťažisko sa presunulo smerom k spotrebným daniam. V roku 2007 zaznamenala väčšina z nových členských štátov najmä vďaka silnému ekonomickému rastu, a teda vyšším daňovým príjmom lepšie výsledky verejných financií, než sa očakávalo.

K najvýraznejšej redukcii došlo v dôsledku programu konsolidácie verejných financií v Maďarsku (tab. 1.20). Maďarsko však bolo v roku 2007 jediným z nových členov EÚ, ktorý zaznamenal deficit verejných financií prekračujúci referenčnú hodnotu a aj naďalej zostáva členským štátom EÚ s najvyšším pomerom deficitu k HDP. Zlepšenie zaznamenali aj ostatné krajiny V 4, ktoré sa tak dostali až pod úroveň referenčnej hodnoty, resp. udržali sa pod ňou. Avšak zatiaľ čo v ČR a na Slovensku sa v najbližších dvoch rokoch predpokladá ďalší pokles pomeru deficitu verejných financií k HDP, v Poľsku sa bude tento ukazovateľ v dôsledku vládou prijatých opatrení pravdepodobne mierne zhoršovať. Bulharsko, Cyprus a Estónsko vykázali v roku 2007 prebytok verejných financií a Lotyšsko dosiahlo vyrovnané hospodárenie.

T a b u ľ k a 1.20

Plnenie kritéria deficitu verejných financií v nových členských štátoch EÚ v rokoch 2005 – 2007 a prognóza na rok 2008 (v % HDP)

Krajina	2005	2006	2007	2008
Bulharsko	1,8	3,0	3,4	3,2
Cyprus	–2,4	–1,2	3,3	1,7
Česká republika	–3,6	–2,7	–1,6	–1,4
Estónsko	1,8	3,4	2,8	0,4
Litva	–0,5	–0,5	–1,2	–1,7
Lotyšsko	–0,4	–0,2	0,0	–1,1
Maďarsko	–7,8	–9,2	–5,5	–4,0
Malta	–3,0	–2,6	–1,8	–1,6
Poľsko	–4,3	–3,8	–2,0	–2,5
Rumunsko	–1,2	–2,2	–2,5	–2,9
Slovensko	–2,8	–3,6	–2,2	–2,0
Slovinsko	–1,5	–1,2	–0,1	–0,6
Referenčná hodnota	*–3,0*	*–3,0*	*–3,0*	*–3,0*

Prameň: European Commission (2008).

Pobaltské ekonomiky, ktoré sú dosiaľ z pohľadu plnenia fiškálnych maastrichtských kritérií mimoriadne úspešné, budú v roku 2008 hľadať cestu medzi príliš reštriktívnou fiškálnou politikou spomaľujúcou ekonomický rast a prílišnou expanziou vytvárajúcou ešte silnejšie inflačné tlaky. Vo viacerých nových členských štátoch sa predpokladá zhoršenie fiškálnej pozície, a to aj vplyvom znižovania daní (napr. Estónsko, Rumunsko). Deficit prekračujúci referenčnú hodnotu sa i napriek jeho ďalšej redukcii očakáva opäť len v Maďarsku, ktoré tak po nedávnom zrušení postupu pri nadmernom deficite pre Slovensko, Českú republiku a následne aj Poľsko ostane posledným z nových členských štátov, voči ktorému sa táto procedúra vedie.

Kritérium verejného dlhu

Z analyzovanej skupiny krajín prekročili hranicu kritéria verejného dlhu vo výške 60 % už len dve ekonomiky. Zatiaľ čo v Maďarsku tento ukazovateľ kontinuálne stúpa, čím sa len potvrdzuje nevyhnutnosť odsunu integrácie do eurozóny, Malta sa mohla stať členom menovej únie aj napriek prekročeniu referenčnej hodnoty, keďže jej pomer verejného dlhu k HDP sa postupne znižuje (tab. 1.21). Cyprus dokonca v roku 2007 potvrdil klesajúci trend redukciou verejného dlhu v pomere k HDP pod 60 %, pričom v roku 2008 sa očakáva jeho ďalší pokles o viac než 10 percentuálnych bodov.

Tabuľka 1.21
Plnenie kritéria verejného dlhu v nových členských štátoch EÚ v rokoch 2005 – 2007 a prognóza na rok 2008 (v % HDP)

Krajina	2005	2006	2007	2008
Bulharsko	29,2	22,7	18,2	14,1
Cyprus	69,1	64,8	59,8	47,3
Česká republika	29,7	29,4	28,7	28,1
Estónsko	4,5	4,2	3,4	3,4
Litva	18,6	18,2	17,3	17,0
Lotyšsko	12,4	10,7	9,7	10,0
Maďarsko	61,6	65,6	66,0	66,5
Malta	70,4	64,2	62,6	60,6
Poľsko	47,1	47,6	45,2	44,5
Rumunsko	15,8	12,4	13,0	13,6
Slovensko	34,2	30,4	29,4	29,2
Slovinsko	27,5	27,2	24,1	23,4
Referenčná hodnota	*60,0*	*60,0*	*60,0*	*60,0*

Prameň: European Commission (2008).

Kritérium stability výmenného kurzu

V priebehu roka 2007 nevstúpila do kurzového mechanizmu ERM II žiadna ďalšia národná mena krajiny s derogáciou na prijatie eura. V súčasnosti tak v ňom popri dánskej korune participujú meny štyroch nových členských štátov, a to: estónska koruna, litovský litas (obe od júna 2004), lotyšský lats (od mája 2005) a slovenská koruna (od novembra 2005).

Česká republika, Slovensko a Poľsko zaznamenali v priebehu posledných rokov relatívne výrazné zhodnotenie nominálneho (aj reálneho) kurzu národných mien k euru. Slovenská koruna sa zhodnotila najvýraznejšie v priebehu druhého polroka 2006 a prvého polroka nasledujúceho roka, česká koruna najmä počas druhého polroka 2007. Aj v krajinách s národnými menami tesnejšie naviazanými na euro prebiehala reálna apreciácia, a to cez inflačný kanál. Nadmerná reálna apreciácia však vedie k zhoršeniu konkurenčnej schopnosti, čo je obzvlášť nebezpečné pre krajiny s vysokým deficitom bežného účtu platobnej bilancie (pobaltské krajiny, Bulharsko, Rumunsko).

Podľa konvergečných správ EK a ECB Slovensko i napriek silnému zhodnocovaniu koruny v hodnotenom období splnilo kritérium stability výmenného kurzu. Národná mena zotrvala v mechanizme ERM II dlhšie než minimálne požadované dva roky, počas ktorých sa nedostala pod tlak a jej parita voči euru sa nemusela devalvovať. Práve naopak – Slovensko sa stalo prvou krajinou v histórii eurozóny, ktorá pred prijatím eura revalvovala centrálnu paritu až dvakrát. Vplyvom priaznivých konvergenčných správ z mája 2008 kurz slovenskej koruny k euru rýchlo posilňoval a približoval sa k dolnej hranici fluktuačného pásma v mechanizme ERM II (30,126 SKK/EUR), ktorá sa s účinnosťou od 29. mája 2008 stala novou centrálnou paritou, a neskôr i konverzným kurzom.[20]

Slovinsko, Malta a Cyprus po zavedení jednotnej meny euro

Nové členské štáty zavádzajú euro na základe tzv. scenára „veľkého tresku“ (*big bang*), ktorý znamená zavedenie jednotnej meny súčasne v bezhotovostnom aj v hotovostnom platobnom styku. Pokiaľ ide o prechod

[20] Účasti SKK v ERM II sa podrobnejšie venujeme v ďalšej časti.

administratívnych, finančných, účtovných a iných systémov, tento scenár je omnoho náročnejší než „madridský scenár“, ktorý je založený na existencii prechodného obdobia a uplatnil sa pri zakladaní eurozóny.[21] Vzhľadom na fakt, že eurová hotovosť je prístupná už od roku 2002, scenár „veľkého tresku“ sa v súčasnosti považuje za vhodnejší, pričom jeho prednosťou je jednoduchosť v oblasti komunikácie a informácií. Prípad Slovinska potvrdil, že včasná príprava na prijatie eura sa oplatí a že je možné technicky zvládnuť aj kratšie (2-týždňové) obdobie duálneho obehu, než to bolo v zakladajúcich krajinách eurozóny (4 – 8 týždňov).

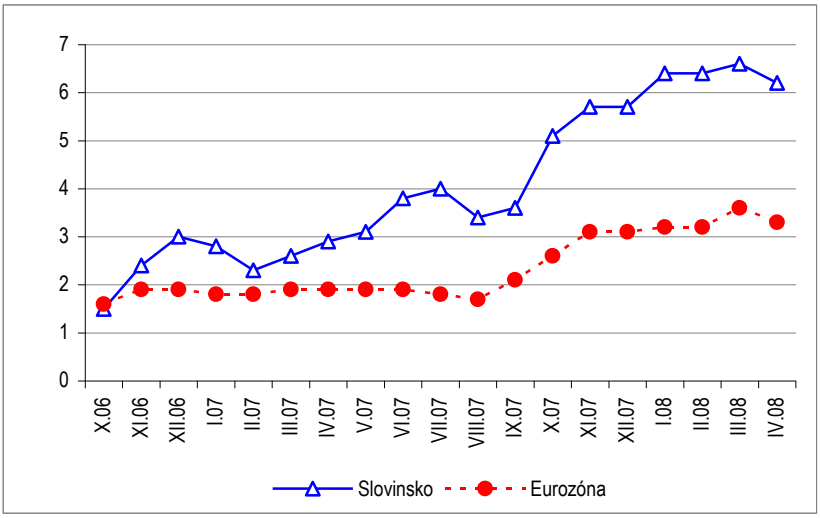
Slovinsko je zatiaľ jedinou z postkomunistických krajín, ktorá získala členstvo v európskej menovej únii. Tento fakt je zjavný aj vo vývoji ekonomiky, ktorá síce dosahuje najvyššiu úroveň reálnej konvergencie spomedzi bývalých socialistických krajín, avšak proces dobiehania vyspelejších ekonomík v nej bude ešte pokračovať. Reálna konvergencia sa bude popri iných faktoroch naďalej odzrkadľovať aj v úrovni inflácie, ktorá je v súčasnosti najvyššia v celej eurozóne (najvyšší je však i hospodársky rast) a dosahuje hodnoty výrazne prekračujúce inflačný cieľ ECB, aj priemernú infláciu v menovej únii (graf 1.20).

Ešte koncom roka 2006 a v prvých mesiacoch roka 2007 inflácia v Slovinsku prevyšovala jej úroveň v eurozóne ako celku len mierne. V máji 2007 však už inflačný diferenciál prekročil 1 percentuálny bod a začiatkom roka 2008 sa zvýšil až na 3 percentuálne body. V roku 2007 vykázalo Slovinsko infláciu HICP vo výške 3,8 %, zatiaľ čo eurozóna len 2,1 %, čo je veľmi tesne nad inflačným cieľom ECB. Slovinská centrálna banka predpovedá na rok 2008 infláciu na úrovni až 5,6 %, pričom podľa nej sú popri vývoji cien ropy najväčším rizikom vysoké mzdy. Odbory totiž reagujú na sťažnosti obyvateľstva ohľadne rýchleho rastu cien po prijatí eura snahami o zvyšovanie miezd, čo môže vyvolať ďalšie inflačné tlaky tak na strane dopytu, ako aj na strane ponuky. Vláda začiatkom tohto roka schválila nárast platov vo verejnom sektore, no vyššie mzdy požadujú aj zamestnanci súkromného sektora.

[21] Zakladajúce krajiny eurozóny zaviedli euro v bezhotovostnom platobnom styku v roku 1999 (Grécko v roku 2001) a prechodné obdobie do začatia používania eurobankoviek a eurominci trvalo tri roky (v prípade Grécka jeden rok).

G r a f 1.20

Vývoj inflácie v Slovinsku a v eurozóne v období tesne pred a po prijatí eura v Slovinsku (v %)



Prameň: ECB (2008).

Tak ako v mnohých iných otvorených ekonomikách, inflačný vývoj v Slovinsku bol vo významnej miere ovplyvnený aj vývojom cien na svetových trhoch. Externé vplyvy (najmä rastúce ceny ropy a potravín) mali na slovinskú ekonomiku silnejší vplyv ako na iné ekonomiky eurozóny. Navyše, štrukturálne faktory nielenže nevyrovnávali nepriaznivý vplyv externého prostredia na infláciu, ale dokonca ho posilňovali. Medzi hlavné determinanty stúpajúcej inflácie možno zaradiť prílišnú cenovú zdržanlivosť pred integráciou do menovej únie (napr. umelo udržiavané nízke ceny energií), ako aj slabú konkurenciu v maloobchode.

Pokiaľ ide o vplyv zavedenia eura na infláciu, podľa Eurostatu sa v Slovinsku pohybuje len okolo 0,3 percentuálneho bodu, čo je v súlade so skúsenosťami zakladajúcich členov eurozóny. Podľa analýzy Inštitútu makroekonomických analýz a rozvoja Slovinska celkový vplyv prechodu na euro na infláciu dosahuje 0,24 percentuálneho bodu. Zaujímavé je, že inflácia vnímaná obyvateľstvom stúpla v prvom aj v druhom mesiaci používania eura,

hoci skutočná inflácia vo februári 2007 poklesla. Aj tento fakt potvrdzuje skúsenosti zakladajúcich členov menovej únie, že vnímanie a skutočnosť v súvislosti s vývojom cien nemusia byť nevyhnutne prepojené.

Doterajšie pôsobenie Slovinska v menovej únii poukazuje na to, že krajina zrejme nebola zo štrukturálneho hľadiska dostatočne pripravená na prijatie jednotnej meny. V prípadoch, keď by nečlenský štát eurozóny použil nástroje vlastnej menovej politiky, nemá Slovinsko, ktoré sa musí podriadiť jemu neveľmi vyhovujúcej jednotnej menovej politike ECB, k dispozícii účinné fiškálne nástroje, ani dostatočne pružný trh práce. Rast reálnych miezd podporuje dopyt a vytvára tlaky na infláciu a import, ktorý má tendenciu rásť rýchlejšie než export. Navyše, euro je pre Slovinsko príliš silnou menou, čo nepriaznivo vplýva na konkurencieschopnosť slovinského exportu.

Potrebu fiškálnej konsolidácie, mzdovej politiky odzrkadľujúcej rast produktivity práce, štrukturálnych reforiem vrátane zvýšenia flexibility trhu práce a posilnenia konkurencie na domácom trhu zdôrazňovala už ECB v Konvergenčnej správe z mája 2006, v ktorej hodnotila pripravenosť Slovinska na prijatie eura. Prípad tejto krajiny potvrdzuje, že splnenie maastrichtských kritérií ešte nezaručuje hladké fungovanie ekonomiky po prijatí jednotnej meny a že menovej integrácii by mal predchádzať dostatočný pokrok tak v oblasti fiškálnej politiky, ako aj štrukturálnych politík. Slovinsko môže byť teda pre ďalšie krajiny vstupujúce do menovej únie nielen pozitívnym príkladom, pokiaľ ide o vynikajúce zvládnutie technickej stránky zavedenia jednotnej meny, ale i cenným upozornením na potrebu komplexnej pripravenosti ekonomiky na tento krok.

Vzhľadom na to, že Malta a Cyprus sú v porovnaní s inými členmi eurozóny veľmi malými ekonomikami, po poslednom rozšírení k 1. januáru 2008 sa štatistické a makroekonomické údaje o menovej únii výrazne nezmenili. Počet obyvateľstva vzrástol len o 1,2 milióna, a to na takmer 320 miliónov obyvateľov, a HDP na obyvateľa v parite kúpnej sily v eurozóne sa mierne znížil, najmä vplyvom vstupu Malty.

Obe krajiny čelia výzvam v oblasti štrukturálnych reforiem, ktorých uskutočnenie by im umožnilo benefitovať z prijatia eura vo väčšej miere. Aj naďalej bude pre ne podobne ako pre Slovinsko kľúčové pokračovať vo fiškálnej konsolidácii, udržiavať mierny vývoj miezd zodpovedajúci rastu

produktivity práce, posilňovať konkurenciu na trhoch produktov a zlepšovať fungovanie trhov práce. Úspešná implementácia štrukturálnych reforiem by nielenže zvýšila odolnosť ekonomík týchto krajín voči prípadným šokom, ale vytvorila by aj lepšie podmienky na hospodársky rast, zvyšovanie zamestnanosti a cenovú stabilitu.

Slovensko pred bránami eurozóny, ďalšie rozširovanie neisté

V apríli 2008 Slovenská republika požiadala európske inštitúcie o hodnotenie pripravenosti na vstup do eurozóny, hoci i bez tejto žiadosti by podľa Zmluvy o EÚ boli vypracované pravidelné konvergenčné správy EK a ECB zahŕňajúce aj hodnotenie SR. Vzhľadom na splnenie všetkých maastrichtských kritérií bol pokrok Slovenska v konvergencii v májových správach oboch inštitúcií zhodnotený pozitívne (tab. 1.22), a preto EK odporučila Rade ECOFIN, aby krajine zrušila derogáciu na prijatie eura a povolila vstup do eurozóny k 1. januáru 2009.

T a b u ľ k a 1.22
Plnenie maastrichtských kritérií v SR v roku 2007 (fiškálne kritériá), resp. v období apríl 2007 – marec 2008 (ostatné kritériá)

Kritérium	Referenčná hodnota	Hodnota v SR
Deficit verejných financií (%)	3,0	2,2
Verejný dlh (%)	60,0	29,4
Inflácia (HICP, %)	3,2	2,2
Dlhodobé úrokové sadzby (%)	6,5	4,5
Kurzová stabilita	dva roky v ERM II	členstvo v ERM II od 28. 11. 2005

Prameň: European Commission (2008).

Inflačné kritérium splnila SR s rezervou až 1 percentuálneho bodu – priemer harmonizovanej inflácie za posledných 12 mesiacov (apríl 2007 – marec 2008) dosiahol 2,2 %, pričom referenčná hodnota kritéria vypočítaná ako priemerná miera inflácie za posledných 12 mesiacov v troch najúspešnejších krajinách EÚ (Malta, Holandsko, Dánsko) zvýšená o 1,5 percentuálneho bodu bola na úrovni 3,2 %. Navyše, aktuálna prognóza EK naznačuje, že v najbližších dvoch rokoch je slovenská inflácia udržateľná a aj napriek

približovaniu k referenčnej hodnote by mala zostať pod jej úrovňou. Avšak v tomto ohľade je ECB skeptickejšia a vo svojej konvergenčnej správe vyjadruje v súvislosti s udržateľnosťou konvergencie inflácie značné obavy. Poukazuje pritom na stratu tlmiaceho vplyvu nominálneho zhodnocovania slovenskej koruny voči euru na hladinu inflácie po prijatí jednotnej meny, na riziko akcelerácie rastu miezd, na riziko súvisiace s vývojom cien energií, ako aj na inflačné tlaky vyplývajúce z procesu dobiehania vyspelejších ekonomík.

Slovensko plnilo maastrichtské úrokové kritérium po celý čas od pristúpenia k EÚ v roku 2004. Za obdobie posledných 12 mesiacov (apríl 2007 – marec 2008) dosiahli dlhodobé úrokové sadzby úroveň 4,5 %, čo je až 2 percentuálne body pod referenčnou hodnotou vypočítanou pridaním 2 percentuálnych bodov k priemeru dlhodobých úrokových sadzieb troch krajín EÚ s najnižšou infláciou.

Európska komisia tiež skonštatovala, že deficit verejných financií zaznamenal dôveryhodný a udržateľný pokles pod povolené 3 % HDP (až na úroveň 2,2 %,[22] hoci plánovaný deficit bol 2,9 %). Preto Rade ECOFIN odporučila, aby v prípade Slovenska zrušila postup platný pri nadmernom deficite, ktorý začala v roku 2004 s termínom na nápravu stanoveným na rok 2007. K zrušeniu došlo 3. júna 2008, keď sa konvergenčnou správou zaoberali ministri financií krajín EÚ, čím sa odstránila prekážka prijatia jednotnej európskej meny.

Podľa vlády SR by mal deficit verejných financií aj v ďalších rokoch dosahovať nízke, resp. klesajúce hodnoty, a to 2,3 % HDP v roku 2008, 1,7 % HDP v roku 2009,[23] 0,8 % HDP v roku 2010. V roku 2011 by sa mal dosiahnuť vyrovnaný rozpočet. Európska komisia však krajinu vyzýva na rýchlejšiu fiškálnu konsolidáciu, odvolávajúc sa na dynamický rast slovenskej ekonomiky. Podľa pravidiel Paktu stability a rastu by mali členské štáty eurozóny a ERM II znižovať deficit verejných financií každý rok minimálne o 0,5 % HDP, čo sa Slovensku v roku 2008 s vysokou pravdepodobnosťou nepodarí.

---

[22] Vplyv zavedenia druhého piliera dôchodkového systému predstavoval 1,3 % HDP, bez tohto vplyvu by teda deficit verejných financií dosiahol len 0,9 % HDP.

[23] Európska komisia na Slovensku v roku 2008 očakáva deficit vo výške 2 % HDP a v roku 2009 jeho zvýšenie na 2,3 % HDP.

Pomer verejného dlhu k HDP dosiahol v hodnotenom období (2007) v porovnaní s hranicou maastrichtského kritéria len približne polovičnú úroveň, pričom jeho medziročný pokles bol výsledkom rýchlejšieho rastu HDP v porovnaní s rastom verejného dlhu. Vzhľadom na mierne klesajúci deficit verejných financií a stále relatívne vysoký ekonomický rast sa v najbližších dvoch rokoch predpokladá stabilizácia pomeru verejného dlhu k HDP.

Slovenská koruna vstúpila do mechanizmu výmenných kurzov ERM II 28. novembra 2005 s centrálnou paritou na úrovni 38,455 SKK/EUR a so štandardným fluktuačným pásmom ±15 % okolo centrálnej parity. Vzhľadom na silné apreciačné tlaky na menu v súvislosti s prebiehajúcou reálnou konvergenciou bola centrálna parita 19. marca 2007 revalvovaná o 8,5 %, a to na 35,4424 SKK/EUR. V čase publikovania konvergenčných správ dosiahla slovenská koruna dĺžku členstva v ERM II v trvaní 29 mesiacov, počas ktorých sa pohybovala prevažne v silnejšej polovici fluktuačného pásma a voči euru sa zhodnotila o 14 %. Po zverejnení konvergenčných správ pokračoval výmenný kurz v zhodnocovaní a tým sa ešte viac priblížil k dolnej hranici fluktuačného pásma v ERM II, t. j. k 30,126 SKK/EUR. Na základe dohody ministrov financií krajín eurozóny, prezidenta ECB a ministrov financií a guvernérov centrálnych bánk krajín zúčastnených v ERM II o revalvácii centrálnej parity o takmer 18 %, sa uvedená dolná hranica fluktuačného pásma stala s účinnosťou od 29. mája 2008 novou (už treťou) centrálnou paritou. Spodná hranica pre povinné intervencie tak klesla na 25,6071 SKK/EUR a horná hranica na 34,6449 SKK/EUR. Týmto krokom sa Slovensko stalo prvou krajinou v histórii, ktorá revalvovala centrálnu paritu až dvakrát, navyše, nový stredový kurz bol stanovený na úrovni, akú výmenný kurz SKK/EUR dosiaľ ešte nikdy nedosiahol.

K odporúčaniu EK ohľadom zrušenia derogácie na prijatie eura v SR zaujali v priebehu júna 2008 pozitívne stanovisko aj Európsky parlament, Rada ECOFIN a Európska rada na úrovni predsedov vlád a hláv štátov krajín EÚ. Rada ECOFIN vstup Slovenska do eurozóny definitívne potvrdila 8. júla 2008, keď schválila aj konverzný kurz na úrovni centrálnej parity, t. j. 30,126 SKK/EUR.

Slovensko prijme jednotnú menu 1. januára 2009 a stane sa tak prvou krajinou vstupujúcou do eurozóny s plávajúcim menovým kurzom, a zároveň

ekonomikou s najnižšou úrovňou reálnej konvergencie (v zmysle HDP na obyvateľa v parite kúpnej sily, produktivity práce i porovnateľnej cenovej hladiny) v menovej únii. Vzhľadom na potrebu dobiehania vyspelejších ekonomík vrátane dodatočného rastu cenovej hladiny po strate kurzového kanála reálnej apreciácie z toho vyplynie mnoho výziev pre hospodársku politiku. Za predpokladu umiernenej mzdovej politiky by však mal byť vývoj inflácie na Slovensku po prijatí eura miernejší než v Slovinsku, keďže tu bude pravdepodobne pôsobiť menej proinflačných faktorov než v bývalej juhoslovanskej republike.

Otázne ale zostáva, ako sa slovenská ekonomika v krátkodobom, ale i v stredno- a dlhodobom horizonte vyrovná s nastavením jednotnej menovej politiky ECB. V záujme vytvorenia prostredia pre udržateľnú konvergenciu bude potrebné pokračovať vo fiškálnej konsolidácii, ako aj v štrukturálnych reformách.

Pred rozhodnutím európskych inštitúcií o prijatí, alebo neprijatí SR do eurozóny sa diskutovalo o tom, že prípadné zamietnutie slovenskej žiadosti by vyslalo negatívny signál do ostatných kandidátskych krajín, mohlo by spomaliť ich reformné úsilie a zhoršiť už aj tak dosť negatívne vnímanie eura obyvateľstvom týchto štátov. Navyše, v prípade odmietnutia vstupu by Slovensku pravdepodobne trvalo niekoľko rokov, kým by opäť splnilo maastrichtské kritériá.

Ostatné štáty strednej Európy nemajú stanovený žiadny oficiálny cieľový termín vstupu do eurozóny a ich integrácia pravdepodobne neprebehne skôr než tri roky po prijatí eura na Slovensku (tab. 1.23). Predchádzajúca česká vláda síce plánovala tento krok na rok 2010, ale krajina musela vzhľadom na riziká pre dlhodobú udržateľnosť verejných financií od tohto dátumu upustiť. Dosiaľ sa neuskutočnili potrebné reformy (najmä dôchodkového systému a zdravotníctva) a politická podpora prijatia eura je slabá. Vláda chce zabezpečiť dobrú pripravenosť ekonomiky na tento krok predtým, než sa krajina vzdá samostatnej menovej politiky. Guvernér Českej národnej banky Zdeněk Tůma dokonca prehlásil, že integrácia do eurozóny by sa mohla zrealizovať až v roku 2019, keď bude Česká republika oslavovať 100. výročie zavedenia vlastnej meny.

T a b u ľ k a 1.23
Časový horizont prijatia jednotnej meny v nových členských štátoch eurozóny

Krajina	Termín	Poznámka
Slovinsko	1. 1. 2007	už člen eurozóny
Cyprus	1. 1. 2008	už člen eurozóny
Malta	1. 1. 2008	už člen eurozóny
Slovensko	1. 1. 2009	stane sa členom eurozóny od 1. 1. 2009
Estónsko	?	pôvodne 2007, pravdepodobne nie skôr ako 2012 (inflácia)
Litva	?	pôvodne 2007, pravdepodobne nie skôr ako 2012 (inflácia)
Lotyšsko	?	pôvodne 2008, pravdepodobne nie skôr ako 2013 (inflácia)
Česká republika	?	pôvodne 2010, pravdepodobne nie skôr ako 2012
Poľsko	?	pravdepodobne nie skôr ako 2012
Bulharsko	?	pôvodne 2009, pravdepodobne nie skôr ako 2013 (inflácia)
Maďarsko	?	pôvodne 2008, pravdepodobne nie skôr ako 2014 (zatiaľ neplní žiadne kritérium)
Rumunsko	?	pôvodne 2010 – 2012, pravdepodobne nie skôr ako 2014 (inflácia)

Poľský prezident Lech Kaczyński v roku 2006 vyhlásil, že by chcel o vstupe do eurozóny usporiadať referendum. Vláda tejto krajiny v súčasnosti považuje za pravdepodobný termín prijatia eura rok 2012, čoho predpokladom je začlenenie národnej meny do kurzového mechanizmu ERM II v priebehu roka 2009. Poľsko malo ešte donedávna najväčšie problémy s plnením kritéria deficitu verejných financií, ktorý sa však podarilo zredukovať pod 3 % HDP, čo umožnilo ukončenie postupu pri nadmernom deficite. V súčasnosti je tak pre Poľsko najproblematickejším plnenie inflačného kritéria.

Pôvodný plán Maďarska týkajúci sa prijatia jednotnej meny bol optimistický, avšak vzhľadom na to, že krajina momentálne neplní ani jedno maastrichtské kritérium, integrácia do menovej únie sa musí o niekoľko rokov odložiť. Maďarsko ostane s vysokou pravdepodobnosťou jediným novým členským štátom EÚ, voči ktorému sa vedie disciplinárne konanie pre nadmerný deficit verejných financií. Potrebné bude preto najmä zvýšené konsolidačné úsilie vo fiškálnej oblasti.

Vzhľadom na nevyhnutnosť výraznej redukcie miery inflácie vstup trojice pobaltských ekonomík do eurozóny pravdepodobne neprichádza do úvahy pred rokom 2012. Navyše, ich schopnosť tlmiť rast spotrebiteľských cien je znížená vplyvom zafixovania ich národných mien voči euru. Kritérium cenovej stability je najväčšou prekážkou aj pre Bulharsko a Rumunsko, ktoré zrejme neprijmú jednotnú menu pred rokom 2013, resp. 2014.

Konkurenčná schopnosť nových členských štátov Európskej únie

Podľa aktuálneho indexu globálnej konkurencieschopnosti (GCI – *Global Competitiveness Index*) organizácie *World Economic Forum*, ktorý hodnotí také oblasti, ako sú inštitúcie, infraštruktúra, makroekonomická stabilita, vzdelávanie, efektivita a veľkosť trhov, technologická pripravenosť či inovácie, dosahujú nové členské štáty vo všeobecnosti stále nižšiu konkurenčnú schopnosť ako vyspelejšie ekonomiky EÚ. Avšak Estónsko ako – podľa tohto hodnotenia – najkonkurencieschopnejšia z nových členských ekonomík sa v rebríčku 131 krajín sveta zaradilo na 27. miesto, a to aj pred Španielsko (29.), Portugalsko (40.), Taliansko (46.) a Grécko (65.). Spomedzi ostatných nových členov EÚ dosiahli relatívne vysoké skóre aj Česká republika (33.), Litva (38.), Slovinsko (39.) a Slovensko (41.).

V rebríčku IMD (*International Institute for Management Development*) z roku 2008, v ktorom sa pri hodnotení 55 krajín sveta vychádza z kritérií v štyroch oblastiach – ekonomická výkonnosť, efektivita podnikov, efektivita vlády a infraštruktúra, sa najlepšie spomedzi nových členov EÚ umiestnilo opäť Estónsko (23.), nasledované Českou republikou (28.), Slovenskom (30.) a Slovinskom (32.). Všetky uvedené krajiny pritom dosiahli vyššie umiestnenie než Taliansko a kohézne krajiny EÚ 15 s výnimkou Írska.

Krajiny strednej a východnej Európy dosahujú rôznu úroveň pokroku aj v plnení cieľov Lisabonskej stratégie zameranej na zlepšovanie konkurenčnej schopnosti EÚ. Európska komisia, ktorá hodnotí reformné programy a výročné implementačné správy o Lisabonskej stratégii v jednotlivých členských štátoch, z hľadiska dosahovania lisabonských cieľov neadresovala žiadne špeciálne odporúčania len jednej z nových členských ekonomík, a to Estónsku. Túto krajinu, naopak, pochválila najmä za politiku výskumu a vývoja a nárast miery zamestnanosti.

Len Estónsko, Litva a Slovensko nedostali od EK odporúčania týkajúce sa ich makroekonomických politík. Ostatným krajinám, predovšetkým Maďarsku, ktoré má v makroekonomickej oblasti najvážnejšie problémy, EK odporučila pokračovať v reštriktívnej fiškálnej politike a zlepšovať udržateľnosť verejných financií. Minimálne v jednej z mikroekonomických oblastí (výskum a vývoj, podnikateľské prostredie, flexikurita na trhu práce) sa očakáva výraznejšie úsilie vo všetkých nových členských štátoch, opäť s výnimkou Estónska. Odporúčania venovať osobitnú pozornosť posilneniu administratívnych kapacít dostali len Bulharsko a Rumunsko, ktoré vzhľadom na ich dosiaľ krátke trvanie členstva v EÚ ešte ani raz nepredkladali implementačné správy.

Záver

Hospodárske politiky nových členských štátov EÚ sú v posledných rokoch vo významnej miere ovplyvňované ich ambíciami prijať jednotnú menu euro. Avšak bez ohľadu na to, či tieto ekonomiky už sú, alebo nie sú súčasťou eurozóny, stále dôležitejšiu stabilizačnú úlohu by v nich mala zohrávať fiškálna politika. V krajinách s fixným, resp. prísne riadeným kurzovým režimom by sa mala stať hlavným nástrojom ovplyvňovania domáceho dopytu, udržiavania a zvyšovania konkurencieschopnosti a v krajinách s flexibilným kurzovým režimom by mala umožniť redukciu požiadaviek kladených na menovú politiku.

Slovensko bude od 1. januára 2009 pravdepodobne minimálne na tri roky poslednou krajinou, ktorá nahradí svoju národnú menu eurom. Ďalším členom eurozóny z tejto skupiny krajín sa môže stať Poľsko (príp. Estónsko, či Litva), ktoré je za predpokladu rýchleho vstupu zlotého do kurzového mechanizmu ERM II blízko k splneniu maastrichtských kritérií a ktorého súčasná vláda je naklonená skorému prijatiu jednotnej európskej meny.

Nové členské štáty však popri výzve kvalifikovať sa do eurozóny čelia aj potrebe ďalšieho zvyšovania konkurenčnej schopnosti ich ekonomík. Táto úloha by mala jednoznačne patriť medzi priority ich hospodárskych politík, a to bez ohľadu na to, v akej fáze menovej integrácie sa nachádzajú.

1.4. Čelí rastúca ruská ekonomika prehriatiu?

V čase odovzdávania vlády Vladimírom Putinom novému prezidentovi Ruskej federácie (RF) Dmitrijovi Medvedevovi, zvolenému do funkcie 2. marca 2008, sa ruská ekonomika nachádzala síce v neporovnateľne lepšom stave než pred ôsmimi rokmi v období Putinovho nástupu, avšak k niektorým pretrvávajúcim problémom sa na prelome rokov 2007/2008 pridružili i nové výzvy. Na jednej strane rýchly ekonomický rast, priaznivo sa vyvíjajúca zamestnanosť a rast reálnych miezd, prílev zahraničného kapitálu, na strane druhej prirýchle zhodnocovanie rubľa, takmer absolútna závislosť od surovinového priemyslu, vysoká miera korupcie a štátne monopoly so značným vplyvom hlavne v strategických sektoroch ekonomiky, kapacitné možnosti blížiace sa k svojmu maximu a najnovšie predovšetkým nekontrolovaný nárast inflácie. Nový ruský prezident proklamuje modernizáciu a spustenie ďalších reforiem, zaväzuje sa k investíciám do infraštruktúry a inovácií, za najdôležitejšiu úlohu považuje rozvoj občianskych a ekonomických slobôd. Udržať dlhodobo vysoké tempá rastu bez diverzifikácie ruskej ekonomiky a za (dosiaľ) neúčinného boja proti nárastu inflácie však bude neľahkou úlohou.

Makroekonomický vývoj v roku 2007 a začiatkom roka 2008 [24]

Výkonnosť i makroekonomická stabilita ruskej ekonomiky sa zlepšujú nepretržite od krízy v roku 1998, čo sa prejavilo v stabilnom ekonomickom raste, dvojcifernom raste reálnych miezd i v poklese miery chudoby na polovičnú úroveň. Kľúčovým determinantom ekonomického rastu bol predovšetkým silnejúci domáci dopyt (výdatne podporovaný prílevom zdrojov z predaja ruských hlavných exportných komodít: ropy, zemného plynu a kovov). *Makroekonomická stabilita* sa dosahovala v kontexte vysokých rozpočtových prebytkov (a prebytkov bežného účtu platobnej bilancie) a vďaka dôležitým

[24] Dáta uvádzané v tejto časti textu sa opierajú o pravidelné ekonomické správy Svetovej banky, údaje zverejnené na stránkach Rosstatu a Centrálnej banky Ruskej federácie, pokiaľ nie je uvedené inak.

reformám v oblasti zdaňovania, rozpočtových inštitúcií a vďaka cielenému odstraňovaniu bariér v oblasti podnikateľských aktivít.

Súčasťou stabilizačnej makroekonomickej politiky (ktorá prispela k zlepšeniu celkovej hospodárskej klímy v krajine) v rokoch 2005 – 2007 bolo zriadenie *Stabilizačného fondu* (založený 1. 1. 2004), v ktorom sa akumulovala časť exportných príjmov prejavujúcich sa vo výrazných prebytkoch platobnej bilancie (fond mal slúžiť na zabezpečenie rovnováhy federálneho rozpočtu v prípade poklesu cien ropy pod stanovenú základnú cenu – MINFIN RF), čo udržiavalo infláciu i reálne zhodnocovanie domácej meny v prijateľných hraniciach.

V novembri 2004 (Fitch) a v januári 2005 (Standard and Poor´s) zlepšili ratingové agentúry hodnotenie ruskej ekonomiky (zaradenie do investičného stupňa), čo zvýšilo atraktivitu ruských domácich trhov z pohľadu zahraničných investorov (nasledované ďalším zvyšovaním ratingu v roku 2006). Následný prílev zahraničného kapitálu (s rekordnými hodnotami prílevu do bankového i nebankového sektora práve v roku 2007) sa stal dôležitým zdrojom tvorby rezerv, avšak ďalej zvyšoval prílev likvidných zdrojov do ekonomiky, ktoré na rozdiel od exportných príjmov neboli absorbované Stabilizačným fondom a vytvárali tak tlak na ďalší nárast inflácie i následné opätovné zhodnocovanie meny.

Čo stojí za rekordným tempom ekonomického rastu?

Ruská ekonomika zaznamenala počas posledného desaťročia nepretržitý silný ekonomický rast, *tempo rastu HDP* v posledných dvoch rokoch dokonca presiahlo dlhodobý trend priemerného 6-percentného rastu (priemerná hodnota po roku 2000); keď v roku 2006 dosiahlo hodnotu 7,4 % a v roku 2007 vzrástla ruská ekonomika medziročne o 8,1 %, čo je najvyššie tempo rastu po roku 2000.

Priaznivý vývoj dokonca podnietil prehodnocovanie pôvodných prognóz zahraničných inštitúcií o ďalšom vývoji HDP Ruskej federácie na roky 2008 a 2009 tak, ako to ilustruje tabuľka 1.24.

T a b u ľ k a 1.24
Revidované prognózy ekonomického rastu RF na roky 2008 a 2009 (v %)

	Pôvodná prognóza			Aktualizovaná prognóza	
	2008	2009		2008	2009
OeNB (9/2007)	6,2	5,6	OeNB (3/2008)	7,6	6,8
EK (11/2007)	7,0	6,9	EK (4/2008)	7,7	7,3
MMF (10/2007)	6,5	–	MMF (4/2008)	6,8	6,3
WIIW (7/2007)	5,2	–	WIIW (3/2008)	6,4	6,0
Consensus Forecast (9/2007)	7,0 – 7,8	6,1 – 8,0	Consensus Forecast (4/2008)	6,5 – 7,8	6,0 – 7,6

Prameň: OeNB (2008).

Zdroje rekordného rastu HDP v roku 2007 môžeme hľadať predovšetkým v rýchlo rastúcich cenách ropy a kovov na svetových trhoch a následne v silnejúcom domácom dopyte a rozvíjajúcich sa podnikateľských aktivitách (investície). Rast súkromnej spotreby, ale i rast tvorby hrubého fixného kapitálu boli podporované aj úverovým boomom, rekordne nízkou nezamestnanosťou a rastom reálnych miezd (len tvorba hrubého kapitálu vzrástla o 28,5 % za prvý polrok 2007 v porovnaní s 11,2 % rastom za rovnaké obdobie roka 2006, čím prispela k rastu HDP 4,4 percentuálnymi bodmi v prvej polovici roka 2007 v porovnaní s 1,8 p. b. v rovnakom období roka 2006; konečná domáca spotreba prispela k rastu ekonomiky 6,7 p. b. v prvom polroku 2007, keď dosiahla rast na úrovni 9,8 % v porovnaní s 8,5 percentným rastom v rovnakom období roka 2006).

Naopak, príspevok čistého exportu k rastu HDP dosahuje negatívne hodnoty (–3,7 % príspevok za prvý polrok 2007), a to vďaka výraznému nárastu importu v podmienkach spomalenia tempa rastu exportu, navyše znevýhodneného rýchlym zhodnocovaním domácej meny (zhodnocovanie výmenného kurzu najvýraznejšie ohrozilo konkurencieschopnosť najviac obchodovateľných sektorov spracovateľského priemyslu, okrem odvetví súvisiacich so spracovaním surovinových zdrojov). Nárast importu bol živený rýchlo rastúcim domácim dopytom, reálnym zhodnocovaním rubľa a stúpajúcimi jednotkovými nákladmi práce (rastúce náklady práce v priemyselných odvetviach rovnako predstavujú hrozbu pre konkurencieschopnosť ruskej ekonomiky). Tempá rastu HDP a prírastky jeho súčastí v rokoch 2004 až 2007 približuje tabuľka 1.25.

T a b u ľ k a 1.25
Rast HDP a jeho súčastí v období 2004 – 2007 (medziročná zmena v %)

	2004	2005	2006	2007
HDP v stálych cenách	*7,2*	*6,4*	*7,4*	*8,1*
Spotreba domácností	–	11,2	11,0	12,6
Verejná spotreba	–	1,3	2,5	5,0
Tvorba hrubého fixného kapitálu	12,6	10,6	17,7	20,8
Export tovarov a služieb	–	6,5	7,3	6,3
Import tovarov a služieb	–	16,6	21,9	27,3

Prameň: OeNB (2008); World Bank (2008c).

Z pohľadu *vývoja produkcie* sa na raste HDP podieľali predovšetkým odvetvia uspokojujúce potreby domáceho dopytu: veľkoobchod a maloobchod a stavebníctvo; rast produkcie v spracovateľskom priemysle sa po výraznom útlme v rokoch 2005 a 2006 a následnom oživení v prvej polovici roka 2007 (12,5-percentný rast v prvých štyroch mesiacoch 2007)[25] v auguste a septembri 2007 opäť spomalil. Odhady Rosstatu predpokladali celkové spomalenie rastu priemyselnej produkcie a obzvlášť v spracovateľskom priemysle v treťom kvartáli roka 2007 (priemyselná produkcia vzrástla v auguste 2007 o 3,8 % a v septembri o 3,0 % v porovnaní s 5,6 % a 4,1 % rastom v auguste a septembri 2006). Dáta za prvé štyri mesiace roka 2008 naznačujú opätovné oživenie priemyselnej produkcie, ktorá v tomto období zaznamenala rast na úrovni 6,9 %. Vysoký rastový potenciál má i automobilový a sklársky priemysel, potravinárstvo a poľnohospodárstvo, naopak, k spomaleniu rastu došlo v ťažobnom priemysle. Určitý útlm v doterajšom raste ťažobného priemyslu a v niektorých odvetviach spracovateľského priemyslu (a to aj napriek rastúcim cenám ropy) sa vysvetľuje pomerne výrazným nárastom výrobných nákladov spôsobeným reálnym zhodnocovaním rubľa a vyššími cenami výrobných faktorov, ako i kapacitnými obmedzeniami. V štruktúre rastu HDP je badateľný jednoznačný posun od ťažobného priemyslu v prospech obchodu a stavebníctva (odrážajúci rastúci domáci dopyt a zhodnocovanie domácej meny). Zatiaľ čo v rokoch 2003 – 2004 boli hlavnými motormi ekonomického rastu ropný priemysel a niektoré priemyselné odvetvia, podstatná časť

[25] Tento nárast bol pripisovaný dočasným faktorom, ako nezvyčajne teplej zime či výraznému objemu objednávok vo výrobe strojov; dlhodobý rast v spracovateľskom priemysle vychádza hlavne z odvetví: výroba strojov, elektrických a optických zariadení a dopravných prostriedkov.

ekonomického rastu je v súčasnosti postavená na veľkoobchode a maloobchode (v roku 2007 prispeli k ekonomickému rastu ruskej ekonomiky podľa Svetovej banky 30 percentami), na stavebníctve, a čiastočne spracovateľskom priemysle. Vývoj tvorby reálneho HDP v štruktúre podľa kľúčových odvetví ekonomickej činnosti prezentuje tabuľka 1.26.

Tabuľka 1.26
Vývoj tvorby reálneho HDP podľa vybraných odvetví OKEČ (pridaná hodnota, medziročná zmena v %)

	2003	2004	2005	2006	2007
HDP	*7,3*	*7,2*	*6,4*	*7,4*	*8,1*
Poľnohospodárstvo, lesníctvo	5,5	3,0	1,1	3,6	3,1
Ťažba nerastných surovín	*10,8*	*7,9*	*0,5*	*1,6*	*0,3*
Spracovateľský priemysel	9,5	6,7	6,0	*2,9*	7,4
Výroba a distribúcia elektriny, plynu a vody	1,6	2,0	1,2	4,7	–1,9
Stavebníctvo	*13,0*	*10,3*	*10,5*	*11,6*	*16,4*
Veľkoobchod a maloobchod	*13,2*	*9,2*	*9,4*	*14,6*	*12,9*
Finančná činnosť	9,6	9,9	11,9	10,3	11,4
Doprava a telekomunikácie	7,2	10,9	6,2	9,6	7,7

Prameň: World Bank (2008c) a podľa údajov Rosstatu <www.gks.ru>.

Ekonomický rast Ruska je v podstatnej miere založený na spotrebúvaní príjmov z predaja ropy, zemného plynu a ďalších nerastných surovín (ktoré sú zdrojom posilňovania súkromnej aj verejnej spotreby a investičného dopytu, a teda rozmáhajúceho sa celkového domáceho dopytu sprevádzaného čistým prílevom kapitálu); Ruská federácia je po Saudskej Arábii druhým najväčším *producentom a exportérom ropy* a najväčším producentom a exportérom zemného plynu na svete. Prudký rast cien energetických surovín v priebehu posledného roka preto umožnil ruskej ekonomike výrazný rast aj napriek zhoršovaniu ekonomickej situácie v globálnom meradle. Závislosť ruskej ekonomiky od energetického sektora je takmer absolútna; vývoz ropy, zemného plynu a kovov tvorí štyri pätiny príjmov z ruského exportu. Podľa niektorých analytikov hrozí Rusku tzv. holandská choroba, keď rast vývozu surovín a s ním spojený rozvoj ťažobného a spracovateľského priemyslu vytláčajú ostatné exportné odvetvia a silnejúca mena a rastúce jednotkové náklady práce ich robia nekonkurencieschopnými. Vďaka príjmom z predaja surovín vyrovnalo Rusko svoj dlh v Parížskom klube veriteľov (v rokoch 2005/2006), avšak prílišná závislosť od vývoja svetových cien energetických

surovín predstavuje z pohľadu dlhodobej udržateľnosti ekonomického rastu značné riziko.

Aktuálny *nárast cien ropy na svetových trhoch* neodráža ani tak nestabilnú politickú situáciu či napätie v niektorej z krajín exportujúcich ropu (ako to bolo v minulosti), ako skôr celkovú situáciu na finančných a komoditných trhoch, prípadné špekulatívne stimuly, napätú rovnováhu medzi ponukou a dopytom a cenu posúva i slabý kurz dolára. Za zvýšením spotreby ropy v roku 2007 o 1,1 % treba vidieť predovšetkým regionálne rozdiely. Zatiaľ čo dopyt po rope v Európe klesá, nepriaznivá ekonomická situácia v USA a znehodnocujúci dolár tlačia na pokles dopytu po stále drahšej rope aj v USA, dopyt je tak ťahaný predovšetkým spotrebou v rozvíjajúcich sa regiónoch, z ktorých najväčší importéri Čína a India dotovali cenu palív na domácich trhoch v prospech spotrebiteľov z verejných zdrojov. Rekordný nárast cien ropy v tomto roku však prepínal verejné rozpočty a obe krajiny plánujú v tomto roku výšku subvencií znížiť, čím sa stanú palivá na domácich trhoch neporovnateľne drahšími, čo by sa mohlo premietnuť do zníženia svetového dopytu po rope. Rovnako tak i OPEC znížil v júni tohto roka (2008) prognózu celosvetového rastu dopytu po rope už piaty mesiac po sebe, zároveň Saudská Arábia oznámila rozhodnutie zvýšiť produkciu ropy v snahe spomaliť enormný rast cien zo začiatku leta 2008 (139 USD za barel americkej ľahkej ropy v júni 2008), čo by znamenalo, že zvýšená produkcia a spomalenie rastu dopytu povedú k nárastu svetových zásob ropy. Pritom fyzický trh s ropou je takmer nasýtený a ceny krátkodobých dodávok rastú omnoho pomalšie než ceny termínovaných kontraktov. Takýto vývoj naznačuje, že ropa, ale aj iné suroviny dosahujú rekordné ceny skôr preto, lebo investičné fondy (investujúce práve do dlhých pozícií) považujú investovanie na komoditných trhoch za vhodné zabezpečenie sa proti klesajúcemu doláru a prepadu akciových trhov (oslabenie akciových trhov a paralyzovanie niektorých dlhopisových trhov v dôsledku hypotekárnej krízy v USA). Tým sa podľa niektorých analytikov stáva prudký rast cien ropy klasickou investičnou bublinou, pričom väčšina cenového rastu nie je reálne podložená vývojom ponuky a dopytu. Prípadné oživenie dolára a zastavenie subvencovania palív v ázijských krajinách by znamenalo prepad dopytu a straty, resp. pokles príjmov z exportu ropy (bližšie pozri pozadie vývoja cien ropy v podkapitole 2.1).

Osobitnou otázkou v tomto kontexte je vývoj alternatívnych palív; dynamicky rastúca cena ropy spôsobuje tlak na vývoj nových alternatív v surovinovo závislých vyspelých krajinách, v Rusku sa tak stále častejšie ozývajú hlasy za využitie masívneho prílevu príjmov z ropy na radikálnu reštrukturalizáciu ruskej ekonomiky, a to v prospech výroby (a exportu) tovarov s vysokou pridanou hodnotou.

Rekordný prílev kapitálu udržal priaznivý vývoj platobnej bilancie

Vo všeobecnosti možno konštatovať, že ruská ekonomika zaznamenáva investičný boom, avšak podiel investícií na HDP je stále limitovaný (približne 21 % HDP) a samotné investície sú koncentrované do úzkeho okruhu odvetví, a to do odvetví súvisiacich s ťažbou a so spracovaním surovín a do odvetví s nízkou pridanou hodnotou (najväčší podiel na *celkových kapitálových investíciách* zaznamenali v roku 2007 doprava a telekomunikácie, najmä železničná doprava a ropovody – spolu 25,3 %; ťažba nerastných surovín – 17,3 %; a spracovateľský priemysel – 15,7 %). Celkové kapitálové investície vzrástli v prvých deviatich mesiacoch roka 2007 o 21,2 % v porovnaní s 11,8-percentným rastom v rovnakom období roka 2006, následne sa ich rast v septembri 2007 spomalil, stále sa však udržal na dvojcifernej úrovni. Investičný dopyt, ktorý v medziročnom porovnaní vzrástol o niečo viac ako 20 %, ostal aj v prvom kvartáli roka 2008 jedným zo zdrojov ekonomického rastu, ako percento HDP však zaostáva i v porovnaní s ostatnými rozvíjajúcimi sa ekonomikami. Investície do odvetví, ktoré by mohli napomôcť diverzifikovanie ruskej ekonomiky, sú minimálne, jednak z dôvodu všeobecne komplikovaného procesu transformácie surovinovej ekonomiky, ale i v dôsledku nestabilného podnikateľského prostredia a pomerne veľkej miery neistoty ruskej investičnej klímy a stále relatívne vysokých investičných rizík.

Z pohľadu vývoja zahraničných investícií je práve čistý prílev kapitálu už od polovice roka 2006 (spolu s rastúcimi exportnými príjmami za predaj surovín) hlavným motorom ekonomického rastu RF. Prílev *priamych zahraničných investícií* sa v roku 2007 ešte zvýšil, keď zaznamenal prílev v hodnote 28 mld USD (očistené o zisky); viac ako 50 % PZI smerovalo do ťažobného priemyslu (motivované nárastom cien ropy a plynu a vysokými ziskami

v odvetví), zatiaľ čo spracovateľský priemysel (ktorý sa na raste ruskej ekonomiky podieľa podstatne väčšou mierou než surovinový priemysel) zaznamenal prílev len 15 % PZI z ich celkového objemu. Predbežné odhady Rosstatu hovoria o príleve PZI v hodnote 5,6 mld USD v prvom kvartáli roka 2008, čo je o takmer 50 % menej než v rovnakom období roka 2007 (pričom tretina z nich smerovala do výroby a distribúcie elektriny, plynu a vody).

Rok 2007 bol prvým rokom v rade, v ktorom *prebytok bežného účtu platobnej bilancie* RF zaznamenal v dôsledku rapídneho zrýchlenia importu a oslabenia exportnej výkonnosti klesajúci trend. V prvých troch kvartáloch roka 2007 vzrástol import o 37,3 % (dosiahol hodnotu 155 mld USD) v porovnaní s rovnakým obdobím predošlého roka, zatiaľ čo export vzrástol len o 11 % v rovnakom období, v dôsledku čoho sa obchodná bilancia znížila o 17 mld USD. Takýto rast importu bol vyvolaný predovšetkým silnejúcim domácim dopytom (vrátane investičného dopytu) a ďalej podporený zhodnotením meny a rastom reálnych miezd. Klesajúca exportná výkonnosť odrážala vývoj v odvetví spracovateľského priemyslu, keď pomerne rýchle reálne zhodnocovanie výmenného kurzu oslabilo zahraničnú konkurencieschopnosť obchodovateľných sektorov (okrem spracovania energetických surovín a kovov). Na rozdiel od pôvodných očakávaní pokračovania tohto trendu, dáta za prvý kvartál roka 2008 naznačujú obrat v prospech exportu, a to hlavne vďaka prudkému nárastu cien ropy, a teda i príjmov z jej exportu (počas prvého Q 2008 vzrástol podľa Centrálnej banky RF import o 42 % v porovnaní s rovnakým obdobím 2007 a export o 50 % na 108 mld USD).

Oslabenie prebytku bežného účtu platobnej bilancie bolo viac než kompenzované posilňovaním *kapitálového a finančného účtu*, ktorý dosiahol v roku 2007 prebytok vyše 84 mld USD v porovnaní s 11,9 mld USD v roku 2006. Takýto výrazný nárast prílevu kapitálu viedol k rekordnému prebytku platobnej bilancie, a tým k nárastu akumulácie rezerv, ale i k tlaku na ďalšie zhodnocovanie domácej meny a k nárastu ponuky peňazí v ekonomike. Výrazný prílev kapitálu odrážal zrýchlenie zahraničného zadlžovania štátnych inštitúcií, ale najmä bankového sektora. Bankový sektor bol hlavným recipientom zahraničného kapitálu (ruské komerčné banky financovali zahraničným kapitálom operácie na domácom trhu). Dotovanie bankového sektora zahraničným kapitálom malo nepriaznivý vplyv na vývoj celkového zahraničného

dlhu RF (v júni 2007 dosiahol 385 mld USD). Prílev kapitálu bol okrem toho podporený niekoľkými významnými IPO emisiami[26] (ich objem vzrástol v prvej polovici roka 2007 o 150 % v porovnaní s rovnakým obdobím roka 2006), ako aj očakávaniami ďalšieho zhodnocovania meny i rastúcou dôverou investorov. Celkový čistý prílev súkromného kapitálu tak vzrástol v roku 2007 na 6,4 % HDP, pričom PZI tvorili len 10 % jeho celkového objemu (OeNB, 2008). (V prvom kvartáli 2008 zaznamenal kapitálový a finančný účet deficit práve z dôvodu splácania pôžičiek bankového a podnikateľského sektora z predošlého obdobia.) Stručný pohľad na vývoj hlavných zložiek platobnej bilancie prináša tabuľka 1.27.

T a b u ľ k a 1.27
Vývoj základných položiek platobnej bilancie Ruskej federácie (v mld USD)

	2004	2005	2006	2007	1. Q 2007	1. Q 2008
Bežný účet	58,6	83,8	94,5	78,3	22,9	37,0
Obchodná bilancia	*85,8*	*118,4*	*139,2*	*132,0*	*29,0*	*47,5*
Kapitálový a finančný účet	–6,3	–13,6	11,9	84,3	14,2	–15,5
Chyby a omyly	–7,1	–8,8	1,1	–13,6	–4,2	–9,4
Zmena rezerv	45,2	61,5	107,5	148,9	32,9	12,1

Prameň: World Bank (2007a); World Bank (2008c); podľa dát CBR.

Inflačné tlaky a zahraničný dlh vyvolávajú znepokojenie ruskej centrálnej banky

V roku 2007 zaznamenala ruská ekonomika rekordné hodnoty čistého prílevu kapitálu, a to tak do bankového, ako i nebankového sektora, čo spôsobilo nárast likvidných zdrojov v národnej ekonomike, a to sa následne odrazilo na vývoji výmenného kurzu. Napriek zvýšenej akumulácií rastúcich príjmov z exportu ropy v Rezervnom fonde a Fonde národného blahobytu nebola Centrálna banka Ruskej federácie (CBR) schopná plne eliminovať monetárne vplyvy nárastu exportných príjmov a prílevu kapitálu do ekonomiky, výsledkom čoho bol prudký nárast ponuky peňazí (44 % rast v roku 2007) predstihujúci rast nominálnych príjmov vytvárajúci tak inflačné tlaky (World Bank, 2008c). Tieto tlaky boli ďalej podnecované nárastom verejných výdavkov a vplyvom globálneho rastu cien potravín a energií, navyše v kontexte

[26] IPO – *Initial Public Offering*, prvotná verejná ponuka akcií, resp. primárna emisia akcií.

rýchlo rastúceho domáceho dopytu. Čiastočné uvoľnenie fiškálnej politiky a nedávny prísun likvidity hlavne menším bankám trpiacim dôsledkami finančnej krízy (v podobe nedostatku likvidity) prispeli k výraznému nárastu inflácie koncom roka 2007 a postavili ruskú centrálnu banku pred výber medzi dvoma kolidujúcimi alternatívami: sprísnením monetárnej politiky alebo zabránením insolventnosti bánk – CBR sa pokúsila potlačiť nárast inflácie (zatiaľ neúspešnými) administratívnymi opatreniami (október 2007), zvýšením úrokových sadzieb (február 2008) a povinných minimálnych rezerv (máj 2008 s účinnosťou od júla) na jednej strane; a zabrániť insolventnosti bánk dodatočným prísunom likvidity na strane druhej (február 2008) (OeNB, 2008).

Nárast inflácie nie je jediným zdrojom znepokojenia centrálnej banky v tomto kontexte. Rast domácej spotreby a investičného dopytu v poslednom období bol do určitej miery financovaný zahraničným zadlžovaním podnikateľského a bankového sektora. Prílev zahraničného kapitálu do bankového sektora znamenal síce jeho dynamický rast, ale i nárast zadlženia, keďže komerčné banky – ako sme uviedli – financovali operácie na domácom trhu čiastočne z cudzích zdrojov, rovnako tak i podnikateľské subjekty časť svojej spotreby. Dlh verejnej správy a verejných inštitúcií rástol v porovnaní so zadlžovaním súkromnej sféry minimálne, majoritný podiel na raste zahraničného zadlženia vo všetkých kvartáloch roka 2007 (koncom roka presiahol zahraničný dlh hranicu 450 mld USD) malo zadlženie privátneho sektora.

Po realizovaní štrukturálnych reforiem uvoľnenie fiškálnej politiky

Aj v roku 2007 ruská ekonomika pokračovala v zaznamenávaní fiškálneho prebytku, ktorého najväčšia časť sa dosiahla v prvých deviatich mesiacoch roka. Koniec roka 2007 (s pokračovaním v roku 2008) charakterizovalo zhoršenie fiškálnej disciplíny, pričom príjmy rozpočtu sú stále viac závislé od príjmov z ropy. V medziročnom porovnaní došlo k zníženiu prebytku, ktorý čiastočne odrážal pokles v príjmoch z daní z exportu energetických surovín. Zníženiu prebytku nezabránili ani dodatočné príjmy zo splatenia záväzkov Jukosu. *Rozpočet verejnej správy* poukazuje na výrazný nárast verejných výdavkov v porovnaní s predošlými dvoma rokmi (pozri tab. 1.28). K nárastu

výdavkov došlo prevažne v poslednom kvartáli 2007, keď vláda zvýšila verejné výdavky o takmer 2 % HDP na financovanie prioritných programov v oblasti infraštruktúry a v sociálnej oblasti štátnymi firmami, čo predstavovalo dodatočný fiškálny stimul k už aj tak stúpajúcej inflácii (zvýšenie vládnych výdavkov podporilo rast ponuky peňazí v poslednom kvartáli 2007, rast príjmov z exportu ropy v prvých mesiacoch roka 2008 vytvoril podmienky na ďalšie zvyšovanie verejných výdavkov na plánovaný rozvoj štátnych podnikov a oznámené valorizovanie miezd a dôchodkov v štátnom sektore, čo je v rozpore so sprísňovaním monetárnej politiky v snahe spomaliť nárast inflácie v roku 2008). Nedávne revidovanie štátneho (federálneho) rozpočtu na roky 2008 – 2010 predznamenáva ďalšie uvoľňovanie fiškálnej politiky.

T a b u ľ k a 1.28
Rozpočet verejnej správy v období 2005 – 2007 (podiel na HDP, v %)

	2005	2006	2007
Príjmy verejných financií	39,7	39,6	40,2
Výdavky verejných financií	31,5	31,2	34,1
Prebytok verejných financií	8,1	8,4	6,1
„Neropná“ bilancia	–2,1	–2,8	–2,9

Prameň: World Bank (2008c).

V posledných rokoch sa v Rusku uskutočnili niektoré štrukturálne reformy, z ktorých viaceré sa dotýkajú fiškálnej oblasti. Dôležitým krokom, ako sme uviedli, bolo zriadenie Stabilizačného fondu v roku 2004. Ešte z rozhodnutia bývalého prezidenta Vladimíra Putina bol *Stabilizačný fond* s platnosťou od februára 2008 rozdelený na *Rezervný fond* a *Fond národného blahobytu* (pôvodne nazývaný ako Fond budúcich generácií). Rezervný fond (zhromažďujúci exportné príjmy do výšky 10 % HDP) má slúžiť na zabezpečenie pred poklesom cien ropy, zvyšná časť prebytkov z príjmov z predaja ropy sa akumuluje vo Fonde národného blahobytu, z ktorého by sa v budúcnosti mali potenciálne financovať investície do prioritných oblastí a sociálnych programov, pričom do Rezervného fondu bolo presunutých 125 mld USD a do Fondu národného blahobytu 32 mld USD. Časť fiškálnych prebytkov využila ruská vláda na splatenie zahraničných dlhov. Rusko implementovalo rozpočtovú a daňovú reformu (vrátane zavedenia dlhodobého fiškálneho plánovania

a trojročného rozpočtového plánovania; a zníženia celkového daňového zaťaženia v podobe zavedenia 13 % rovnej dane z príjmu a zníženia DPH na 18 %). Vláda zlepšila aj administrovanie výberu daní a ciel, posilnila rozpočtovú kontrolu, pristúpila k reforme finančného trhu či k zabezpečeniu vyššej efektívnosti a nezávislosti súdnictva.

Tempo rastu reálnych miezd predstihuje rast produktivity

Vysoké tempá ekonomického rastu boli sprevádzané dvojciferným *rastom reálnych miezd*, podporovaným i nedostatkom pracovných síl na trhu práce a administratívnym zvýšením miezd a dôchodkov v štátnom sektore. Podľa údajov Rosstatu vzrástli reálne mzdy v roku 2007 o viac ako 16 % a disponibilný príjem obyvateľstva stúpol o 10,7 % (pozri tab. 1.29). Dáta za prvé štyri mesiace roka 2008 potvrdzujú pokračovanie dvojciferného rastu miezd i na začiatku tohto roka – reálny rast miezd a disponibilného príjmu tak pokračuje v trende predstihovania rastu reálneho HDP, ako i rastu produktivity, čo by podľa Svetovej banky mohlo byť signálom toho, že ruská ekonomika sa prehrieva.

Tabuľka 1.29
Vývoj reálnych miezd a nezamestnanosti v období 2003 – 2007 (4M 2008)

	2003	2004	2005	2006	2007	4M 2007	4M 2008
Rast reálneho disponibilného príjmu, v %	14,9	9,9	8,8	10,2	10,7	10,0	11,8
Rast reálnych miezd, v %	10,9	10,6	12,6	13,4	16,2	18,4	13,1
Priemerná mesačná mzda, v USD	179,4	237,2	301,6	394,7	529,0	459,6	649,4
Nezamestnanosť (def. ILO), v %	8,6	8,2	7,6	7,1	6,1	7,0	6,6

Prameň: World Bank (2008c); podľa dát Rosstatu.

Najrýchlejší rast reálnych miezd sa popri štátnom sektore zaznamenal v odvetviach maloobchodu a stavebníctva (16 – 17 % rast). Priemerná mesačná mzda v dolároch stúpla v štvrtom mesiaci roka 2008 na 649 USD, čo je až 40 % nárast v porovnaní s prvými štyrmi mesiacmi roka 2007 (čiastočne to môžeme pripísať zhodnocovaniu rubľa oproti doláru).

Štatistiky v oblasti zamestnanosti taktiež potvrdzujú pokračovanie *priaznivého vývoja zamestnanosti* z roku 2007 (pokles nezamestnanosti v roku 2007 sa pripisoval teplej zime a zvýšenému dopytu po pracovnej sile v kľúčových odvetviach ekonomiky) aj v prvých mesiacoch roka 2008, keď sa priemerná miera nezamestnanosti za prvý kvartál 2008 odhaduje na 6,6 % v porovnaní so 7,0 % mierou nezamestnanosti v rovnakom období roka 2007. Vo vývoji miery nezamestnanosti však existujú značné rozdiely medzi jednotlivými regiónmi.

Inflácia najväčšou výzvou roku 2008

Súčasný vývoj cien ropy ostáva hlavným zdrojom rastu ruskej ekonomiky, ale jej závislosť predovšetkým od produkcie a exportu ropy predstavuje zároveň i významné riziko pri určovaní jej ďalšieho vývoja. Ak by cena ropy výrazne klesla, bežný účet platobnej bilancie RF by sa podľa Rakúskej národnej banky (OeNB) mohol dostať do deficitu už v roku 2009. Prípadné ďalšie prehlbovanie medzinárodnej finančnej krízy by tiež mohlo oslabiť finančnú pozíciu niektorých ruských bánk s dopadom na vývoj domáceho dopytu v dôsledku útlmu úverového boomu. Ruská vláda však disponuje pomerne štedrými fiškálnymi zásobami, cielene budovanými pre takéto prípady (Rezervný fond a Fond národného blahobytu) i monetárnymi zásobami (devízové a zlaté rezervy v treťom najväčšom objeme na svete). Hlavným rizikom pre ďalší vývoj ruskej ekonomiky sa tak stáva v prípade pokračujúceho nárastu výnosov z predaja surovín a ďalšieho prílevu kapitálu do ekonomiky inflácia.

Inflácia začala v Rusku rásť rýchlejšie od apríla 2007 (s infláciou bojuje ruská ekonomika od krízy v roku 1998; ešte v roku 2000 dosahovala vyše 20 %, po roku 2000 sa darilo udržiavať ju na úrovni okolo 10 %), v prvej polovici roka 2007 bola ešte pod kontrolou, avšak do konca roku 2007 stúpla inflácia meraná indexom spotrebiteľských cien (CPI – Consumer price index) na 11,9 %, čo je hodnota vysoko presahujúca pôvodný cieľ vlády udržať rast spotrebiteľských cien do konca roku na maxime 8 %. Jadrová inflácia dosiahla v decembri 2007 hodnotu 11,0 % (pozri tab. 1.30).

Tabuľka 1.30
Vývoj inflácie v období 2003 – 2007 (4M 2008) (v %, ku koncu obdobia)

	2003	2004	2005	2006	2007	4M 2007	4M 2008
Inflácia meraná CPI	12,0	11,7	10,9	9,0	11,9	4,0	6,3
Jadrová inflácia CPI	11,2	10,5	8,3	7,8	11,0	2,2	4,5
Inflácia meraná PPI [1]	12,5	28,8	13,4	10,4	25,1	6,1	7,7
Rast peň. agregátu M2, %	*50,5*	*35,8*	*38,5*	*48,8*	*47,5*	*4,6* [2]	*0,8* [2]

[1] PPI – Producer price index.
[2] Údaj za 1. kvartál.

Prameň: World Bank (2008c); podľa CBR.

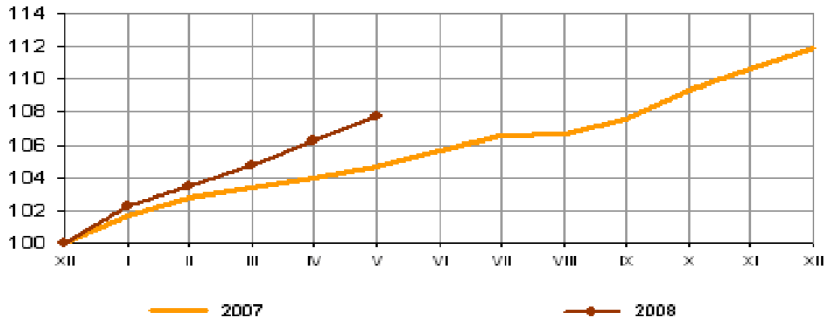
Pod nárast inflácie v druhej polovici roka 2007 sa podpísal predovšetkým rast cien potravinových a neobchodovateľných tovarov (v stavebníctve a telekomunikáciách) v podmienkach rozpínajúcej sa ponuky peňazí a silného domáceho dopytu a rekordného prílevu kapitálu. Keďže *rast svetových cien potravín* výrazne zasiahol ruský trh, vláda RF v snahe zastaviť nárast inflácie využila niektoré dočasné administratívne nástroje vrátane nových exportných taríf (na pšenicu a jačmeň, v platnosti do konca apríla 2008) za súčasného zníženia exportných taríf na mlieko a mliečne výrobky, rastlinné oleje, mrkvu a cukrovú repu. Navyše, hlavné maloobchodné potravinové reťazce súhlasili najskôr v októbri 2007, a neskôr opäť v januári 2008 so zmrazením cien na päť kľúčových potravinových produktov (do mája 2008). Administratívne opatrenia v podobe zmrazenia cien potravín sa ukázali ako neúčinné, rast cien potravín sa dokonca v prvých mesiacoch 2008 zrýchlil (v marci 2008 dosiahla inflácia v potravinových produktoch v medziročnom vyjadrení 21-percentný rast v porovnaní s len 4-percentným rastom v rovnakom období minulého roka).

Odhliadnuc od inflácie spôsobenej rastom cien potravín, *rekordný prílev kapitálu* spôsobil i enormný nárast ponuky peňazí, následky čoho nedokázalo kompenzovať ani neustále zhodnocovanie rubľa. Navyše, očakávania spojené s nominálnym zhodnocovaním domácej meny by mohli potenciálne vyvolať ďalší prílev kapitálu. Posilňovanie národnej meny sa tiež negatívne odráža na nesurovinových odvetviach ruskej ekonomiky.

Rast cien potravín (rast cien potravín najviac zasiahol najchudobnejšie regióny) a prírastok peňažného agregátu M2 za podpory vysokej likvidity z prílevu kapitálu z roku 2007 a monetárnej expanzie a fiškálnych stimulov z konca roku 2007 (ktorým sa venujeme v predošlých častiach) viedli

k pokračujúcemu rastu inflácie i v prvom kvartáli 2008, výsledkom čoho bola inflácia (meraná CPI) v apríli 2008 dvojnásobne vyššia v porovnaní s rovnakým obdobím predošlého roka, keď dosiahla hodnotu 14,3 % v medziročnom vyjadrení – v apríli i máji 2008 vzrástla medzimesačne o 1,4 % (rast oproti predchádzajúcemu mesiacu; údaje Rosstatu), čím sa dostala na úroveň ôsmich percent v porovnaní k decembru 2007 (pozri graf 1.21), čo prinútilo Ministerstvo ekonomického rozvoja RF (www.economy.gov.ru) prehodnotiť svoj pôvodný inflačný cieľ na rok 2008 na úrovni 8,0 – 9,5 % (Ministerstvo však potvrdilo zámer neprekročiť 10 % a inflačný cieľ upravilo na 9,0 – 10 %). Takýto stav si vyžiadal *opatrenia* v podobe zvýšenia kľúčových úrokových sadzieb a povinných minimálnych rezerv v komerčných bankách (v platnosti od 1. júla 2008). Hoci tieto opatrenia by mohli viesť k ďalšiemu posilneniu meny, toto riziko sa zdá byť v podmienkach útlmu na svetových kapitálových trhoch menšie než hrozba rastúcej inflácie. V rozpore s účinkami prijatých monetárnych opatrení je však aktuálne uvoľnenie fiškálnej disciplíny (plánované zvyšovanie verejných výdavkov v roku 2008; uvoľnená fiškálna politika v kombinácii s reštriktívnou menovou politikou vychádzajúcou zo zvyšovania úrokových sadzieb a zhodnocovania výmenného kurzu vedie k neoptimálnej kombinácii politík s potenciálnym dopadom na narušenie makroekonomickej stability), ako i oznámené plánované zvyšovanie cien plynu (o 28 %), elektriny (o 16 %) a cestovného v železničnej doprave.

G r a f 1.21
Vývoj indexu spotrebiteľských cien, porovnanie 2007 a 2008 (v % k decembru predošlého roka)



Prameň: Rosstat <www.gks.ru>.

Nezdravé hospodárske prostredie pretrvávajúcim problémom

Napriek dosahovaným priaznivým makroekonomickým výsledkom pretrvávajú v celkovom *vývoji hospodárskeho prostredia* v Rusku určité nezdravé aspekty, ktoré môžu potenciálne ohroziť udržateľnosť priaznivého makroekonomického vývoja. Vysoké tempá rastu maskujú viac-menej stagnujúci vývoj pridanej hodnoty v ropných odvetviach, priemerný rast produktivity v odvetviach spracovateľského priemyslu stále zaostáva v porovnaní s ostatnými industrializovanými krajinami, konkurencieschopnosť neropných odvetví je postihovaná silnejúcim rubľom a rastúcimi nákladmi práce, popri týchto rizikách však ruská ekonomika vykazuje i určité osobitosti vývoja.

Hospodársky vývoj v Rusku je do značnej miery odrazom vládnej politiky založenej na centralizácii ústrednej moci, výsledkom čoho je i silne *monopolizovaná ekonomika*. Rozvoj malých a stredných podnikov je nedostatočný (ich príspevok k HDP sa pohybuje okolo 15 %); ekonomike dominujú štátom kontrolované veľké podniky (Gazprom, Rosneft, Sibneft) a vláde lojálne súkromné spoločnosti (Lukoil, Rusal) (Atradius, 2008). Po tom, čo začiatkom roka 2003 ruská vláda získala faktickú kontrolu nad plynárenským monopolom Gazprom (pomocou konsolidácie vlastníckeho podielu štátu), prevzatím najväčšej dcéry ťažobného koncernu Jukosu (Juganskneftegaz) v roku 2005 a po vyhlásení bankrotu Jukosom (bývalý najväčší producent ropy v Rusku) v roku 2006 (z dôvodu neschopnosti splácať vysoké daňové nedoplatky vymerané štátom) aj získaním majetku Jukosu v aukcii v prospech štátnej spoločnosti Rosneft, vláda získala takmer absolútnu kontrolu nad strategickými sektormi – ropným a plynárenským priemyslom v Rusku. Rosneft sa stala vďaka prevzatiu Jukosu (jeho hlavný akcionár Michail Chodorkovskij bol odsúdený za spreneveru a daňové úniky, kauza mala politické pozadie) najväčším spracovateľom a producentom ropy v Rusku, Gazprom disponuje najväčšími zásobami plynu v krajine, navyše ruský parlament schválil zákon, ktorým mu zabezpečil monopolné postavenie vo vývoze plynu. Značná časť ekonomickej sily sa tak postupne koncentrovala v rukách štátu. (Niektoré úvahy hovoria o tom, že Rusi sa vzdali časti slobody za vidinu blahobytu, ktorý im Putinov spôsob riadenia a reformovania ekonomiky prisľúbil, ale čiastočne i priniesol.) Obavy zahraničia vyvolávajú i dočasné

prerušenia dodávok plynu (2005/2006) a ropy (2007) v dôsledku sporov s odberateľskými, resp. tranzitnými krajinami. Pozastavenie dodávok ropy z ruskej strany prispelo v zahraničí k liberalizácii trhov energií i k snahám o hľadanie alternatívnych zdrojov a spôsobov dovozu.

Bankový sektor je v Rusku fragmentovaný a úroveň služieb finančného sprostredkovania limitovaná, s dominanciou štátom kontrolovanej Sberbanky, ktorá je kľúčovým hráčom v bankovom sektore (k istému zlepšeniu došlo v roku 2007 vďaka spomínanému výraznému prílevu zahraničného kapitálu do bankového sektora, niektoré banky však boli zasiahnuté dopadmi finančnej krízy, hlavne vzhľadom na dostupnosť likvidity).

Hospodárske prostredie trpí i značnou mierou *korupcie a nepotizmu*, netransparentným súdnym systémom (zlepšenie sa dá očakávať vďaka nedávnej reforme súdneho systému) a problémami s vlastníckymi právami, čo zhoršuje investičnú klímu v Rusku. Ekonomika síce zaznamenala v posledných dvoch rokoch nárast zahraničných investícií, avšak prevažne orientovaných na vysoko ziskové surovinové odvetvia, v ostatných odvetviach sú investori skôr zdráhaví, v medzinárodnom porovnaní v objeme investícií (vyjadrené ako % na HDP) Rusko zaostáva i za krajinami ako Čína a India (World Bank, 2008c). Investičnú klímu v Rusku zhoršuje aj nízka miera vymožiteľnosti práva, neadekvátne konkurenčné prostredie, bariéry v migrácii a problémy vo verejnej správe. Rusko obsadilo v roku 2007 podľa Transparency International v Indexe vnímania korupcie 143. miesto zo 179 (spolu s Gambiou, Indonéziou a Togom, nasledované Azerbajdžanom, Bieloruskom, Kazachstanom, Kirgizskom a Tadžikistanom, ktoré sa umiestnili hneď za Ruskom) (pozri www.transparency.org). Práve korupcia, slabé konkurenčné prostredie a dominantná pozícia štátnych kolosov sú hlavné faktory, pre ktoré zahraničie považuje ruské hospodárstvo za neefektívne a nezdravé.

Osobitným problémom Ruska sú výrazné *sociálne rozdiely*. Podľa údajov z konca roku 2007 žije pod hranicou chudoby približne 15 % obyvateľov Ruska (21 miliónov obyvateľov). Štatisticky žije najviac obyvateľov s príjmom pod hranicou životného minima v Moskve. Naproti tomu, podľa magazínu Forbes, žije len v Moskve 74 miliardárov s priemernou hodnotou majetku 5,9 mld USD, celkovo sa Rusko s počtom miliardárov 101 v roku 2007 (19 z nich v zozname sto najbohatších ľudí sveta) zaradilo na druhé miesto po

USA. V priemere sú príjmy desatiny najbohatších obyvateľov Ruska sedemnásťkrát vyššie ako príjmy desatiny najchudobnejších obyvateľov (pričom v Moskve je tento rozdiel až 42-násobný). Boj s chudobou preto patrí k prioritám novej vlády, jeho efektívnosť však viacerí analytici spochybňujú.

Budovanie transparentných vzťahov medzi štátom a podnikovým sektorom, vytvorenie efektívnych mechanizmov dodávok verejných služieb, ako i transparentné riadenie vládnych zakázok a koherentné administratívne pravidlá sú kľúčovými krokmi, ktoré spolu s podporou vytvárania zdravého a konkurencieschopného malého a stredného podnikania a prehľadných súkromných kapitálových investícií (vrátane investícií do strategických sektorov) a s intenzívnym bojom proti korupcii môžu zabezpečiť *zlepšenie hospodárskeho prostredia*, a tak vytvoriť predpoklady na udržanie priaznivých makroekonomických výsledkov.

Ruská ekonomika vykazuje znaky prehriatia

Údaje za prvý kvartál roka 2008 poukazujú na to, že krátkodobé zrýchlenie ekonomického rastu nad jeho dlhodobú priemernú úroveň pokračuje aj v roku 2008. Zatiaľ čo za rok 2007 zaznamenala ruská ekonomika tempo rastu na úrovni 8,1 %, za prvý kvartál 2008 je to 8,7-percentný rast. Takéto *tempo rastu* sprevádzané stúpajúcou infláciou, výrobnými a ľudskými kapacitami blížiacimi sa k svojej hranici, prepínajúcimi sa infraštruktúrnymi obmedzeniami a rastom miezd predstihujúcim prírastky produktivity naznačuje, že by mohlo dochádzať *k prehrievaniu ekonomiky*. Podľa Svetovej banky presahuje agregátny dopyt v Rusku dlhodobú produkčnú kapacitu ekonomiky – to, že ruská ekonomika čelí kapacitným obmedzeniam, dokumentuje index (miera) využitia výrobných kapacít v priemysle (v rámci indexu priemyselnej výroby), ktorý podľa správy Svetovej banky stúpol z hodnoty 69 v roku 2001 na 81 v marci 2008; pričom index využitia práce (ľudských kapacít) stúpol z 87 na 94, z toho tri štvrtiny skúmaných podnikov vykázalo mieru využitia nad 90 % (World Bank, 2008c). Miera nezamestnanosti zaznamenaná koncom roka 2007 (6,1 %) je najnižšia od roku 1994.

Takýto vývoj by mohol svedčiť o tom, že ruská ekonomika dosahuje svoje *kapacitné maximum*, navyše, ďalšími znakmi prehrievania ekonomiky je

i spomínaný dvojciferný nárast inflácie, nekorešpondujúci s opatreniami monetárnej politiky; rast nominálnych miezd výraznejšie predstihujúci rast inflácie i rast reálnych miezd vyšší než rast produktivity; infraštruktúrne obmedzenia, resp. dosahovanie ich limitov prejavujúce sa napríklad vo vypätých alebo nepostačujúcich dodávkach elektrickej energie, dopravnom preťažení, výpadkoch v dodávkach služieb atď.; rýchly rast cien nehnuteľností; a rýchly rast importu v podmienkach, keď produkčná kapacita ekonomiky nestíha uspokojovať rýchlo rastúci domáci dopyt a časť spotreby musí byť zabezpečovaná importom. V prípade Ruska je zhoršovanie zahraničnoobchodnej bilancie maskované nepretržitými prebytkami bežného účtu platobnej bilancie vďaka výrazne stúpajúcim cenám surovín na svetových trhoch, ktoré kompenzujú zhoršenie bilancie v neropných odvetviach. V prípade ďalšieho oslabovania svetovej ekonomiky (rastúce svetové ceny potravín a energetických surovín a kríza na finančných trhoch by mohli spôsobiť pokles globálneho dopytu, čo by viedlo k oslabeniu exportnej pozície Ruska a znižovaniu exportných príjmov) by takýto vývoj ruskej ekonomiky v podmienkach jej nadmernej závislosti od exportu surovín vážne ohrozil jej ďalší rast i dosahovanie jej makroekonomickej stability.

Perspektívy ďalšieho vývoja ruskej ekonomiky

Otázka, či voliť novú, alebo pokračovať v doterajšej *hospodárskopolitickej orientácii*, je aktuálnou otázkou ďalšieho vývoja Ruskej federácie na pozadí rozdelenia vplyvu a právomocí medzi dvoma hlavnými predstaviteľmi štátu – prezidentom Medvedevom a premiérom Putinom. Aj keď je nový prezident Medvedev považovaný za liberálnejšieho politika, od ktorého sa očakáva razantný prístup v modernizovaní ruskej ekonomiky, oficiálne deklaruje záujem pokračovať v politických krokoch svojho predchodcu. Ďalší vývoj bude pravdepodobne ovplyvnený spôsobom, akým si prezident s premiérom rozdelia zodpovednosť – či Putin v úlohe premiéra ponechá pomerne rozsiahle právomoci novému prezidentovi, alebo či ostane reálna vláda (podporená dlhodobo budovanými vzťahmi tak v štátnej správe, ako i s podnikateľským prostredím a s armádou) v jeho rukách – pričom oba varianty garantujú pravdepodobne zachovanie stabilnej politickej situácie – alebo Medvedev

využije značné prezidentské práva zabezpečené ústavou na razenie vlastnej nezávislej politiky, čo by mohlo potenciálne viesť k boju o kompetencie a k narušeniu stability. V každom prípade, *prijatie strategických dokumentov* koncom roka 2007 s dlhodobým výhľadom na vývoj ruskej ekonomiky (návrh štátneho rozpočtu na tri roky, návrh koncepcie dlhodobého sociálneho a ekonomického rozvoja Ruskej federácie do roku 2020) naznačuje určitú mieru stability v hospodárskopolitickej orientácii a vo víziách budúceho rozvoja krajiny. S otázkou kontinuity súvisí i nevyhnutné pokračovanie naštartovaných štrukturálnych a inštitucionálnych reforiem a zavedenie reforiem v sociálnej oblasti, ako aj investície do ďalšieho rozvoja infraštruktúry.

Ešte v roku 2006 prijala Putinova vláda *strednodobý sociálno-ekonomický program*, v ktorom vyčlenila ako kľúčové priority ďalšieho rozvoja riešenie týchto problémov: nedostatok stimulov a príležitostí pre rozvoj ľudského kapitálu; nízka miera efektívnosti činnosti štátnych orgánov; nízka miera diverzifikácie ekonomiky; nezdravé konkurenčné prostredie; vysoký podiel šedej ekonomiky; nedostatočná infraštruktúra a bariéry mobility, ktorá je podmienkou dynamickejšieho regionálneho rozvoja. Napriek tomu, že niektoré reformy boli úspešne implementované (reformy inštitúcií, súdnictva, reformy vo fiškálnej oblasti), mnoho dôležitých oblastí na reformu ešte len čaká. Osobitnou sférou v tomto kontexte je *oblasť podnikania*, kde bude nevyhnutné zlepšiť investičnú klímu, podporiť rozvoj malých a stredných podnikov, ale i zlepšiť fungovanie verejnej správy, zintenzívniť boj proti korupcii a protekcionizmu, zlepšiť ochranu vlastníckych práv, vytvárať podmienky na konkurenciu.

Hlavnou výzvou však ostane *boj proti inflácii* – zníženie inflácie bude nevyhnutné na udržanie makroekonomickej stability a dlhodobého ekonomického rastu. Osobitnou úlohou je aj *zvyšovanie produktivity*, ktorá hlavne v spracovateľskom priemysle dosahuje pomerne nízke hodnoty. Zároveň bude nevyhnutné naštartovať *zostávajúce reformy*, predovšetkým v sociálnej oblasti, zdravotníctve a školstve a v oblasti regionálneho rozvoja (zabezpečiť distribúciu benefitov z vysokých temp rastu obyvateľstvu všetkých regiónov). Ďalšími krokmi by malo byť *sprísnenie fiškálnej disciplíny* a pokračovanie vo využívaní *monetárnych nástrojov* v záujme obmedzenia likvidity a upokojenia (ochladenia) domáceho dopytu, ako i zníženia zadlžovania súkromného sektora. Špecifickým problémom, ktorému bude v najbližších rokoch čeliť

ruská ekonomika, je *starnutie jej populácie* – zaznamenané demografické trendy v Rusku jednoznačne poukazujú na rýchle starnutie ruskej populácie a pokles počtu obyvateľstva v produktívnom veku v absolútnom vyjadrení, čo v aktuálnych podmienkach ľudských kapacít dosahujúcich svoje limity pri súčasne nízkej miere nezamestnanosti bude predstavovať rozsiahle úbytky pracovnej sily a jej akútny nedostatok na trhu práce. (Niektoré analýzy hovoria o „tretej transformácii" Ruska – po politickej a ekonomickej transformácii bude Rusko prechádzať transformáciou demografickou.) Rastúce nároky na dôchodkový systém a systém zdravotnej starostlivosti, ako i meniaci sa dopyt po vzdelávacích službách budú kľúčovými determinantmi vývoja verejných výdavkov.

V záujme ďalšieho dosahovania udržateľného ekonomického rastu bude potrebné popri zlepšení hospodárskeho prostredia (pozri vyššie) a rozbehnutí spomínaných reforiem i zmierniť závislosť ruskej ekonomiky od surovinového priemyslu a vývoja svetových cien ropy a plynu *diverzifikáciou ekonomických aktivít* v zmysle stimulovania rozvoja *high-tech* odvetví a celkovo realokáciou zdrojov do odvetví s vyššou pridanou hodnotou. V tomto kontexte pripomíname na záver slová nového ruského prezidenta, podľa ktorého sú prioritnými oblasťami ďalšieho rozvoja ruskej ekonomiky štyri „I": inštitúcie, infraštruktúra, inovácie a investície.

1.5. Strednodobý vývoj ekonomiky Spojených štátov amerických a Japonska

Strednodobý vývoj ekonomiky Spojených štátov amerických

Jednou z najvýraznejších charakteristík prebiehajúcej konjunktúry svetovej ekonomiky je rozširovanie nerovnováhy z finančných trhov na iné trhy a subjekty. Finančná kríza tým prekročila hranice svojho vzniku v USA a netýka sa už len derivátov hypotekárnych pôžičiek. Tento vývoj sa spolu s oslabením amerického dolára, rastom cien ropy a potravín, odráža na všeobecnom rozšírení neistôt a rizík, pričom môžeme očakávať, že nerovnováha bude v krátkodobom horizonte aj naďalej oslabovať ekonomický rast, predovšetkým v USA.

Pokles zamestnanosti počas prvých dvoch mesiacov roka 2008 naznačuje, že konjunktúra ekonomiky USA sa priblížila k fáze recesie. Zaostávanie hospodárskeho rastu sa prehlbuje, pri ekonomickej aktivite výrazne pod svojím potenciálom. Prebiehajúcu konjunktúru oslabuje pokračujúci rast cien a rozsah finančnej nerovnováhy, s implikáciami pre agregátny dopyt a reálnu ekonomiku. Je zrejmé, že počas prebiehajúceho hospodárskeho cyklu sa v USA zmenil krátkodobý komplementárny vzťah medzi HDP a infláciou. V porovnaní s minulosťou nie je tak isté, či pomalší rast HDP môže viesť aj k oslabeniu inflačných tlakov.

Prebiehajúce spomalenie ekonomickej aktivity ohrozuje rast príjmov federálneho rozpočtu a v kombinácii s vysokými výdavkami na vojnu a výdavkami určenými na pomoc zadlženým domácnostiam nenecháva veľa priestoru na ďalšiu fiškálnu expanziu. V roku 2008 môžeme očakávať rast deficitu federálneho rozpočtu. Navyše, po roku 2008 sa zväčší tlak na výdavkovú stranu rozpočtu, pretože do dôchodkového veku začne prichádzať tzv. *baby boom* generácia.

Štruktúra HDP

Ekonomika Spojených štátov amerických dosiahla v roku 2007 najpomalší rast HDP za posledných päť rokov. Rast HDP sa udržal predovšetkým vďaka rastu súkromnej spotreby, spotreby vlády a čistého exportu. Z hľadiska strednodobej konjunktúry sa očakáva spomalenie a neskôr (2009) obrátenie[27] trendu poklesu hrubých fixných investícií (tab. 1.31).

Rast súkromnej spotreby oslabuje pokles aktivity v stavebníctve, znižovanie zamestnanosti, ako aj pokles cien nehnuteľností. Aj preto sa očakáva, že rast HDP sa bude v roku 2008 pohybovať pod úrovňou svojho potenciálu, čo by mohlo mierne oslabiť potenciálny inflačný tlak. Inflácia sa oproti očakávaniam zvýšila nad 4 % a vývoj jadrovej inflácie naznačuje, že sa stabilizovala na úrovni približne 2 %.

[27] K rastu investícií by mal prispieť aj slabší kurz amerického dolára a nízke jednotkové náklady na prácu.

T a b u ľ k a 1.31
Štruktúra dopytu – Spojené štáty americké

	2004 [1]	2005 [2]	2006 [2]	2007 [2]	2008 [2]	2009 [2]
Súkromná spotreba	8 195,9	3,2	3,1	2,9	1,8	1,9
Spotreba vlády	1 844,1	0,8	1,4	2,0	2,4	2,1
Hrubé fixné investície	2 202,8	5,8	2,6	–2,1	-1,2	2,4
verejné	372,8	0,6	3,7	2,5	2,9	2,1
do bývania	675,5	6,6	–4,6	–17,2	-15,4	2,1
ostatné	1 154,5	7,1	6,6	4,7	3,7	2,6
Konečný domáci dopyt	12 242,7	3,3	2,7	1,8	1,4	2,0
Tvorba zásob [3]	58,6	–0,2	0,1	–0,3	0,1	0,0
Celkový domáci dopyt	12 301,3	3,1	2,8	1,6	1,5	2,0
Export tovarov a služieb	1 182,4	6,9	8,4	8,1	8,6	6,5
Import tovarov a služieb	1 797,8	5,9	5,9	2,1	3,4	4,3
Čistý export [3]	–615,4	–0,2	-0,1	0,5	0,4	0,1
HDP, t. c.	11 685,9	3,1	2,9	2,2	2,0	2,2

[1] Údaje za rok 2004 sú v mld USD.
[2] Roky 2005 – 2009 predstavujú % zmenu (s. c. 2000).
[3] Podiel na zmene HDP.

Prameň: OECD (2007a).

Jednou z najvýraznejších zmien prebiehajúceho hospodárskeho cyklu je postupné narastanie významu zahraničného obchodu. Zatiaľ čo v predchádzajúcom hospodárskom cykle sa podiel exportu a importu na HDP zmenšil, teraz sa ich podiel postupne zväčšuje. Zrýchlenie tempa rastu exportu korešponduje s oslabením USD, so spomalením rastu HDP v USA a s jeho relatívnym zrýchlením v zahraničí. Z dôvodu oneskorovania vplyvu zmeny kurzu USD na reálnu ekonomiku môžeme predpokladať, že pozitívny vplyv slabšieho USD na export bude pretrvávať ešte niekoľko rokov (www.oecd.org/home/0,2987,en_2649_201185_1_1_1_1_1,00.html).

Počas prebiehajúceho hospodárskeho cyklu sa odohrali pomerne veľké zmeny na úrovni rozdeľovania národného dôchodku. Najväčší podiel na národnom dôchodku majú zamestnanci, avšak podiel ich miezd klesol z úrovne mierne nad 66 % na konci predchádzajúceho hospodárskeho cyklu, na úroveň 64,3 % HDP v súčasnosti. V poslednom štvrťroku 2007 sa po prvýkrát za posledných päť rokov zmenšil majetok amerických domácností,

spolu o 533 mld USD,[28] na čom sa však podieľal hlavne pokles cien akcií a nehnuteľností (www.ft.com/cms/s/0/08f4c918-ebbb-11dc-9493-0000779fd2ac.html). Na rozdiel od zamestnancov, podiel firiem na HDP sa počas prebiehajúceho hospodárskeho cyklu zväčšil. Podiel ziskov firiem na HDP narástol z 8 % na 13 %, avšak môžeme predpokladať, že nejde o trvalú, ale dočasnú zmenu cyklického charakteru. Z predchádzajúcich epizód hospodárskych cyklov je zrejmé, že zisky firiem majú tendenciu kolísať, pričom najväčší podiel na národnom dôchodku dosahujú pred koncom hospodárskeho cyklu.[29]

Oslabenie ekonomického postavenia domácností

Hlavné dôvody prebiehajúceho spomalenia hospodárskeho cyklu sa koncentrujú v segmente amerických spotrebiteľov, ktorí sú hnacou silou ekonomiky USA.[30] Počas predchádzajúcich šiestich rokov nezastavil rast spotrebných výdavkov ani rozkolísaný akciový trh, ani rast úrokových mier či vysoký dlh súkromného sektora.

Protiváhou už spomenutým prekážkam rastu bola expanzia cien najväčších aktív domácností – ich nehnuteľností. Ďalším, nemenej významným faktorom boli relatívne istoty zamestnancov a priaznivý vývoj na trhu práce. Tieto relatívne istoty sa však v roku 2007 podstatne oslabili. Spomalenie výdavkov na konci roka 2007 odráža ťažkosti spotrebiteľov s udržaním rovnováhy ich finančných bilancií. K tomu prispieva pokles cien nehnuteľností ako kolaterálu, vyššie ceny benzínu a potravín. Očakávania spotrebiteľov sa zhoršili, čo má všeobecne negatívny vplyv na spotrebu.

Popri trhoch s nehnuteľnosťami má na rozdiel od minulosti výrazne globálny rozmer aj situácia na trhu práce. Zahraničná konkurencia súťaží s Američanmi o milióny pracovných miest. Odhliadnuc od relokácie a *outsorcingu*,

---

[28] Majetok amerických domácností poklesol na 57,718 bil. USD.

[29] Prebiehajúci hospodársky cyklus bol extrémnejší a firmy zaznamenali najväčší podiel ziskov na HDP za posledných 40 rokov. To znamená, že v budúcnosti by sme mohli byť svedkami potenciálne väčšieho poklesu ziskov ako v minulosti, keď zisky firiem klesli v priemere o 20 %.

[30] Výdavky spotrebiteľov predstavujú až 70 % HDP.

dôležitá je už len existencia a prítomnosť slabo platených zamestnancov na globálnom trhu práce. Udržiavajú cenu práce v USA na nižšej úrovni, ako by bola inak. Problémom často ani nemusí byť presun pracovných miest z domácej ekonomiky do zahraničia, ale skôr to, že niektoré pracovné miesta sa v domácej ekonomike ani vôbec nemusia vytvoriť.

Spojené štáty americké zaznamenali na začiatku roka 2008 prvý pokles zamestnanosti za posledné štyri roky. V ekonomike rastie počet dlhodobo nezamestnaných, čo komplikuje proces prispôsobovania. Počet dlhodobo nezamestnaných bol v januári 2008 na úrovni okolo 1,4 mil. osôb, čo bolo o 21 % viac ako v predchádzajúcom roku a o 3 % viac ako v predchádzajúcom mesiaci. Priemerná hodnota za celý rok 2007 predstavuje 1,2 mil. osôb dlhodobo nezamestnaných, čo je približne dvojnásobok počtu z roku 2000. Štruktúra trhu práce naznačuje rast nezamestnanosti, ktorá by mala byť v roku 2008 vyššia (okolo 5 %) ako v roku 2007 (4,6 %).

Miera nezamestnanosti sa pohybuje v intervale, ktorý dosiahla počas predchádzajúcej recesie v roku 2001. Od marca do novembra 2001 sa nezamestnanosť pohybovala v pásme od 4,3 – 5,5 %. Počas hlbšej recesie (júl 1990 až marec 1991) sa nezamestnanosť pohybovala vo vyššom pásme, od 5,5 – 6,8 %. Počas prebiehajúceho hospodárskeho cyklu, od júna 2007 do marca 2008, sa nezamestnanosť postupne zvyšovala a pohybovala sa od 4,6 – 5,1 % (www.bls.gov). Porovnanie s úrovňou nezamestnanosti počas predchádzajúcich dvoch recesií naznačuje, že v prípade, ak by sa v tomto hospodárskom cykle dostala ekonomika USA do recesie, môže sa miera nezamestnanosti približovať k vyššiemu pásmu, dosiahnutému počas recesie na začiatku 90. rokov.

Pokiaľ by bola viac ako 5 % nezamestnanosť spojená s krátkodobou nezamestnanosťou, nezamestnaní by mohli pokračovať v spotrebe, s pomocou štátnej podpory v nezamestnanosti a vlastných úspor. Keď však rastie dlhodobá nezamestnanosť, strácajú možnosť štátnej podpory a neúmerne sa zväčšuje tlak na úspory tejto skupiny obyvateľstva, ktorá je potom náchylnejšia k obmedzovaniu vlastných výdavkov. Dlhodobo nezamestnaní sú v porovnaní so svojím predchádzajúcim pracovným zaradením náchylnejší akceptovať aj slabšie platené pracovné miesta. Namiesto dlhodobej istoty sú často nútení hľadať krátkodobé zdroje príjmov. Problémom je aj

zamestnávanie starších ľudí, ktorí sú na trhu práce vytláčaní lacnejšími absolventmi. To všetko vytvára tlak na všeobecne nižšie mzdy a oslabuje agregátny dopyt.

Rast dlhodobej nezamestnanosti by mohol naznačovať, že na trhu práce sa odohráva, či odohral, fundamentálny posun. Dlhodobá konjunktúra ekonomiky sa dostala do fázy, keď je pravdepodobnejšie, že ľudia zostanú nezamestnanými dlhšie ako len pol roka. Firmy dnes nevyužívajú dočasné prepustenie z práce tak často ako v minulosti. Čas pri hľadaní novej práce sa predlžuje aj pre kvalifikovanú pracovnú silu. Vplyv na trh práce v USA má aj vývoj cien nehnuteľností. Ľudia sú možno menej ochotní presťahovať sa za prácou, pretože by museli predať svoj dom so stratou, ktorú nie sú ochotní akceptovať.

Inflačný cyklus

V druhej polovici roka 2006 klesol rast produktivity[31] na najnižšie hodnoty od roku 1995. Navyše, oficiálne autority znížili predchádzajúce odhady rastu produktivity na roky 2003 – 2005. Rast produktivity sa zvyčajne vyvíja výrazne procyklicky. Prudko rastie na začiatku expanzie a neskôr, keď sa naplní trh práce a zamestnanci začnú požadovať vyššie mzdy, sa opäť spomalí.

V deväťdesiatych rokoch sa však tento trend zmenil. Od začiatku 70. rokov bol až do roka 1995 priemerný rast produktivity okolo 1,5 % za rok. Medzi rokmi 1995 – 2001 sa zvýšil na tempo okolo 2,5 % za rok.

Predchádzajúci predseda centrálnej banky A. Greenspan tento trend pripísal nástupu informačných technológií. Ekonomický vývoj priniesol konjunktúru, pre ktorú boli charakteristické vysoký rast HDP a nízka inflácia. Súčasný predseda centrálnej banky A. Bernanke však musí čeliť novým výzvam. V deväťdesiatych rokoch nedosahovali USA, Európa a Ázia vysoký rast HDP súčasne a USD sa posilňoval. Teraz expandujú najväčšie ekonomiky spoločne a USD sa oslabuje, čo vytvára väčší tlak na ceny surovín a infláciu všeobecne.

---

[31] Output za hodinu.

Súčasný vývoj naznačuje, že tak ako sa v 90. rokoch navzájom podporovali vysoký rast produktivity a nízky rast inflácie, tak sa počas prebiehajúcej konjunktúry môžu naopak podporovať slabší rast produktivity a vyššia inflácia. Slabšia produktivita zväčšuje tlak na rast inflácie, ktorá vedie k tlaku na slabšiu produktivitu atď. Pokiaľ mzdy neudržia krok s rastom cien, dopyt a produktivita sa v dlhodobom horizonte spomaľujú a konjunktúra ekonomiky sa môže dostať na trajektóriu recesie.

Tlak na rast cien surovín a potravín zväčšuje rast dopytu rozvíjajúcich sa ekonomík. Existuje reálne riziko, že americkí výrobcovia a spotrebitelia tým budú ovplyvnení (ceny energie a potravín)[32] až do takej miery, že sa u nich zhoršia dlhodobé inflačné očakávania. Z pohľadu inflačných tlakov vzbudzuje obavy hlavne dlhodobý trend oslabovania USD, pretože zvyšuje ceny surovín a importovaných tovarov. Následný rast spotrebiteľských cien a príliš nízke úrokové miery by mohli mať na expanziu konjunktúry potenciálne horší vplyv ako samotná hypotekárna kríza.

Znižovanie úrokových mier a zvyšovanie ponuky peňazí, v prostredí rastúcich inflačných tlakov, približuje konjunktúru ekonomiky USA bližšie k stagflácii. Stagflácia sa nemusí prejaviť v prebiehajúcom hospodárskom cykle, ale môže sa vytvoriť dlhodobý potenciál na jej silnejšiu verziu v budúcnosti.

Rast dopytu v Číne a Indii bude udržiavať ceny mnohých tovarov vysoké aj potom, ak by sa ich spotreba v USA znížila. Pokiaľ hospodársky cyklus v USA neprejde relatívne silnou recesiou, ktorá by ovplyvnila aj zahraničné ekonomiky, inflačné tlaky vo svetovej ekonomike budú v strednodobom horizonte pravdepodobne najsilnejšie od začiatku 90. rokov.

Pokiaľ bude miera inflácie vyššia ako v predchádzajúcom hospodárskom cykle a rast HDP sa bude v USA pohybovať pod 2 % za rok (podobne ako v roku 2007), môže sa stať, že veľa ekonomických subjektov bude konjunktúru vnímať v podstate ako recesiu, aj s implikáciami pre hospodársky rast. To je riziko konjunktúry pri pomalom raste HDP a relatívne vysokej inflácii. Pre bežného človeka môžu byť takéto ekonomické podmienky porovnateľné s recesiou.

---

[32] V spotrebnom koši domácností predstavujú približne dvakrát takú časť ako ceny energií.

V istom zmysle sa ekonomika USA musí vyrovnávať aj s opačným extrémom, ako je inflácia. Deflácia je na trhu nehnuteľností a akcií,[33] aj na trhu s komerčnými nehnuteľnosťami či mnohými spotrebnými tovarmi. Deflačné tlaky sa prekrývajú s tlakom na rast cien v iných segmentoch a do určitej miery sa na agregátnej úrovni vyrovnávajú. Obavy z toho, že stratégia monetárneho uvoľnenia zvýši v USA infláciu, sa nemusia potvrdiť. Z krátkodobého hľadiska je problematická hlavne ich kombinácia s inflačnými tlakmi vychádzajúcimi zo strany cien ropy a potravín.

Finančná kríza a politika centrálnej banky

Problematickým faktorom prebiehajúcej konjunktúry je finančná kríza. Oslabuje pozitíva akomodatívnej monetárnej politiky a znižovanie úrokových mier sa môže ukázať ako menej účinný[34] nástroj podpory agregátneho dopytu.[35]

Z pohľadu potenciálnej recesie je pravdepodobné, že centrálna banka by znížila úrokové miery až na 1 %. Z histórie vieme, že monetárne uvoľnenie viedlo počas recesie v USA takmer vždy k odbúraniu celého predchádzajúceho cyklu sprísňovania monetárnych podmienok, ktorý sa teraz začal na úrovni 1 %. Ani takéto zníženie úrokových mier však nemusí stačiť na oživenie expanzie konjunktúry a USA sa môžu, podobne ako Japonsko, dostať do pasce likvidity.

Pokiaľ sa všetky záväzky (pôžičky) správne ohodnotia a účtovne odpíšu, môže byť predpokladaný účet za finančné špekulácie z predchádzajúcich rokov až do jedného bilióna USD (http://dallasfed.org/news/speeches/fisher/2008/fs080117.cfm). Vďaka sekurizácii sa rizikové hypotéky týkajú celého globálneho úverového systému.[36] Štruktúra finančných trhov sa oproti minulosti podstatne zmenila, čo zhoršuje dôsledky krízy. Na rozdiel od komerčných bánk, investičné banky a hedžové fondy majú tendenciu k tomu, že počas expanzie svoje záväzky zväčšujú a počas recesie trhu sa snažia

[33] Pričom tieto aktíva tvoria spolu asi 70 % čistého majetku domácností.

[34] V porovnaní s predchádzajúcimi hospodárskymi cyklami.

[35] Z dôvodu zhoršenia prístupu k úverom a krízy finančného systému.

[36] Komerčný dlh, kreditné karty, firemný dlh a iné segmenty.

svoje záväzky v čo najväčšej miere zredukovať. Pretože v súčasnosti tieto dve skupiny finančných inštitúcií predstavujú takmer polovicu trhu s úvermi, ich snaha o zmenšenie vlastných záväzkov zhoršuje vplyv nedostatku likvidity na reálnu ekonomiku.

Prebiehajúca finančná kríza sa môže skončiť až vtedy, keď sa stabilizujú ceny nehnuteľností a následne aj hodnoty hypotekárnych dlhopisov. Obavy z toho, že finančná kríza môže mať oveľa väčšie rozmery, ako sa dosiaľ zdalo, viedli až k tomu, že komisia FOMC (Federal Open Market Committee) zasadala prvýkrát po takmer tridsiatich rokoch aj počas víkendu (15. – 16. marec 2008). Podobne, výnimočnosť situácie dokumentuje aj ďalší krok centrálnej banky, ktorým povolila finančné krytie pre nebankové subjekty. Centrálna banka rozhodla, že hlavní obchodníci s cennými papiermi môžu využívať ponuku diskontného okienka na núdzové pôžičky. Až doteraz boli núdzové pôžičky centrálnej banky obmedzené len pre banky, ktoré centrálna banka reguluje a kontroluje. Centrálna banka nekontroluje obchodníkov s cennými papiermi, ako sú napríklad Lehman Brothers.

Pri pohľade na tieto aktivity sa vynára otázka, aké sú vlastne kapacity Fed-u pomáhať finančnému sektoru, ktorý je zaťažený miliardovými stratami. Finančná bilancia centrálnej banky sa po veľkorysej finančnej pomoci trápiacim sa finančným inštitúciám (JPMorgan, Bear Sterns a iní) zhoršila. Zmenšil sa podiel cenných papierov štátu na aktívach banky, pričom sa dlhodobo zmenšuje podiel týchto cenných papierov na dlhu, ktorý vydal finančný sektor (www.economist.com/books/displaystory.cfm?story_id=10797600). Vo všeobecnosti môžeme konštatovať, že schopnosť centrálnej banky vykupovať skrachovaných finančných sprostredkovateľov sa oproti predchádzajúcemu hospodárskemu cyklu oslabila. Prípadné hľadanie zdrojov na väčšiu ponuku peňazí môže priviesť ekonomiku až do inflačnej špirály.

Potenciálna recesia v USA sa v rovine reálnej ekonomiky nemusí negatívne prejaviť na konjunktúre väčšiny zahraničných ekonomík, avšak dôsledky prebiehajúcej finančnej krízy budú ďalekosiahlejšie. Opatrenia, ako sú asistenčný hypotekárny plán[37] či vrátenie daní domácnostiam, do istej miery

[37] Má zabrániť vlne nútených dražieb nehnuteľností nesolventných dlžníkov. Je určený pre viac ako dva milióny vlastníkov nehnuteľností. Súčasťou plánu je aj zmrazenie hypotekárnych úrokových sadzieb na obdobie piatich rokov.

zmierňujú dôsledky krízy, nie však jej príčiny. Je napríklad zrejmé, že vysoká cena ropy môže z veľkej miery vymazať pozitívny vplyv vrátenia daní. Stimulovanie ekonomiky sa tak môže oslabiť a potenciálne mierna recesia zmeniť na vážnejšiu epizódu hospodárskeho cyklu.

Akciový trh a vývoj USD

Prebiehajúci vývoj konjunktúry naznačuje, že centrálna banka čakala so znižovaním úrokových mier pravdepodobne príliš dlho. To je aj jeden z dôvodov, prečo sa nižšie úrokové miery prejavujú na reálnej ekonomickej aktivite tak nevýrazne. Dôležitým faktorom je, že banky nevyužili väčšiu ponuku likvidity na expanziu pôžičiek. Problémom pravdepodobne nie je nedostatok likvidity, ale nedostatočná solventnosť bánk. Centrálna banka síce zvýšila ponuku likvidity, ale ceny aktív boli na začiatku roka 2008 ešte stále nadhodnotené, a preto sa znížili. Pri veľkom objeme nesplatených úverov nie je reálna ekonomická aktivita schopná vygenerovať dostatočný *cash flow*, ktorý je potrebný na vyrovnanie dlhu. Počas prebiehajúcej konjunktúry reaguje trh na zníženia úrokových mier aj preto relatívne pomaly.

Ekonomika USA je vo finančnej kríze a je otázne, či finančné trhy dokážu v krátkodobej budúcnosti zaznamenať taký obrat ako v roku 2002. V roku 2001 znížila centrálna banka úrokové miery spolu 11-krát, z úrovne 6,5 % na 1,75 %. Šesť mesiacov od prvého zníženia úrokových mier bol index SandP 500 nižší približne o 3,5 %, NASDAQ o 6 % a Dow Jones o 4,5 %. Akcie sa nedostali na svoje dno skôr ako v októbri 2002, pričom až rok 2003 bol prvým rokom po kríze, keď akciové trhy zaznamenali rast.[38]

V prebiehajúcom hospodárskom cykle začala centrálna banka znižovať úrokové miery z úrovne 5,25 % v septembri 2007. Pri pohľade na predchádzajúci vývoj preto nie je pravdepodobné, že akcie zaznamenajú v najbližšom období podobný rast ako v roku 2003. Finančné problémy sú dnes väčšie ako vtedy a môžu pretrvávať dlhší čas.

Centrálna banka sa musí postarať o fungovanie finančného systému, ktorý je chrbtovou kosťou americkej ekonomiky, aj preto, aby pomohla reálnej

[38] Rok 2003 možno vo všeobecnosti považovať za veľký rok na Wall Streete: NASDAQ sa zväčšil až o 50 %, SandP 500 a Dow Jones sa zväčšili každý o viac ako 25 %.

ekonomike (http://dallasfed.org/news/speeches/fisher/2008/fs080117.cfm). Zníženie úrokových mier by malo povzbudiť akciový trh prostredníctvom prílevu likvidity a zabrániť ďalšiemu prepadu na trhu. Na druhej strane však na túto politiku dopláca reálna ekonomika, v podobe vyššej miery inflácie a erózie hodnoty aktív.

Finančná kríza v USA má v podstate dve časti. Prvou sú reálne problémy na trhu s bývaním a hypotekárnymi úvermi, ktoré bankám vytvárajú finančné straty. Druhou časťou je kríza likvidity, ktorá vyplýva z týchto strát a straty dôvery medzi bankami. Ako sa zdá, Fed sa rozhodol riešiť druhý z uvedených problémov a snaží sa zabezpečiť dostatok likvidity na trhu, čo znamená, že jeho kroky neprinesú riešenie podstaty problému. Táto stratégia nie je namierená na záchranu bánk, ani vlastníkov nehnuteľností, ktorí majú problémy so splácaním svojich hypoték.

Výrazné zníženie úrokových mier by malo ekonomike zabrániť spadnúť do recesie, keďže jej ekonomické fundamenty stoja na relatívne pevných a solídnych základoch (http://dallasfed.org/news/speeches/fisher/2008/fs080117.cfm). Kroky centrálnej banky však majú nezanedbateľný vplyv na oslabovanie výmenného kurzu USD. Zníženie úrokových mier podkopáva hodnotu USD,[39] avšak dlhodobý trend poklesu USD je ťahaný predovšetkým vývojom reálnej ekonomiky USA. Pokiaľ sa ekonomika USA nedostane na trajektóriu vyššieho tempa rastu, USD zostane aj v strednodobom horizonte pod tlakom depreciácie. Tento scenár potvrdzujú rekordné hodnoty výmenného kurzu USD/EUR z posledného obdobia. Na vývoj kurzu USD má vplyv aj monetárna stratégia ECB. Na rozdiel od Fed-u, ECB udržiava úrokové miery na relatívne vysokých hodnotách.[40] Pod pokles USD sa v posledných mesiacoch podpísal aj vplyv oslabenia *carry trade* obchodov s jenmi.

Pozitívom oslabovania USD od roku 2002 je fakt, že v tomto období sa dramaticky zlepšila nákladová konkurencieschopnosť USA (www.ft.com/cms/s/0/2eb257ac-ca72-11dc-a960-000077b07658.html). Zlepšenie nákladovej štruktúry amerických firiem môže podporiť novú vlnu prílevu zahraničného kapitálu a priamych zahraničných investícií do priemyselného sektora. Okrem rastu exportu to bude mať pozitívny vplyv aj na rozšírenie možností substitúcie importu v mnohých oblastiach národného hospodárstva.

---

[39] Pretože nižšie úrokové miery zmenšujú atraktivitu investovania do USD aktív.

[40] Tieto rozdielne stratégie môžeme vnímať aj ako rozdielny prístup ECB a Fed-u k riziku inflácie.

Trend znižovania úrokových mier má inflačný potenciál a môžeme očakávať, že pri vyššej inflácii sa zväčší dopyt zahraničných investorov po aktívach v USA. Navyše, po poklese ich cien sa môžu niektoré aktíva ukázať ako dobré investície do budúcnosti. Fundamentálny dôvod pre prílev zahraničných investícií však treba vidieť v raste obchodného deficitu USA, ktorý za minulý rok prekročil hodnotu 700 mld USD. To je suma, ktorá sa musí objaviť späť v USA v podobe investícií.

Finančná kríza a fiškálna politika

V januári 2008 boli publikované odhady deficitu federálneho rozpočtu na tento rok na úrovni 219 mld USD, resp. 1,5 % HDP. Deficit môžu ešte zväčšiť vojenské výdavky. Do konečnej výšky deficitu sa bude premietať aj fiškálna pomoc domácnostiam. Tento krok však nemusí nevyhnutne zväčšiť veľkosť deficitu v pomere 1 : 1. Ak bude fiškálna pomoc úspešná, silnejšia ekonomická aktivita prinesie do federálneho rozpočtu vyššie daňové príjmy.

Spoločná iniciatíva republikánov a demokratov v podobe vrátenia daní, poskytnutia daňových úľav na nákup vybavenia pre firmy a platieb pre postihnutých vojenských veteránov a niektorých dôchodcov, v objeme okolo 170 mld USD, nerieši fundamentálne dôvody vzniku finančnej krízy, ale má za cieľ zmierniť dôsledky hypotekárnej krízy a fázy výrazného spomalenia hospodárskeho rastu.

Podľa odhadov, z daňových rabatov (100 – 120 mld USD) by mohla ísť až polovica na nákup tovarov a služieb (http://money.cnn.com/2008/03/07/news/economy/oil_recession/index.htm). Je však otázne, nakoľko bude fiškálny stimul skutočne efektívny. Deficit federálneho rozpočtu a jeho ďalší rast zmenšujú priestor pre manévrovanie vlády a oslabujú jej flexibilitu platiť za vlastné programy bez nových pôžičiek (možný rast úrokových mier). Treba však povedať, že rast deficitu federálneho rozpočtu nie je pre ekonomiku v krátkodobom horizonte nebezpečný. Dôležitejšie ako krátkodobý rast deficitu je fakt, že pomer verejného dlhu k HDP zostáva v podstate konštantný.[41]

[41] Tento pomer sa v osemdesiatych rokoch zvýšil približne dvojnásobne. Od začiatku deväťdesiatych rokov sa však udržuje v pásme mierne nad 60 % HDP.

Zatiaľ čo poskytnutie fiškálnej pomoci bude stáť daňových poplatníkov miliardy, ekonomika a federálny rozpočet by museli pravdepodobne zaplatiť ešte väčšiu sumu, keby sa žiadna fiškálna pomoc neprijala. Konjunktúra ekonomiky by mohla, aj pod vplyvom zhoršených očakávaní ekonomických subjektov, prejsť do recesie. Na druhej strane, v dlhodobom horizonte sa bude musieť vláda USA vyrovnať s finančnými nárokmi zdravotnej a sociálnej starostlivosti, ktorých podiel na HDP sa bude pri súčasnej pomalej konjunktúre pravdepodobne len zväčšovať. Výdavky a deficit rozpočtu sa môžu v budúcnosti ešte viac zväčšiť, pokiaľ sa nenaplní stratégia znižovania výdavkov a zvyšovania daňových príjmov.

Záver

Obavy z recesie sa do konca roku 2007 nepotvrdili, pričom však na prebiehajúce spomalenie hospodárskeho cyklu začala od leta 2007 silnejšie doliehať finančná nerovnováha. Vyplýva z úverovej krízy, bezprostredne vyvolanej obchodmi s derivátmi a veľkými stratami bánk aj hypotekárnych sprostredkovateľov. Ak sa ekonomike USA podarí vyhnúť recesii, môžeme očakávať, že zníženia úrokových mier sa s odstupom času prejavia na povzbudení reálnej ekonomickej aktivity. Neriešenie fundamentálnych nerovnováh však môže ekonomiku neskôr priviesť do ešte vážnejšej recesie, ako jej hrozí teraz.

Konjunktúru ekonomiky USA v súčasnosti ohrozujú aj vysoké ceny ropy. Vysoká cena ropy nemusí sama osebe priviesť ekonomiku do recesie, avšak v kombinácii s ďalšími negatívnymi faktormi sa jednak spomaľuje prebiehajúca konjunktúra, jednak sa zväčšuje pravdepodobnosť samotnej recesie. Pokles cien nehnuteľností vedie k tomu, že domácnosti strácajú kolaterálnu hodnotu a možnosti získať úver, prípadne strácajú zisk z predaja svojho majetku. Nemenej dôležitým faktorom prebiehajúcej konjunktúry je rast nezamestnanosti a fakt, že nezamestnaní ľudia majú menšiu spotrebu, pričom spotrebné výdavky sa podieľajú na približne 2/3 celkovej ekonomickej aktivity USA.

Recesie spojené s poklesom spotrebných výdavkov boli z historického hľadiska vždy silnejšie. V súčasnosti sa zväčšuje pravdepodobnosť, že potenciálny pokles daňových príjmov zväčší tlak na obmedzenie rozpočtových

výdavkov, čo zosilní negatívny vplyv na konjunktúru ekonomiky a vývoj agregátneho dopytu, pretože výdavky vlády predstavujú v USA spolu 11 % HDP. Nad problémom s rastom spotreby v USA bude v budúcnosti visieť kulminovanie generácie dôchodcov.

Prebiehajúce spomalenie je z krátkodobého hľadiska odrazom finančnej nerovnováhy, ktorá sa začala v lete 2007. Tento obraz je však dôsledkom dlhodobého vývoja, ktorý vytvoril predpoklady na rozširovanie nerovnováhy. Potenciálne prehĺbenie úverovej krízy a krízy USD sa medzinárodnou koordináciou a spoločným postupom, podobne ako v minulosti, pravdepodobne podarí obmedziť. Zodpovedné autority v USA však neriešia fundamentálne nerovnováhy svojej ekonomiky, čím sa môže posilniť negatívny potenciál globálnej krízy ekonomiky USA v budúcnosti.

Strednodobý vývoj ekonomiky Japonska

Expanziu hospodárskeho cyklu japonskej ekonomiky ťahajú predovšetkým investície firiem a export do Ázie. Konjunktúru ekonomiky brzdia: a) pretrvávajúci deflačný tlak, b) veľký a rastúci verejný dlh a v neposlednom rade aj c) zväčšovanie rozdielov medzi rôznymi segmentmi národnej ekonomiky.

Štrukturálne rozdiely a expanzia hospodárskeho rastu sú ovplyvnené oslabeným domácim dopytom a rastom dopytu v zahraničí, z čoho vyplývajú veľké rozdiely v raste ziskov, investícií a miezd. Z rastúceho dopytu po japonskom exporte ťažili hlavne veľké priemyselné firmy. Rozdiely sa prehlbujú aj na trhu práce, kde sa nedarí zabrániť rozširovaniu dualizmu, v podobe zväčšujúceho sa podielu zamestnancov na čiastočný úväzok, ktorí dosahujú v priemere nižšie mzdy a slabšie sociálne istoty ako zamestnanci na plný úväzok.[42]

Trend poklesu miezd sa však vplyvom všeobecného rastu zamestnanosti postupne oslabuje (2008). Do budúcnosti môžeme preto zo strany domáceho dopytu očakávať väčšiu podporu expanzie konjunktúry. Tento proces by mal podporovať zvyšovanie inflácie, čo je komplementárne s cieľmi japonskej centrálnej banky. V súvislosti s vysokým pomerom verejného dlhu k HDP a v súvislosti so starnutím obyvateľstva bude dôležité naplniť plánované ciele prebytkového rozpočtu (vo fiškálnom roku 2011).

[42] Tento vývoj má negatívny vplyv na rast spotrebného dopytu.

Vývoj domáceho dopytu a čistého exportu

Expanzia hospodárskeho cyklu pokračuje aj po fáze mierneho spomalenia, pod ktoré sa podpísal slabší rast celkového domáceho dopytu (2006 – 2007). Rast podielu čistého exportu na HDP pomohol udržať expanziu konjunktúry ekonomiky, nezabránil však spomaleniu tempa rastu HDP (tab. 1.32).

T a b u ľ k a 1.32
Štruktúra dopytu – Japonsko

	2004 [1]	2005 [2]	2006 [2]	2007 [2]	2008 [2]	2009 [2]
Súkromná spotreba	284,4	1,6	0,9	1,6	1,1	1,3
Spotreba vlády	89,5	1,7	0,4	1,0	1,9	1,4
Hrubé fixné investície	113,2	2,4	3,3	–0,8	–0,3	1,8
verejné [3]	25,2	–6,2	–7,4	–6,1	–4,9	–4,4
do bývania	18,4	–1,3	1,0	–7,3	–7,6	4,9
ostatné	69,6	6,6	7,4	2,2	2,4	2,8
Konečný domáci dopyt	487,1	1,8	1,3	0,9	0,9	1,4
Tvorba zásob [4]	1,6	–0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Celkový domáci dopyt	488,7	1,7	1,4	0,9	0,9	1,4
Export tovarov a služieb	66,3	7,0	9,6	8,1	7,8	7,2
Import tovarov a služieb	56,7	5,8	4,5	2,0	4,5	5,5
Čistý export [4]	9,6	0,3	0,8	1,0	0,7	0,4
HDP, t. c.	498,3	1,9	2,2	1,9	1,6	1,8

[1] Údaje za rok 2004 sú v mld USD.
[2] Roky 2005 – 2009 predstavujú % zmenu (s. c. 2000).
[3] Vrátane štátnych firiem.
[4] Podiel na zmene HDP.

Prameň: OECD (2007a).

Expanzia hospodárskeho cyklu, ktorá sa začala v roku 2002, sa v porovnaní s predchádzajúcim hospodárskym cyklom nesie v znamení zlepšujúcich sa podmienok na priebeh konjunktúry japonskej ekonomiky. Ako je vidieť z tabuľky 1.32, rozkolísaná expanzia hospodárskeho cyklu sa stále nemôže oprieť o udržateľný trend rastu domáceho dopytu (investície, spotreba a import) a vo veľkej miere závisí od zahraničného dopytu.

Dekáda stagnácie[43] sa podpísala na zhoršení postavenia Japonska v rebríčku HDP na obyvateľa, a to z piateho (1992) na devätnáste miesto na svete (2002). Počas prebiehajúcej konjunktúry (2002 – 2007) sa však trend vývoja HDP na obyvateľa zreteľne zrýchlil – na tempo približne 2 % za rok, čo je na úrovni priemeru vyspelých krajín. Zlepšenie výkonnosti ekonomiky bolo podmienené zrýchlením rastu produktivity, ktorej tempo sa oproti 1 % rastu v rokoch 1992 – 2002 takmer zdvojnásobilo. Aj napriek tomu je rozdiel v produktivite práce medzi Japonskom a USA stále veľký (www.oecd.org/dataoecd/42/41/40305503.pdf).

Produktivita práce je v Japonsku o približne 30 % nižšia ako v Spojených štátoch amerických. V posledných rokoch došlo k výraznému zaostávaniu predovšetkým v sektore služieb. Ukázalo sa, že príliš veľká regulácia odvetví maloobchodu, energetiky, dopravy a firemných služieb všeobecne bráni ich väčšiemu zapojeniu do zahraničného obchodu a bráni aj prílevu priamych zahraničných investícií. V konečnom dôsledku vedie takýto vývoj k zhoršeniu konkurencieschopnosti.

V deväťdesiatych rokoch sa vďaka reštrukturalizácii zmenšili nadmerné výrobné kapacity a nadmerná zamestnanosť[44] vo firemnom sektore (hlavne v priemysle), čo sa po roku 2002 prejavilo na solídnom raste investícií o približne 5 % za rok[45] (tab. 1.33). Na zlepšení finančných bilancií firiem sa počas prebiehajúceho hospodárskeho cyklu podpísal najmä vysoký rast exportu, ktorý sa zvýšil z tempa menej ako 4 % za rok (1992 – 2002), na tempo približne 10 % za rok (2002 – 2005). Väčšie zisky zvýšili dopyt po nových kapacitách, čo viedlo k rastu investičných výdavkov (tab. 1.33).

Trend rastu HDP je však stále pomerne rozkolísaný a v druhom polroku 2007 sa jeho expanzia spomalila. Podobnými fázami prechádzal hospodársky cyklus v rokoch 2003 a 2004. Na základe toho môžeme predpokladať, že vzhľadom na pokročilú fázu prispôsobovania by malo v roku 2008 dôjsť k stabilizácii rastu HDP a k jeho ďalšej miernej expanzii v roku 2009.

---

[43] Ekonomike trvalo relatívne dlho, kým sa dokázala vyrovnať s finančnou krízou, ktorá prišla po kolapse cien aktív na začiatku 90. rokov.

[44] Brániace rastu kapitálových výdavkov v rokoch 1992 – 2002.

[45] Investície firiem sa v období 2002 – 2007 podieľali na raste HDP približne 40 %.

T a b u ľ k a 1.33
Posilnenie konjunktúry v novom hospodárskom cykle

	1992 – 2002	2002 – 2007 [1]	Zmena
Súkromná spotreba	1,3	1,2	–0,1
Verejná spotreba	2,9	1,4	–1,5
Fixné investície	–1,2	1,4	2,6
do bývania	–2,2	–1,4	0,8
firiem	–1,2	5,2	6,4
štátu	–0,6	–7,9	–7,4
Konečný domáci dopyt	0,9	1,2	0,4
Zásoby [2]	–0,1	0,0	0,1
Celkový domáci dopyt	0,8	1,3	0,5
Export	3,6	9,6	6,0
Import	3,9	4,9	0,9
Čistý export	0,1	0,7	0,4
HDP	0,9	2,0	1,2

[1] Odhad na rok 2007.
[2] Podiel na raste HDP.
Prameň: OECD (2007a).

Na rozdiel od predchádzajúceho hospodárskeho cyklu sa po roku 2002 zväčšil rast konečného domáceho dopytu, k čomu prispeli hlavne fixné investície firiem a v menšej miere aj súkromná a verejná spotreba.[46] Odbúranie finančných nerovnováh sa prejavilo na posilnení trendu rastu súkromného dopytu, čo sa odrazilo na výraznom poklese investícií štátu a zmiernení poklesu investícií do bývania (tab. 1.33).

Vzhľadom na relatívne vysoké využitie kapacít, vysoké zisky a všeobecne lepšiu dôveru na trhu by si investície firiem mali aj naďalej udržať rast. Zisky firiem pred zdanením sa vo fiškálnom roku 2007 zväčšili o 6 %, čo bol piaty po sebe idúci rok rekordného rastu. To dáva tušiť, že Japonsko môže mať pred sebou ešte niekoľko rokov expanzie podporovanej rastom investícií. Rast kapitálových výdavkov podporuje aj veľký rozdiel medzi mierou rastu zisku a rastom nákladov pôžičiek.

Počas prvých troch štvrťrokov 2007 sa export Japonska zväčšil o 11 % a pokračuje v trende rýchlejšieho rastu ako v predchádzajúcom hospodárskom cykle (tab. 1.33). Na exporte Japonska sa pritom zmenšil podiel USA,

[46] Ktoré sú však nižšie ako v predchádzajúcom hospodárskom cykle.

z 30 % v roku 2000, na 20 % v roku 2007. Straty na trhu USA viac ako vykompenzoval export do ázijských ekonomík, ktorý sa v rokoch 2000 – 2007 zväčšil hlavne vďaka rastu čínskeho dopytu – zo 41 % na 48 % celkového exportu Japonska.

Okrem ázijského dopytu bol dôležitým faktorom rastu exportu pokles výmenného kurzu jenu, ktorý sa medzi rokmi 2004 – 2007 oslabil o 18 %. V druhej polovici roka 2007 sa však trend depreciácie jenu obrátil a aj preto sa očakáva oslabenie vplyvu menového kurzu na rast exportu (2008, 2009). Môžeme však predpokladať, že export bude naďalej pozitívne prispievať k rastu HDP Japonska.

Japonskej vláde sa podarilo zmenšiť deficit fiškálneho rozpočtu z 8,2 % HDP v roku 2002 na približne 4 % v roku 2007. Verejný dlh však pokračuje v raste a v roku 2007 dosiahol hranicu 180 % HDP. Predpokladom zníženia dlhovej záťaže a fiškálnej konsolidácie bude pokračovanie trendu znižovania výdavkov rozpočtu. Dôležitá bude aj daňová reforma. Uvažuje sa nad rastom spotrebných daní a rozšírením daňového základu pre priame dane (OECD, 2007a), čo poukazuje na reálne možnosti zvýšenia príjmov rozpočtu.

Pravdepodobne najväčšiu dlhodobú výzvu konjunktúry ekonomiky Japonska predstavuje oslabený domáci dopyt. Medziročný rast súkromnej spotreby sa spomalil na 1,6 % (2007) a v roku 2008 sa očakáva jej útlm na 1,1 % tempo rastu. V súlade s kolísavým vývojom prebiehajúcej konjunktúry sa tento trend pravdepodobne opäť obráti a v roku 2009 by sa mohol rast súkromnej spotreby mierne posilniť (tab. 1.32).

S oslabeným súkromným dopytom súvisí vývoj na trhu práce. Pozitívny trend rastu miezd z rokov 2005 – 2006 sa obrátil a mzdy klesli v priemere o 0,6 % (január – september 2007). V polovici roka 2007 sa pritom znížila nezamestnanosť na najnižšiu úroveň od roku 1998 (3,8 %) (http://www.boj.or.jp/en/index.htm). Na slabšom raste miezd sa odrážal vplyv štrukturálnych faktorov. V ekonomike klesla priemerná mzda, komplementárne s rastom počtu zamestnancov na čiastočný pracovných úväzok, ktorí zarábajú menej ako zamestnanci na plný úväzok. Na nižšie mzdy má vplyv aj starnutie obyvateľstva. Odchádzajúcu staršiu generáciu nahrádza mladšia, ktorá má nižšie priemerné mzdy.

Zamestnanci na čiastočný pracovný úväzok dosiahli 30 % podiel na celkovej zamestnanosti a v budúcnosti sa už neočakáva rast ich podielu (OECD, 2007a). Negatívny vplyv štrukturálnych faktorov na rast súkromnej spotreby by sa mal preto postupne oslabiť.[47] Naplnenie týchto predpokladov by bolo dobrou správou na pokračovanie expanzie konjunktúry japonskej ekonomiky. Rast súkromnej spotreby by mal od roku 2009 aj preto podporiť očakávaný rast miezd.

Hlavným cieľom monetárnej stratégie centrálnej banky zostáva aj naďalej oslabovanie deflačných tlakov, s ktorými sa japonská ekonomika ešte stále celkom nevyrovnala. Centrálna banka ukončila politiku nulovej úrokovej miery v júni 2006. Oficiálne úrokové miery sa potom zvýšili na úroveň 0,5 %, na ktorej sa udržiavajú od začiatku roka 2007. Hlavnou úlohou monetárnej stratégie je podpora expanzie ekonomiky, a preto môžeme očakávať, že k ďalšiemu rastu úrokových mier dôjde s najväčšou pravdepodobnosťou až potom, keď sa dosiahne vyššie tempo rastu HDP a stabilizuje sa miera rastu inflácie, pričom sa komplementárne zníži v súčasnosti ešte stále citeľné deflačné riziko (Bank of Japan, 2007).

Špekulačné obchody s jenmi

Špekulačné obchody s jenmi, tzv. *carry trade* (CT obchody), ktoré sú postavené na veľkosti úrokového diferenciálu medzi krajinami, dokresľujú relatívne krehkú rovnováhu finančných trhov. *Carry trade* obchody s jenmi vytvorili tlak na depreciáciu výmenného kurzu jenu, čo čiastočne vyhovuje stratégii japonských monetárnych a fiškálnych autorít. Slabší jen prispel k uvoľneniu monetárnych podmienok poznačených deflóciou a k udržaniu expanzie japonskej ekonomiky aj tým, že podporil väčší rast exportu.

Vplyv CT obchodov na výmenný kurz jenu je pomerne výrazný a prejavuje sa aj na vývoji kurzu JPY/USD. Americký dolár je jednou z hlavných cieľových mien CT obchodov s jenmi, predovšetkým od roka 2004. Krátkodobá úroková miera sa v USA zvýšila z 1 % v roku 2004 na 5,25 % v druhej polovici roka 2006, čo podstatnou mierou zväčšilo úrokový diferenciál medzi

[47] V rokoch 2008 – 2009 sa očakáva mierny rast miezd.

úrokovými mierami v USA a Japonsku.[48] V tomto období sa USD posilnil voči japonskému jenu o viac ako 8 %, pričom celkovo sa oslabil približne o 4 %.

Subjekty, ktoré sa podieľajú na CT obchodoch s jenmi, veria, že Japonsko potrebuje relatívne slabý výmenný kurz, pretože si chce, pod tlakom deflačnej psychológie a dlhodobo oslabeného domáceho dopytu, udržať exportné trhy a konkurencieschopnosť svojho exportu. Tlak na depreciáciu jenu vedie k rastu zahraničného dopytu po jenoch a vedie k rastu investícií do USD a iných,[49] vyššie úročených mien, ako je japonský jen (www.forbes.com/opinions/2007/06/27/croesus-chronicles-yen-oped-cz_rl_0627croesus.html). Vo všeobecnosti sa predpokladá, že súčasná podoba CT obchodov s jenmi sa udrží až dovtedy, pokým japonská centrálna banka nezvýši úrokové miery. Vo svetle nestabilných makroekonomických ukazovateľov a nepresvedčivého rastu domácej spotreby sa hospodárska politika a hodnota jenu ani v strednodobej budúcnosti pravdepodobne výraznejšie nezmenia.

Trhy v USA a inde, ktoré rastú aj vďaka vysokej ponuke úspor cez kanál CT obchodov s jenmi, sú čiastočne závislé od toho, a) či bude japonská centrálna banka aj naďalej pokračovať v stratégii, ktorá je namierená proti posilňovaniu jenu voči EUR a USD, ako aj od toho, b) či sa udrží rozdiel medzi úrokovými mierami v Japonsku a v zahraničí. Tomuto scenáru nezodpovedajú posledné kroky centrálnej banky Fed, ktorá výrazným znížením úrokových mier prispela k zmenšeniu rozdielu medzi úrokovými mierami v USA a Japonsku.

Japonská centrálna banka sa aj napriek tlaku rozhodla udržať úrokové miery nezmenené, na úrovni 0,5 %. K potenciálnemu sprísneniu monetárnej politiky a zvýšeniu úrokových mier budú v Japonsku pristupovať veľmi opatrne. Dlhodobý tlak na oslabovanie USD a posilňovanie jenu bol v konečnom dôsledku jeden z hlavných dôvodov, pre ktorý sa museli v Japonsku úrokové miery znížiť. Skúsenosti naznačujú, že ak aj nedôjde k reálnemu posilneniu výmenného kurzu japonského jenu, ani nezmenené makroekonomické podmienky a nezmenená monetárna politika japonskej centrálnej banky nemusia zabrániť rýchlemu obratu v CT obchodoch s jenmi.

---

[48] Tu treba pripomenúť, že v marci 2006 ukončila japonská centrálna banka politiku nulovej úrokovej miery.

[49] Napríklad novozélandský a austrálsky dolár.

Hypoteticky, všeobecné rozšírenie inflačných očakávaní, v kombinácii s presvedčením, že ďalší krok americkej centrálnej banky Fed bude viesť skôr k zvýšeniu úrokových mier než k ich zníženiu, môžu podporiť vlnu výpredaja akcií na burzách v USA a viesť k tomu, že finančné spoločnosti začnú splácať finančné záväzky v jenoch.[50]

Oslabenie CT obchodov s jenmi môže zväčšiť tlak na pokles cien akcií v cieľových krajinách (USA, EÚ a iné), pričom sú ohrozené aj aktíva na rozvíjajúcich sa trhoch a aktíva spojené s komoditami. Okrem poklesu cien aktív sú potenciálnymi zdrojmi nestability ťažko odhadnuteľné riziká, ktoré sú spojené s výmennými kurzami.[51] Investori sa pri CT obchodoch nezabezpečujú voči riziku kurzovej zmeny, čo im dovoľuje naplno využívať rozdiel medzi úrokovými mierami. Takýto postup je preferovaný v prostredí s relatívne slabým kolísaním výmenných kurzov. Ich kolísanie sa však v poslednom období zväčšilo (jen, USD).

Tomuto scenáru zodpovedá aj nedávny vývoj, ktorý sa začal oslabením akciových trhov v USA a EÚ počas leta 2007 (júl, august) a pokračoval znižovaním úrokových mier v USA. Japonský jen zaznamenal rast tak voči EUR, ako aj voči USD.[52] Trend sa neskôr mierne stabilizoval, avšak od začiatku roka 2008 sme opäť svedkami komplementárneho posilňovania japonského jenu, hlavne voči USD (121,41 júl 2007 – 100,76 marec 2008), ale aj voči euru (166,76 júl 2007 – 156,59 marec 2008). V intenciách posilňovania jenu prebieha pokles na akciových trhoch v USA, ktorý sa tiež začal v lete 2007.[53]

Posilňovanie jenu podporuje obavy z toho, že straty globálneho úverového trhu budú ešte oveľa väčšie, ako sa doteraz zdalo. Na úverových trhoch prevláda stále pomerne veľká neistota. Vývoj v súvislosti s CT obchodmi s jenmi naznačuje, že aktuálne injekcie likvidity zo strany centrálnych bánk nemusia stačiť na reálne posilnenie ponuky úverov na trhu. Pokles na

---

[50] Čo vedie k posilňovaniu výmenného kurzu JPY/USD.

[51] Zväčší sa tlak na apreciáciu japonského jenu a depreciáciu USD.

[52] Navyše, v priebehu leta sa prudko znížili ceny drahých kovov a ropy, pravdepodobne tiež v dôsledku vplyvu CT obchodov. Okrem toho mali na pokles cien surovín vplyv aj negatívne správy o spomalení globálneho rastu.

[53] Za posledný rok (apríl 2007 – 2008) klesol index DJIA o takmer 5 %, pričom od svojho vrcholu v októbri 2007 klesol do marca 2008 o viac ako 14 %.

globálnych trhoch oslabuje dopyt po aktívach, financovaný pôžičkami z Japonska. Napriek uvedeným rizikám môžeme očakávať, že zúčastnené subjekty budú mať snahu v CT obchodoch s jenmi pokračovať, aspoň pokiaľ bude pretrvávať relatívne veľký rozdiel medzi úrokovými mierami v USA a Japonsku.

Záver

Aj napriek oslabeniu expanzie hospodárskeho cyklu a tempa rastu HDP môžeme očakávať, že expanzia konjunktúry by mala naďalej pokračovať. Japonská ekonomika by mala v ďalších mesiacoch prebiehajúceho roka 2008 expandovať pomalším tempom ako v predchádzajúcom roku 2007. V záujme posilnenia súkromného dopytu by však konjunktúra mala v nasledujúcom roku (2009) prejsť na trajektóriu mierne silnejšieho rastu, aj napriek tomu, že agregátny dopyt bude oslabovať pokles verejných investícií.

K udržateľnosti expanzie by mala prispievať relatívna stabilizácia vývoja cien, čo je dôsledok stabilnejšieho vývoja v oblasti výroby, spotreby a dôchodkov ako v minulosti (The Japanese and World Economies: Looking to the Future, 2008). Dlhodobý rast cien surovín a potravín na svetových trhoch sa odráža na vyšších veľkoobchodných cenách, ktoré firmy postupne prenášajú na spotrebiteľov. Medziročná miera rastu spotrebiteľských cien sa zvyšuje približne od konca predchádzajúceho roka 2007, pričom na konci prvého štvrťroka 2008 sa pohybovala okolo 1 %.

Fixné investície firiem a súkromná spotreba sa v strednodobom horizonte pravdepodobne nebudú príliš vzďaľovať od svojich hodnôt dosiahnutých v roku 2007. Po miernom útlme rastu priemyselnej výroby a fixných investícií firiem sa však v ďalšom období (2009) očakáva ich rast.

Trend mierneho rastu príjmov zamestnancov sa postupne stabilizuje, podobne ako aj zamestnanosť. V závislosti od relatívne vysokých ziskov firiem a zväčšujúceho sa nedostatku pracovných síl sa bude komplementárne s očakávaným rastom dôchodkov zväčšovať aj súkromná spotreba. V dlhodobom horizonte by tak mal byť rast cien vo väčšej miere spojený s priebehom domácej expanzie a zvyšovaním ponuky a dopytu v japonskej ekonomike, čo by bolo dobrým znamením, po dlhom období negatívne poznačenom defláciou.

1.6. Čínske reformy smerujú k rovnovážnejšiemu rozvoju

Dlhodobý výnimočný ekonomický vývoj Číny a jej postavenie vo svetovej ekonomike stavajú Čínu do centra pozornosti. Pokračujúci vysoký rast čínskej ekonomiky a konkurencieschopnosť čínskej produkcie sú známkou toho, že uskutočňovaná transformácia čínskej ekonomiky prináša pozitívne výsledky. Zároveň je zrejmé, že vysoký ekonomický rast je sprevádzaný aj nerovnováhami a negatívnymi javmi. Uvedomujúc si tieto súvislosti, Čína začína uprednostňovať „dobrý rozvoj" pred „prehnaným rozvojom" (China Daily, 2007). K tomu smerujú reformy, iniciované Komunistickou stranou Číny (KSČ) a vládou. Reformy sú zamerané na rozvoj trhov a integrovanie krajiny do globálneho systému. Čínski reformátori majú podobný názor v tom, že za najlepšie reformy považujú pomalé reformy.

Zaujímavé je hodnotenie vývoja v Číne samotnou KSČ, kde používaný slovník ukazuje stupeň adaptácie komunistickej strany na domáce a zahraničné vplyvy. Na 17. zjazde KSČ v októbri 2007 sa čínski komunisti pokúsili redefinovať svoju stranu vo svetle vzmáhajúcej sa ekonomiky a sociálnych výziev. Hlavným konceptom v ekonomickom rozvoji bude *vyššia rovnováha a udržateľnosť* (Dumbaugh, 2007). Dôležitosť zjazdu KSČ spočíva v tom, že strana má kľúčovú úlohu v čínskej spoločnosti.[54] Základnými ideami, ktoré prezentuje Jintao Hu,[55] sú *budovanie dobre zaistenej spoločnosti a vedecký koncept vývoja*. Realizované politiky sa sústreďujú na zamestnanosť, zdravie, vzdelávanie, obnoviteľné zdroje energie a kvalitu životného prostredia. „Socializmus s čínskymi znakmi" je heslo, ktoré vyjadruje osobitosť čínskeho vývoja. Plán reštrukturalizácie ministerstiev má prispieť k efektívnejšej verejnej správe.

V medzinárodnom porovnaní konkurencieschopnosti je Čína zaraďovaná do prvej dvadsiatky krajín. V roku 2007 sa posunula z 18. miesta na 15. miesto[56] (IMD, 2007). Pri porovnávaní krajín, ktoré majú nad 20 mil. obyvateľov, je Čína hodnotená ako krajina so štvrtou najkonkurenčnejšou ekonomikou. Dobré hodnotenie Číny je ovplyvnené absolútnou veľkosťou

[54] V rámci KSČ sú rôzne prúdy, ale monopol jednej strany v krajine zostáva.

[55] Jintao Hu je generálnym tajomníkom KSČ, prezidentom Čínskej ľudovej republiky a zastáva ďalšie najvyššie štátne funkcie.

[56] Ak nie je uvedené inak, hodnotenie v tejto časti sa vzťahuje na rok 2007 a týka sa pevninskej Číny.

krajiny, v čom sa odráža veľkosť ekonomiky a počet pracovníkov. Cenené je aplikovanie politík, ktoré tlmia nerovnováhy, realizácia reforiem a ekonomický rast. Vysoko hodnotená je oblasť verejných financií, medzinárodného obchodu a základnej infraštruktúry. V porovnaní s hospodársky vyspelými krajinami je Čína výrazne horšie hodnotená pre nízke výdavky v oblasti zdravotného systému, životného prostredia a vzdelania. Na podnikovej úrovni sú slabšou stránkou financie, produktivita, efektívnosť a pretrvávajúce problémy so životným prostredím.

Makroekonomický vývoj

Hodnota vytvoreného HDP dosiahla 24 662 mld juanov (CNY),[57] čo predstavuje vysoký rast 11,4 %. Ekonomický rast bol sprevádzaný vysokým obchodným prebytkom, veľkým rozsahom investícií a rastom cien. Rozvojovým stimulom boli Olympijské hry, ktoré usporiada Peking v roku 2008. Avšak HDP pripadajúci na obyvateľa vo výške 2 560 USD Čínu stále radí medzi hospodársky menej vyspelé krajiny.

Súčasný rast čínskej ekonomiky je hnaný kombináciou faktorov industrializácie, urbanizácie, internacionalizácie a štruktúrnymi zmenami v priemyselnej produkcii a spotrebe. Pokračujúci vysoký rast na jednej strane zväčšuje ekonomickú základňu krajiny, na druhej strane hospodárska politika je nútená reagovať na hrozbu prehriatia ekonomiky a taktiež musí strážiť inflačný vývoj. Preto ústredné inštitúcie budú sledovať investičný boom a rast bankových úverov. Zo zahraničia sa do čínskej ekonomiky prenáša vplyv rastu cien potravín. Vysokými cenami potravín sú najviac ohrozené nízkopríjmové rodiny, na čo musí reagovať sociálna politika.

Investície majú až 55,5 % podiel na vytvorenom HDP. Výška investícií dosiahla 13 700 mld juanov,[58] čo predstavuje rast o 24,8 %. Urbanizácia, budovanie infraštruktúry a očakávaný celkový rozvoj budú faktormi, ktoré prispejú k vysokému rastu investícií aj v nasledujúcich rokoch.[59] Motívom na

[57] V prepočte 3 376 mld USD.

[58] Z toho veľká väčšina boli investície v mestských oblastiach.

[59] Vývoj PZI nie je jednoznačný. Pohľad závisí od toho, v akej mene sa hodnotenie robí. Rast PZI je zaznamenaný v dolárovom vyjadrení, naopak, pri prepočte na eurá došlo k poklesu PZI.

vysoké zahraničné investície v roku 2007 bolo aj ukončenie preferenčnej daňovej sadzby pre zahraničných investorov k 31. 12. 2007.

Spotreba domácností má v čínskej ekonomike nízku váhu, keď dosahuje len 36 % podiel na HDP. Rozširovanie domáceho dopytu je dôležitým predpokladom znižovania závislosti od zahraničných trhov. Rast spotreby sa odvíjal od vyšších príjmov a od rozširovania možností dlhového financovania. Priemerná mesačná mzda[60] v mestských oblastiach vzrástla o 19 % a dosiahla 1 839 juanov. Vo vidieckych oblastiach bol len 11,8 % mzdový rast a priemerná mesačná mzda dosiahla 1 015 juanov. Priemerný ročný disponibilný príjem pripadajúci na obyvateľa v mestských oblastiach bol 13 786 juanov, čo predstavuje zvýšenie o 12,2 %. Na vidieku priemerný ročný disponibilný príjem pripadajúci na obyvateľa vzrástol o 9,5 % a dosiahol 4 140 juanov, čo predstavuje tretinovú úroveň príjmov v porovnaní s mestskými oblasťami.

Pozitívne výsledky zahraničného obchodu sa premietli do čistého exportu vo výške 262,2 mld USD. Obchodný prebytok sa zvýšil o 84,7 mld USD a spočíva hlavne v medzinárodných priemyselných transferoch a v silnom dopyte po čínskych produktoch na medzinárodných trhoch. Čistý export prispel k rastu HDP 2,7 percentuálnymi bodmi. Rast sa dosiahol pri zhodnocovaní CNY voči USD, čo síce vytváralo tlak na čínskych exportérov, ale dosiahnutý obchodný prebytok ukazuje, že prevážili proexportné faktory.

Daňové príjmy vzrástli o 31,4 % a dosiahli 4 944,9 mld juanov. Vysoký rast daňových príjmov sa odvíjal od rastu zisku podnikov, od mzdového vývoja a od rastu spotreby.

Index spotrebiteľských cien (CPI) výrazne vzrástol o 4,8 %, čo predstavovalo o 3,3 % bodu viac ako v roku 2006. Ceny priemyselných výrobcov vzrástli o 3,2 %. Ceny potravín sa zvýšili o 12,3 %, avšak ostatné ceny vzrástli len o 1,1 %. Rast cien potravín mal 83 % podiel na celkovom raste CPI. Problematické sa javia nízke ceny energie na domácom trhu. Nízke ceny energie v Číne prispievajú k domácej i medzinárodnej nerovnováhe. Potrebná je reforma cenového mechanizmu v Číne, ktorá prispeje k zmene rastu a reštrukturalizácii ekonomiky, k zníženiu obchodného prebytku a tým k vyrovnanejšiemu vývoju.

---

[60] Výpočet za prvé tri štvrťroky 2007.

Menový vývoj

Menovú politiku v roku 2007 ovplyvňoval prebytok likvidity v bankách, tlak na peňažnú a úverovú expanziu a rast inflácie. Dynamický vývoj a inflačné očakávania ovplyvňovali vysoký dopyt po úveroch. V záujme podpory harmonického ekonomického a finančného vývoja Čínska ľudová banka (PBC) koordinuje svoju činnosť s Ústredným výborom KSČ a so Štátnou radou. Hlavnou úlohou PBC bolo udržiavať rovnováhu na agregovanej úrovni. Čínska ľudová banka ovplyvňovala aktivity bánk zmenou výšky úrokových mier, požiadavkami na riadenie likvidity a na štruktúru úverov.

Menový vývoj v roku 2007 charakterizoval 16,7 % rast menového agregátu M2, rast zahraničných pôžičiek o 30,2 % a rast pôžičiek obyvateľstvu o 30,4 %.[61] Devízové rezervy vzrástli o 461,9 mld USD a dosiahli 1 528,2 mld USD. Vážené úrokové miery na jednoročné pôžičky boli 7,93 %. Vzhľadom na oslabujúci sa kurz USD musela PBC zvyšovať flexibilitu výmenného kurzu juana. Kurz na konci roka 2007 dosiahol hodnotu 7,3046 CNY za USD, čo predstavuje 6,9 % zhodnotenie juana.

Vývoj vo vybraných odvetviach

Štát si udržiava významný vplyv vo viacerých odvetviach prostredníctvom vlastníctva podnikov, a zároveň celkovo podporuje rozvoj domácich podnikov. Cieľom reforiem zameraných na štátne podniky je zvyšovanie ich efektívnosti.[62] V regióne východnej Ázie je Čína považovaná za krajinu, kde sa aplikuje najviac reforiem. Reformy sa uskutočňujú na celoštátnej úrovni, v jednotlivých provinciách a mestách, v odvetviach i podnikoch. Najlepšie podmienky na podnikanie sú v pobrežných oblastiach, ale situácia sa mení aj vo vnútrozemí. To všetko zlepšuje medzinárodné hodnotenie podnikania Číny.

Čínski výrobcovia sa musia na zahraničných trhoch vyrovnať s bariérami vstupu (antidumpingové opatrenia, tlak na samoreguláciu v obmedzovaní

[61] Až 80 % váhu mali pôžičky na bývanie.

[62] Rast pridanej hodnoty v štátnych podnikoch bol až o 13,8 p. b. nižší v porovnaní s akciovými spoločnosťami, v ktorých pridaná hodnota vzrástla o 20,6 %.

exportu). Na domácom trhu sa vyvíja inštitucionálny tlak na zvyšovanie efektívnosti, na investovanie do moderných technológií, ktoré prispievajú k energetickým úsporám a ktoré výrazne znižujú zaťaženie životného prostredia. Prístup vlády a podnikov ukážeme na príklade automobilového priemyslu, výroby cementu a výroby koksu.

Záujem investorov o podnikanie v Číne bol v minulosti ovplyvňovaný aj preferenčným daňovým systémom. Do konca roku 2007 čínske podniky platili 33 % daň z príjmov, z čoho 30 % bola národná daň a 3 % bola lokálna daň. Avšak firmy s minimálne 25 % vlastníckym podielom zahraničného investora využívali daňové úľavy a prázdniny. Preferenčný daňový systém voči zahraničným investorom sa zmenil, lebo čínsky parlament 16. 3. 2007 prijal novelu zákona o dani z príjmov právnických osôb, platnú od 1. 1. 2008. Novela zákona upravila sadzbu dane na 25 %, čo predstavuje zníženie daňového zaťaženia pre čínske firmy a zvýšenie pre zahraničné firmy. Daňová sadzba má výnimky vo vymedzených situáciách. Takouto výnimkou je napríklad sadzba dane pre malé podniky[63] vo výške 20 %. *High-tech* spoločnosti majú zníženú sadzbu dane na 15 %. Podniky, ktoré platia zníženú daň, musia spĺňať ďalšie kritériá, ktorými sa sleduje:

- podiel zamestnancov s vysokoškolským vzdelaním,
- podiel zamestnancov pracujúcich v oblasti výskumu a vývoja,
- podiel výdavkov na výskum a vývoj na celkových výdavkoch a pod.

Pre podniky, ktoré doteraz využívali úľavy, boli stanovené prechodné podmienky. Spoločnosti, ktoré majú zníženú sadzbu dane vo výške 15 %, musia po 1. 1. 2008 svoju daňovú sadzbu postupne zvyšovať v priebehu piatich rokov na 25 %.

Ďalšie možnosti zníženia daní sú na rozhodnutí jednotlivých provinčných a miestnych finančných úradov. Preferenčné daňové sadzby sa uplatňovali pre západné územia Číny. Aj v budúcnosti sa uvažuje o zavedení 15 % daňovej sadzby pre západné regióny, aby sa podporili investície do nerozvinutých

[63] Ide o priemyselné podniky s ročným zdaniteľným príjmom nižším ako 300 tis. juanov, počtom zamestnancov do 100 a s celkovými aktívami menšími ako 30 mil. juanov. Pre ostatné podniky je znížený počet zamestnancov na 80 a hodnota aktív na maximálne 10 mil. juanov.

oblastí. Novela zákona dáva možnosť špeciálnych úľav pre poľnohospodárstvo, lesníctvo, ochranu životného prostredia a pod.

Motivačnou možnosťou pre podniky sú odpočítateľné položky zo základu dane. Napríklad náklady na výskum sú odpočítateľné vo výške 150 %, mzdové náklady na zamestnanca so zdravotným postihnutím sú odpočítateľné vo výške 200 %. V zákone došlo k úprave spôsobu stanovenia ceny medzi spriaznenými subjektmi a k možnosti stanovenia transferovej ceny dohodou s finančným úradom (Tocháčková, 2008).

Automobilový priemysel je perspektívnym odvetvím čínskej ekonomiky. Vzhľadom na existujúce a odhadované budúce vysoké tempá rastu predaja v Číne, svetoví výrobcovia áut identifikovali Čínu ako potenciálny trh pre nasledujúce desaťročia. Čína je tretím najväčším automobilovým trhom po USA a Japonsku. Keďže mzdy sú nízke, rast predaja obyvateľstvu bude determinovaný dostupnosťou úverov (RNCOS, 2007).

Čínska národná komisia pre rozvoj a reformy (NDRC) rozhodla, že preferenčnou politikou nebude podporovať vývoj a výrobu naftových motorov.[64] Vláda podporí vývoj a výrobu elektrických spaľovacích motorov. Preferovať sa budú autá s novými druhmi energie, ako stlačený podzemný plyn, hydrogénové palivá, palivové zmesy, hybridné motory a elektrické vozidlá využívajúce batérie. Záujem sa sústreďuje na technológie založené na biopalivách a DME technológiách. Motívom zmeny podpory je znižovanie spotreby produktov z ropy. Hoci v Číne je nízka miera motorizácie, absolútne počty automobilov sú vysoké. Civilne sa využíva 57 mil. vozidiel, z čoho je 35 mil. automobilov v súkromnom vlastníctve (Gasgoo, 2007).

Po transfere technológií sa začínajú využívať možnosti zahraničnej spolupráce v oblasti výskumu. Spoločnosti General Motors (GM) a Shanghai Automotive Industry Corp (SAIC)[65] spoločne poskytli 5-ročný grant v hodnote 5 mil. USD pre Tsinghua University. Takto v Pekingu vzniklo China Automotive Energy Research Center (CAERC) zamestnávajúce 1 300 pracovníkov.

---

[64] Na naftové motory sa orientujú európske spoločnosti VW a PSA. Budú sa preferovať technológie vyvíjané spoločnosťami Honda a Toyota.

[65] Spoločnosť GM je najväčším predajcom automobilov na svete. GM joint venture predala v roku 2007 v Číne okolo 1 mil. automobilov. SAIC je jedným z najväčších výrobcov áut v Číne; SAIC je aj 50,9 % vlastníkom SsangYong Motor v Južnej Kórei.

Tsinghua University, SAIC a GM budú so spoločnými zdrojmi spolupracovať na projektoch, ktoré realizujú stratégiu znižovania závislosti od palív získaných z ropy. Jedným z motívov spolupráce zahraničných spoločností v oblasti výskumu je uľahčenie cesty k vládnym predstaviteľom (JCWINNIE, 2007). Spoločnosť GM navyše založila v Číne aj vlastné výskumné centrum. Výskumné centrá tu už síce majú ďalší významní výrobcovia automobilov Honda, Ford a Volkswagen, ale v transfere technológií sa nevyrovnajú projektom spoločnosti GM (Bradsher, 2007).

Výroba cementu v Číne v roku 2007 dosiahla rekordné objemy v ťažbe, tržbách a zisku. Vysoký dopyt po cemente súvisí s investičným boomom. Na pozadí tohto vývoja prechádza sektor výroby cementu výraznou transformáciou. Veľké podniky sa preskupujú podľa regiónov. Hlavným faktorom spájania a akvizícií je vytváranie veľkých domácich podnikov a zoskupení.[66] V týchto procesoch sú aktívne štátne podniky. Stupeň koncentrácie v odvetví výroby cementu vytvára podmienky na rozsiahle investície do nových technológií, ktoré sú šetrnejšie k životnému prostrediu a menej energeticky náročné. V roku 2007 vláda podporila 60 cementárenských spoločností s cieľom optimalizovať ich štruktúru. S novými environmentálnymi a energetickými kritériami sa však ťažko vyrovnávajú menšie spoločnosti (Zhu, 2008).

Výrobu koksu čaká veľká reštrukturalizácia, počas ktorej počet podnikov na výrobu koksu klesne z 1 000 na 300. Budú prebiehať dva paralelné procesy: menšie koksové pece sa budú zatvárať, a zároveň sa budú zakladať veľké moderné závody na výrobu koksu. Cieľom zmien je rozvoj výroby, úspora energie a zníženie emisií. Reštrukturalizáciu výroby koksu budú sprevádzať daňové opatrenia a obmedzovanie exportu koksu (Chinamining, 2008).

Dopravná a energetická infraštruktúra

Čína má v súčasnosti 3,6 mil. km ciest, ktoré spájajú 88 % dedín a 98,5 % vidieckych miest. Pevninská Čína má 148 letísk a v roku 2007 cestovalo letecky asi 387,6 mil. pasažierov.

---

[66] Výsledkom transformácie sú cementárenské spoločnosti patriace medzi najväčšie svetové firmy v tomto sektore, napríklad Hebei Provincial Jidong Cement Group.

V marci 2008 Čína oznámila plán reorganizácie ministerstva dopravy.[67] Reorganizácia pomôže znížiť náklady. Dnes je logistický a dopravný systém Číny regulovaný rôznymi vládnymi orgánmi, čo vedie k vysokým nákladom, plytvaniu zdrojmi a nízkej efektívnosti. Integrovanie funkcií zvýši efektívnosť v plánovaní a riadení dopravnej infraštruktúry (Lu – Diao, 2008).

Pridaná hodnota zo sektorov dopravy, skladovania, pôšt a telekomunikácií dosiahla 1 364,9 mld juanov, čo je medziročný nárast o 9,7 %. Objemy prepravy všetkými druhmi dopravy zachycujú tabuľky 1.34 a 1.35.

T a b u ľ k a 1.34
Preprava nákladu v 100 mil. ton a miery rastu v roku 2007

Druh dopravy	Objem	Nárast oproti roku 2006 (v %)
Celková preprava nákladu	*225,3*	*10,7*
Cestná doprava	162,8	11,0
Železničná doprava	31,4	9,0
Vodná doprava	27,3	9,7
Letecká doprava	0,4	15,0
Potrubná doprava	3,8	17,9

Prameň: National Bureau of Statistics of China (2008).

T a b u ľ k a 1.35
Preprava osôb v 100 mil. osôb a miery rastu v roku 2007

Druh dopravy	Objem	Nárast oproti roku 2006 (v %)
Celková preprava osôb	*223,7*	*10,5*
Cestná doprava	205,8	10,6
Železničná doprava	13,6	8,0
Vodná doprava	2,4	9,6
Letecká doprava	18,6	16,3

Prameň: National Bureau of Statistics of China (2008).

Čína chce do roku 2020 predĺžiť svoju železničnú sieť takmer o tretinu, aby zvýšila kapacitu osobnej a nákladnej prepravy. Štátna spoločnosť China Railway Group (CRG), najväčšia čínska stavebná firma, plánuje kvôli rastúcim

[67] Cieľom zmien je vytvorenie efektívneho, bezpečného a integrovaného dopravného systému. Nové ministerstvo pohltí súčasné Ministerstvo komunikácií, Úrad civilného letectva Číny a sekciu riadenia mestskej dopravy pod Ministerstvom výstavby. Nezahrnie však železnice. Ministerstvo železníc bude zachované kvôli špeciálnym potrebám pri budovaní a riadení železníc.

investíciám do železníc v Číne navýšiť kapitál na 5,5 mld USD primárnymi emisiami akcií v Hongkongu a Šanghaji. Podnik odráža železničný investičný boom Číny vzhľadom na svoje vedúce postavenie v železničnom priemysle. V roku 2007 sa vďaka investíciám do čínskych železníc mal zvýšiť čistý zisk spoločnosti o štvrtinu na 2,6 mld juanov a v roku 2008 o ďalších 68 % na 4,3 mld juanov. China Railway Group a China Communications Construction Corp. (CCC) dominujú železničnému, resp. prístavnému stavebnému sektoru krajiny. V dôsledku vzrastajúcich nákladov na stavby pre vysokorýchlostné železničné trate, bez kompenzácií od Ministerstva železníc, CRG vytvorila v roku 2006 čistú ziskovú maržu 1,3 %, teda menej ako 2,9 % vo firme CCC.

Úroveň energetickej efektívnosti je v čínskej ekonomike nízka – vo všetkých sektoroch je hlboko pod štandardmi vyspelých krajín. Čína potrebuje na vyrobenie ekvivalentu tovarov za 10 tis. USD šesťkrát viac zdrojov ako USA a asi trikrát viac ako India. Malý záujem o ekologické aspekty výroby energie a ťažby súvisel aj so záujmom regionálnych vlád o čo najvyššiu priemyselnú produkciu.

Uhlie, ktorého má Čína dostatok, zostáva základom energetického systému Číny. Spotreba uhlia v roku 2007 bola 2,6 mld ton (+ 7,9 %); surovej ropy 340 mil. ton (+ 6,3 %); zemného plynu 67,3 mld m^3, (+ 19,9 %) a elektrickej energie 3 263,2 mld kWh (+ 14,1 %).

Čína sa snaží zabezpečiť si dostatok surovín a energetických zdrojov zo zahraničia, čo sa premieta aj do nárastu prepravných sadzieb. Kým v roku 2001 bol čistý vývoz uhlia 89 mil. ton, v roku 2007 sa dovoz a vývoz vyrovnal. Iné východoázijské krajiny, napríklad Japonsko, Južná Kórea, ale aj India, sa spoliehali na Čínu v dodávkach uhlia, no teraz ho musia dovážať z iných oblastí (The Economist, 2007).

Výskum a vývoj

Podľa výšky výdavkov na vedu a výskum patrí Číne tretie miesto za USA a Japonskom (OECD, 2007b). Ministerstvo pre vedu a technológie pripravuje a uskutočňuje politiky, ktoré majú zvyšovať príspevok výskumu k rovnovážnemu vývoju v Číne. Objem výdavkov na výskumné a vývojové aktivity vzrástol o 22,0 % a dosiahol 366,4 mld juanov. Podiel výdavkov na vedu

a výskum na HDP dosiahol 1,49 %. Na programy základného výskumu bolo vyčlenených 18 mld juanov. Výskum je financovaný aj objednávkami od armády, ale tieto informácie sa nezverejňujú.

Koncentrácia výskumných kapacít v Číne je vysoká. Má 499 štátom schválených podnikových technických centier, na provinčnej úrovni pôsobí 4 023 technických centier. V rámci Národného programu výskumu a vývoja kľúčových technológií sa riešilo 1 540 projektov. V rámci Programu špičkového výskumu a vývoja bolo implementovaných 2 541 projektov. V roku 2007 vzniklo 9 národných strojárskych výskumných stredísk a 6 národných strojárskych laboratórií. Bolo podaných 694 tis. patentov, z čoho bolo 587 tis. domácich žiadostí. Schválených bolo 352 tis. patentov, z čoho 302 tis. boli domáce patenty (NBSC, 2008).

Dlhodobá strategická politika pre oblasť plánovania výskumu prispela k vzniku zón rozvoja nových technológií, v ktorých sídlilo 16 tis. firiem s 1,74 mil. zamestnancov.

Najvyššie hodnoteným výsledkom vedeckého a technologického vývoja v roku 2007 v Číne je prvá čínska mesačná sonda Chang'e 1, vyslaná 24. 10. 2007. Nosná raketa typu CZ (Chang Zheng, Dlhý pochod) odštartovala z raketovej základne Chixang v provincii S'-čchuan. Sonda bude monitorovať povrch Mesiaca a bude sa podieľať na vyslaní mesačného vozidla v roku 2010.

Čínsky inovačný a vedecký systém (ČIVS) sa zameriava na priemysel s vyspelými technológiami a na vedecké aktivity. Zreteľný je rast medzinárodnej technologickej spolupráce a internacionalizácia komerčných aktivít. Hodnotenie výkonnosti a efektívnosti ČIVS je obťažné. Jadrom reformy je vybudovanie výskumnej infraštruktúry, ktorá bude konkurencieschopná v medzinárodnom meradle. Podstatným prvkom je smerovanie výskumu k inováciám, ktoré sa uplatnia na trhu. Štátne výskumné ústavy sa budú premieňať na nezávislé trhovo orientované inštitúcie. Po reorganizácii sa očakáva, že hodnotenie výskumných činností bude reálnejšie. Vzhľadom na vysoký vplyv vlády v priemyselnom výskume je ťažké hodnotiť výskumné aktivity súkromného sektora.

Významnou súčasťou čínskeho inovačného systému sú vládou financované výskumné inštitúcie, ktoré zamestnávajú 27,7 % pracovníkov výskumu

a majú 37,3 % podiel na výdavkoch na vedu a výskum. Najväčšou verejne financovanou výskumnou organizáciou je Čínska akadémia vied (CAS), ktorá pozostáva zo 123 výskumných ústavov, v ktorých pracuje 60 tis. vedeckých a technických pracovníkov.

Súkromné spoločnosti Huawei, TCL a Haier investujú značné finančné prostriedky na výskum tak doma, ako aj v zahraničí. Telekomunikačná spoločnosť Huawei má viac ako 10 000 zamestnancov v Číne. Jej stratégiou je nízko nákladový výskum a vývoj a má výskumné centrá aj v Indii, vo Švédsku, v USA a Rusku.

Inovatívne podnikanie je podporované daňovým systémom. Výdavky podnikov na vývoj nových výrobkov a technológií, ktorých reálny rast presiahol 10 %, znižujú platbu dane z príjmu až do 50 % výšky týchto nákladov.

Obyvateľstvo, sociálne zabezpečenie a životné podmienky

Koncom roka 2007 dosiahol počet obyvateľov Číny 1,32 mld, čo značí medziročný nárast o 6,8 mil. V krajine sa narodilo 15,9 mil. detí (hrubá miera pôrodnosti 12,1 detí/tis. obyv.) a zomrelo 9,1 mil. osôb. Prirodzená miera rastu bola 5,2 osôb/tis. obyvateľov.

Polovica pracujúcich musí byť odkázaná na prácu v poľnohospodárstve, čo sa odzrkadľuje na mzdovej diverzifikácii. Podiel výdavkov na potraviny na celkových výdavkoch vidieckych domácností bol 43,1 % a v mestských domácnostiach 36,3 %. Podiel obyvateľstva pod hranicou chudoby[68] vo vidieckych oblastiach poklesol o 6,7 mil. osôb a dosiahol 14,8 mil. obyvateľov. Počet obyvateľov s nízkymi príjmami na vidieku (ročný príjem na obyv. 786 – 1 067 juanov) poklesol o 7,1 mil. na 28,4 mil.

V Číne je 315 tis. zdravotníckych inštitúcií vrátane 60 tis. nemocníc a zdravotníckych stredísk. Mestského programu základného zdravotného poistenia sa zúčastnilo 220,5 mil. ľudí a programov poistenia proti nezamestnanosti 116,5 mil. ľudí. V základnom penzijnom programe bolo len 201,1 mil. ľudí. Zvyšuje sa účasť na poistení pracovných úrazov a na programoch materského poistenia. Nový družstevný systém lekárskej starostlivosti vo vidieckych

[68] Ročný čistý príjem na obyvateľa pod 785 juanov.

oblastiach zaviedlo 2 448 regiónov. Zapojilo sa do neho 730 mil. farmárov a výdavky dosahovali 22 mld juanov.

Minimálne sociálne dávky získalo 22,7 mil. obyvateľov v mestách a 34,5 mil. obyvateľov na vidieku. Inštitúcie sociálneho zabezpečenia poskytli v roku 2007 2,1 mil. lôžok. Bolo tu 128 tis. zariadení služieb a v mestských oblastiach vzniklo vyše 10 tis. komplexných stredísk služieb. Do fondov sociálneho zabezpečenia išlo 21,7 mld juanov z predaja žrebov lotérie a z priamych darov sa získalo 4,2 mld juanov.

Vzdelanie

Dôležitou základňou modernej produkcie a výskumu je vzdelaná pracovná sila. Čína mala počas transformácie podobné podmienky a problémy vo vzdelávaní ako India, ale rozdielne politiky a historické okolnosti viedli k odlišným vzdelávacím systémom. Čína v celom rade ukazovateľov prekonala Indiu vo vzdelávaní na 1. a 2. stupni, v počte prihlášok na univerzity a v počte absolventov univerzít. Avšak India má konkurenčnú výhodu vo vyššom vzdelaní (Goldman – Kumar – Liu, 2008). V postgraduálnom vzdelávaní bolo 1,2 mil. študentov (vrátane 420 tis. novoprijatých). Do všeobecného terciárneho vzdelávania sa prihlásilo 18,9 mil. študentov. Stredné odborné školy rôznych typov mali 20 mil. zapísaných študentov a vyššie stredné školy 25,2 mil. zapísaných študentov. V nižších stredných školách sa zapísalo 57,4 mil. študentov a v základných školách 105,6 mil. žiakov.

Zmeny vo vzdelávacom systéme majú prispieť k tomu, aby Čína nebola len krajinou s najvyšším počtom obyvateľov, ale aby bola krajinou s hodnotnou pracovnou silou. V krajine sa rýchlo rozvíja neštátny vzdelávací systém, v ktorom študuje viac ako 30 mil. študentov.

Vzdelanie súvisí s potrebou ďalej rozvíjať čínsky inovačný systém, ktorý má nedostatok ľudského kapitálu. Vzdelávací systém sa síce zlepšuje, ale v oblasti ľudských zdrojov sú ešte stále problémy. Napríklad zahraničné firmy pôsobiace v Číne ponúkajú zamestnancom lepšie podmienky ako domáce firmy, čo spôsobuje domácim firmám problémy pri získavaní kvalifikovaných ľudí.

Sociálne zabezpečenie

V decembri 2007 bola prijatá novela zákona, ktorý zvyšuje daňovú hranicu pre daň z príjmu fyzických osôb z 1 600 na 2 000 juanov mesačne. Zvýšenie tejto hranice by malo zmierniť dosah cenového nárastu niektorých tovarov. Opatrenie sa dotkne 70 % príjemcov, ktorí budú zbavení povinnosti platiť daň z príjmu (doteraz to bolo len 50 % príjemcov) a prejaví sa v poklese príjmov štátneho rozpočtu o 30 mld juanov ročne.

Po viacerých prípadoch prepúšťania ľudí v mnohých firmách vstúpil v januári 2008 do platnosti nový Zákon o pracovnej zmluve. Zákon sa snaží chrániť práva zamestnancov. Apeluje na firmy, aby prevzali sociálnu zodpovednosť a zlepšili vzťahy medzi zamestnávateľmi a zamestnancami. Pracovníkom s vyše desaťročným pôsobením vo firme dáva právo podpísať zmluvy, ktoré chránia zamestnanca pred bezdôvodným prepustením. Zároveň zaväzuje aj firmy, aby viac prispievali do penzijných a poisťovacích fondov a stanovili mzdové štandardy pre pracovníkov v skúšobnej lehote a za nadčasy. V minulosti veľa firiem profitovalo práve z porušovania pracovných práv. Dohody na dobu neurčitú by mali motivovať zamestnancov k väčšej lojalite k firme a lepšie pracovné vzťahy by mali zlepšiť investičné prostredie. Prijatie zákona sa stretlo s istým odporom, čo potvrdil aj prieskum ministerstva práce. Podpredseda Celočínskej federácie odborov povedal, že niektorí zamestnávatelia tento zákon zle pochopili a snažia sa ho obísť (Wu, 2008b).[69] Prirodzene, objavili sa obavy, že by zákon mohol oslabiť podnikovú dynamiku a zvýšiť náklady zamestnávateľom. Na druhej strane, nový zákon uvoľnil podmienky stanovené na prepustenie dohodou.

Ekonomický rast prispieva k výraznému poklesu chudoby. Avšak kým pred transformáciou v Číne prakticky neexistovala sociálno-ekonomická nerovnosť medzi jednotlivcami, dnes je Čína jednou z krajín s najvyššou mierou nerovnosti na svete (Sala-i-Martin, 2007). Jednou zo základných príčin je príjmová diferenciácia medzi mestami a vidieckymi oblasťami. Sociálno-ekonomické

[69] Príkladom snahy obísť reguláciu bola kontroverzná schéma o „dobrovoľnej rezignácii“ uskutočnená firmou Huawei Technologies pôsobiacou v Guangdongu. Firma iniciovala plán vyžadujúci od personálu, ktorý pracoval vo firme osem rokov po sebe, aby „dobrovoľne rezignoval“.

problémy boli spôsobené odchodom štátu z typických verejných služieb, ako je zdravotníctvo, dôchodky a vzdelanie. Vzhľadom na možné negatívne sociálne dôsledky inflácie čínska vláda oznámila, že bude dočasne intervenovať na trhu, aby zabránila rýchlemu rastu cien potravín a palív. Maloobchodníci a výrobcovia budú čeliť veľkým pokutám, ak zvýšia cenu nevyhnutných potrieb.

Čína mala koncom roka 2007 mieru nezamestnanosti v mestách 4 %. Každý rok vstupuje na trh práce asi 20 mil. záujemcov o nové pracovné miesta, ale voľných miest je len asi 12 mil. Zamestnávatelia si však sťažujú, že nemôžu nájsť dostatok kvalifikovaných pracovníkov.

Životné prostredie

Hľadanie rovnováhy medzi ekonomickým rozvojom a kvalitou životného prostredia je pre Čínu veľkou výzvou. Čína urobila z ochrany životného prostredia svoju hlavnú prioritu vo svojom 11. päťročnom pláne a vyzvala na budovanie „spoločnosti šetriacej zdroje“.

Rýchle tempo hospodárskeho rastu Číny je sprevádzané negatívnym dopadom na prostredie a zdravie ľudí. Celkové náklady znečistenia v Číne sa odhadujú na 7 – 10 % HDP ročne.[70] Znečistenie ovzdušia je problémom najmä vo veľkých mestách a najviac na severe v oblasti Pekingu. Dve tretiny z 338 miest v Číne sú podľa čínskych úradov považované za znečistené. Zdravotné problémy, vrátane respiračných problémov, sú hlavnou príčinou úmrtí a narastá aj absencia v práci.

Ďalším závažným problémom je znečistenie vody a jej nedostatok. Takmer 90 % zdrojov mestskej vody a všetky rieky sú považované za znečistené. Vyše polovici obyvateľstva chýba prístup k čistej vode. Zdroje pozemnej vody sú v mnohých oblastiach značne vyčerpané. Nedostatok vody v severnej Číne je taký vážny, že negatívne ovplyvňuje hospodársky rozvoj. Čínske úrady preto musia zaviesť veľký projekt na presmerovanie častí rieky Jangce do severných oblastí.

---

[70] Podľa Svetovej banky znečistenie vzduchu a vody stojí Čínu ročne asi 100 mld USD, čo predstavuje 5,8 % HDP.

Regionálna politika

Regionálny ekonomický rozvoj v Číne je nevyvážený. Existujú tu značné regionálne disparity, ktoré sa v období rýchleho rastu, najmä od začiatku 90. rokov, ešte znásobili. Zväčšuje sa medzera medzi bohatými regiónmi a zvyškom Číny, pretože nižší rast v chudobných regiónoch neumožnil dobiehanie. Porovnanie rozdielov uvádzame v tabuľke 1.36. Rozdielne tempo industrializácie v čínskych provinciách v čase transformácie nastoľuje celý rad otázok týkajúcich sa priestorových foriem priemyselného rozvoja.

T a b u ľ k a 1.36
Porovnanie vnútrozemských a pobrežných oblastí v Číne (1985 a 2005)

Oblasť	Rok	HDP na obyv. (v CNY roku 1985)	Spotreba na obyv. (v CNY roku 1985)	Spotreba na obyv. na vidieku (v CNY roku 1985)	Podiel na zdrojoch (v %)	Podiel na obyvateľstve (v %)	Podiel na HDP (v %)
Vnútrozemie	1985	625	310	248	72,2	59,1	45,8
	2005	3 497	1 046	696	77,7	56,4	36,5
	rmr	9,0	6,3	5,3	0,4	–0,2	–1,1
Pobrežie	1985	1 069	396	318	27,8	40,9	54,2
	2005	7 857	1 766	1 063	22,3	43,6	63,5
	rmr	10,5	7,8	6,2	–1,2	0,3	0,8

Poznámka: rmr – ročná miera rastu v %.

Prameň: Zhang – Xin – Fan – Luo (2008).

Regionálne disparity sú dnes horšie v Číne ako v Indii, ale v poslednom čase rastú rýchlejšie v Indii. Zhoršovanie regionálnych disparít v Číne sa pripisuje hospodárskej politike, kým v Indii skôr historickým príčinám. Pri vyčlenení bohatých regiónov z porovnávania však boli v obidvoch krajinách tieto disparity relatívne stabilné v čase. Regionálne rozdiely vyplývajú z úrovne rozvoja infraštruktúry a urbanizácie (Wu, 2008a). V Číne pôsobí na regionálny rozvoj vývozný sektor, v Indii zasa ovplyvnil regionálnu disparitu rozvoj ľudského kapitálu.

Rozvoj infraštruktúry zohráva dôležitú úlohu v ekonomickom rozvoji – pomáha znižovať podnikateľské náklady a zlepšovať efektívnosť a je teda dôležitým predpokladom prílevu domácich aj zahraničných investícií.

K najdynamickejším regiónom Číny patrí delta rieky Jangce (50 mil. obyv.),[71] delta Perlovej rieky (46 mil. obyv.) a región Bo-Hai (50 mil. obyv.), a to napriek tomu, že sú nerovnomerne či málo podporované národnými programami (Sigurdsson, 2004). Tieto regióny sú však čoraz viac podporované mestami, regionálnymi programami a vytváraním priemyselných zhlukov. Rozvoj tu do značnej miery stimulovali PZI.

Čína je urbanizovaná, ale málo. Sigurdsson uvádza štyri typy jej centier. Počiatočný obchodný a priemyselný rozvoj vytvoril mestá, ako sú Šanghaj, Tianjin, Wuhan či Guangzhou. Boli slabo previazané s vnútrozemím, aj keď boli strediskami obchodu a priemyslu. Druhý typ miest, najmä vo vnútrozemí, súvisí s politickou mocou (napr. Xian či Chengdu). Tretí typ zahŕňa priemyselné a banícke mestá (napr. Tangshan a Datang), ktoré súviseli s rozvojom infraštruktúry a ťažby prírodných zdrojov. Ich expanzia nastala v dôsledku stratégie ústredných orgánov. Najnovší typ predstavujú priemyselné mestá rozvíjané s pomocou rozsiahlych PZI, miestnej podpory a novej technicko-znalostnej infraštruktúry. Príkladmi sú Shenzhen a Dongguan v provincii Guangdong, Wuxi a Suzhou v provincii Jiangsu a Yantai a Weihai v Shandongu (Sigurdsson, 2004). Nový diaľničný systém zlepšuje spojenie medzi provinciami a podporuje obchod. Rýchly rast produktivity zlacnel vyrábané tovary a viedol k nárastu dopytu po surovinách z vnútrozemia. Napriek integrácii trhu a lepším dopravným systémom nenastala regionálna konvergencia a medzera v životnej úrovni medzi pobrežnými a vnútrozemskými regiónmi sa ešte rozšírila (Zhang – Xin – Fan – Luo, 2008).

Vláda plánuje v roku 2008 dať na rozvoj vidieka 562,5 mld juanov, čo je takmer o tretinu viac ako v roku 2007. Približne 700 mil. farmárov v krajine, pre ktorých sú tieto prostriedky určené, tak získa asi 16 % celkových výdavkov vlády (asi 3,5 bil. juanov v roku 2008). Ide o dvojnásobok investícií vlády vyčlenených na podobné účely v porovnaní s rokom 2005 a viac ako celkové výdavky na rozvoj vidieka v období 1998 – 2002, keď bol prioritou

[71] Návrh regionálneho rozvoja ráta s tým, že Šanghaj bude centrom zóny, čo by posilnilo globálnu konkurencieschopnosť oblasti. Zjednotia sa aj administratívne systémy v Jiangsu a Zhejiang, čo uľahčí spoluprácu v zóne. V priebehu troch rokov plánuje Šanghaj ďalšiu komerčnú zónu v Pudongu, ktorá doplní oblasť Lujiazui. Funkčná zóna Sanlin Expo je na juhu oblasti Lujiazui a bude pokrývať 82 km^2. Vláda Novej oblasti Pudong bude subvencovať väčšinu firiem investujúcich do Sanlinu podľa ich ziskov.

rozvoj miest. Prostriedky pôjdu na rast produktivity poľnohospodárstva, zvýšenie príjmov farmárov a zlepšenie ich životnej úrovne. Farmári získajú 133,5 mld juanov v priamych subvenciách; 304,4 mld juanov na zlepšenie výrobných kapacít a 124,5 mld juanov na vzdelávanie, kultúru a zdravie. V prepočte na obyvateľa je to však relatívne málo.

Vláda sa snaží pomôcť vidieku vyrovnať sa s inflačným tlakom v dôsledku rastu cien potravín a zvýšenia výrobných nákladov. Plánujú sa opatrenia na zvýšenie poľnohospodárskych výnosov a ponuky, aby sa eliminoval globálny nárast cien zrnín. Na vidieku bude zavedené nové družstevné zdravotné poistenie a v priebehu dvoch rokov sa zvýši ročná prémia na osobné účty z 50 na 100 juanov/obyv. a príspevok vlády zo 40 na 80 juanov/obyv.

Mestá a regióny sa snažia spolupracovať so zahraničím, aby si zvýšili svoju konkurencieschopnosť.[72]

Uskutočňované medziregionálne transfery zmierňujú výkyvy v regionálnych príjmoch a bránia kolísaniu výdavkov. Regionálne disparity v rámci Číny sú dôležitou otázkou hospodárskej politiky. Správa o činnosti vlády, prezentovaná premiérom Wen Jiabao, uviedla, že Čína posilní podporu rozvoja strednej a západnej Číny (Promote, 2008). Nedávno boli tri provincie severovýchodného regiónu zaradené ako prioritné oblasti regionálneho rozvoja spolu so západnou časťou krajiny. Severovýchod je starým priemyselným centrom krajiny a jeho ekonomika je založená na ťažkom priemysle a ťažbe minerálov. Priemyselná štruktúra a výkonnosť je tu výrazne nižšia ako vo zvyšku krajiny, čo sa pripisuje investičnej klíme v regióne (Geng – Weiss, 2007).

Wu (2008a) analyzoval rozdelenie reálneho hrubého regionálneho produktu (HRP) na obyvateľa a miery rastu HRP v Číne a Indii v roku 2001 (posledné dáta). Regióny[73] v krajinách rozdelil na „najurbanizovanejšie“ oblasti (napr. v Číne Šanghaj, Peking a Tianjin) a zvyšok. Najurbanizovanejšie regióny majú najvyšší príjem na obyvateľa. Napríklad pomer HRP na obyv. v najbohatšom regióne Číny (Šanghaj) oproti najchudobnejšiemu (Tibet)

[72] Napríklad Tianjin podpísal dohodu o priateľstve a spolupráci s Chicagom (USA). Spolupráca sa predpokladá v oblasti finančníctva, obchodu, ochrany životného prostredia a vzdelávania (Wang, 2008).

[73] V Číne ide o provincie a špeciálne municipality a v Indii o štáty a úniové teritóriá.

v roku 2001 bol 13,1; teda oveľa viac ako v prípade Indie (8,1). Pri vylúčení bohatých regiónov boli disparity menšie (Wu, 2008a). Rozdiel je stále vysoký, ale zodpovedá podobne rozvinutým ekonomikám. Rozdielne miery rastu v jednotlivých regiónoch v Číne v období 1980 – 2001 znamenali zmenu ich poradia. Z desiatky najlepších regiónov v roku 1980 v nej zostalo v roku 2001 len päť. Nárast zaznamenali najmä pobrežné regióny, ako Fujian, Zhejiang, Jiangsu, Guangdong a Shandong v rámci koncepcie „nechajme niektorých zbohatnúť skôr“ (Wu, 2008a).

V období 1978 – 1984 pripravovala Čína regulačné podmienky na podporu PZI. Zakladala zvláštne ekonomické zóny (ZEZ) – v roku 1980 vznikli prvé štyri (v provinciách Guangdong a Fujian), kde sa uplatnila decentralizácia správy a daňové úľavy. V roku 1984 boli štyri ZEZ, a neskôr aj piata, pripojené k 14 otvoreným pobrežným mestám. Vznikol tak silný hospodársky koridor pozdĺž východného pobrežia Číny, ktorý získaval PZI. So stratégiou „pobrežného pásu“ bol spustený aj program „riečna delta“. V regiónoch delty riek Jangce, Perlovej rieky a rieky Minnan vznikli otvorené oblasti. Cieľom štruktúrnych zmien bolo nahradiť tradičné sektory modernými. Investície do vyspelých technológií získali podporu aj mimo zvláštnych investičných zón. Otvorené investičné oblasti s vyše pätinou obyvateľstva krajiny fungovali ako póly rastu a šírili efekty do vnútrozemia Číny. Menej úspešné oblasti však odmietali tieto stratégie. V deväťdesiatych rokoch pokračoval rozvoj pobrežných oblastí a narastali aj regionálne disparity. Mestá pozdĺž rieky Jangce a hlavné mestá vnútrozemských provincií začali tiež využívať politiku podpory PZI. Vláda sa snažila zmenšiť politické napätie odstránením chudoby vo vnútrozemí. Z hľadiska regionálnej inovačnej politiky bolo dôležité založenie 53 nových *high-tech* priemyselných rozvojových zón a zavedenie šiestich ďalších regionálnych programov.[74] V minulom desaťročí bol rast v týchto zónach mimoriadny. Jednou z týchto zón je Zhonguancun v Pekingu, ktorá sa nachádza v oblasti veľkej koncentrácie vedeckovýskumných ústavov.

Na regionálnych rozdieloch sa odzrkadľuje aj vplyv Macaa, Taiwanu a Hongkongu. Spolupráca sa tu rozvinula najmä kvôli vládnym iniciatívam,

[74] Zvláštne ekonomické zóny, otvorené pobrežné mestá, ekonomické rozvojové zóny na národnej úrovni, pobrežné ekonomické otvorené zóny, vývozné spracovateľské zóny a pripojené oblasti.

spoločnej kultúre a jazyku. Integrácia Číny do globálneho systému je podporovaná sieťami vznikajúcimi v tomto priestore (Sigurdsson, 2004). Čínsky inovačný systém do značnej miery závisí od východných oblastí, ako sú Peking, Šanghaj, Guangdong a Schenzen, ktoré zaznamenali trvalý prílev kapitálu napríklad z Hongkongu.

Od roku 1997 sa upúšťa od nerovnomernej stratégie rozvoja a je snaha riešiť regionálne disparity. Vláda podporuje rozvoj v stredných a západných oblastiach zvýšením vládnych investícií, fiškálnymi transfermi a zlepšením infraštruktúry. V roku 2000 vláda zaviedla program podpory západného regiónu. Analýza regionálneho rozvoja však naznačuje, že posledné trendy vzrastajúcej nerovnosti v rámci Číny sú nevyhnutné a stále pokračujú (Golley, 2007).

Hospodárske vzťahy Číny s Európskou úniou a so Slovenskom

Čína je druhým najväčším obchodným partnerom EÚ, čo prirodzene určuje váhu vzájomných vzťahov. Európska komisia vymedzila svoju stratégiu k Číne v dokumente *EÚ – Čína: Bližší partneri, rastúce zodpovednosti* (október 2006). Z prostredia EÚ zaznievajú aj názory, že Čína nie je schopná odpovedať na politiku spolupráce a dialógu.

Ako nástroj na presadenie obchodných záujmov EÚ by sa mala vo väčšej miere využívať platforma Svetovej obchodnej organizácie. Nerovnováha v obchodných vzťahoch pri diskriminačných opatreniach Číny sa bude vo väčšej miere riešiť systematickejším využívaním antidumpingových opatrení.[75] Masívny predaj čínskej produkcie vo svete je sprevádzaný s problémami ohľadne predaja nebezpečného tovaru. Čína, ako najväčší výrobca vo viacerých komoditách, je zároveň aj krajinou, z ktorej pochádza najväčší počet výrobkov predstavujúcich závažné riziko.[76]

---

[75] Napríklad Európska komisia predlžila o 1 rok antidumpingové clo na dovoz úsporných žiariviek z Číny (13040/1/07). Antidumpingové clo vo výške 66,1 % je v platnosti už päť rokov.

[76] Prísnejší dohľad nad výrobkami z Číny a spolupráca inštitúcií EÚ a Číny vedú ku konkrétnym krokom, obmedzujúcim riziká predaja nebezpečných výrobkov. V roku 2007 prebehol audit u 3 540 výrobcov. Na základe zistení boli 701 spoločnostiam odobraté vývozné licencie.

Európska únia dosiahla dohodu v prípade dovozu čínskeho textilu, keď odstránila dovozné kvóty výmenou za ustanovenie obojstranného monitorovacieho systému. Permanentne sa objavujú podozrenia z udeľovania vývozných dotácií a porušovanie práv duševného vlastníctva. Problémovým miestom je aj umelo udržiavaný výmenný kurz juanu, ktorý zlacňuje čínske vývozy na úkor konkurencie. V Európskej únii patria k odporcom tvrdších postojov voči Číne tie odvetvia, ktoré na svoju produkciu využívajú dovozy medziproduktov z Číny (EURACTIV, 2007).

Desiaty summit Čína – EÚ sa konal 28. 11. 2007 v Pekingu. Počas desiatich rokov stretnutí dosiahli vzťahy medzi Čínou a EÚ veľký pokrok prejavujúci sa strategickým partnerstvom vo viacerých oblastiach. Želaním EÚ je dosiahnuť vyrovnanejšiu obchodnú bilanciu a ekonomické partnerstvo. Európska únia uvítala 17. zjazd KSČ a jeho aplikáciu vedeckého názoru na vývoj. Budúca spolupráca sa bude týkať dialógu o udržateľnom ekonomickom a sociálnom rozvoji, najmä v oblastiach obchodu, klimatických zmien, životného prostredia, energie, rozvoja ľudských zdrojov a verejnej správy. Európska investičná banka poskytne Číne pôžičku vo výške 500 mil. eur na projekty zamerané proti klimatickým zmenám. Projekty strategickej vedeckej spolupráce budú financované oboma stranami.

Obchodné vzťahy Slovenská republika – Čína

Celkové pasívne saldo zahraničného obchodu SR za rok 2007 dosiahlo 21,4 mld Sk. Najväčšie pasívne saldo v zahraničnoobchodnej činnosti bolo s Ruskou federáciou (103,5 mld Sk), Kórejskou republikou (70,6 mld Sk) a Čínou (63,8 mld Sk).

Obchod s Čínou má síce vysokú dynamiku, ale odvodzuje sa z nízkeho základu. Vývoz do Číny vzrástol o 67,6 % a dovoz z Číny sa zvýšil o 46,2 % (tab. 1.37). Podnikanie na veľkom čínskom trhu je pre firmy náročné na finančné a ľudské zdroje. To zvýhodňuje globálne pôsobiace veľké spoločnosti a je bariérou vstupu pre malé zahraničné podniky. Vzhľadom na silu a orientáciu podnikov so sídlom na Slovensku je väčšie presadenie slovenských podnikov na čínskom trhu obmedzené, čo sa prejavuje aj na vysoko pasívnej obchodnej bilancii SR s Čínou.

Tabuľka 1.37
Obchod SR a Číny v rokoch 2006 a 2007 (v mld Sk)

	Dovoz	Vývoz	Dovoz	Vývoz	Dovoz	Vývoz
	2006		2007		2007/2006	
SR spolu	1 308	1 233	1 442	1 421	110,2	115,2
Čína	51	6	75	11	146,2	167,6
Podiel [1]	3,9	0,5	5,2	0,8	–	–

[1] Podiel Číny na celkových výsledkoch za SR.

Prameň: MH SR (2008).

Záver

Ekonomický rast v Číne sa bude vo väčšej miere odvíjať od domácej spotreby. Reformy smerujúce k znižovaniu nerovnováh sa budú dotýkať deregulácie domácich cien energie. Aktuálne ekonomické ciele Číny smerujú k vytváraniu podmienok na rovnovážny vývoj:

- rozvíjaním a zlepšovaním moderných sektorov služieb;
- podporou rozvoja vidieka, ktorá zahŕňa ochranu ornej pôdy, posilňovanie vidieckej infraštruktúry, zvyšovanie potravinovej bezpečnosti, predchádzanie chorobám zvierat a rastlín, znižovanie zaostávania vidieka za mestskými oblasťami;
- podporou podnikania, zameranou na znižovanie inštitucionálnych bariér, a rovným prístupom na trhy;
- zlepšovaním fiškálnej, daňovej a finančnej reštrukturalizácie s cieľom zlepšiť prístup k základným verejným službám;
- zlepšením implementácie stratégií ochrany autorských práv.

2. DYNAMIKA SVETOVÉHO OBCHODU A MOBILITA PRIAMYCH ZAHRANIČNÝCH INVESTÍCIÍ

2.1. Vývoj a perspektívy svetového obchodu[77]

Svetový obchod bol charakterizovaný aj v roku 2007 značným nárastom cien komodít a vstupov, v dôsledku čoho došlo k poklesu globálneho outputu a následne k poklesu dynamiky rastu svetového obchodu. Z hľadiska objemu svetový obchod pokračoval v pozitívnom raste, i keď to bolo o takmer 2,7 percentuálnych bodov menej ako v predchádzajúcom roku a o 0,3 percentuálnych bodov menej ako v roku 2005.

Lokomotívou svetového obchodu po EÚ a Spojených štátoch amerických sa stali tzv. *emerging economies*, a to predovšetkým Čína. Na raste svetového obchodu sa v roku 2007 podieľali najviac tieto novotrhové ekonomiky (*emerging economies*), keď dosiahli 10,4 % rast v exporte a 12,1 % rast v importe. Najvyšší rast zaznamenala Čína nielen spomedzi novotrhových ekonomík, ale vo svete vôbec, keď dosiahla 21 % rast v exporte a 15 % rast v importe. Tranzitívne ekonomiky zaznamenali druhý najvyšší nárast v exporte, dokonca v importe dosiahli najvyšší nárast, keď zaznamenali 17 % rast.

Tabuľka 2.1
Svetový export tovarov a komerčných služieb v období 2000 – 2007 (v mld USD a ročná zmena v %)

	Hodnota (v mld USD)	Ročná zmena (v %)		
	2007	2000 – 2007	2006	2007
Tovary	13 570	12	16	15
Komerčné služby	3 260	12	12	18

Prameň: WTO (2008).

Podľa správy WTO svetový obchod v roku 2007 zaznamenal pokles z 8,5 % v roku 2006 na 5,5 %, a to v dôsledku ekonomickej decelarácie v kľúčových ekonomikách rozvinutých krajín. Toto predbežné hodnotenie

[77] Táto práca bola vypracovaná v rámci projektu VEGA 2/6050/27 *Nové trendy v medzinárodnom obchode, zahraničných investíciách, migrácii a konkurencieschopnosti: implikácie pre rozšírenú EÚ*.

svetového obchodu je o 0,5 percentuálnych bodov nižšie, ako predpovedali ekonómovia WTO v minulom roku, v dôsledku poklesu hodnoty dolára voči mnohým európskym menám, ktorý sa prejavil v inflačnej hodnote zahraničného obchodu. Preto dolárová hodnota svetového exportu s tovarmi vzrástla v roku 2007 o 15 % na 13,6 biliónov USD a svetového exportu so službami o 18 % na 3,3 bilióna USD. Globálny output a svetový obchod začali klesať v roku 2007 v dôsledku poklesu dopytu v rozvinutých krajinách, najmä USA, ktoré zaznamenali najslabší ekonomický rast.

Záchrannou loďou svetovej ekonomiky a svetového obchodu sa stali rozvojové krajiny a krajiny Spoločenstva nezávislých štátov, ktoré sa podieľali na raste globálneho outputu 40 %. Na druhej strane, podiel rozvojových krajín na svetovom obchode zaregistroval nový rekord, keď v roku 2007 dosiahol 34 %.

Vývoj reálneho svetového obchodu s tovarmi

V tejto časti budeme analyzovať vývoj svetového obchodu s tovarmi, ktorý tvorí viac ako 80 % celkového svetového obchodu s tovarmi a so službami.

Hlavným faktorom poklesu globálneho obchodu v roku 2007 bolo zníženie ekonomických aktivít v rozvinutých krajinách. Ako sme už spomenuli, reálny svetový export zaznamenal v roku 2007 pokles o 5,5 % (podľa predbežných výsledkov WTO), čo je o 3 percentuálne body menej ako v predchádzajúcom roku. Avšak, z hľadiska objemu, svetový obchod s tovarmi zaznamenal v tom istom roku rast 7,4 % (bez ropy 5,7 %) v porovnaní s 9,8 % v predchádzajúcom roku (2006) a očakáva sa (podľa odhadov CPB- Netherlands´ Bureau for Economic Policy Analysis), že v roku 2008 dôjde k poklesu rastu objemu na 4,7 % (Economic Outlook, 2008). Táto klesajúca tendencia svetového obchodu je spôsobená poklesom globálneho dopytu a následne globálneho ekonomického rastu, i keď silno rastie v krajinách exportujúcich ropu vďaka rastúcim príjmom z predaja ropy.

Vývoj svetového obchodu v roku 2007 bol zahmlený vzhľadom na variácie v ekonomickej výkonnosti a relatívny cenový vývoj jednotlivých regiónov. Avšak jednoznačne možno konštatovať, že z hľadiska *terms of trade* došlo k zlepšeniu tohto ukazovateľa v regiónoch, resp. krajinách exportujúcich primárne komodity, najmä ropu a kovy. K zlepšeniu *terms of trade* došlo aj v krajinách exportujúcich potraviny, a hlavne poľnohospodárske suroviny. Vďaka

rastu exportných príjmov v spomínaných regiónoch, najmä exportujúcich ropu a kovy, značne rástol aj ich import, v dôsledku čoho rástol aj svetový import.

Tabuľka 2.2
Hrubý domáci produkt a obchod s tovarmi podľa regiónov v % (2006 – 2007)

	HDP		Export		Import	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Svet	*3,7*	*3,4*	*8,5*	*5,5*	*8,0*	*5,5*
Severná Amerika	3,0	2,3	8,5	5,5	6,0	2,5
Spojené štáty americké	2,9	2,2	10,5	7,0	5,5	1,0
Južná a Stredná Amerika [1]	6,0	6,3	4,0	5,0	15,0	20,0
Európa	2,9	2,8	7,5	3,5	7,5	3,5
EÚ 27	3,0	2,7	7,5	3,0	7,0	3,0
Spoločenstvo nezávislých štátov	7,5	8,4	6,0	6,0	21,5	18,0
Afrika a Stredný východ	5,5	5,5	1,5	0,5	6,5	12,5
Ázia	4,7	4,7	13,0	11,5	8,5	8,5
Čína	11,1	11,4	22,0	19,5	16,5	13,5
Japonsko	2,4	2,1	10,0	9,0	2,5	1,0
India	9,7	9,1	11,0	10,5	9,5	13,0
Novoindustrializované krajiny (4) [2]	5,5	5,6	12,5	8,5	8,5	7,0

[1] Zahŕňa Karibik.

[2] Čínsky Taipei; Hongkong, Čína; Južná Kórea a Singapur.

Prameň: WTO (2008).

Z tabuľky 2.2 možno dedukovať, že región Južnej a Strednej Ameriky zaznamenal v roku 2007 najvyšší rast v importe tovarov, keď dosiahol 20 %, čo je viac ako 3,5-násobok rastu svetového obchodu. Len o 2 % menej ako región Latinskej Ameriky dosiahol región Spoločenstva nezávislých štátov v raste celkového importu, čo bolo odrazom aj vysokej ekonomickej výkonnosti v regióne a predstavovalo to najvyšší ekonomický rast spomedzi regiónov sveta.

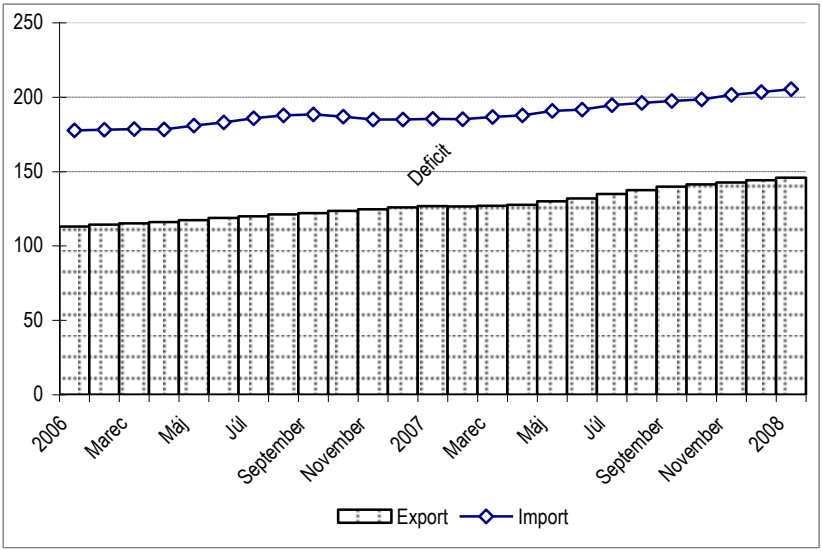
Regióny Stredného východu a Afriky tiež zaznamenali významný nárast v importe tovarov, a to 12 %. Paradoxne, v týchto spomínaných regiónoch export zaznamenal len minimálny rast, dokonca v porovnaní s predchádzajúcim rokom klesol.

Pokiaľ ide o export s tovarmi v roku 2007, v tom dominoval región Ázie s 11,5 % rastom, čo je o 3 percentuálne body viac ako predstavoval ich import. V rámci ázijského regiónu je v tomto smere veľká variácia tak v exporte, ako aj v importe. Samozrejme, ťahúňmi tohto regiónu tak v exporte, ako aj v importe ostávajú Čína a India.

Severná Amerika v roku 2007 zaznamenala 5,5 % rast v exporte, čo sa rovnalo svetovému priemeru. Najväčší podiel na tomto raste mali USA, keď dosiahli 7 % rast. Kanada a Mexiko, ktoré najviac profitovali z rastu cien palív a z apreciácie ich meny voči americkému doláru, zaznamenali väčší rast v importe tovarov ako USA (1 %).

Spojené štáty americké ako jeden z najvýznamnejších hráčov svetového obchodu zaznamenali v minulom roku 12,5 % medziročný rast v exporte a 5,7 % rast v importe, čoho dôsledkom bolo zníženie deficitu obchodnej bilancie o 7,14 % zo 763,3 mld USD na 708,8 mld USD. Tento rast v exporte možno pripísať predovšetkým oslabenému doláru voči svetovým menám.

G r a f 2.1
Vývoj zahraničného obchodu Spojených štátov amerických s tovarmi a so službami (v mld USD)



Prameň: Vlastné výpočty na základe údajov Bureau of Labor Statistics (2008).

Oživenie celkového exportu USA reflektovalo zvýšenie v sektoroch priemyselných materiálov, potravín, krmív a nápojov. V ostatných odvetviach nedošlo k takmer žiadnej zmene, okrem kapitálových tovarov, kde sa prejavil menší pokles exportu.

Európa, ktorá v roku 2007 zaznamenala pokles ekonomickej výkonnosti o 0,1 percentuálny bod v porovnaní s predchádzajúcim rokom, zaregistrovala pokles v zahraničnoobchodnej výkonnosti o viac ako 3,5 percentuálneho bodu tak v exporte, ako aj v importe tovarov. Tento pokles možno pripísať hlavne poklesu intraregionálneho obchodu. Zahraničnoobchodná výkonnosť v rámci Európy bola v roku 2007 veľmi heterogénna. Z tohto dôvodu možno rozdeliť Európu na tri skupiny (WTO, 2008). Prvú skupinu tvoria nové členské štáty EÚ a Turecko; väčšina týchto štátov zaznamenala vysokú výkonnosť tak v exporte, ako aj v importe, a to okolo 10 %. Druhá skupina, Nemecko, Holandsko, Rakúsko, Belgicko a Švajčiarsko zaznamenali rast v celkovom obchode okolo 5 % a tretia skupina, ktorá zahŕňa Francúzsko, Španielsko, Veľkú Britániu, Írsko a Maltu, zaznamenala skôr stagnáciu.

T a b u ľ k a 2.3

Najvýznamnejší exportéri tovarov na svete v rokoch 2006 a 2007 (v mld USD) [1]

2006					2007				
miesto	exportér	hodnota	podiel	ročná zmena (v %)	miesto	exportér	hodnota	podiel	ročná zmena (v %)
1.	extraregionálny export EÚ 25	1 480	16,4	11	1.	extraregionálny export EÚ 27	1 695	16,5	16
2.	USA	1 037	11,5	14	2.	Čína	1 218	11,8	26
3.	Čína	969	10,7	27	3.	USA	1 163	11,3	12
4.	Japonsko	647	7,2	9	4.	Japonsko	713	6,9	10
5.	Kanada	388	4,3	8	5.	Kanada	418	4,1	8
6.	Južná Kórea	326	3,6	15	6.	Južná Kórea	372	3,6	14
7.	Hongkong, Čína	323	3,6	10	7.	Ruská federácia	355	3,5	17
	domáci export [2]	23	0,3	–	8.	Hongkong, Čína	350	3,4	8
	reexport [2]	300	3,3	–		domáci export [2]	19	0,2	–
8.	Ruská federácia	305	3,4	25		reexport [2]	331	3,2	–
9.	Singapur	272	3,0	18	9.	Singapur	299	2,9	10
	domáci export	143	1,6	15		domáci export	156	1,5	9
	reexport	129	1,4	22		reexport	143	1,4	11
10.	Mexiko	250	2,8	17	10.	Mexiko	272	2,6	9

[1] Intraregionálny export EÚ nie je zahrnutý.

[2] WTO projekcia.

Prameň: WTO (2008).

Tabuľka 2.4

Najvýznamnejší importéri tovarov na svete v rokoch 2006 a 2007 (v mld USD) [1]

2006					2007				
miesto	importér	hodnota	podiel	ročná zmena (v %)	miesto	importér	hodnota	podiel	ročná zmena (v %)
1.	USA	1 920	20,6	11	1.	USA	2 017	19,0	5
2.	extraregionálny import EÚ 25	1 697	18,2	15	2.	extraregionálny import EÚ 27	1 949	18,4	15
3.	Čína	792	8,5	20	3.	Čína	956	9,0	21
4.	Japonsko	577	6,2	12	4.	Japonsko	621	5,9	7
5.	Kanada	357	3,8	11	5.	Kanada	390	3,7	9
6.	Hongkong, Čína	336	3,6	12	6.	Hongkong, Čína	371	3,5	10
	ostatný import [2, 3]	36	0,4	–		ostatný import [2, 3]	96	0,9	–
7.	Južná Kórea	309	3,3	18	7.	Južná Kórea	357	3,4	15
8.	Mexiko [3]	268	2,9	15	8.	Mexiko [3]	297	2,8	11
9.	Singapur	239	2,6	19	9.	Singapur	263	2,5	10
	ostatný import [2]	110	1,2	16		ostatný import [2]	120	1,1	9
10.	Čínsky Taipei	203	2,2	11	10.	Ruská federácia	223	2,1	35

[1] Intraregionálny import EÚ nie je zahrnutý.

[2] Ostatný import je definovaný ako import mínus reexport.

[3] WTO projekcia.

Prameň: WTO (2008).

Vývoj nominálneho svetového obchodu v roku 2007

Vývojom na svetových finančných trhoch a vývojom kurzu amerického dolára bol svetový obchod v roku 2007 silne ovplyvnený a následne bol široko diferencovaný, či už podľa sektorov alebo regiónov, resp. krajín.

Celkovo svetový obchod s tovarmi, tak ako sme spomenuli v predchádzajúcej časti, zaznamenal v roku 2007 v bežných cenách (na báze hodnoty amerického dolára) 15 % rast na 13,5 bil. USD. Keď porovnáme túto hodnotu s reálnou hodnotou, zistíme, že takmer dve tretiny tohto rastu možno pripísať inflácii. Vysoký rast (18 %) na 3,3 bil. USD zaznamenal aj svetový obchod so službami.

Keď sa pozrieme na vývoj nominálneho svetového obchodu v roku 2007 podľa regiónov, zistíme, že Európa bola jediným regiónom, ktorý zaznamenal silnejší rast v exporte tovarov (v dolárových hodnotách) oproti predchádzajúcemu roku, a to z 13 % na 16 %. Európa dosiahla silný rast aj v importe, avšak nižší ako v exporte (WTO, 2008). Táto akcelerácia v raste nominálneho obchodu bola výlučne výsledkom silnej apreciácie európskych mien voči americkému doláru. Samozrejme, ako sme spomenuli pri reálnom obchode, výkonnosť jednotlivých krajín Európy bola viditeľne diferencovaná.

Regiónom, ktorý zaznamenal v roku 2007 najväčšiu expanziu v nominálnom raste tak exportu, ako aj importu, bolo Spoločenstvo nezávislých štátov, ktoré dosiahlo 34 % rast v importe a 19 % rast v exporte. Túto expanziu možno pripísať silnému domácemu dopytu, relatívne priaznivému cenovému vývoju v posledných minimálne troch rokoch a zvýšenému prílevu priamych zahraničných investícií. Vďaka tomuto rastu podiel regiónu v exporte aj v importe na celkovom svetovom obchode dosiahol v roku 2007 jeho najvyššiu úroveň od roka 1990.

Rast cien primárnych komodít, najmä ropy a kovov, podporoval silnú expanziu v exporte, ale najmä v importe krajín regiónu Latinskej Ameriky, a v roku 2007 dosiahol 26 % rast v importe a 15 % rast v exporte. Brazília bola hlavným ťahúňom rastu, keďže sa podieľala približne jednou tretinou na celkovom exporte regiónu.

Vďaka rastu cien primárnych komodít zaznamenala významný výkon v exporte a v importe aj Afrika, keď dosiahla 15 % rast v exporte a 22 % rast v importe. Najvyšší nárast zaznamenala v roku 2007 s Čínou, a to v exporte 25 % a v importe 40 %.

Rast importu regiónu Stredného východu bol tiež podporovaný rastom cien primárnych komodít, a najmä cien palív. Tento región dosiahol v roku 2007 takmer 23 % rast. Nie všetky krajiny regiónu však profitovali len z rastu cien primárnych komodít. Napríklad Jordánsko a Izrael zaznamenali významný nárast napriek nepriaznivému vývoju cien energií. Saudská Arábia a Katar zaznamenali zvýšenie v importe okolo 25 %.

Tabuľka 2.5

Svetový obchod s tovarmi podľa regiónov a vybraných krajín v rokoch 2000 – 2007 (v mld USD a v %)

	Export				Import			
	hodnota	ročná zmena (v %)			hodnota	ročná zmena (v %)		
	2007	2000 – 2007	2006	2007	2007	2000 – 2007	2006	2007
Svet	*13 570*	*12*	*16*	*15*	*13 940*	*11*	*15*	*14*
Severná Amerika	*1 854*	*6*	*13*	*11*	*2 704*	*7*	*11*	*6*
USA	1 163	6	15	12	2 017	7	11	5
Kanada	418	6	8	8	390	7	11	9
Mexiko	272	7	17	9	297	7	16	11
Južná a Stredná Amerika[1]	*496*	*14*	*21*	*15*	*455*	*12*	*22*	*26*
Brazília	161	17	16	17	127	12	23	32
Ostatná *Južná a Stredná Amerika*	335	13	24	14	328	12	21	23
Európa	*5 769*	*12*	*13*	*16*	*6 055*	*12*	*15*	*16*
Európska únia (27)	5 314	12	13	16	5 569	12	14	15
Nemecko	1 327	13	14	20	1 059	11	17	17
Francúzsko	552	8	7	11	613	9	7	13
Veľká Británia	436	6	17	–3	617	9	17	3
Holandsko	551	13	14	19	491	12	15	18
Spoločenstvo nezávislých štátov	*508*	*20*	*25*	*19*	*377*	*24*	*31*	*34*
Rusko	355	19	25	17	223	26	31	35
Afrika	*422*	*16*	*19*	*15*	*355*	*15*	*14*	*22*
Južná Afrika	70	13	13	20	91	17	24	18
Afrika bez južnej Afriky	352	17	20	14	264	15	11	24
Exportéri ropy[2]	247	19	21	14	97	18	9	25
Ostatní	105	13	17	16	167	13	11	24
Stredný východ	*721*	*15*	*21*	*10*	*462*	*16*	*13*	*23*
Ázia	*3 798*	*13*	*18*	*16*	*3 528*	*13*	*16*	*14*
Čína	1 218	25	27	26	956	23	20	21
Japonsko	713	6	9	10	621	7	13	7
India	145	19	21	20	217	23	23	24
Novoindustrializované krajiny (4)[3]	936	10	15	11	935	9	16	12
Rozvojové krajiny	4 967	15	20	16	4 517	14	17	18
MERCOSUR	224	15	16	18	184	11	23	31
ASEAN	863	10	18	12	773	11	14	12
EÚ (27) extraregionálny obchod	1 695	12	11	16	1 949	11	16	15
Menej rozvinuté krajiny (LDCs)	120	19	24	16	118	15	15	17

[1] Zahŕňa Karibik.

[2] Alžírsko; Angola; Kamerun; Čad; Kongo; Rovníková Guinea; Gabun; Líbya; Nigéria; Sudán.

[3] Hongkong, Čína; Kórea; Singapur a Čínsky Taipei.

Prameň: WTO (2008).

Pokiaľ ide o región Ázie, teda juhovýchodnej Ázie, ten napriek vysokým cenám importu zaznamenal v roku 2007 prebytok obchodnej bilancie. V tomto regióne tiež bola diferencovaná obchodná výkonnosť. Kým Čína, India a Vietnam zaznamenali okolo 20 % rast tak v importe, ako aj v exporte, Japonsko a pôvodné novoindustrializované krajiny dosiahli obchodnú expanziu okolo 10 %.

Všeobecne možno povedať, že rozvojové krajiny v roku 2007 mali najväčší podiel na raste svetového obchodu. Svojím 16 % rastom v exporte dosiahli hodnotu okolo 5 bil. USD a 18 % rastom v importe dosiahli hodnotu 4,5 bil. USD, dôsledkom čoho ich podiel na celkovom svetovom obchode s tovarmi v roku 2007 dosiahol 34 %, čo je ich najvyššia úroveň v doterajšej histórii.

Vplyv cien komodít na vývoj svetového obchodu

V predchádzajúcich minimálne štyroch dekádach globálna úroveň cien komodít v pomere k jednotkovým hodnotám priemyselných tovarov mala klesajúcu tendenciu. Avšak od začiatku roka 2000 má rastúcu tendenciu.

Ceny potravín a nápojov mali tiež vzostupný rast, hoci nie v takom dramatickom tempe ako ceny energie a vstupov. Jednou z hlavných príčin rastu cien komodít je zvýšený dopyt po nich v Číne a iných rozvíjajúcich sa ekonomikách, ktorý prevyšuje i zvýšenú ponuku.

Podľa niektorých autorov (Spatafora – Tytell, 2008) tento cenový cyklus v porovnaní s predchádzajúcimi cyklami je citeľný nielen v jeho horizontálnom rozsahu, ale aj v trvaní. Avšak riziko zostáva v tom, že terajší cenový boom v porovnaní s predchádzajúcimi cyklami môže mať opačnú tendenciu v podobe ponukovej reakcie výnosov, najmä v potravinárskom sektore a v sektore kovov, kde dlhodobá ponuková elasticita môže byť významná. Avšak, v energetickom sektore je ponuková elasticita menšia. Tu treba zdôrazniť, že súčasný cenový boom komodít nemá pre všetkých exportérov komodít extra pozitívny efekt na celkovú ekonomickú konjunktúru, pretože mnohé krajiny exportujúce komodity sú importérmi energie. To znamená, že súčasný cenový boom komodít nemožno automaticky interpretovať ako faktor zlepšujúci *terms of trade* všetkých exportérov komodít. Najlepším meradlom je tovarový *terms of trade*, podľa ktorého sa zisťuje pomer cien

exportu a importu danej komodity vyvážený podielom ceny danej komodity na celkovom obchode krajiny (Deaton – Miller, 1996; Cashin – Cespedes – Sahay, 2004). Súčasný boom v cenách energie priniesol zlepšenie *terms of trade* krajín exportujúcich palivá,[78] kým ostatným krajinám exportujúcim primárne komodity priniesol len mierne zlepšenie ich *terms of trade*. Z regionálneho hľadiska, súčasný boom v cenách energie má pozitívny vplyv na väčšinu ekonomík regiónu Stredného východu a severnej Afriky, niektoré krajiny Spoločenstva nezávislých štátov a v menšej miere aj na niektoré ekonomiky subsaharskej Afriky. Na druhej strane, subsaharská Afrika a región Latinskej Ameriky boli hlavnými benefitmi súčasného boomu v cenách komodít (ceny paliva, ako aj ceny ostatných primárnych komodít).

Za týmito regionálnymi diferenciáciami stojí práve štruktúra exportu jednotlivých regiónov. Kým export palív predstavuje pre región Stredného východu a severnej Afriky zhruba tretinu jeho HDP, pre ekonomiky regiónu Latinskej Ameriky a regiónu subsaharskej Afriky má rovnakú váhu export oboch, ropných aj neropných primárnych komodít.

Vo všeobecnosti súčasný rast cien komodít sa prejavil vo zvýšení hodnoty exportu komodít palivového charakteru viac než komodít nepalivového charakteru. Avšak tento cenový boom mal len obmedzený vplyv na objem exportu v pomere k HDP. Svetový obchod zaznamenal rast nielen vplyvom rastu cien primárnych komodít, ale hlavne značným rastom exportu priemyselných tovarov.

Na tomto raste sa najviac podieľali ekonomiky rozvíjajúcich sa krajín a krajiny strednej a východnej Európy. Týmto rastom tak z hľadiska objemu, ako aj z hľadiska hodnoty v pomere k HDP kompenzovali slabý rast medzinárodného obchodu v rozvinutých krajinách.

Naša dedukcia sa opiera o analýzu, ktorú spracoval Helbling (jeden z autorov analýzy vo World Economic Outlook, 2008, č. 4).[79] Podľa tejto analýzy cenový boom komodít je definovaný ako obdobie 12 mesiacov, počas ktorého spotové ceny komodít alebo skupiny rovnakých komodít sa zvýšili

[78] Krajiny exportujúce palivá sú podľa autorov tie krajiny, ktorých export palív sa podieľa na celkovom exporte viac ako 50 %.

[79] Tento autor tiež zvolil prístup, ktorý použili Pagan – Sossounov (2003) na analýzu cenového boomu akcií. V prípade redukcie dĺžky fázy trvania na 12 mesiacov vychádzal z práce autorov Cashin – McDermott – Scott (2002).

v reálnych reláciách. Z toho vyplýva, že boom alebo prepad cien komodít bol identifikovaný na základe cien očistených od inflácie.

Na základe tejto definície bola spracovaná komparácia medzi terajším cenovým boomom komodít a predchádzajúcimi boomami, výsledky ktorej sú zhrnuté v nasledujúcej tabuľke.

T a b u ľ k a 2.6
Vlastnosti boomov v cenách komodít za obdobie 1960 – 2007

			Zmena ceny (v %)		Dĺžka trvania v mesiacoch	
	súčasná fáza	posledný bod zvratu	od posledného bodu zvratu	priemer predchádzajúcich boomov	od posledného bodu zvratu	priemer predchádzajúcich boomov
Ropa	Boom	12/2001	210,1	54	73	18
Kovy	Boom	3/2003	104,8	43	58	22
Hliník	Boom	4/2003	29,0	41	57	22
Meď	Boom	10/2001	212,5	61	75	21
Nikel	Boom	10/2005	74,9	84	19	29
Potraviny	Boom	11/2004	30,4	21	38	18
Kukurica	Boom	11/2004	62,2	39	38	19
Pšenica	Boom	4/2005	124,1	38	32	20
Sója	Boom	1/2005	83,9	42	36	18
Palmový olej	Boom	1/2005	116,8	61	36	20
Sójový olej	Boom	1/2005	100,9	50	36	18
Hovädzie	Prepad	9/2004	–25,1	35	–	20
Nápoje	Prepad	2/2006	0,0	47	–	19
Poľnohospodárske suroviny	Boom	12/2004	2,2	28	37	20
Guma	Boom	1/2005	77,2	56	36	21

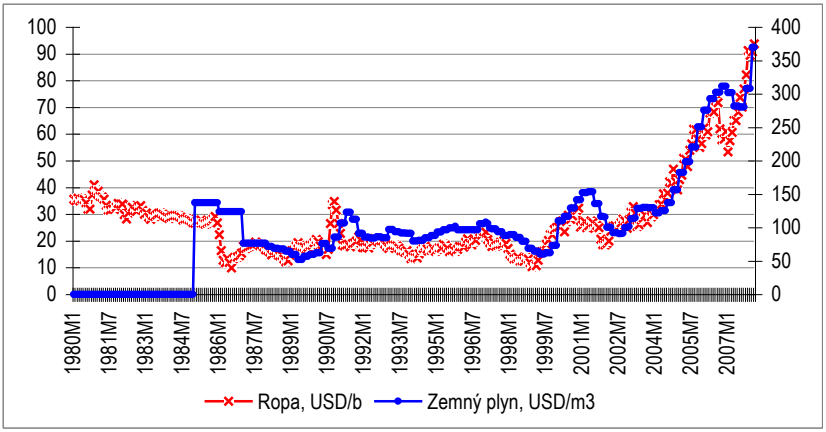
Prameň: World Economic Outlook (2008), č. 4, kap. 5, s. 9.

Z tabuľky 2.6 vyplýva, že ceny niektorých komodít začali klesať už v roku 2007, a preto prepad, ktorý je podľa analýzy poklesom v trvaní najmenej 12 mesiacov, nemožno identifikovať (pozri bližšie World Economic Outlook, 2008, č. 4, s. 8 – 9).

Spomínaná analýza poukázala na to, že terajší cenový boom komodít zasiahol v porovnaní s predchádzajúcimi cenovými boomami komodít širšiu bázu komodít, ako napríklad ropa, kovy, väčšina obilovín a nápoje. V rámci týchto skupín komodít, zvýšenie ceny bolo rádovo nad priemerom cien všetkých doterajších cenových boomov komodít a dĺžka trvania rastu cien bola neobvyklá.

Neobvyklosť trvania rastu cien je najmä pri cenách ropy a cenových indexoch troch komoditných skupín – kovy, potraviny a poľnohospodárske materiály.

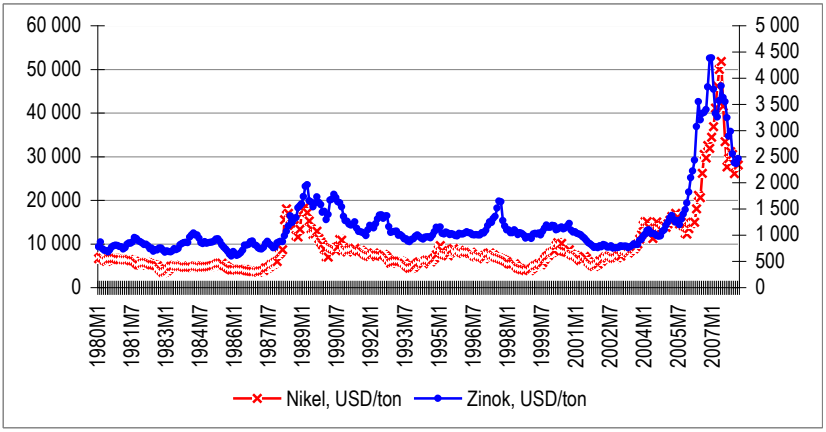
Graf 2.2
Mesačné ceny ropy a zemného plynu za obdobie 1980 – 2007



Poznámka: Ľavá os – ceny ropy a pravá os – ceny zemného plynu.

Prameň: Vlastné výpočty na základe údajov IMF, Online Database (2008).

Graf 2.3
Mesačné ceny zinku a niklu za obdobie 1980 – 2007

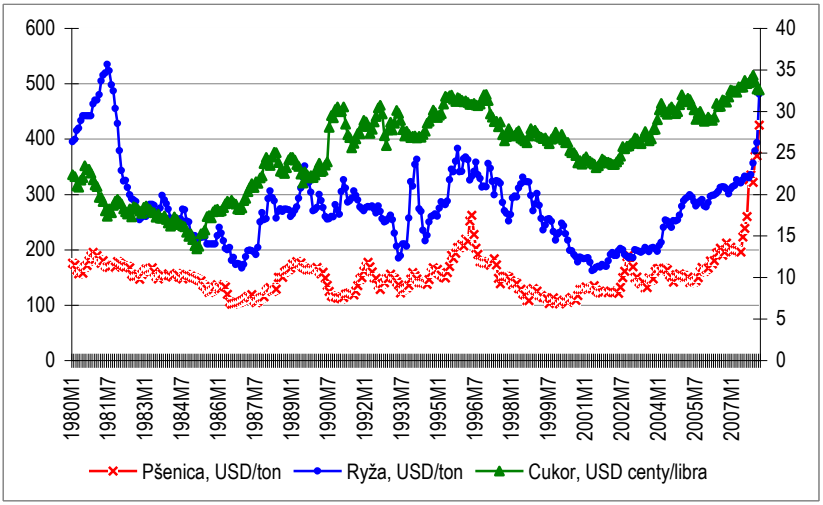


Poznámka: Ľavá os – ceny niklu a pravá os – ceny zinku.

Prameň: Vlastné výpočty na základe údajov IMF, Online Database (2008).

Graf 2.4

Mesačné ceny vybraných potravín za obdobie 1980 – 2007

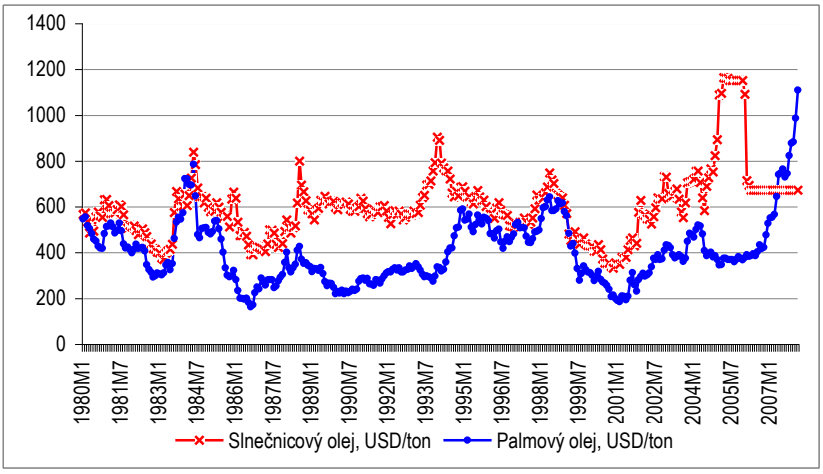


Poznámka: Ľavá os – ceny ryže a pravá os – ceny cukru.

Prameň: Vlastné výpočty na základe údajov IMF, Online Database (2008).

Graf 2.5

Mesačné ceny slnečnicového oleja a palmového oleja za obdobie 1980 – 2007



Prameň: Vlastné výpočty na základe údajov IMF, Online Database (2008).

Všeobecne možno povedať, že terajší boom v cenách komodít je odrazom splynutia, resp. súčinnosti a vzájomného posilnenia faktorov dopytu a ponuky, ako aj vplyvu rastúcej prepojenosti medzi trhmi komodít (napr. medzi cenami ropy a potravín a biopaliva) a vhodných finančných podmienok súvisiacich predovšetkým s poklesom hodnoty amerického dolára a nižšej reálnej úrokovej miery. Perspektívy globálnych komoditných trhov závisia predovšetkým od toho, do akej miery a ako dlho sa budú spomínané faktory navzájom posilňovať a prevládať.

Perspektívy rastu cien komodít

V súčasnosti ceny komodít vysoko prekonávajú hodnoty v porovnaní s predchádzajúcimi cenovými cyklami komodít. Hoci vieme, že tento nárast nie je spôsobený len globálnym ekonomickým rastom, o ktorom sa predpokladá, že v tomto roku (2008) a v budúcom roku (2009) dôjde k jeho zníženiu, predsa je veľká pravdepodobnosť, že dôjde k miernemu poklesu v raste cien komodít v tomto roku (2008) v porovnaní s predchádzajúcim rokom.

Ceny ropy a svetová ekonomika

Ceny čierneho zlata lámu nové rekordy a spôsobujú ďalšie prekážky mnohým ekonomikám. Najmä tým ekonomikám, ktoré sú závislé od dovozu tejto komodity zo zahraničia. Magická hranica, ktorá bola otestovaná jednou transakciou[80] začiatkom januára tohto roka (2008) a spôsobila na trhu šok a obavy, dnes je už minulosťou a cena barela ropy sa pohybuje nad 110 USD/b., ba dokonca cena americkej ľahkej ropy WTI prekročila začiatkom mája 2008 hranicu 120 USD/barel.

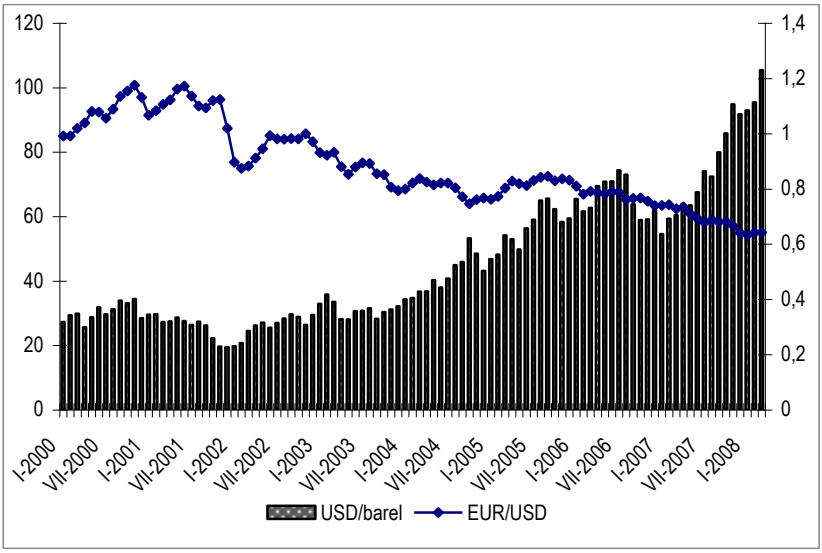
Hlavné príčiny rastu ceny tejto významnej komodity sa v podstate od minulého roka nezmenili, zmenila sa len dôležitosť a poradie faktorov. Kým v roku 2007 rast ceny ropy spôsobil predovšetkým rastúci dopyt po rope, najmä zo strany Číny a Indie, v tomto roku prevládal vplyv finančného

[80] Na túto hranicu ju dostal jediný obchodník. Americké a britské médiá špekulujú, že iba preto, aby bol prvý, kto kúpil ropu za sto dolárov. Obchodník Richard Arnes na tejto transakcii prerobil 600 USD (pozri denník Pravda, 4. 1. 2008).

faktora, teda pokračujúce oslabenie amerického dolára voči svetovým menám a špekulačné obchodovanie na burzách s ropou. Samozrejme, tieto faktory sú v neustálej súčinnosti s ďalšími faktormi, ako sú: zastaraná technológia rafinérií (čoho dôsledkom je nízka kapacita týchto rafinérií a následné neuspokojenie trhov požadovanými produktmi), politické napätie a sociálne nepokoje v regiónoch exportujúcich ropu.

Zdá sa, že pád amerického dolára (pozri graf 2.6) je zatiaľ nezastaviteľný, napriek krátkodobým opatreniam zo strany Federálnej centrálnej banky Spojených štátov amerických v podobe zníženia úrokovej sadzby, v súčasnosti už na úroveň 2 %. Pokles hodnoty amerického dolára je spôsobený dlhodobo rastúcim deficitom bežného účtu platobnej bilancie a verejných financií USA, k čomu sa ešte pridala finančná kríza na hypotekárnych trhoch, ktorá zasiahla nielen ekonomiku USA, ale aj mnohé významné ekonomiky sveta.

Graf 2.6
Mesačné ceny ropy [1] a hodnota dolára voči euru



[1] Spotové ceny ropy WTI, údaje z EIA.

Poznámka: Ľavá os – ceny ropy a pravá os – kurz USD voči EUR.

Prameň: Vlastné výpočty na základe údajov FXHistory <www.oanda.com/convert/fxhistory>, EIA.

Napriek tomu mali rastúce ceny ropy v roku 2007 len mierny vplyv na svetovú ekonomiku a svetový obchod. V prípade, že ceny ropy sa budú pohybovať v roku 2008 okolo 100 USD/barel, očakáva sa, že dojde k poklesu globálneho outputu v roku 2008 o 0,7 % a svetového obchodu o 1,1 % (Henriot, 2007).

Z grafu 2.6 vidíme, že od začiatku roka 2002 ceny ropy reagovali na pokles hodnoty amerického dolára graduálnym rastom. Kým hodnota dolára voči euru poklesla od marca 2002 do marca 2008 (z 1,096 za euro na 1,556 za euro) o takmer 42 %, ceny ropy vzrástli v rovnakom období o 330 % (z 24,53 USD/barel na 105,54 USD/barel). Z toho možno dedukovať, že pri poklese hodnoty amerického dolára o jedno percento, ceny ropy rástli o takmer 7,9 %. Samozrejme, ceny ropy na základe ročných dát rástli najviac v roku 2005, a to takmer o 40 % v porovnaní s cenami predchádzajúceho roka.

Dopad tohto pozoruhodného nárastu cien na rast eurozóny bol však relatívne mierny z konjunktúrnych a štrukturálnych dôvodov (pozri Jamet, 2008):

- posilňovanie eura od roku 2002 redukovalo polovicu rastu cien ropy pre ekonomických účastníkov eurozóny (a teda aj dopad rastu cien ropy na celkový rast);
- závislosť ekonomiky od ropy od roku 1980 značne poklesla;
- zvýšené zdaňovanie aplikované na produkty vyrábané z ropy, paradoxne, umŕtvilo rast cien týchto produktov na úrovni, ktorá je proporcionálna predaným objemom, a nie ich jednotnej cene;
- rastúca konkurencia na trhu práce a trhu s výrobkami redukuje riziko inflačnej špirály.

Celkovo možno povedať, že determinanty rastu cien ropy sú stále silné aj v krátkodobom horizonte. Avšak ich účinok na svetovú ekonomiku bude predsa len mierny, a to vďaka štruktúrnym zmenám a konjunktúram v mnohých priemyselných a rozvíjajúcich sa krajinách. Najväčší negatívny dopad možno očakávať v ekonomikách rozvojových krajín závislých od importu tejto dôležitej komodity, čo môže situáciu v týchto krajinách dramaticky komplikovať, najmä po sérii zdražovaní základných potravín.

Svetový obchod s komerčnými službami

Svetový obchod so službami bol v roku 2007 tiež ovplyvnený rastom cien komodít, najmä cien palív. Odrazilo sa to v raste celkového svetového obchodu so službami, ktorý zaznamenal 18 % rast na 3,3 mld USD. Tento rast možno pripísať vývoju kurzov svetových mien a v niektorých prípadoch vyšším nákladom transportu paliva. „Možno teda konštatovať, že zmeny v kurze mien hrali väčšiu rolu podľa hodnoty dolára v zmene obchodu s komerčnými službami ako v obchode s tovarmi“ (WTO, 2008). Spomedzi troch kategórií komerčných služieb (tab. 2.7), ostatné komerčné služby zaznamenali v roku 2007 najvyššiu expanziu, keď dosiahli 19 % rast, pričom hodnota exportu tejto kategórie prevýšila polovicu hodnoty celkových komerčných služieb.

T a b u ľ k a 2.7

Svetový export komerčných služieb podľa kategórií (2000 – 2007)

	Hodnota (v mld USD)	Ročná percentuálna zmena		
	2007	2000 – 2007	2006	2007
Komerčné služby	*3 260*	*12*	*12*	*18*
Transport	742	11	9	18
Cestovanie	862	9	9	14
Ostatné komerčné služby	1 653	14	15	19

Prameň: WTO (2008).

Z tabuľky 2.7 možno vidieť rapídny nárast celkového exportu komerčných služieb v roku 2007, keď sa zvýšil oproti predchádzajúcemu roku o viac ako 6 percentuálnych bodov. Najväčší podiel na tomto raste mala, ako sme už uviedli, kategória ostatných komerčných služieb. Táto kategória si už dlhodobo udržiava prvenstvo v raste spomedzi ostatných kategórií; potvrdzuje to aj priemerný ročný rast tejto kategórie v posledných ôsmich rokoch, ktorý dosiahol 14 %.

Keď sa pozrieme na podiel jednotlivých regiónov na celkovom raste svetového obchodu s komerčnými službami, zistíme, že Európa si udržala svoju vedúcu pozíciu v exporte aj v importe komerčných služieb, keďže v roku 2007 zaznamenala 19 % rast v exporte a 17 % rast v importe. Európa exportovala v minulom roku 2007 komerčné služby v hodnote 1,66 bil. USD (pozri tab.

2.8), čo predstavuje takmer polovicu celosvetového exportu komerčných služieb. Najväčšie európske krajiny tak v exporte, ako aj v importe (Veľká Británia a Nemecko) dosiahli v roku 2007 vysoký rast, takmer porovnateľný s celkovým svetovým rastom exportu služieb.

Tabuľka 2.8

Svetový export komerčných služieb v období 2000 – 2007 podľa regiónov (v mld USD a v %)

	Export				Import			
	hodnota	ročná zmena (v %)			hodnota	ročná zmena (v %)		
	2007	2000 – 2007	2006	2007	2007	2000 – 2007	2006	2007
Svet	3 260	12	12	18	3 060	11	11	16
Severná Amerika	533	7	9	13	440	7	9	9
Spojené štáty americké	454	7	10	14	336	7	9	9
Kanada	61	7	7	6	80	9	11	11
Mexiko	17	4	2	6	24	5	7	9
Južná a Stredná Amerika [1]	91	10	13	16	97	8	15	18
Brazília	23	14	21	25	34	12	21	24
Európa	1 662	13	10	19	1 434	12	9	17
EÚ 25	1 512	13	10	19	1 337	12	9	17
Spojené kráľovstvo	263	12	10	17	193	10	7	13
Nemecko	197	14	12	18	245	9	6	15
Francúzsko	130	7	0	11	120	11	2	12
Taliansko	109	10	10	12	117	11	11	19
Španielsko	127	14	12	21	97	17	17	24
Spoločenstvo nezávislých štátov	64	20	23	25	90	21	17	29
Rusko	38	22	24	25	57	20	15	30
Afrika	84	15	19	21	97	15	14	19
Egypt	18	10	10	16	12	7	8	15
Južná Afrika	13	15	7	8	16	16	18	14
Stredný východ	79	13	16	15	125	14	19	17
Izrael	21	5	10	10	18	6	9	24
Ázia	745	13	17	19	778	11	14	17
Japonsko	136	9	14	11	157	5	9	9
Čína	127	–	24	–	129	–	21	–
India	86	–	35	15	78	–	33	24
4 východoázijské regióny [2]	243	11	13	15	230	11	13	15

[1] Zahŕňa Karibik.

[2] Čínsky Taipei; Hongkong, Čína; Južná Kórea a Singapur.

Prameň: WTO (2008).

Ázijský región, ako druhý najväčší exportér aj importér komerčných služieb na svete, zaznamenal v roku 2007 rovnaký rast, ako zaznamenala Európa. V regióne je veľký rozdiel, čo sa týka pozície jednotlivých krajín v obchode s komerčnými službami. Najvýznamnejšie krajiny tak v exporte, ako aj v importe sú Japonsko s 18 % podielom, Čína[81] so 17 % podielom a India s 11,5 % podielom na celkovom exporte Ázie (výpočty autora na základe WTO, 2008).

Pokiaľ ide o región Severnej Ameriky, jeho podiel na celkovom svetovom exporte komerčných služieb v roku 2007 bol vyše 16 %. Avšak v porovnaní s predchádzajúcim rokom tento región zaznamenal najslabšiu expanziu spomedzi regiónov (okolo 13 % v exporte a 9 % v importe). Túto slabú expanziu možno pripísať slabšej výkonnosti Spojených štátov amerických, ktorých podiel na celkovom exporte regiónu s komerčnými službami je vyše 85 %. Napriek tomu táto krajina dosiahla v roku 2007 prebytok obchodnej bilancie s komerčnými službami v hodnote 120 mld USD.

Ostatné štyri regióny (Južná a Stredná Amerika, SNŠ, Afrika a Stredný východ) sa podieľali v roku 2007 na celkovom svetovom exporte s komerčnými službami takmer 10 % a na ich celkovom svetovom importe 13,4 %. Tieto regióny zaznamenali vysoký medziročný rast hlavne v importe komerčných služieb. Najvyšší nárast zaznamenal región SNŠ (25 % v exporte a 29 % v importe), i keď má najmenší podiel spomedzi regiónov na celkovej hodnote svetového obchodu s komerčnými službami.

Perspektívy svetového obchodu

Vzhľadom na pokračujúcu turbulenciu na medzinárodných finančných trhoch a jej negatívny dopad na jednotlivé finančné trhy a ekonomiky vo všetkých regiónoch sveta je veľmi obťažné odhadnúť vývoj svetového obchodu v tomto roku (2008), rovnako ako aj v budúcom roku (2009). Projekcia svetového obchodu v krátkodobom horizonte je tiež ťažká, keďže mnohé renomované inštitúcie s národným, no aj medzinárodným významom redukovali, resp. korigovali svoje projekcie z konca minulého roka o vývoji ekonomického rastu rozvinutých krajín, ako aj svetového outputu, a to smerom nadol.

[81] Vysoký podiel tak v exporte, ako aj v importe komerčných služieb Čína dosiahla vďaka výkonom dvoch svojich provincií (Taiwan a Hongkong).

Tabuľka 2.9
Svetový export s tovarmi podľa objemu (2007 – 2009)

	Export (ročná percentuálna zmena)			Import (ročná percentuálna zmena)		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Svet	7,4	4,75	6,0	3,7	4,5	5,75
Rozvinuté ekonomiky	4,8	2,0	3,25	3,1	2,0	3,5
Spojené štáty americké	7,4	5,0	4,25	1,3	–0,25	2,75
Japonsko	8,9	4,0	3,5	1,3	2,25	3,25
EÚ 15	4,2	2,0	3,5	4,2	3,0	3,75
Eurozóna	5,2	2,25	3,5	4,4	3,25	3,75
Rozvíjajúce sa ekonomiky	10,4	7,5	9,0	12,1	8,0	9,0
Ázia	12,9	10,0	11,25	10,0	8,25	9,0
Čína	21,0	16,75	18,0	15,0	13,0	13,75
Latinská Amerika	6,0	4,25	4,5	12,5	6,5	5,25
Tranzitívne krajiny	9,6	5,5	8,75	17,0	8,0	10,25
Afrika a Stredný východ	3,5	1,75	3,0	13,0	9,0	9,75

Prameň: WTO (2008).

Zdá sa, že aj v tomto roku (2008) rozvojové krajiny a krajiny Spoločenstva nezávislých štátov budú hlavnými ťahúňmi expanzie svetového outputu a svetového obchodu. Garantom tejto expanzie v týchto dvoch skupinách krajín je pokračujúci rast cien komodít na svetových trhoch. Avšak krajiny, ktoré sú závislé od vývozu na trhy vyspelých krajín, zaznamenajú pokles vzhľadom na predpokladaný nižší dopyt v týchto krajinách, čoho dôsledkom bude nižší import z rozvojových krajín. Napriek tomu WTO predpokladá, že tieto dve skupiny krajín prispejú k miere rastu svetového outputu v roku 2008 viac ako o polovicu. Priaznivý trend v rozvojových krajinách a krajinách Spoločenstva nezávislých štátov prispeje k udržaniu vysokej úrovne investícií a spotreby aj v prípade, že by došlo k miernemu zníženiu cien komodít v druhej polovici roka 2008. Vďaka tomu sa očakáva, že ekonomický rast rozvojových krajín a SNŠ v roku 2008 sa udrží nad úrovňou 5 % a rast importu nad úrovňou 10 % (pozri WTO, 2008). Podľa základného scenára globálny output v roku 2008 dosiahne rast medzi 2,5 % až 3 %. Preto sa očakáva, že v roku 2008 dôjde k poklesu globálneho obchodu s tovarmi na 4,5 %, resp. o 1 percentuálny bod menej ako v roku 2007.

2.2. Nové tendencie vo vývoji priamych zahraničných investícií vo svete

Celkový trend

Prudký rast tokov priamych zahraničných investícií, ktorý sa po spomalení na začiatku 21. storočia opäť zrýchlil v roku 2004, pokračoval v nasledujúcich rokoch a podľa prognóz bude pokračovať aj v najbližšej budúcnosti. V roku 2006 sa prílev PZI do rozličných krajín sveta zvýšil o 38 % v porovnaní s predchádzajúcim rokom (UNCTAD, 2007a, s. 3), pričom dosiahol druhú najvyššiu úroveň vo svetovej histórii (dosiaľ najvyššia úroveň tokov PZI bola v roku 2000). Prílev kapitálu rástol do všetkých skupín krajín – vyspelých krajín, rozvojových krajín, aj tranzitívnych ekonomík juhovýchodnej Európy a Spoločenstva nezávislých štátov. Pravda, miera tohto rastu bola rozdielna.

Najviac PZI stále smerovalo do priemyselne vyspelých štátov (ročná miera rastu prílevu PZI 45 %). Najvýznamnejšou hostiteľskou krajinou PZI sa opäť stali USA (kým v roku 2005 to bola Veľká Británia). Ako región však PZI najviac priťahovala EÚ. Na tento región pripadlo 41 % svetového prítoku PZI. Prílev PZI do rozvojových krajín sa zvýšil o 21 % a do tranzitívnych ekonomík o 68 % (UNCTAD, 2007a, s. 4). V oboch skupinách krajín sa dosiahli v miere rastu prítoku PZI historické rekordy. Najväčšiu dynamiku zaznamenal prílev PZI do Ruska, ktorý sa v porovnaní s rokom 2005 zvýšil viac ako dvojnásobne.

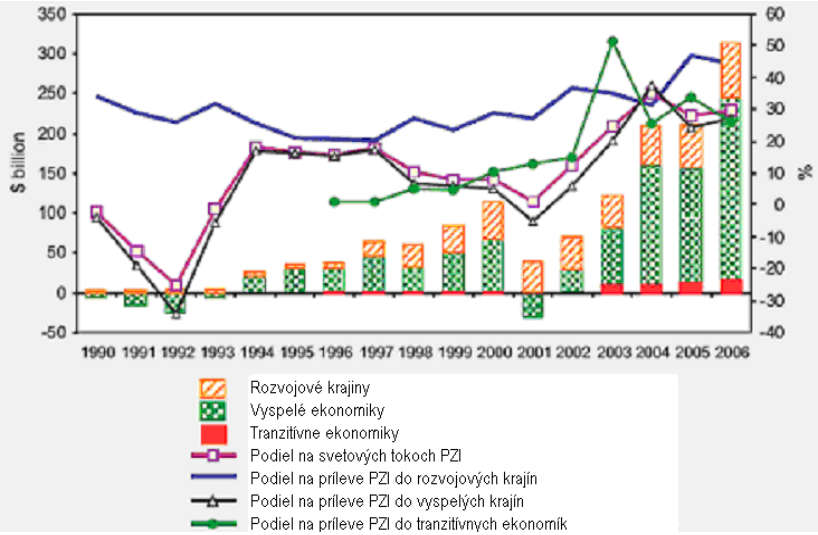
Prudký rast tokov PZI vo svete bol vyvolaný predovšetkým silným ekonomickým rastom v mnohých častiach sveta, vysokými ziskami korporácií,[82] ďalším zintenzívnením cezhraničných fúzií a akvizícií, no prejavil sa tu aj vplyv slabnúcej pozície dolára. Prílev PZI do USA z krajín eurozóny a Japonska síce zosilnel pod vplyvom klesajúceho kurzu dolára, no reakcia TNK z krajín eurozóny na výmenné kurzy nebola až taká intenzívna, ako sa očakávalo. V správe OECD o svetových investíciách (UNCTAD, 2007a, s. 4)

[82] Napríklad zisky 500 najväčších korporácií USA boli v roku 2006 najvyššie za posledné dve desaťročia, zisky japonských firiem od roku 2003 každoročne lámali rekordy, prudko sa zvýšili aj zisky TNK z krajín EÚ. Zvýšili sa aj zisky dosahované zahraničnými dcérskymi spoločnosťami TNK. Výnosy zo zahraničných investícií (repatriované zisky + reinvestované zisky v zahraničí, ktoré sa uvádzajú v platobnej bilancii krajín) sa v roku 2006 zvýšili o 29 %, kým v roku 2005 to bolo 16 % zvýšenie (UNCTAD, 2007a, s. 5).

sa to zdôvodňuje tým, že tieto korporácie už dosiahli vysoký stupeň internacionalizácie a ich zisky nie sú také zraniteľné na zmeny v menových kurzoch, ako to bolo v minulosti. Prejavil sa tu iste aj vplyv vzniku eurozóny, ktorý stimuloval najmä vnútorné toky PZI v rámci krajín Európskej únie.

Vzhľadom na rastúce výnosy zo zahraničných investícií došlo k zvýšeniu významu reinvestovaných ziskov, ktoré v roku 2006 tvorili 30 % celkových tokov PZI. Podiel reinvestovaných ziskov na celkových tokoch PZI vo svete v rokoch 1990 – 2006 ilustruje obrázok 2.1. Ako vidno, najvyšší je tento podiel v rozvojových krajinách.

O b r á z o k 2.1
Reinvestované zisky: hodnota a podiel na príleve PZI v rokoch 1990 – 2006



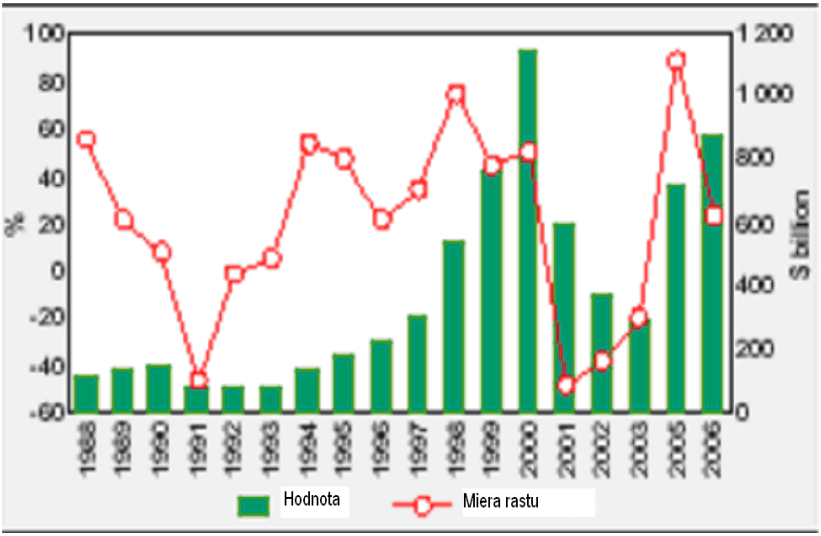
Poznámka: Iba 48 krajín, t. j. krajiny na ktoré pripadá 74 % svetových tokov PZI, uviedlo všetky údaje. Iba tieto krajiny sú zahrnuté v obrázku.

Prameň: UNCTAD (2007a), s. 5.

Cezhraničné fúzie a akvizície

Dôležitou súčasťou tokov PZI boli naďalej cezhraničné fúzie a akvizície, ktorých hodnota sa v porovnaní s predchádzajúcim rokom zvýšila o 23 % (ilustruje to obrázok 2.2).

Obrázok 2.2
Globálne cezhraničné fúzie a akvizície – hodnota a miera rastu (1988 – 2006)



Prameň: UNCTAD (2007a).

Vo vysokej hodnote cezhraničných fúzií a akvizícií sa odzrkadlil rast cien akcií na kapitálových trhoch. V globálnej konkurencii sa firmy snažili získať väčší podiel na trhu a zvýšil sa aj podiel tzv. megatransakcií (s hodnotou jednej transakcie vyše 1 mld USD). V roku 2006 bolo takýchto megatransakcií 172, kým v predchádzajúcom roku ich bolo 141. Pripadalo na ne 2/3 celkovej hodnoty cezhraničných fúzií a akvizícií. Fúzie a akvizície sa financovali väčšinou štandardnými platobnými metódami, alebo z úverov. Vzájomná výmena akcií medzi firmami sa využívala menej ako v minulosti. Na bankové úvery pripadalo 36 % celkových zdrojov financovania fúzií a akvizícií. Odzrkadľovali sa v tom relatívne nižšie náklady úveru a snaha firiem nezvyšovať základné imanie a udržať si vysokú rentabilitu vlastných zdrojov.

Vo fúziách a akvizíciách naďalej hrali významnú úlohu spoločnosti *private equity* (k tomu pozri Šestáková, 2007) a iné inštitúcie kolektívneho investovania. Pripadalo na ne 18 % celkových fúzií a akvizícií vo svete (UNCTAD, 2007a, s. 7). Tieto fondy využívali nielen výhodne podmienky likvidity na svetových finančných trhoch, ale uplatňovali aj nové praktiky získavania kapitálu. Vo

väčšej miere ako v minulosti využívali získavanie kapitálu emisiou cenných papierov a v rámci inštitúcií kolektívneho investovania sa zvýšil význam tzv. inštitucionálnych fondov (t. j. fondov, ktoré investujú do iných inštitúcií kolektívneho investovania). Odhaduje sa, že podiel inštitucionálnych fondov na celkových investíciách inštitúcií kolektívneho investovania tvoril zhruba 38 % (EIU, 2007). Na veľkých transakciách sa obvykle podieľalo viac fondov – napríklad tak to bolo v prípade akvizície holandskej spoločnosti Philips Semiconductor alebo nemeckej spoločnosti Altana Pharma. Jedným z dôsledkov takýchto transakcií je, že sa stále viac zahmlieva, kto v skutočnosti čo vlastní a kontroluje. Za takýchto podmienok sa značne komplikuje aj definovanie krajiny pôvodu zahraničného investora a oficiálne štatistické údaje nemusia zodpovedať realite.

Vysoká investičná aktivita spoločností kolektívneho investovania vedie k tomu, že konkurencia na strane kupujúcich je veľmi intenzívna a stáva sa čoraz ťažším nájsť rentabilný objekt pre akvizíciu. To na druhej strane môže byť výhodné pre predávajúcich, ktorí si môžu vyberať. Dôležité, pravda, je, aby sa vedeli výhodne predať. Súčasná snaha spoločností *private equity* vo väčšej miere kupovať firmy, ktoré už sú obchodované na burze, a menej investovať do vysoko rizikových projektov, môže však do určitej miery oslabovať ich úlohu ako jednej z foriem rizikového kapitálu a môže znevýhodňovať spoločnosti (objekty akvizície) v krajinách, kde nefunguje trh kapitálu.

Z hľadiska hostiteľských krajín, kde došlo k akvizícii domácich podnikov spoločnosťami *private equity*, stále je aktuálny problém časového horizontu stratégie týchto investorov. Pri orientácii na príliš krátkodobé výnosy to môže viesť k zatváraniu podnikov a prepúšťaniu zamestnancov. No existujú aj opačné príklady, keď spoločnosti *private equity* uskutočnili výraznú modernizáciu získaných podnikov a zlepšili ich konkurenčnú schopnosť.

Medzinárodná výroba ďalej rastie

Stupeň internacionalizácie a globalizácie nemožno posudzovať iba podľa tokov nových PZI. Dôležitý je naakumulovaný objem (stav) PZI v jednotlivých krajinách a celkový rozsah aktivít kontrolovaných transnacionálnymi korporáciami. *Medzinárodná výroba* sa v materiáloch UNCTAD definuje ako

objem aktivít, ktoré TNK uskutočňujú mimo rámca ich materských krajín. V súvislosti s rastom tokov PZI rastie aj objem medzinárodnej výroby. Celkový objem naakumulovaných PZI transnacionálnych korporácií (t. j. aktíva ich zahraničných dcérskych spoločností a pobočiek) sa v roku 2006 zvýšil o 20 %, tržby týchto podnikov o 18 %, pridaná hodnota v nich vytváraná o 16 % a export o 12 % (UNCTAD, 2007a, s. 9). Na tieto podniky pripadalo v roku 2006 až 10 % svetového HDP (v roku 2005 to bolo 9 %). Ak k tomu prirátame rozsah aktivít TNK v materských krajinách, bude, samozrejme, objem aktivít kontrolovaných transnacionálnymi korporáciami oveľa vyšší. Pokiaľ sa PZI uskutočňujú formou cezhraničných fúzií a akvizícií, medzinárodná výroba môže rásť aj vtedy, keď sa nijaké nové kapacity nevytvárajú, iba sa mení kontrola nad existujúcimi aktivitami. Pravda, pri fúziách a akvizíciách nie vždy ide o získanie zahraničnej kontroly nad domácimi aktivitami. Niekedy sa len mení zahraničný investor alebo štruktúra vlastníkov v podniku, ktorý už bol pod zahraničnou kontrolou. Vývoj základných ukazovateľov medzinárodnej výroby za roky 1982 – 2006 uvádza tabuľka 2.10.

T a b u ľ k a 2.10

Priame zahraničné investície a medzinárodná výroba: vybrané ukazovatele (1982 – 2006)

Ukazovateľ	Hodnota v bežných cenách (v mld USD)				Ročná miera rastu (v %)					
	1982	1990	2005	2006	1986 – 1990	1991 – 1995	1996 – 2000	2004	2005	2006
Prílev PZI	59	202	946	1 306	21,7	22,0	40,0	31,6	27,4	38,1
Odlev PZI	28	230	837	1 216	24,6	17,3	36,4	56,6	–4,6	45,2
Objem importovaných PZI	637	1 779	10 048	11 999	16,9	9,4	17,4	16,9	5,0	19,4
Objem exportovaných PZI	627	1 815	10 579	12 474	17,7	10,6	17,3	15,6	4,2	17,9
Príjem zo zahraničných investícií	46	120	845	972	18,7	17,4	11,8	38,4	24,7	15,1
Tržby zahraničných podnikov	2 741	6 126	21 394	25 177	19,3	8,8	8,4	15,0	3,0	17,7
Aktíva zahraničných podnikov	2 206	6 036	42 637	51 187	17,7	13,7	19,3	–1,0	9,3	20,1
Export zo zahraničných podnikov	688	1 523	4 197	4 707	21,7	8,5	3,3	20,5	10,7	12,2
Zamestnanosť v zahraničných podnikoch (tis. osôb)	21 524	25 103	63 770	72 627	5,3	5,5	11,5	3,7	16,3	13,9

Poznámka: Teoreticky by sa mal objem prílevu (importu) PZI a exportu PZI vo svetovom meradle rovnať, v skutočnosti to však podľa štatistických údajov tak nie je, keďže existujú značné rozdiely medzi štátmi v metódach vyčísľovania PZI.

Prameň: UNCTAD, FDI/TNC Database <www.unctad.org/fdistatistics>.

Ako vidno z tabuľky 2.10, v poslednom roku a aj v dlhodobom trende sa zvyšovali prakticky všetky ukazovatele, aj keď miera rastu v jednotlivých rokoch bola rozdielna. Naakumulovaný objem importovaných PZI sa za obdobie 2000 – 2006 viac než zdvojnásobil a v roku 2006 dosiahol 26 % svetového HDP (EIU, 2007, s. 26), čo je vyššie percento ako odhadovaná medzinárodná výroba v materiáloch UNCTAD (2007a, s. 9).

Zaujímavé je porovnanie rastu aktív zahraničných podnikov a rastu zamestnanosti v zahraničných podnikoch. Zahraničné investície boli tradične spojené s nižšou kapitálovou náročnosťou aktivít zahraničných podnikov, čo sa prejavovalo v nižšom objeme aktív na zamestnanca v zahraničných podnikoch v porovnaní s materskou krajinou. Za celé obdobie 1982 – 2006 rástla však zamestnanosť v zahraničných podnikoch nižším tempom ako ich aktíva. Táto tendencia bola výrazná v roku 2006. To by mohlo svedčiť o zvyšujúcej sa kapitálovej náročnosti týchto investícií, prípadne aj o posune k aktivitám náročným na znalosti.

Syntetickým ukazovateľom stupňa zapojenia krajiny do medzinárodnej výroby (a v podstate aj ukazovateľom vplyvu zahraničných investorov na základné makroekonomické ukazovatele príslušnej krajiny) môže byť tzv. *index transnacionálnosti*. Tento index je priemerom nasledujúcich štyroch podielových ukazovateľov: prílev PZI ako percento hrubej tvorby fixného kapitálu, objem PZI v krajine ako percento HDP, pridaná hodnota vytvorená v podnikoch pod zahraničnou kontrolou ako percento HDP a zamestnanosť v podnikoch pod zahraničnou kontrolou ako percento celkovej zamestnanosti.

UNCTAD zostavuje poradie jednotlivých krajín podľa tohto indexu pre tri skupiny krajín: vyspelé ekonomiky (kde sa zaraďuje aj 10 nových členských štátov EÚ), rozvojové krajiny a transformujúce sa ekonomiky juhovýchodnej Európy a Spoločenstva nezávislých štátov. Podľa najnovších údajov je Slovensko na 5. mieste medzi vyspelými ekonomikami s hodnotou indexu 35,4 %. To znamená, že vplyv zahraničných investícií na základné makroekonomické ukazovatele je v SR silnejší ako napríklad v Maďarsku, ČR, Poľsku a takmer dvakrát silnejší ako v Rakúsku (UNCTAD, 2007a, s. 13). Ak odhliadneme od špecifického postavenia Hongkongu a Singapuru, ako aj od skutočnosti, že Luxembursko je vlastne „prechodnou stanicou“ PZI, pretože sú tam umiestnené holdingové spoločnosti mnohých TNK, má index transnacionálnosti vyšší iba Estónsko a Írsko.

Medzinárodná výroba zrejme bude rásť aj v budúcich rokoch – aj keď tempá jej rastu môžu byť rozdielne v závislosti od rastu HDP v jednotlivých krajinách a regiónoch, ako aj vo svete ako celku. Rozdielnym tempom sa môžu vyvíjať aj jednotlivé komponenty indexu transnacionálnosti.

Geografické rozloženie priamych zahraničných investícií

Geografická štruktúra PZI sa za posledné desaťročie značne zmenila. Nové krajiny sa stali miestom atraktívnym pre zahraničné investície a zvyšoval sa aj export PZI z krajín, ktoré predtým neboli exportérmi kapitálu. Nastali zmeny v štruktúre bilaterálnych tokov kapitálu medzi vyspelými štátmi navzájom a zmeny v relatívnom význame vyspelých ekonomík na jednej strane a rozvojových krajín a tranzitívnych ekonomík na druhej strane ako lokality pre zahraničné investície.

V bilaterálnych tokoch kapitálu medzi vyspelými krajinami tradične zohráva dôležitú úlohu vzájomný pohyb PZI medzi USA a Veľkou Britániou. V roku 2005 bol objem PZI britských firiem v USA 282 mld USD, kým objem investícií amerických TNK v Británii bol 234 mld USD. Pred dvadsiatimi rokmi bola situácia opačná – prevahu mali investície amerických firiem v Británii. Z 50 najvýznamnejších bilaterálnych tokov kapitálu v roku 2005 bolo 22 bilaterálnych tokov medzi krajinami Európskej únie. Význam geografickej blízkosti sa pre partnerov zrejme zvýšil. Americké TNK si udržali tradičné vzťahy s partnermi z Kanady, Británie, Japonska a zvýšila sa intenzita ich vzťahov s niektorými európskymi štátmi (napríklad Švédsko a Švajčiarsko). Na druhej strane význam krajín Latinskej Ameriky pre investorov z USA poklesol.

V rámci vyspelých ekonomík najvýznamnejšou hostiteľskou krajinou PZI boli USA (no vzhľadom na veľkosť krajiny bol podiel na HDP USA iba 15 %), potom nasledovala Veľká Británia (podiel na HDP 47,5 %), Francúzsko (podiel na HDP 35 %) a Nemecko (podiel na HDP 26 %).

Novým javom je zvyšujúci sa význam ázijských krajín (najmä Číny a Indie) ako lokality pre PZI. Čína bola v roku 2005 treťou a v roku 2006 štvrtou krajinou najviac priťahujúcou zahraničné investície. Prílev PZI do Indie sa v roku 2006 zvýšil dvaapolnásobne v porovnaní s predchádzajúcim rokom. Na tomto raste sa významne podieľali aj fúzie a akvizície.

Novou tendenciou za posledné roky je *rastúci význam PZI z rozvojových krajín.* Tieto investície smerujú buď do iných rozvojových krajín, alebo aj do vyspelých ekonomík. V roku 2005 pripadalo na rozvojové krajiny 15 % svetového exportu PZI, kým pred dvadsiatimi rokmi bol ich podiel zanedbateľný (UNCTAD, 2006, s. 6). Priame zahraničné investície z rozvojových krajín smerovali predovšetkým do iných rozvojových krajín, kde sa stali dôležitým zdrojom hospodárskeho rozvoja. Pomáhali riešiť nielen nedostatok kapitálu, ale prispievali aj k transferu *know-how*, technickému rozvoju a celkovému zvýšeniu konkurenčnej schopnosti materských i hostiteľských krajín.

Transnacionálne korporácie z rozvojových krajín sa v posledných rokoch podieľajú aj na PZI vo vyspelých ekonomikách. V tejto súvislosti sa zvyšuje podiel TNK z rozvojových krajín na celkovom počte transnacionálnych korporácií. V roku 2006 bolo podľa údajov UNCTAD vo svete 78 000 materských spoločností TNK, ktoré mali vyše 780 000 podnikov v zahraničí. Z uvedeného počtu 78 000 TNK pochádzalo z rozvojových krajín 18 500 firiem (UNCTAD, 2007a, s. 12). Ide však väčšinou o stredne veľké firmy, najväčšie giganty sú naďalej z triády vyspelých krajín. Medzi 100 najväčšími TNK vo svete je 7 firiem z rozvojových krajín (6 z Ázie – z Hongkongu, Južnej Kórey, Malajzie, Singapuru, jedna z Mexika).

Prílev PZI do tranzitívnych ekonomík strednej a východnej Európy v roku 2006 dosiahol 106 mld USD, čo bola suma o tretinu vyššia ako v predchádzajúcom roku. Najviac investícií smerovalo do Ruska (28,7 mld USD), potom do Poľska (14,5 mld USD) a Rumunska (11,4 mld USD). Tento rast zahŕňal rozsiahle privatizačné projekty v niektorých krajinách, bol vyvolaný aj vysokou sumou reinvestovaného zisku a boomom na trhu nehnuteľností vo viacerých nových členských štátoch EÚ (EIU, 2007, s. 23 – 24). Viac než dvojnásobné zvýšenie prílevu PZI do Ruska sa uskutočnilo napriek určitému zhoršeniu podmienok podnikania. Stimulujúcim faktorom tu bol predovšetkým rozsiahly trh a prudký rast spotrebiteľských výdavkov.

Pokiaľ ide o prílev PZI do krajín Latinskej Ameriky, tam nastal mierny pokles tokov kapitálu, no prílev PZI vo výške 102,5 mld USD bol stále „slušný“ a prispieval k zlepšeniu makroekonomického prostredia. Najvýznamnejšími hostiteľskými krajinami PZI v tomto regióne už dlhodobo sú Brazília a Mexiko, ako aj „daňové oázy“ v Karibskom mori.

Zvýšil sa prílev PZI do Severnej Afriky (zvýšenie o 51 %), s vedúcim postavením Egypta a krajín Stredného východu. No prílev PZI do krajín subsaharskej Afriky poklesol o 20 % v porovnaní s rokom 2005.

Trendy v exporte priamych zahraničných investícií

V roku 2006 si USA opäť získali pozíciu vedúcej krajiny exportujúcej PZI. Pripadalo na ne 20 % svetových tokov PZI do zahraničia (EIU, 2007, s. 27). Reinvestované zisky tvorili zhruba polovicu týchto tokov. Neobnovila sa už situácia hromadnej repatriácie ziskov do USA, zaznamenaná v roku 2005. Vzhľadom na klesajúci kurz dolára americké TNK neboli veľmi aktívne v akvizíciách nových zahraničných podnikov.

Ďalšou krajinou najviac investujúcou v zahraničí bolo Francúzsko, potom Švajčiarsko a Veľká Británia. Vo francúzskych PZI zohrávali kľúčovú úlohu akvizície zahraničných podnikov. Zhruba 30 % exportu PZI z Francúzska tvorilo 5 najväčších akvizícií uskutočnených francúzskymi spoločnosťami. Napríklad Alcatel získal americkú spoločnosť Lucent a AXA kúpila švajčiarsku poisťovaciu spoločnosť Winthetthur (UNCTAD, 2007a, s. 4).

Priame zahraničné investície nemeckých firiem sa sústreďovali predovšetkým na členské štáty EÚ 15 a na USA. Japonské PZI dosiahli rekordnú úroveň – najvyššiu od roku 1990, pričom išlo predovšetkým o reinvestície ziskov.

Ako sme sa už zmienili, v posledných rokoch prudko rástol export PZI z rozvojových krajín a v posledných rokoch aj z tranzitívnych ekonomík. Export PZI z týchto skupín krajín dosiahol v roku 2006 cca 210 mld USD (EIU, 2007, s. 28). Väčšina týchto tokov kapitálu má vnútroregionálny charakter (v rámci krajín ASEAN v prípade investícií ázijských TNK alebo vnútri regiónu strednej a východnej Európy v prípade PZI z tranzitívnych ekonomík). Firmy z týchto krajín uskutočnili však aj niektoré významné zahraničné akvizície vo vyspelých ekonomikách (napr. indická spoločnosť TATA STEEL kúpila britskú spoločnosť Corus Group, spoločnosť Hindalco Industries, pochádzajúca taktiež z Indie, kúpila francúzsku spoločnosť NOVELIS a pod.). Fúzia ruskej spoločnosti Rusal, jej domáceho konkurenta Sual a švajčiarskej Glenco (v marci 2007) viedla k vytvoreniu vedúcej spoločnosti v oblasti výroby

hliníka vo svete. Pripadá na ňu 16 % svetovej výroby hliníka (UNCTAD, 2007a, s. 64). Celkovo je však podiel PZI z rozvojových krajín a tranzitívnych ekonomík na celkovom kapitále vo vyspelých ekonomikách zanedbateľný.

Odvetvová a sektorová štruktúra

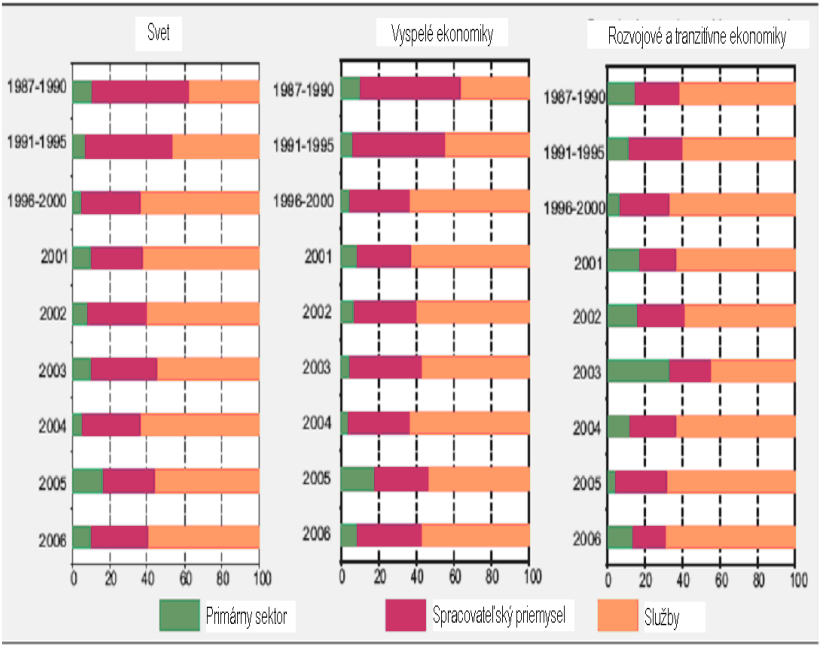
Najvýznamnejšou zmenou v sektorovej štruktúre PZI za posledné desaťročia bola intenzívna *orientácia na sektor služieb*. V posledných rokoch sa však dostali do popredia aj PZI do ťažobných odvetví. O rastúcom význame takto orientovaných investícií svedčí napríklad aj skutočnosť, že najnovšia správa UNCTAD o svetových investíciách sa špeciálne zameriava na investície do ťažobných odvetví (podtitulom UNCTAD, 2007a je *Transnational Corporations, Extractive Industries and Development*).

V absolútnom vyjadrení rástli za ostatných 25 rokov PZI do všetkých hlavných sektorov. No podiel spracovateľského priemyslu a primárneho sektora sa dlhodobo znižoval. V roku 2005 pripadalo na spracovateľský priemysel cca 30 % objemu PZI a na primárny sektor cca 10 %. Zvyšok tvorili služby. Analogický je aj podiel jednotlivých sektorov na cezhraničných fúziách a akvizíciách. Podiel PZI do primárneho sektora rastie v posledných rokoch v rozvojových krajinách a tranzitívnych ekonomikách. V roku 2005 pripadala na ťažobný sektor takmer štvrtina PZI v krajinách východnej Európy. Išlo predovšetkým o fúzie a akvizície. Pri PZI do vyspelých ekonomík je podiel primárneho sektora nízky, ukazuje to aj obrázok 2.3 o sektorovej štruktúre cezhraničných fúzií a akvizícií.

Pri investíciách do primárneho sektora išlo predovšetkým o investície do ťažby ropy.

Pokiaľ ide o spracovateľský priemysel, PZI smerujú takmer do všetkých odvetví. Najviac investícií však smeruje do chemického priemyslu, automobilového priemyslu, potravinárstva, elektrotechnického a elektronického priemyslu a strojárstva. V sektore služieb za posledných 25 rokov viac-menej trvale rástli PZI do rozvodu elektriny, plynu a vody a do telekomunikácií. Rástli aj PZI do budovania infraštruktúry – a to tak formou investícií na zelenej lúke, ako aj formou akvizícií. V tejto oblasti fúzií a akvizícií boli veľmi aktívne spoločnosti *private equity*.

Obrázok 2.3
Sektorová štruktúra cezhraničných fúzií a akvizícií (v %, 1987 – 2006)



Prameň: UNCTAD (2007a), s. 22.

V oblasti finančných služieb došlo podľa údajov UNCTAD (2007a, s. 23 – 24) v ostatnom období k miernemu poklesu ich podielu, no existujú značné rozdiely medzi jednotlivými krajinami a regiónmi. Celkovo na PZI v oblasti finančných služieb pripadá vyšší podiel v rozvojových a tranzitívnych ekonomikách než vo vyspelých štátoch. No v roku 2005 vlna fúzií medzi finančnými inštitúciami vo vyspelých ekonomikách zosilnela.

Najväčšie transnacionálne korporácie vo svete

Hlavnými aktérmi medzinárodnej výroby a hlavnými subjektmi v celkovom procese globalizácie sú transnacionálne korporácie. Aj keď počet transnacionálnych korporácií rastie, kľúčovú úlohu zohráva 100, resp. 150 najväčších z nich. Na 100 najväčších TNK vo svete pripadá 10 % zahraničných

aktív, 17 % zahraničných tržieb a 13 % zahraničnej zamestnanosti z celkového komplexu TNK vo svete.

Zoznam najväčších TNK je pomerne stabilný. Vedúce postavenie v zozname 100 najväčších nefinančných korporácií dlhodobo majú General Electric, telekomunikačná spoločnosť Vodafone a General Motors. Podľa výšky zahraničných aktív je napríklad Volkswagen na 12. mieste vo svete, Deutsche Telekom na 17. mieste, Siemens na 18. mieste, IBM na 30. mieste, Sony na 39. mieste, Telefonica na 53. mieste a pod. (aby sme spomenuli aspoň kľúčových zahraničných investorov v SR).

Zo 100 najväčších TNK vo svete 84 spoločností pochádza z triády (EÚ, USA a Japonsko). V rámci samej skupiny 100 najväčších TNK sú však značné rozdiely vo veľkosti a v stupni transnacionálnosti. Najsilnejšie TNK rástli v posledných rokoch rýchlejšie ako firmy v druhej polovici zoznamu a stupeň ich transnacionálnosti sa zvyšoval. Zahraničné aktíva a zahraničné tržby týchto spoločností rástli rýchlejšie ako ich celkové aktíva a tržby (UNCTAD, 2007a, tab. 1.10, s. 25).

Z hľadiska odvetvového profilu boli najväčšie TNK predovšetkým v šiestich odvetviach: automobilový priemysel, ropný priemysel, elektrotechnický a elektronický priemysel, farmaceutický priemysel, telekomunikácie a rozvod elektriny, plynu a vody. V tomto zmysle odvetvový profil najväčších TNK zodpovedá aj odvetvovej štruktúre PZI.

V priemere najväčšie TNK mali zahraničné dcérske spoločnosti v 39 krajinách, avšak v niektorých spoločnostiach je počet krajín, kde umiestnili svoje PZI, podstatne vyšší. Napríklad Royal Dutch/Shell má podniky v 96 krajinách sveta (UNCTAD, 2007a, s. 25).

Najväčšie *finančné korporácie vo svete* rástli predovšetkým na základe fúzií a akvizícií. Keďže údaje o zahraničných aktívach a zahraničných tržbách nie sú dostupné, tieto TNK sú zoradené podľa indexu GSI (*Geographical spread index*).[83] V rámci 50 najväčších finančných TNK vo svete pripadá v priemere na jednu TNK 28 hostiteľských krajín, no spomedzi najväčších

[83] Východiskom pri výpočte tohto indexu je index internacionálnosti, t. j. počet zahraničných dcérskych spoločností vydelený celkovým počtom spoločností s majoritným podielom materskej spoločnosti. Index internacionálnosti sa potom vynásobí počtom krajín, do ktorých sa uskutočnili PZI.

5 finančných TNK má každá v priemere dcérske spoločnosti v 51 krajinách sveta. Pokiaľ ide o index GSI, ten je tradične vysoký pre TNK zo Švajčiarska, ktoré, vzhľadom na malú veľkosť domáceho trhu, museli uprednostňovať zahraničné aktivity.

Celkovo vedúce postavenie v zozname 50 najväčších finančných TNK má Citigroup (USA) a finančná súčasť spoločnosti General Electric GE Capital. Potom nasleduje Allianz, švajčiarska UBB AG, talianska Generali, britská HSBC Holding, švajčiarska Zűrich Financial Services, na 8. mieste je BNP Paribas, na 9. mieste Unicredit Group a na 10. mieste AXA Group. Spomedzi známych finančných zahraničných investorov na Slovensku je napríklad ING na 18. mieste, KBC Groupe na 23. mieste, talianska skupina Banca Intesa na 25. mieste, Dexia na 35. mieste.

Z hľadiska geografického rozloženia PZI finančných korporácií sú najobľúbenejšími lokalitami Veľká Británia, USA a Nemecko. Z rozvojových krajín je na prvom mieste Brazília, potom nasleduje Hongkong a Mexiko. Tradične sú atraktívnou lokalitou aj daňové raje ako Kajmanské ostrovy, Bermudy a Bahamy.

V oblasti poisťovníctva došlo v 90. rokoch minulého storočia k intenzívnej vlne fúzií a akvizícií. Mnohé európske poisťovacie spoločnosti prenikli na trh USA. Expanziou sa sformovali také giganty ako ING, AXA, Allianz, ktoré sú skutočne globálnymi hráčmi na svetovom poisťovacom trhu. Zvýšené riziko, ktoré je charakteristické pre oblasť poisťovníctva za posledné roky, však spôsobilo, že skutočne ziskových bol v rokoch 2005 – 2006 iba malý počet poisťovacích TNK.

V bankovom sektore sa najväčšie cezhraničné fúzie uskutočnili v ostatných rokoch medzi európskymi bankami. Španielska banka Santander kúpila v roku 2004 britskú Abbey National za 15,8 mld USD, talianska Unicredito získala v roku 2005 nemeckú Hypo Bank a Bank Austria Creditanstalt za 21,6 mld USD. Tento trend pokračoval, keď v roku 2006 kúpila francúzska BNP taliansku Banca Nazionale del Lavoro za zhruba 11 mld USD (UNCTAD, 2007a, s. 28). Európske banky uskutočňovali v tomto období (a v rokoch bezprostredne predchádzajúcich) aj expanziu do krajín strednej a východnej Európy.

Predpokladaný vývoj priamych zahraničných investícií v najbližších rokoch

S analýzou trendov vo vývoji PZI vo svete sa obvykle spájajú aj prognózy vývoja PZI v najbližších rokoch, čo je dôležité tak pre budúcu orientáciu zahraničných investorov, ako aj pre hostiteľské krajiny PZI. Tieto prognózy sa opierajú jednak o prieskum medzi samými zahraničnými investormi – ako oni hodnotia očakávaný vývoj hlavných determinantov PZI, príležitosti a riziká, aké sú ich plány na najbližšie roky –, jednak o názory expertov a agentúr na podporu zahraničných investícií v jednotlivých krajinách. V prieskume sa využíva forma dotazníkov, ale aj interview s kľúčovými investormi.

Stratégia TNK je dôvernou záležitosťou a respondenti sú obvykle ochotní formulovať iba základné trendy a očakávania, nie konkrétne plány pre jednotlivé krajiny a odvetvia. Navyše, stratégia TNK sa mení, prispôsobuje meniacim sa podmienkam. Preto časový horizont prognóz vývoja PZI je najvýš strednodobý, alebo ide iba o výhľad na najbližší rok.

Pravidelne každý rok uskutočňuje UNCTAD prieskum medzi veľkými TNK o perspektívach vývoja PZI na najbližšie 2 – 3 roky. Posledný takýto prieskum sa uskutočnil v období marec – jún 2007 (UNCTAD, 2007b). Dotazníky boli zaslané 1 500 veľkým TNK, z ktorých odpovedalo 191 spoločností (miera návratnosti 13 %). Zároveň bola vytvorená ad hoc skupina expertov pre jednotlivé lokality, ktorá mala poskytnúť kvalitatívny odhad príležitostí a rizík spojených s budúcim vývojom PZI. Časový horizont týchto prognóz bol do roku 2009. Pohľad materských spoločností TNK a expertov sa kombinoval s pohľadom a očakávaniami zahraničných dcérskych spoločností, ktoré mohli reagovať na konkrétne podmienky v jednotlivých krajinách a regiónoch (UNCTAD, 2007c). Dotazníky boli zaslané 850 zahraničným dcérskym spoločnostiam TNK v rozličných krajinách. Dotazníky vyplnilo 96 dcérskych spoločností v 42 krajinách (miera návratnosti 11 %).

Aj keď súbor respondentov nie je veľký, niektoré základné tendencie očakávaného vývoja PZI možno načrtnúť: 63 % respondentov z radov TNK vyjadrilo optimizmus, pokiaľ ide o perspektívy PZI na najbližšie roky; 76 % zahraničných dcérskych spoločností očakáva zvýšenie ich investícií v príslušnej hostiteľskej krajine v časovom horizonte do roku 2009. Za kľúčový

determinant ďalšieho rastu PZI sa pokladá pokračujúca expanzia vo svetovej ekonomike, rast ziskov korporácií a intenzita cezhraničných fúzií a akvizícií. Podľa očakávaní majú spoločnosti *private equity* naďalej zohrávať významnú úlohu v procese fúzií a akvizícií.

Preferovanými lokalitami pre zahraničné investície by podľa názoru respondentov mali byť krajiny východnej a juhovýchodnej Ázie, Severná Amerika a Európska únia vrátane nových členských štátov. Z jednotlivých krajín získala najviac preferencií ako lokalita pre PZI Čína, potom India a USA. Na ďalších miestach je Rusko a Brazília. Podobné predstavy o rozmiestnení PZI v najbližších rokoch majú aj iné zdroje (Ernst & Young, 2007; McKinsey, 2007; World Bank, 2007). Na druhej strane, ak vychádzame z predstáv o smerovaní cezhraničných fúzií a akvizícií (PwC, 2007), rozhodujúcou destináciou PZI vo forme cezhraničných fúzií a akvizícií by mali byť vyspelé ekonomiky západnej Európy a USA.

Prieskum, ktorý uskutočnila UNCTAD, sa podrobne nezaoberá odvetvovým profilom očakávaných PZI, no odhaduje sa, že cezhraničné fúzie a akvizície by mali byť intenzívne v primárnom sektore a v chemickom a automobilovom priemysle v rámci spracovateľského priemyslu. Predpokladá sa taktiež pokračujúci trend PZI v oblasti služieb.

Za najdôležitejšie riziká, ktoré by mohli brzdiť rast PZI, sa pokladá deficit bežného účtu platobnej bilancie v mnohých vyspelých krajinách, vysoké ceny ropy a ich tlak na infláciu, turbulencie na finančných trhoch a nebezpečenstvo protekcionistickej politiky viacerých štátov. Respondenti spomínali aj globálnu hrozbu terorizmu a možné politické riziká.

Dlhší časový horizont prognózy (do roku 2011) má materiál, ktorý spracovala *The Economist Intelligence Unit* (EIU, 2007). Tento materiál obsahuje aj kvantifikované projekcie vývoja kľúčových ukazovateľov PZI pre jednotlivé roky, krajiny a regióny.

Aj tento materiál vychádza z prieskumu medzi kľúčovými TNK, pričom – podobne ako UNCTAD – využíva aj hodnotenia expertov pre jednotlivé lokality, ako aj predstavy a očakávania agentúr zameraných na podporu PZI.

Pri prieskume, ktorý sa uskutočnil v júni 2007, sa získala reakcia 602 vrcholových manažérov TNK, pričom boli primerane zastúpené TNK zo západnej Európy, Severnej Ameriky a Ázie, ale aj TNK z rozličných odvetví.

Stupeň internacionalizácie respondentských spoločností bol vysoký. Zhruba jedna tretina respondentov uviedla, že viac ako polovica ich celkových príjmov je vytváraná aktivitami zahraničných dcérskych spoločností. Zdá sa, že súbor respondentov bol dostatočne reprezentatívny na to, aby sa mohli vystihnúť kľúčové očakávania a trendy v PZI.

Cieľom prieskumu bolo identifikovať základné príležitosti a riziká, ktoré môžu byť spojené s vývojom PZI v najbližších rokoch (v časovom horizonte do roku 2011). Okruhy otázok, na ktoré mali respondenti odpovedať, zahŕňajú nasledujúce oblasti:

- Aké sú plány spoločnosti v oblasti PZI?
- Akú váhu pripisujú politickým rizikám v porovnaní s ostatnými črtami podnikateľského prostredia, keď rozhodujú o lokalizácii investícií?
- Do akej miery globálne geopolitické hrozby vplývajú na stratégiu TNK?
- Existujú tendencie k protekcionizmu, ktoré by mohli brzdiť ich PZI?
- Aké opatrenia TNK používajú v oblasti riadenia politického rizika?

Ako vidno z uvedených otázok, prieskum sa sústreďoval predovšetkým na vzťah ekonomických príležitostí pre PZI a politických rizík, ktoré by mohli ohroziť využívanie týchto príležitostí. V rámci ekonomických príležitostí sa, pravda, venuje pozornosť širokému spektru faktorov.

Z prieskumu vyplynulo, že TNK väčšinou optimisticky hodnotia investičné príležitosti v najbližších rokoch, no uvedomujú si aj niektoré makroekonomické a finančné riziká. Rozhodujúca väčšina respondentov chce „podstatne“ alebo „mierne“ zvýšiť PZI a zámer využiť investičné príležitosti zrejme prevláda nad obavami z možných politických rizík. Na nebezpečenstvo politických rizík respondenti upozornili najmä v súvislosti s investíciami do rozvojových a tranzitívnych ekonomík.

Pokiaľ ide o odvetvový profil budúceho zvýšenia PZI, respondenti plánujú „podstatné zvýšenie“ v spracovateľskom priemysle, energetike, a službách pre podniky (poznatkovo náročných), „mierne zvýšenie“ vo finančných službách a farmaceutickom priemysle a v podstate rovnomerne je rozložené očakávanie „podstatného“ a „mierneho“ zvýšenia v oblasti informačných technológií, obchodu a výroby spotrebných predmetov. Menej ako 1 % respondentov očakáva zníženie PZI.

Z hľadiska regionálneho zamerania PZI je podľa respondentov najatraktívnejšou krajinou Čína, na druhom mieste sú USA, potom nasleduje India, rozvíjajúce sa ekonomiky Ázie, Veľká Británia a ostatné krajiny EÚ. Atraktívnosť krajín Latinskej Ameriky je v očiach respondentov pomerne nízka.

Pokiaľ ide o formy PZI, respondenti očakávajú, že investície na zelenej lúke budú rozhodujúcou formou investícií v rozvojových a tranzitívnych ekonomikách, no zdôrazňujú aj význam nadväzujúcich investícií v už existujúcich zahraničných podnikoch. Fúzie a akvizície majú zohrávať významnú úlohu vo vzťahoch medzi vyspelými krajinami, avšak ich očakávaná váha ako perspektívnej formy PZI do tranzitívnych a rozvojových ekonomík sa zvýšila iba o 1 % v porovnaní s odhadom na predchádzajúce 5-ročné obdobie.

Ako základné faktory, ktoré budú ovplyvňovať (v pozitívnom alebo negatívnom zmysle) globálne trendy PZI, respondenti uviedli – v uvedenom poradí:

- rastúci dopyt na trhoch prudko sa rozvíjajúcich krajín;
- stav ekonomiky USA;
- globálny *outsourcing* služieb;
- zvyšujúci sa význam investícií z rozvíjajúcich sa ekonomík;
- geopolitické tlaky;
- regionálnu integráciu;
- ekonomický vývoj v eurozóne;
- environmentálne faktory;
- vývoj cien základných komodít;
- makroekonomickú nestabilitu;
- protekcionistickú politiku;
- nebezpečenstvo terorizmu.

Respondenti zrejme pokladajú za kľúčové ekonomické faktory, pričom váha pripisovaná jednotlivým faktorom závisela aj od krajiny pôvodu TNK.

Politické riziko v uvedenom prieskume zahŕňalo širokú škálu faktorov: od nestability vlády a protekcionistickej politiky, cez riziko vyvlastnenia až po hrozbu politického násilia a terorizmu. Respondenti sa mali vyjadriť aj k formám komunikácie so štátnymi orgánmi a agentúrami. V tejto súvislosti zaráža, že 43 % respondentov nemalo nijaký kontakt s príslušnými agentúrami na podporu PZI v hostiteľskej krajine a 20 % respondentov tvrdí, že medzištátne

dohody o zahraničných investíciách nemali podstatný vplyv na ich investičné rozhodnutia.

Na základe výsledkov prieskumu medzi TNK samými a odhadu expertov sa v materiáli EIU formulujú nasledujúce prognózy vývoja PZI v rokoch 2007 – 2011 (rok 2007 ešte nebol v čase prípravy materiálu uzavretý a údaje na tento rok sa tiež opierajú o odhady):

1. Rast tokov PZI sa v roku 2007 udrží vďaka silnej svetovej ekonomike (v rokoch 2007 – 2011 sa predpokladá globálny rast vo svetovej ekonomike cca 4,6 % ročne) a pokračujúcemu boomu v cezhraničných fúziách a akvizíciách. V porovnaní s rokom 2006 by sa toky PZI mali zvýšiť cca o 10 %, čo je nižšia miera rastu ako v roku 2006. Za hlavnú príčinu tohto spomalenia miery rastu sa pokladajú turbulencie na svetových finančných trhoch. Intenzita cezhraničných fúzií a akvizícií vzrástla v prvom polroku 2007 o vyše 50 % (v porovnaní s rovnakým obdobím r. 2006), no v druhom polroku 2007 sa očakávalo spomalenie tejto horúčky. V materiáli sa však tento vývoj charakterizuje ako „mäkké pristátie“, a nie ako radikálny pokles (EIU, 2007, s. 31). Toky PZI majú rásť intenzívnejšie medzi vyspelými ekonomikami než do rozvojových krajín. Spojené štáty americké ostanú naďalej hlavnou hostiteľskou krajinou PZI. Pokiaľ ide o toky PZI do krajín EÚ 15, tam sa predpokladá ročná miera rastu cca 5 %, čo vyplýva z nižšej miery rastu tokov PZI do Veľkej Británie – vedúcej hostiteľskej krajiny PZI v roku 2005.
2. V roku 2008 sa očakáva mierny pokles tokov PZI (asi o 5 %), no už v roku 2009 by sa toky PZI mali vrátiť k trvalo udržateľnej miere rastu a tento trend by mal pokračovať v ďalších rokoch až do roku 2011. Na konci prognózovaného obdobia – v roku 2011 – by toky PZI mali dosiahnuť 1,5 bil. USD a prekročiť takto o 14 % ich absolútne najvyššiu úroveň v roku 2000 (EIU, 2007, s. 320). V súvislosti s rastom tokov PZI by sa mal zvýšiť aj ich podiel na svetovom HDP. Podiel tokov PZI (nie naakumulovaného objemu PZI) na svetovom HDP by mal v roku 2011 dosiahnuť 2,5 %, kým v prvej polovici 90. rokov 20. storočia to bolo cca jedno percento.
3. K očakávanému rastu tokov PZI prispeje aj predpokladaný priaznivý vývoj podnikateľského prostredia, technický pokrok a globálna konkurencia,

ktorá bude firmy nútiť hľadať v zahraničí kvalifikované pracovné sily pri konkurenčných mzdách.

4. Zintenzívni sa pravdepodobne určitá relokácia pracovne náročných priemyselných odvetví do tranzitívnych a rozvojových ekonomík, no nebude to až také dramatické, ako sa mnohí obávajú.
5. V porovnaní s predchádzajúcimi rokmi sa zrýchli *outsourcing* služieb. Predpokladá sa, že väčšia časť *outsourcingu* služieb sa uskutoční cezhraničnou formou. Táto forma internacionalizácie je relatívne málo náročná na kapitálové toky.
6. Zahraničné investície firiem z rozvíjajúcich sa krajín budú pravdepodobne rásť nielen absolútne, ale bude sa zvyšovať aj ich podiel na svetových tokoch PZI.
7. Transnacionálne korporácie si uvedomujú aj určité politické riziká a význam globálnych geopolitických podmienok, no vo svojej stratégii prihliadajú predovšetkým na ekonomickú výhodnosť investícií a takáto orientácia vyplýva aj z prognóz na najbližšie roky. To však neznamená, že nie sú citlivé na protekcionistickú politiku národných štátov. Prípadné protekcionistické opatrenia sú aj súčasťou celkového ratingu podnikateľského prostredia v určitej krajine, ktoré ukazuje, nakoľko atraktívna je krajina pre zahraničných investorov.

Rating podnikateľského prostredia zohráva dôležitú úlohu pri hodnotení a prognózach PZI. Skóre jednotlivých krajín sa určuje na základe prieskumu medzi predstaviteľmi TNK a hodnotení expertov pre príslušnú lokalitu (krajinu). Používa sa pri tom 91 ukazovateľov, ktoré sú zoskupené do 10 kategórií a každé z nich sa hodnotí v stupnici od 1 do 5. Ukazuje sa, že práve komplexný súbor kritérií, na základe ktorých sa hodnotí podnikateľské prostredie jednotlivých krajín, má významný vplyv na rozhodnutia o alokácii PZI.

Základné kategórie, do ktorých sú ukazovatele zoskupené, sú:

- politické prostredie,
- makroekonomické prostredie,
- trhové príležitosti,
- politika podporujúca slobodu podnikania a konkurenciu,
- politika priamo zameraná na PZI,

- opatrenia v oblasti zahraničného obchodu a výmenných kurzov,
- daňový systém,
- finančný systém,
- trh práce,
- infraštruktúra.

Každá kategória zahŕňa niekoľko ukazovateľov, pričom najväčší počet ukazovateľov je pri kategórii *Infraštruktúra* (16 ukazovateľov), najmenší počet pri kategórii *Zahraničný obchod a výmenný kurz* (5 ukazovateľov). Viac ako polovica ukazovateľov je založená na kvantifikovaných údajoch (napr. miera rastu HDP), pričom sa vychádza z národných a medzinárodných štatistických zdrojov. Iné ukazovatele sú kvalitatívneho charakteru (napr. kvalita finančného systému) a vychádzajú z rozličných dostupných zdrojov a z hodnotení expertov. Bodové ohodnotenie jednotlivých ukazovateľov sa najprv urobí v stupnici od 1 do 5 a metódou váženého priemeru sa vypočíta priemerné skóre za celú kategóriu. Váhy jednotlivých ukazovateľov v rámci kategórie sú založené na koeficiente korelácie medzi prílevom PZI za roky 2002 – 2006 a vývojom príslušného ukazovateľa. V rámci kategórie *Trhové príležitosti* má napríklad najvyšší koeficient korelácie miera rastu HDP a výška HDP v parite kúpnej sily (koeficient 0,16), v rámci kategórie *Trh práce* majú jednotkové náklady práce koeficient 0,14 a kvalifikácia pracovných síl koeficient 0,12. Ostatné ukazovatele majú nižšiu hodnotu koeficientu. Tieto údaje sa potom prispôsobujú lineárnou transformáciou, aby sa získala hodnota indexu v stupnici od 1 do 10. Celkový index podnikateľského prostredia pre určitú krajinu sa potom vypočíta ako aritmetický priemer indexov za 10 kategórií ukazovateľov. Indexy vyjadrujú hodnotu za dlhšie obdobie (5 rokov), nie ku koncu obdobia.

Na základe celkového hodnotenia podnikateľského prostredia materiál EIU dospieva k viac-menej očakávanému výsledku: Vyspelé ekonomiky majú vyššie skóre ako tranzitívne a rozvojové ekonomiky. Na prvom mieste v celkovom skóre je Dánsko, potom Fínsko, USA sú na 7. mieste a Veľká Británia na 10. mieste. Ukazuje sa, že výška prílevu PZI do veľkej krajiny môže byť vysoká aj vtedy, ak rating podnikateľského prostredia nie je veľmi vysoký, no na druhej strane malé krajiny musia mať vysoký rating, ak chcú získať zahraničné investície. Napríklad Čína, ktorá sa pokladá za vysoko

atraktívnu destináciu PZI, sa podľa tohto ratingu nachádza až na 58. mieste za uplynulých 5 rokov a na 53. mieste v prognóze na roky 2007 – 2011 (EIU, 2007, s. 39). Rusko, ktoré má v skupine tranzitívnych ekonomík najvyšší prílev PZI, je podľa skóre podnikateľského prostredia na 63. mieste, pričom ide o mierne zhoršenie tohto skóre v porovnaní s predchádzajúcimi piatimi rokmi. Na základe všetkých uskutočnených prieskumov a odhadov expertov formuluje The Economist Intelligence Unit nasledujúce kvantifikované odhady vývoja PZI vo svete (tab. 2.11).

Tabuľka 2.11
Odhadovaný vývoj PZI vo svete na roky 2007 – 2011 (v mld USD)

Ukazovateľ	2007	2008	2009	2010	2011
Svetový tok PZI	1 474,7	1 406,4	1 470,3	1 536,8	1 604,9
Percentuálna ročná zmena	10,5	–4,6	4,5	4,5	4,4
Prílev PZI ako % svetového HDP	2,8	2,5	2,5	2,4	2,5
Prílev PZI do vyspelých krajín	940,2	879,0	925,5	972,6	1 017,3
% svetových tokov PZI	63,8	62,5	62,9	63,3	63,4
Prílev PZI do rozvojových a tranzitívnych ekonomík	534,6	527,4	544,4	5 645,2	586,7
% svetových tokov PZI	36,2	37,5	37,1	36,7	36,6
Naakumulovaný objem importovaných PZI	13 622	14 955	16 347	17 796	19 307
Objem PZI ako % HDP	25,9	26,5	27,4	28,9	29,0
Objem PZI vo vyspelých krajinách	9 441	10 306	11 216	12 171	13 169
Objem PZI vo vyspelých krajinách ako % HDP	25,6	26,4	27,8	29,2	30,4
Objem PZI do rozvojových a tranzitívnych ekonomík	4 181	4 649	5 130	5 626	6 139
Objem PZI do rozvojových a tranzitívnych ekonomík ako % HDP	30,7	31,1	31,4	31,6	31,8

Prameň: EIU (2007), s. 30.

Prílev PZI bude značne koncentrovaný na malú skupinu krajín. Na 10 najvýznamnejších hostiteľských krajín PZI (USA, Veľká Británia, Čína, Francúzsko, Belgicko, Nemecko, Kanada, Hongkong, Španielsko, Taliansko) má pripadnúť takmer 60 % svetového prílevu PZI a na prvých 20 najvýznamnejších hostiteľských krajín má pripadnúť tri štvrtiny svetového prílevu PZI.

Pravda, ak sa na tento zoznam hostiteľských krajín PZI pozrieme z relatívneho hľadiska – napríklad podiel prílevu PZI na HDP, podiel prílevu PZI na hrubej tvorbe fixného kapitálu alebo prílev PZI na obyvateľa – poradie krajín by sa značne odlišovalo. Krajiny bohaté na surovinové zdroje priťahujú

značne vyšší objem PZI, než by vyplývalo z ich veľkosti. Z hľadiska relatívnych kritérií sa na prvých miestach vyskytli viaceré malé ekonomiky (Belgicko, Hongkong, Singapur, Írsko, Švédsko, Švajčiarsko, Spojené arabské emiráty, Holandsko) a z väčších krajín je v príleve PZI na obyvateľa Kanada na 10. mieste a Veľká Británia na 11. mieste. Z vyspelých ekonomík má Japonsko najnižší podiel PZI na hrubej tvorbe fixného kapitálu a na HDP. Relatívne ukazovatele významu PZI pre rozličné ekonomiky sú dôležité aj pri výpočte indexu transnacionálnosti, o ktorom sme sa už zmienili.

Z hľadiska perspektívneho prínosu PZI pre rozvoj jednotlivých ekonomík môže byť dôležitý počet a veľkosť plánovaných projektov investícií na zelenej lúke. Podľa prieskumu uskutočneného EIU bolo v roku 2006 vo svete 11 814 projektov PZI na zelenej lúke, čo predstavovalo 13 % prírastok oproti roku 2005 (EIU, 2007, s. 27). Najviac takýchto projektov bolo v Číne a Indii. Potom nasledujú projekty na zelenej lúke v popredných destináciách PZI – USA, Veľkej Británii, Francúzsku, no na 6. mieste je Rusko a na 7. mieste Rumunsko (EIU, 2007, s. 27). Celkovo je zastúpenie tranzitívnych ekonomík v globálnom počte projektov PZI na zelenej lúke vyššie ako ich zastúpenie vo svetovom príleve PZI. Vyplýva to zo skutočnosti, že objem cezhraničných fúzií a akvizícií (ako alternatívna forma PZI) je v týchto krajinách podstatne nižší než vo vyspelých ekonomikách.

Slovensko v kontexte svetového vývoja priamych zahraničných investícií v ostatných rokoch

Slovensko ako malá krajina nemôže ovplyvniť svetové trendy vo vývoji PZI, môže sa však viac alebo menej intenzívne podieľať na efektoch týchto procesov. V prvých rokoch transformácie (fakticky v prvom desaťročí transformačného procesu) Slovensko výrazne zaostávalo v absolútnom objeme i relatívnom význame prílevu PZI v porovnaní s ostatnými krajinami V 4. V roku 1999 bol stav (objem PZI do slovenskej ekonomiky 136 418 mil. Sk – alebo 3 228 mil. USD (NBS, 2007, s. 154). Obrat nastal až na začiatku 21. storočia. Už v roku 2000 prílev PZI dosiahol hodnotu 1 926 mil. USD (v porovnaní s prílevom 428 mil. USD v predchádzajúcom roku) a v roku 2002 dosiahol prílev PZI dovtedy rekordnú úroveň 4 141 mil. USD (NBS, 2007, s. 156).

V dôsledku vysokých prílevov PZI v prvých rokoch 21. storočia dosiahol v roku 2005 objem PZI do SR 23,7 mld USD – pri vtedajšom kurze 1 USD = 31,948 SKK (NBS, 2007, s. 6). Prílev nových PZI v roku 2005 bol 1,9 mld USD napriek tomu, že sa neuskutočnila nijaká veľká privatizačná akcia. Priame zahraničné investície do SR rástli aj v nasledujúcich rokoch. V roku 2006 prílev PZI významne ovplyvnila privatizácia Slovenských elektrární. Koncom roka 2006 dosiahol objem PZI do SR výšku 25,5 mld USD. Je to v porovnaní s predchádzajúcim vývojom v SR vysoká hodnota, no stále je to zhruba jedna tretina naakumulovaného objemu PZI v ČR a Maďarsku a asi jedna štvrtina naakumulovaného objemu PZI v Poľsku (EIU, 2007, s. 175).

Z hľadiska relatívnych kritérií je však význam PZI v slovenskej ekonomike vyšší. V roku 2006 tvoril objem PZI zhruba 46 % HDP, na obyvateľa pripadalo 4 700 USD priamych zahraničných investícií a podiel PZI na celkovej tvorbe fixného kapitálu bol 21,2 % (za ekonomiku ako celok, v priemysle bol tento podiel vyšší).

Vo svetových porovnávaniach významu prílevu PZI pre jednotlivé krajiny je Slovensko na 35. mieste vo svete, pokiaľ ide o prílev PZI na obyvateľa, na 49. mieste, pokiaľ ide o podiel prílevu PZI na HDP a na 55. mieste, pokiaľ ide o podiel prílevu PZI na hrubej tvorbe fixného kapitálu. Podiel prílevu PZI na HDP a na hrubej tvorbe fixného kapitálu je viac ako dvojnásobne vyšší než v Rakúsku (EIU, 2007, s. 35). Z toho vyplýva aj vysoká hodnota indexu transnacionálnosti.

Na základe odhadov budúceho vývoja PZI, uskutočneného EIU, možno zhrnúť predpokladané údaje o PZI v SR do nasledujúcej tabuľky:

Tabuľka 2.12
Predpokladaný vývoj PZI v SR (2007 – 2011)

Ukazovateľ	2007	2008	2009	2010	2011
Prílev PZI (v mld USD)	2,0	2,0	2,2	2,4	2,5
Prílev PZI ako percento HDP	2,7	2,6	2,7	2,8	2,7
Stav PZI (v mld USD)	27,5	29,5	31,7	34,1	36,6
Stav PZI ako percento HDP	37,9	37,0	38,8	39,9	40,0
Export PZI (stav v mld USD)	1,3	1,3	1,4	1,5	1,7
Export PZI ako percento HDP	1,8	1,7	1,7	1,8	1,9

Prameň: EIU (2007), s. 174.

Očakáva sa teda ďalší rast prílevu PZI a zvýšenie stavu PZI v rámci časového horizontu prognózy. Predpokladaný relatívny význam PZI je pomerne vysoký. Na obyvateľa by malo v roku 2011 pripadať 6 680 USD PZI. Slovensko by sa umiestnilo na 32. mieste vo svete, pokiaľ ide o počet nových investičných projektov (investície na zelenej lúke). Zaostávame však výrazne v exporte PZI.

Záujem zahraničných investorov o investovanie v SR vyplýva podľa prieskumu EIU predovšetkým z výhodnej polohy Slovenska, dostupnosti kvalifikovanej a relatívne lacnej pracovnej sily a z celkového podnikateľského prostredia na Slovensku.

V tejto súvislosti je zaujímavý rating podnikateľského prostredia, ktorý na základe už charakterizovanej metodológie uskutočnila EIU. V tabuľke 2.13 môžeme zároveň porovnať rating podnikateľského prostredia za uplynulé obdobie (2002 – 2006) a na prognózované obdobie (2007 – 2011).

T a b u ľ k a 2.13

Rating podnikateľského prostredia v SR (skóre z maximálnej hodnoty 10 bodov a poradie v celkovom hodnotení 82 krajín sveta)

	Skóre 2002 – 2006	Odhad skóre 2007 – 2011	Poradie 2002 – 2006	Poradie 2007 – 2011
Celkové skóre a poradie	6,81	7,44	31.	29.
Politické prostredie	6,9	7,2	29.	26.
Politická stabilita	8,1	8,1	19.	16.
Účinnosť politiky	5,8	6,5	35.	31.
Makroekonomické prostredie	6,6	7,8	64.	36.
Trhové príležitosti	5,4	6,7	56.	28.
Politika voči súkromnému podnikaniu	6,5	6,5	29.	41.
Politika vo vzťahu k zahraničným investíciám	7,8	7,8	24.	25.
Zahraničný obchod a menový kurz	8,7	8,7	15.	24.
Daňový systém	6,6	7,7	25.	15.
Finančný systém	6,3	7,8	41.	27.
Trh práce	7,3	7,4	15.	20.
Infraštruktúra	6,2	7,0	35.	35.

Prameň: EIU (2007), s. 174.

Ako vidno z tabuľky 2.13, vo väčšine ukazovateľov sa predpokladá zlepšenie podnikateľského prostredia na Slovensku, prípadne udržanie doterajšej situácie. Keby sa hodnotenie robilo teraz, skóre pre oblasť menového kurzu by bolo pravdepodobne vyššie.

Poradie vo svetovom hodnotení podnikateľského prostredia závisí, samozrejme, aj od toho, ako sa vyvíja podnikateľské prostredie v iných štátoch. Väčšina štátov sa v súčasnosti snaží zlepšiť podnikateľské prostredie v príslušnej krajine. Očakávaná hodnota niektorých ukazovateľov poradia však môže byť varovná. Napríklad posun SR z 15. miesta na 20. miesto, pokiaľ ide o trh práce. Do tohto ukazovateľa sa premieta nielen očakávaný rast miezd, ale aj nedostatok pracovných síl potrebnej kvalifikácie a zmeny v legislatívnych podmienkach trhu práce. Aj keď absolútna hodnota skóre sa nezhoršila, iné krajiny zrejme vyvíjajú väčšie úsilie na zlepšenie atraktívnosti trhu práce pre investorov.

Z prognóz a na základe prieskumu medzi zahraničnými investormi možno očakávať, že PZI do Slovenskej republiky budú rásť aj v najbližších rokoch a zahraničné investície budú zohrávať významnú úlohu z hľadiska vplyvu na kľúčové makroekonomické ukazovatele. Pokiaľ by sa aj Slovenska dotkol proces relokácie pracovne náročných aktivít do krajín s lacnejšou pracovnou silou, nepôjde pravdepodobne o tie podniky a odvetvia, ktoré sú hlavným motorom hospodárskeho rastu v SR. Protiváhou tendencie k určitému zvyšovaniu mzdových nákladov (ktoré zrejme budú rásť pomalšie ako produktivita) môže byť pozitívny efekt získavania skúseností s podnikaním v tranzitívnych ekonomikách a zvyšovania kvality ľudského kapitálu, čo sú v súčasných podmienkach dôležité faktory zvyšovania konkurencieschopnosti firiem samých i ekonomík, v ktorých zahraniční investori pôsobia. Dôležité je, aby politika štátu vytvárala podmienky na orientáciu PZI na novú kvalitu hospodárskeho rastu.

3. TURBULENCIE NA FINANČNÝCH TRHOCH

3.1. Súčasná kríza finančných trhov a jej implikácie na vývoj svetovej ekonomiky

Súčasná finančná kríza zdanlivo súvisí iba s hypotekárnou krízou, ktorá sa rozvinula v Spojených štátoch amerických a postupne presiakla do celej svetovej ekonomiky. V skutočnosti súčasná finančná kríza vyplýva z niekoľkých základných vývojových tendencií posledných tridsiatich rokov.

Expanzívna menová politika a rastúci trend poskytnutých úverov

Obrovská monetárna expanzia, keď minimálne v období posledných dvadsiatich rokov centrálne banky emitovali extrémne veľké objemy peňazí, ktoré v skutočnosti nie sú kryté reálnou ekonomikou, je zodpovedná za expanziu úverov. Možno to dokumentovať úrovňou hodnoty úverov, ktorá po prepočítaní cez hodnotu mien je v súčasnosti zhruba stokrát vyššia, ako bola v 20. – 30. rokoch minulého storočia. Táto obrovská úverová expanzia, ktorá je druhým faktorom krízy finančných trhov, zároveň znamenala obrovský nárast zadlženosti všetkých častí svetovej ekonomiky. Kým monetárna expanzia viedla iba k natlačeniu nekrytých peňazí, úverová expanzia reálne odrážala celkový nárast zadlženosti tak v oblasti podnikovej sféry, bankového sektora, ako aj obyvateľstva. Obrovská úverová expanzia znamenala, že prevažná väčšina štátov žila na dlh, nad svoje reálne ekonomické možnosti a túto úverovú expanziu využila na krytie štátneho dlhu emitovaním štátnych cenných papierov. Napríklad v USA celková hodnota dlhu domácností, štátu i podnikovej sféry dosahuje asi 51 bil. USD, pričom len dlh voči zahraničiu presahuje hodnotu 5 bil. USD. Obrovská úverová expanzia v podstate vykrývala trvalý deficit zahraničnoobchodnej bilancie v USA, ktorý sa ročne pohyboval na úrovni 700 – 800 mld USD. Obidva predošlé vývojové procesy sú dopĺňané tretím procesom, a to postupným spustením deflačnej špirály. Kým deflačná špirála sa prvýkrát objavila koncom 80. rokov v Japonsku, a neskôr sa začala potichu presadzovať v ostatných krajinách, k výraznejšiemu približovaniu deflačnej špirály dochádza po roku 2005 vo väčšine

vyspelých krajín. V dôsledku toho dnes vznikla situácia, v ktorej ide o kombináciu troch línií:

1. o vlastnú finančnú krízu so všetkými vnútornými mechanizmami, ktoré zasahujú jednotlivé časti finančného sektora;
2. o pokračujúci a trvalý pád dolára, keď len za posledných 12 mesiacov dolár stratil viac ako 20 % zo svojej hodnoty;
3. o prudký rast cien surovín hlavne v posledných šiestich rokoch, pričom to nie sú len priemyselné suroviny, ale v ostatných dvoch rokoch je ich rast sprevádzaný aj výrazným nárastom cien základných potravín.

Výsledkom týchto vývojových trendov je nielen ohrozenie pozície dolára ako rezervnej finančnej svetovej meny, ale je to aj potvrdenie téz, ktoré boli rozvinuté na základe Kondratievových cyklov, kde pri poslednej veľkej recesii v roku 1925 došlo k pádu libry ako rezervnej medzinárodnej meny a predpokladá sa, že súčasná finančná kríza povedie k pádu dolára ako druhej rezervnej meny.

Je súčasný problém finančných trhov nedostatok likvidity alebo solventnosti?

Celkový vývoj krízy vo finančnom sektore je zdanlivo motivovaný nedostatkom likvidity. Jeden z paradoxov súčasnosti je, že dochádza k nedostatku likvidity v jednej časti svetovej ekonomiky pri obrovskom prebytku likvidity v iných častiach globálnej ekonomiky. Ide o markantný nárast likvidity viazanej na nové skupiny investorov, prinášajúcej rozsiahle nové kapitálové zdroje, a problémom sa už nestáva dostatok likvidity, ale nedostatok možností efektívneho investovania, i keď analýza stavu bankového sektora akoby vykazovala ako hlavný problém – nedostatok likvidity. Vo väzbe na uvedené skutočnosti je možné upozorniť na tieto základné problémy bankového sektora:

1. problém kolaterálov, čiže zábezpek jednotlivých úverov;
2. nové rizikové finančné produkty;
3. veľmi výrazné medzibankové presuny peňazí, ktoré v pozitívnom období umožňujú vykrývať nesolventnosť bánk, no v prípade krízových období prehlbujú celkovú krízovú situáciu jednotlivých bánk;

4. významná účasť bankového sektora na fúziách a akvizíciách;
5. financovanie rizikových projektov, pri ktorých došlo k výraznému posunu splatnosti jednotlivých poskytnutých úverov; ako príklad možno uviesť nákup licencií GSM a MSM, alebo investície do fúzií v oblasti telekomunikácií;
6. zadlženosť jednotlivých vlád, v dôsledku čoho vlády emitujú pomerne rozsiahly blok štátnych cenných papierov buď strednodobých – štátne dlhopisy, alebo krátkodobých – štátne pokladničné poukážky.

Všetkých týchto šesť okruhov sa premieta do postupného nárastu problémov bankového sektora. Okrem toho pokračujúci proces tvorby nových finančných konglomerátov a proces fúzií a akvizícií zásadným spôsobom ovplyvňoval celkovú stabilitu a solventnosť bankového sektora. Ako hlavný problém však možno uviesť celkovú úroveň kolaterálov, a teda zábezpek na úvery. Ukazuje sa, že skutočné krytie úverov sa pohybuje iba na úrovni okolo 20 – 25 %. Samozrejme, v takejto situácii väčšina bankového sektora dúfa v získanie likvidity od nových investorských skupín, rozširuje sa teda proces fúzií a akvizícií nielen medzi bankami navzájom, ale do finančného a bankového sektora vstupujú investičné skupiny. Keďže už prvé operácie, ktoré vyplývali z Bazileja I, ukazovali pomerne značné problémy s celkovou mierou rizikových úverov v bankovom sektore, použitie medzinárodných noriem v Bazileji II malo viesť k znižovaniu úrovne povinných oprávok a rezerv a vytvoriť väčší manévrovací priestor pre bankový sektor. V skutočnosti veľmi dlhý čas prípravy tejto legislatívnej normy – viac ako 6 rokov – však ukázal, že norma sa prijala v čase, keď už situácia bankového sektora je úplne iná. Keďže banky sa veľmi výrazne angažovali pri krytí dlhov v kľúčových krajinách, dá sa povedať, že banky sú priamo spojené s hospodárskou politikou hlavných národných vlád. Ak dnes, ako sme uviedli, dlhujú USA zahraničiu viac ako 5 bil. USD, je zrejmé, že celkový dlh korporácií, domácností a štátu, ktorý dosahuje 51 bil. USD, je sčasti krytý zahraničím, ale z veľkej časti je krytý nákupom štátnych cenných papierov americkej vlády. Možno konštatovať, že narastanie dlhu exponenciálne vedie k prílišnému rozširovaniu špekulatívnych obchodov. Celosvetový dlh vo väzbe na vlády, podnikovú sféru a obyvateľstvo dnes prevyšuje hodnotu 500 bil. USD. Taký gigantický objem dlhov a úverov však znamená zásadné

ohrozenie komplexného toku financií v rámci svetovej ekonomiky. Ak z tohto hľadiska hodnotíme operácie, ktoré realizujú centrálne banky, či už Fed alebo Európska centrálna banka, v podstate sa tok financií pohybuje iba na dvoch úrovniach: a) poskytovanie dodatkovej likvidity, keď Federálna centrálna banka emitovala viac ako 50 mld USD na krytie likvidity amerických bánk, ale ukazuje sa, že ani suma 500 mld USD nebude stačiť; b) pokles úrokových sadzieb. Obidva nástroje sa odporúčajú v rámci väčšiny teoretických koncepcií na riešenie tzv. Kondratievovej jesene alebo zimy. V skutočnosti však výška úrokových sadzieb je na takej nízkej úrovni, že aj prípadná percentuálna zmena hodnoty úrokových sadzieb už nemá relevantný vplyv na ekonomiku. A okrem toho, keďže sa neriešia problémy nedostatkovej likvidity, napumpovanie ďalších nekrytých peňazí a pokračovanie v obrovskej monetárnej expanzii nevyhnutne narážajú na svoje prirodzené hranice, ktorých logickým dôsledkom je neúčinnosť operácií centrálnych bánk. Z tohto hľadiska dnes možno konštatovať, že výraznou paradigmou nie je len rozpor, na jednej strane, medzi nedostatkom likvidity v bankovom sektore a prebytkom likvidity v rukách súkromných alebo štátnych investičných skupín, ale na druhej strane, aj skutočnosťou, že hospodársky rast v posledných 40 rokoch sa udržal v podstate iba za cenu extrémneho zvyšovania úverovej zadlženosti domácností aj podnikov, a tá už prekročila prípustné a marginálne hranice. Logickým dôsledkom je potom len problém globálnej spotreby, ale zároveň kumulovaný s problémom globálnej likvidity pri súčasnom nedostatku efektívnych možností zhodnotenia. Ak sa koncom 90. rokov vyvinula bublina v prípade počítačových firiem, kde došlo k nadhodnoteniu reálnych cien a akcií počítačových firiem o viac ako 5 bil. USD, neistota po kolapse tohto trhu v marci 2000 vyústila do nákupu krátkodobých špekulatívnych obchodov s ropou a energetickými médiami, potom so zlatom a drahými kovmi, ale v podstate od roku 2002 dochádzalo k postupnému rozmachu hlavne hypotekárneho trhu. Obrovská expanzia tohto trhu, spojená s budovaním rezidenčných nehnuteľností, aj s celkovým rozsahom investovania do hypotekárnej oblasti, viedla k vyčerpaniu likvidity amerických hypotekárnych bánk. Aby sa preklenul tento nedostatok a mohlo sa pokračovať v úverovej expanzii, americké hypotekárne banky získali rozsiahle medzibankové presuny likvidity z európskych bánk. Len čo sa však ukázala bublina v oblasti

nehnuteľností ako nereálna a došlo k jej prasknutiu, vznikol problém návratnosti likvidity. Dnes americké hypotekárne banky nie sú schopné vrátiť európskym bankám dostatočný objem likvidity, pričom sa hovorí už o potrebe presunu zhruba 1 bilióna USD.

Kolaps významných firiem a sprísnenie podmienok poskytnutia úverov

Sprísnenie podmienok na amerických kapitálových trhoch po kolapse veľkých transnacionálnych korporácií, ako je Enron alebo World Comp, viedlo k presunu obchodovania na kapitálových trhoch z Newyorskej burzy predovšetkým na Londýnsku a Frankfurtskú burzu. Zároveň s postupným zvyšovaním podielu podnikov, ktoré úverujú svoje investičné expanzie obchodovaním na kapitálových trhoch, výrazne vzrástla úloha kapitálových trhov ako zdrojov voľnej likvidity pre podnikovú sféru.

Prevažnú väčšinu atraktívnych titulov na kapitálových trhoch netvoria nové podniky inovatívneho typu, ale veľké infraštruktúrne energetické alebo telekomunikačné firmy. Tie sa v podstate stávajú hlavnými hýbateľmi vývoja na kapitálových trhoch, a zároveň tieto giganty zásadným spôsobom ovplyvňujú podnikateľské prostredie cenami energetických médií, poskytovaných podnikateľskej sfére i obyvateľstvu. Možno teda konštatovať, že prevažná väčšina energosektora dnes prechádza zásadnými reštrukturalizačnými procesmi, t. j. nevyhnutnosťou investovať do nových energetických zdrojov či nových distribučných sietí, ale aj reflektovať na požiadavky nových ekologicky nezávadných energetických zdrojov. Výrazná zadlženosť bankového sektora, ktorá súvisela s úverovaním mnohých projektov v oblasti telekomunikácií, t. j. nákupom licencií, s financovaním akvizícií v telekomunikačnom a infraštruktúrnom sektore, ale zároveň aj značné problémy s návratnosťou úverov poskytnutých veľkým transnacionálnym korporáciám, ohrozili nielen veľké, ale postupne aj stredné banky tak v európskom, ako aj v americkom bankovom sektore. Všetky tieto skutočnosti zásadným spôsobom predznamenali vznik finančnej krízy. Ak sa ukázal zásadný rozpor medzi objemom voľnej likvidity a možnosťami reálneho investovania, a pritom sa ukázal obrovský previs voľnej likvidity nad možnosťami investovania, rozvinuli sa

diskusie o ekologizácii národných ekonomík. Predpokladalo sa, že hlavným priestorom na budúce dlhodobé investovanie s dostatočným zhodnotením bude boj proti klimatickým zmenám, investovanie do ekologizácie národných ekonomík, ale aj boj proti mnohým faktorom znečisťovania životného prostredia a pod. V skutočnosti tieto objednávky mal realizovať v prevažnej miere verejný sektor. Avšak to predpokladá dostatočný objem finančných zdrojov v národných štátnych rozpočtoch. Pretože nielen počas posledných 30 rokov, ale ani dnes nie je vývoj príjmov národných rozpočtov závislý len od korporátnych daní alebo zdanenia obyvateľstva, ale čoraz viac od spotrebných daní, vznikla zásadná otázka, akým spôsobom udržať dostatočný rast príjmov štátnych rozpočtov tak, aby bolo možné vyfinancovať tieto objednávky ekologizácie verejného sektora. S tým súvisí aj ďalší významný fenomén, ktorý je typický od 90. rokov pre celú oblasť finančného sektora. Možno ho nazvať virtualizácia finančných trhov. Rastúci objem finančných operácií pri výrazne nižšom raste medzinárodného obchodu znamená, že prevažná väčšina finančných operácií tohto sektora sa deje vo virtuálnom, nie v reálnom ekonomickom prostredí. Ak v 70. rokoch sa za celý rok v celosvetovom meradle uskutočnili finančné operácie v rozsahu 1 bil. USD, dnes sa v rámci globálnych finančných trhov uskutočnia za jeden jediný deň operácie v rozsahu 1,5 bil. USD. Ak obrat finančných trhov vzrástol o 80 %, obrat a objem svetového obchodu dosiahol nárast iba o 30 %.

Druhý významný blok predstavuje stále rozsiahlejšie používanie nových špecifických foriem investovania. V roku 2007 dosiahol objem fúzií a akvizícií vo svetovej ekonomike sumu 2,9 bil. USD. Tie sa realizovali predovšetkým pákovým efektom, pričom dochádzalo ku skupovaniu akcií, ktorých reálna hodnota bola 170 mld USD. Na základe pákového efektu však bolo možné uskutočniť obchody a operácie za 2,9 bil. USD, pričom z nákupov akcií v hodnote 170 mld USD sa prevažná väčšina, viac ako 120 mld USD, realizovala na dlh. Z toho jasne vidíme rozmer virtualizácie súčasných finančných tokov. Pritom približne 110 mld USD je umiestnených v hedžových fondoch. Celkový objem kapitálu v rámci 7 100 hedžových fondov možno dnes odhadovať na úrovni zhruba 4,6 bil. USD. Pritom súhrnný dopyt po akciách, derivátoch a bondoch v roku 2007 dosiahol hodnotu iba 90 mld USD, ale objem zdrojov, umiestnených v hedžových fondoch je ťažko vysvetliteľný len

zo zdrojov vlastnej, finančnej alebo oficiálnej ekonomiky. Deriváty finančných trhov dosiahli sumu 525 bil. USD, pričom samotný americký akciový trh predstavuje zhruba 18 bil. USD a americký trh nehnuteľností asi 21 bil. USD. Výrazný nárast špecifických finančných produktov bez reálneho krytia na jednej strane umožňuje neustálu expanziu finančných trhov, ale zároveň prehlbuje rozpor medzi reálnou ekonomikou a virtuálnou ekonomikou vyjadrovanou operáciami na finančných trhoch. Tento zásadný rozpor sa postupne stále viac prehlbuje a stáva sa jednou z kľúčových príčin rozporov vývoja na svetových trhoch. Odtrhnutie reálnej hodnoty aktív od reálneho finančného ocenenia znamená, že dochádza k neustálemu prehlbovaniu rozporov medzi skutočnou hodnotou akcií podnikov a ich aktív, a tým, čo je vykazované iba ako nominálna, nereálna účtovná operácia. Kým napríklad do roku 2000 dosiahol akciový trh počítačových firiem nadhodnotenie o viac ako 2,5 bil. USD, nadhodnotenie trhu nehnuteľností do roku 2007 predstavovalo sumu viac ako 6 bil. USD. Takýto obrovský objem nadhodnotenia a rozporu medzi virtuálnou a reálnou ekonomikou musel dosiahnuť marginálnu hranicu, ktorú možno definovať ako bod prasknutia bubliny toho alebo onoho typu, teda buď bubliny technologických akcií, alebo bubliny nehnuteľností. Pokiaľ dochádzalo k zrúteniu hypotekárneho alebo technologického trhu na niektorých svetových trhoch, ale ostatné časti svetových trhov boli uchránené – to bol prípad prasknutia hypotekárnej bubliny v Japonsku v roku 1989, alebo prasknutia bubliny technologických akcií v roku 1992 v niektorých krajinách Škandinávie – celková stabilita finančného sektora nebola ohrozená. Pokiaľ však dochádza k ohrozeniu všetkých kapitálových trhov súbežne, čo pri reálnom prepojení informačných tokov je dnes jasnou realitou, ohrozené sú všetky finančné a kapitálové trhy v rámci globálnej svetovej ekonomiky. Výsledkom tohto vývoja je teda nielen miera odtrhnutia finančnej a reálnej ekonomiky, ale aj stanovenie marginálneho bodu zlomu, keď dochádza k prasknutiu bublín a je jedno, či ide o bublinu technologickú, surovinovú, alebo hypotekárnu. Pokiaľ celý vývoj je dnes charakteristický úverovaním na dlh, s postupným exponenciálnym kumulovaním hodnoty aktív, s ktorou sa operuje, je zrejmé, že ani audítorské firmy, ktoré sú začlenené do tohto mechanizmu, neodhalia skutočný rozmer odtrhnutia reality od ekonomických možností.

Klesajúci trend úspor a narastajúci trend prebytkových fondov

Doteraz prevažným zdrojom likvidity boli úspory obyvateľstva a podnikateľského sektora, prípadne zdroje emitované centrálnymi bankami, postupne, hlavne však od 90. rokov vznikajú nové skupiny investorov, ktoré zásadným spôsobom zasahujú do vývoja likvidity v rámci globálnej ekonomiky. Po prvé, sú to penzijné fondy. Rozvinutie druhého kapitalizačného piliera a postupné rozvinutie reforiem celého penzijného systému viedlo k vytvoreniu nových zdrojov dlhých peňazí, ktoré na jednej strane síce vytvárajú značný objem finančnej likvidity, avšak z dlhodobého hľadiska vyžadujú dostatočnú mieru zhodnocovania pri prijateľnej miere strát. Penzijné fondy v rámci globálneho vývoja dnes vzhľadom na rozvinutie druhého piliera predstavujú kapitalizačný zdroj na úrovni zhruba 2 bil. eur ročne. Po druhé, vznikajú nové druhy prebytkových fondov, ktoré súvisia s predajom ropy, zemného plynu a energetických médií. Ide o tzv. suverénne fondy alebo fondy národného bohatstva. Tieto suverénne fondy získavajú zdroje z predaja ropy a zemného plynu, sú v nich koncentrované ako v špeciálnych štátnych inštitúciách; ide o štátne finančné fondy a tieto štátne finančné fondy sa stávajú súčasťou globálnej finančnej a ekonomickej stratégie krajín, ktoré produkujú energetické médiá. Situácia by vyzerala zdanlivo jednoducho, malo by ísť o krajiny, ktoré produkujú energetické médiá. V skutočnosti významným predstaviteľom štátnych suverénnych fondov sú aj krajiny, ktoré majú dlhodobo prebytkové štátne rozpočty, kde prebytky rozpočtu sú ukladané v špeciálnych štátnych finančných inštitúciách a tieto štátne finančné inštitúcie vystupujú ako osobitné investičné subjekty.

Vývoj na investičných trhoch v globálnej ekonomike je v súčasnosti charakteristický niekoľkými radikálnymi zmenami. Prvú zmenu predstavuje predovšetkým zmena smerovania investorov v rámci globálnych kapitálových trhov. Obdobie 80. – 90. rokov bolo charakteristické predovšetkým nákupom akcií v oblasti technologického sektora. Proces sa zrýchlil hlavne v druhej polovici 90. rokov, keď prevažná väčšina z investícií, ročný objem zhruba 800 mld USD, z 90 % smerovala do technologického sektora orientovaného na informačné technológie, a to predovšetkým v USA a v ázijských krajinách (Čína, Indonézia, Pakistan). Tieto akcie však značne stratili na hodnote po

kolapse trhu v marci 2000. Následne došlo k presmerovaniu záujmu investorov do iných oblastí, najmä do oblasti vybraných sektorov: automobilový priemysel, farmaceutický priemysel, energetika. Dnes najväčší objem smeruje do oblasti automobilového priemyslu, strojárstva, energetiky, a čiastočne aj bankového sektora. Kým v 90. rokoch ročný objem priamych zahraničných investícií dosahoval hodnotu medzi 300 – 450 mld USD, v rokoch 2002 – 2007 predstavovala ročná hodnota približne 1,7 – 2 bil. USD. Keď hodnotíme vývoj investícií z tohto hľadiska, možno konštatovať, že prevažná väčšina investičných tokov vykazuje výrazný nárast objemu. Na druhej strane ale väčšiu časť investícií predstavujú investície do energetického sektora, ktorý bol typický vysokou trhovou kapitalizáciou podnikov, ktoré vchádzali do investičných krokov.

Dnes možno vidieť, že dochádza k postupnému presmerúvaniu do oblasti tradičných priemyselných odvetví, ako je napríklad automobilový priemysel, čo súvisí aj s celkovým procesom novej vlny konsolidácie automobilového priemyslu. Deväťdesiate roky a začiatok nového milénia boli pritom charakteristické celým radom omylov. Boli to investície do telekomunikačného sektora (obdobie 1996 – 2002), ktoré vôbec nepriniesli očakávanú návratnosť, aj vzhľadom na určitý predstih technológií, no stali sa predmetom investičných operácií. V období 2000 – 2006 to bolo investovanie v oblasti energetiky, pričom išlo predovšetkým o ropný priemysel a plynárenstvo. Tieto investície priniesli vysoké zhodnotenie, čo súviselo nielen s celkovým rastom nárokov na energetické zdroje, ale predovšetkým s veľkým nárastom cien energetických médií. Koniec koncov, začiatkom roka 2000 barel ropy stál približne 30 USD, v súčasnosti sa pohybuje na úrovni medzi 80 – 90 USD za barel. Z tohto hľadiska zhodnotenie investícií v energosektore bolo teda veľmi výrazné.

Ďalšiu oblasť, ktorá predstavuje významnú oblasť investovania, predstavoval finančný sektor – predovšetkým bankový sektor. Súvisel nielen s celkovou vlnou fúzií a akvizícií, prevzatí jednotlivých bankových odvetví, ale aj s celkovým nárastom významu finančného sektora. Ukazuje sa podstatný nárast predovšetkým bankového sektora z ázijských krajín, o čom svedčia aj skutočnosti, že dnes sa najväčšou finančnou skupinou stávajú čínske banky, ktoré predbehli aj americké a európske banky. Zároveň sa však ukazuje

niekoľko ďalších významných procesov. Dochádza k presmerúvaniu amerických investícií. Kým obdobie zhruba 1995 – 2002 bolo charakteristické silným tokom investícií európskych firiem do USA v ročných hodnotách okolo 300 mld USD, pričom investície USA smerujúce do iných krajín predstavovali len 50 mld USD, po roku 2005 dochádza k presmerúvaniu a významne narastá rozsah investičných tokov smerujúcich zo Spojených štátov amerických predovšetkým do Európskej únie, hlavne do Nemecka. V období 2001 – 2006 došlo k zjavnému nárastu úlohy amerických investorov v nemeckej ekonomike, pričom váha amerických investorov sa zvýšila z úrovne 27 % v roku 1996 na úroveň 44 % v roku 2006. Predpokladáme však ďalšie pokračovanie rastu podielu amerických investorov. Pri prieskumoch, ktoré uskutočnila Kpmj Assoc. Inc. (USA) v rokoch 2006 – 2007, sa ukázalo, že viac ako 48 % firiem v Nemecku predpokladá, že rozhodujúcimi investormi pre nich v budúcnosti budú naďalej americkí investori. To súvisí s ďalším fenoménom, ktorého význam narastá hlavne v posledných piatich rokoch v súvislosti s extrémnym nárastom cien ropy. Vytvára sa nová skupina investorov, ktorá dnes dovršuje škálu investičných skupín operujúcich na kapitálových trhoch. Prvou skupinou boli klasické banky – to bolo predovšetkým v 80. rokoch. No v 90. rokoch sa významnými investormi stávajú fondy, ktoré predstavujú jednak hedžové podielové a uzavreté fondy, jednak otvorené fondy. Následne nato sa významným spôsobom zvyšuje úloha nových investorov, a to predovšetkým penzijných fondov a fondov *private equity*. Dochádza teda k súbežnému procesu, keď sa konkurenčný boj presunul z finálnych firiem na subkontraktorské firmy, a tie subkontraktorské firmy, ktoré obstáli v zostrenej konkurencii, sa zároveň stali podstatne väčším lákadlom pre nákup akcií ako finalizujúce firmy. V tomto kontexte došlo potom k vytvoreniu veľmi špecifickej situácie v troch oblastiach.

Prvú oblasť predstavuje z hľadiska budúcich investícií vývoj v automobilovom priemysle. Čo možno konštatovať do budúcnosti vo väzbe na celkový tok a smerovanie investícií? Po prvé, ukazuje sa, že vlna fúzií a akvizícií, typická predovšetkým pre 90. roky, ktorá súvisela s celkovým rozsahom investícií v hodnote prevyšujúcej 1 bil. USD, bola z veľkej časti omyl. Väčšinou išlo o neúspešné fúzie napríklad európskych a amerických alebo amerických a ázijských firiem. Straty, ktoré vyplynuli z týchto neúspešných fúzií, budú

zaťažovať automobilový sektor ešte počas minimálne 5 – 10 rokov. Po druhé, hlavná časť konsolidácie sektora sa presúva z oblasti fúzií a akvizícií do oblasti realizácie spoločných projektov. Ide predovšetkým o dlhodobé zmluvy o spoločnom obchodnom postupe, zmluvy, ktoré garantujú spoločný výskum a vývoj a na základe toho zníženie nákladov na výskum a vývoj, a takisto sú to zmluvy, ktoré garantujú celkovú logistickú dlhodobú spoluprácu v záujme zníženia nákladov logistiky predaja. S tým však súvisí ďalšia oblasť smerovania, a to je sťahovanie do nízkonákladových krajín. Podmienkou pri tomto sťahovaní do nízkonákladových krajín je na jednej strane zachovanie vysokej kvality produkcie, a na druhej strane je to rast efektívnosti. Tým sa ale markantne zužuje oblasť možných cieľov investičných aktivít, čo znamená, že v podstate ide o investovanie do krajín, ktoré sú z hľadiska technického štandardu a vybavenia na dostatočnej úrovni. Pritom sa v mnohých prípadoch ukazuje ako nevyhnutné sťahovať výroby do miest budúceho odbytu; to súvisí predovšetkým s investíciami ázijských automobiliek v európskom teritóriu, čo bude vytvárať dlhodobo do budúcnosti významný odbytový priestor. Operácie tohto typu budú znova spätne financované na základe emitovania akcií na kapitálových trhoch, ktoré môžu byť atraktívne pre zahraničných investorov. Problémom však je, že opatrnosť týchto investorov, vzhľadom na straty, ktoré utŕžili predovšetkým v období 2005 – 2007, sa po určitý čas zvýši a nebudú ochotní financovať takéto rozsiahle konsolidačné programy. Z hľadiska súbežného 40 % prebytkového objemu výrobných kapacít vzniká otázka konsolidácie automobilového priemyslu – ako jedna z kľúčových aj vo väzbe na celkový vývoj zamestnanosti a produkčnej spôsobilosti. Každá automobilka totiž volí značne odlišnú stratégiu, pričom z hľadiska iných oblastí – výskum, vývoj, logistika, modulárne použitie dielcov atď. – sa pravdepodobne dosiahne dohoda, no v oblasti celkového tempa presmerúvania sa dohody budú hľadať podstatne ťažšie. Zatiaľ z toho v najbližších rokoch môže profitovať predovšetkým stredná a východná Európa, ktorá sa stáva pozitívnou z hľadiska investovania z viacerých dôvodov. Je to nielen geografická teritoriálna blízkosť k tradičným producentom, ale aj rýchlo rastúca spotrebiteľská snaha získať nové typy automobilov, keďže trh je ešte stále pomerne nenasýtený a predpokladom je aj postupný rast mzdových príjmov, na základe čoho nie je nutné realizovať predaj

automobilov formou splátok, a napokon je to oblasť, v ktorej technologické štandardy, vzdelanosť kvalifikovaných pracovníkov a pod. sú na dostatočnej výške. Pritom široký trh EÚ, ale aj nové trhy vo východnej Európe sú dostatočným lákadlom v budúcich 5 – 10 rokoch. Z tohto hľadiska možno očakávať priamy príchod PZI predovšetkým do automobilového priemyslu v strednej Európe, s postupným následným presunom do Ruska, konkrétne západnej časti Ruska, a do metropolitných oblastí Číny a Brazílie.

V energetickom sektore možno očakávať investície predovšetkým z titulu výrazného rozdielu medzi celkovými energetickými zdrojmi a potrebou zdrojov, čo súvisí s tým, že do roka 2020 prevažná väčšina zdrojov, ktoré dnes fungujú, bude vyradená a bude musieť byť investične nahradená. To síce bude znamenať zhruba 800 mld USD investícií, avšak vzhľadom na rastúci hlad po energiách to bude bezpečné investovanie pri dostatočne vysokom zhodnotení. Otázkou je, ako budú pôsobiť niektoré nové ekologické normy, ktoré súvisia s celkovými ekologickými snahami EÚ – tzv. emisné povolenky, ale aj otázka pohľadu na pozíciu alternatívnych zdrojov vo väzbe na celkovú štruktúru médií energosektora. Zatiaľ však možno konštatovať, že primárnym sa stáva nielen riešenie energetickej bezpečnosti EÚ, ale mimoriadne významnou sa stáva aj otázka podpory alternatívnych zdrojov a vytváranie nových parametrov podnikateľského priestoru prostredníctvom výkupných, alebo stanovených výkupných cien až po niektoré subvenčné mechanizmy, napríklad v nadväznosti na solárne zdroje.

Ďalšia oblasť, ktorá je mimoriadne zaujímavá, je oblasť farmaceutického priemyslu. Ukazuje sa, že významná časť civilizačných chorôb súvisí aj s nízkou úrovňou prevenčných programov, prípadne programov, pri ktorých je možné ošetrenie saturovať liekmi, pretože niektoré ochorenia nevyžadujú takú mieru intenzívnej zdravotnej starostlivosti ako pri klasických klinických diagnózach. Z tohto hľadiska postupný nárast liekov voľnopredajného typu, ktoré sú tzv. prevenčnými liekmi na civilizačné choroby, ako je obezita, Alzheimerova či Parkinsonova choroba a pod., vytvára do budúcnosti obrovský odbytový priestor. Na druhej strane, zvýšená finančná náročnosť výskumných a iných aktivít ukazuje nutnosť spájania síl farmaceutických firiem predovšetkým v oblasti výskumu a vývoja, pričom mnohé oblasti, ktoré doteraz boli neatraktívne, ako napríklad podniky vyrábajúce generiká, stávajú sa

z hľadiska dlhodobej stratégie farmaceutických firiem mimoriadne významným teritóriom na investovanie. Možno teda konštatovať, že kým ťažiskové programy zamerané na vývoj nových liekov boli typické pre 90. roky a začiatok nového milénia, v súčasnosti do popredia z hľadiska investičných snáh stále výraznejšie vystupuje význam získania výrobcov generických liekov. Na druhej strane treba pripustiť, že celkový vývoj investícií sa napriek obrovskému nárastu objemu v absolútnom vyjadrení dostáva do určitých zásadných problémov. V tejto súvislosti sa dostávajú do popredia niektoré teritóriá, ktoré by mohli byť z hľadiska vývozu základom atraktívnosti niektorých podnikov, napríklad je to otázka stúpajúceho vývozu na trhy východnej Európy, Ruska, Turecka, kde firmy, ktoré majú dostatočné postavenie v tomto exportnom boome, môžu sa stať atraktívnymi aj pre investorov z krajín juhovýchodnej Ázie, alebo zo Spojených štátov amerických. Zároveň však dochádza k posilňovaniu pretlaku voľného kapitálu a nových investorov, ktorí môžu zásadným spôsobom ovplyvňovať vývoj v rámci PZI, ale aj v rámci celkových investičných tokov.

Ide o tri skupiny nových investorov. Prvú skupinu predstavujú suverénne fondy. Suverénne fondy sú štátne fondy koncentrujúce vo svojich rukách príjmy z predaja ropy a zemného plynu, realizovaného vybranými štátmi. Ak k tomu pridáme druhú skupinu investorov, to sú centrálne ázijské banky, možno konštatovať výrazné navýšenie sily finančných tokov predovšetkým v dolárovom vyjadrení v oblasti kapitálových trhov. Aktivity centrálnych bánk krajín juhovýchodnej Ázie boli orientované vo dvoch rovinách. Prvú, prevažnú časť devízových rezerv tvorili dolárové rezervy, napríklad samotná Čínska centrálna banka má dolárové rezervy v hodnote prevyšujúcej 1,3 bil. USD, Japonská centrálna banka má dolárové rezervy v hodnote viac ako 900 mld USD a Indická centrálna banka má devízové rezervy v hodnote zhruba na úrovni 980 mld USD. Po druhé, tieto doláre boli používané predovšetkým na nákup amerických štátnych dlhopisov, čo umožnilo preklenovať deficit zahraničnoobchodnej bilancie v Spojených štátoch amerických, umožňovalo žiť na dlh, avšak z dlhodobého hľadiska pri trvalom poklese kurzu dolára znamenalo rozsiahle straty pre centrálne banky ázijských krajín. Len samotná Čínska centrálna banka vzhľadom na pokles kurzu USD v období 2005 – 2007 stratila viac ako 90 mld USD. Nie je preto prekvapujúce, že

centrálne banky jednak rozpúšťajú dolárové rezervy a používajú ich na investičné operácie a aktivity na kapitálových trhoch, jednak menia štruktúru koša národných mien, ktoré sú hlavnou garanciou devízových rezerv. Tretiu skupinu investorov predstavujú noví súkromní investori, napríklad nadačné fondy, čo súvisí predovšetkým s americkými podmienkami. Kým zhruba 900 hedžových fondov vlastní celkový kapitál v hodnote 3,2 bil. USD, čoraz viac narastá úloha nadačných fondov predovšetkým amerických univerzít a niektorých investorských skupín. Tieto nadačné fondy dnes obhospodarujú kapitál v sume, ktorá sa pohybuje na úrovni zhruba 900 mld USD a môžu sa stať významným dlhodobým strategickým investorom predovšetkým vo väzbe na EÚ.

Určitý problém pre ďalší vývoj zahraničných investícií možno vidieť zhruba v troch rovinách. Prvú rovinu predstavuje otázka predpokladaných dopadov krízy hypotekárnych trhov na ďalší vývoj investičného prostredia. Ukazuje sa, že kým samotnú hypotekárnu krízu napriek obrovským problémom s likviditou amerických hypotekárnych bánk by bolo možné preklenúť s určitými otrasmi, v kombinácii s ďalšími finančnými fenoménmi – ako je výrazný nárast zadlženosti obyvateľstva, problémy s dlhopismi a s celkovým úverovaním nákupov podnikov pri investičnej vlne v období 2004 – 2007 i problémy, ktoré súvisia s celkovým trhom podradných obligácií – môže zásadným spôsobom ovplyvniť ochotu investovať v budúcich troch až piatich rokoch. Väčšina dlhopisov, ktoré boli vydávané na financovanie nákupov podnikov, má dnes stratovú povahu. Ukazuje sa, že vyše 80 % týchto dlhopisov stratilo viac ako 31 % zo svojej hodnoty. Znamená to teda, že firmy boli v skutočnosti značne preplatené, a dnes sú problémy s ich refinancovaním aj s odpredajom. Pokiaľ by títo vlastníci chceli po uskutočnení reštrukturalizácie takto získané firmy predať, narazia na enormné straty vyplývajúce predovšetkým z rozdielu hodnôt firmy pred nákupom a po nákupe. Problémové dlhopisy a pohľadávky silne zasahujú do penzijných a nadačných fondov. Očakávaná miera zhodnocovania penzijných úspor sa stabilne nedosahuje, prípadne sa pohybuje na úrovni niekoľkých percent, čo v súvislosti s vývojom inflácie znamená, že prevažná väčšina penzijných a nadačných fondov sa z hľadiska podielu ziskovosti na čistej ziskovosti dostáva do polohy buď minimálneho zisku, alebo priamo do červených čísel. Kríza úspor a pôžičiek vo

väzbe na americký hypotekárny trh, zároveň znamenala, že veľká časť likvidity, ktorú požičali európske banky v prospech amerických hypotekárnych bánk, sa teraz stáva predmetom sporov, pretože európske banky nie sú schopné tieto prostriedky získať späť pri rapídnom prepade hypotekárneho trhu. V dôsledku toho možno konštatovať, že prevažná väčšina európskych bánk účtovne má síce aktíva a pohľadávky voči americkým hypotekárnym bankám, avšak v skutočnosti nie je možné návratnosť likvidity očakávať skôr ako v horizonte niekoľkých rokov. Na základe toho proces sústreďovania likvidného kapitálu z dcérskych spoločností v strednej a vo východnej Európe, čo uskutočňujú predovšetkým európske banky, bude prebiehať vo dvoch etapách. V prvej budú dcérske spoločnosti chcieť získať likvidný kapitál v strednej a vo východnej Európe, teda nedôjde k zhoršeniu podmienok na získavanie úverov pre veľkú časť klientov z radov obyvateľstva. Na druhej strane sa expanzia prevažnej väčšiny európskych firiem do strednej a východnej Európy realizovala formou bankových úverov, alebo formou vydávania dlhopisov. To ale znamená, že pokiaľ dochádza k problému so splácaním obidvoch foriem finančných nástrojov, má to za následok určité spomalenie investičných aktivít. Proti tomu kontraproduktívne pôsobí otázka požiadavky sťahovania napríklad automobilového sektora do nízkonákladových krajín, čo súvisí s jeho celkovou štruktúrou a konsolidáciou. Dnes sa zrejme najvýznamnejším investorom v oblasti strednej a východnej Európy stanú logistické firmy. Ukazuje sa, že vďaka *outsourcingu* a *offshoringu* veľká časť transnacionálnych firiem vytvára nielen nové lokálne firmy, ale na tieto lokálne firmy presúva stále viac činností. Už nejde len o spracúvanie účtovných operácií či evidenciu účtovného majetku, ale aj o realizáciu kontrolingu a reportingu účtovných operácií, personálnych služieb, informačných centier a centier zákazníckej podpory. V tomto ohľade možno ako ukážku uviesť napríklad budovanie Centra spoločného nákupu firmy Siemens, pričom ide o vytypovanie dodávateľov materiálu pre jednotlivé divízie firmy v rámci globálneho, už nielen európskeho teritória. Strediská globálnych zdieľaných služieb, predovšetkým od roku 2006 napríklad v podmienkach Českej republiky, zamestnávajú už viac ako 16 tis. ľudí, na Slovensku už viac ako 8 tis. ľudí. Tieto špecializované centrá, ktoré súvisia priamo s celkovým rozvojom logistiky, sa stávajú jednou z kľúčových investičných foriem

predovšetkým v krajinách strednej a východnej Európy. Problémom je, že tieto centrá vyžadujú vysokokvalifikovaných pracovníkov s vysokými mzdami, avšak celkové náklady na vybavenie týchto centier kvalitnými pracovníkmi sú podstatne vyššie ako náklady na získanie pracovníkov počas investičnej vlny v 90. rokoch. V strednej Európe bolo možné získať týchto pracovníkov v priemere za 16 tis. Sk. Dnes, vzhľadom na vybudovanie a personalistiku týchto centier strategických služieb, sa náklady na jedného pracovníka pohybujú na úrovni 45 – 47 tis. Sk. Znamená to teda na jednej strane, paradoxne, využitie priestoru nízkonákladových krajín, ktoré sú teritoriálne blízke materským krajinám, na druhej strane to zvyšuje hodnotu nadobúdacích nákladov. Z tohto hľadiska možno očakávať zvýšenie tlaku investorov na vlády v hostiteľských krajinách, aby zvýšili rozsah investičných stimulov. Keďže prevažná väčšina týchto firiem je založená na informačných technológiách, zároveň to znamená významný posun celkovej priemernej úrovne informatizácie hosťujúcej krajiny a tým zdanlivo plnenia celkových zámerov vtiahnutia týchto nových členských štátov do logistickej sústavy EÚ, ako aj vytvorenie nového priestoru na informatizáciu nových členských štátov EÚ na úroveň dosahujúcu parametre tradičných štátov EÚ 15. Tieto procesy sú však značne diferencované podľa jednotlivých odvetví. Ako sme už uviedli, je to otázka vývoja automobilového priemyslu či otázka služieb, cestovného ruchu alebo niektorých iných foriem služobného typu. Finančné vyjadrenie svetovej ekonomiky dnes vytvára predpoklad obrovského a pokračujúceho hospodárskeho rastu. V skutočnosti vzhľadom na uvedené procesy dochádza iba k minimálnemu rastu a skôr dochádza k vnútornému prerozdeľovaniu celkového vytvoreného bohatstva. Toto všetko sa premieta do komplikovanej situácie, ktorá v posledných 15 rokoch zásadným spôsobom zväčšila krehkosť finančného systému. Tu treba upozorniť aj na skutočnosť, že centrálne finančné svetové inštitúcie, ako je MMF, roky tvrdili, že národné vlády a centrálne banky musia v prípade finančných turbulencií udržať stabilný kurz národnej meny. Toto odporúčanie, ktoré bolo použité pre väčšinu krajín juhovýchodnej Ázie počas finančnej krízy v roku 1996, sa ukázalo ako chybné. Snaha udržať kurz v turbulentných procesoch viedla k veľmi rýchlemu odčerpaniu finančných rezerv centrálnych bánk a v podstate boli centrálne banky schopné korigovať tento vývoj iba v rozsahu niekoľkých týždňov.

Následne po vyčerpaní všetkých medzinárodných rezerv došlo k voľnému pádu meny a v celom rade prípadov dochádza k devalvácii meny o 30 – 50 %.

Vývoj finančnej krízy v Brazílii a v Argentíne v rokoch 2003 a 2004 tieto skutočnosti potvrdil. Znamená to, že MMF musí prehodnocovať svoju vlastnú stratégiu, čo sa koniec koncov v roku 2007 stalo a MMF odvtedy odporúča ako hlavný nástroj prevencie a reakcie na finančné krízy rozsah finančnej likvidity, ktorú majú centrálne banky k dispozícii na udržanie kurzu národnej meny, ale aj na zabezpečenie pomoci finančným inštitúciám. Paradoxne, kým v 80. a v 90. rokoch hlavnou úlohou centrálnych bánk v prípade turbulencie na finančných trhoch mala byť garancia a podpora národnej meny, základnou snahou centrálnych bánk hlavne v období od roku 2000 je priame a cielené podporovanie kľúčových a najväčších finančných inštitúcií, ktoré sa dostali do problémov. O tom svedčia aj opatrenia a zásahy, ktoré uskutočnila Americká centrálna banka v roku 2000 pri kolapse trhu internetových firiem, a to isté sa deje v oblasti poisťovníctva – po obrovských škodách v rokoch 2005 a 2006, a v súčasnosti sa to deje aj vo väzbe na dopad hypotekárnej krízy na americké finančné inštitúcie.

Ukazuje sa totiž, že vlastne je už nevyhnutné sanovať tieto finančné inštitúcie preto, lebo sú už také veľké, že prekročili tzv. marginálnu hranicu zničujúcich dopadov na národnú ekonomiku. Jedným z paradoxov finančného sveta sa stáva skutočnosť, že pokračujúce procesy koncentrácie viedli k vytvoreniu obrovských finančných konglomerátov, ktoré dnes vysoko prevyšujú sily národných vlád, ich trhová kapitalizácia sa pohybuje v stovkách miliárd USD, ich operačný priestor je rozložený v rámci globálnej svetovej ekonomiky, a čo je nesmierne dôležité, integrujú v sebe všetky aspekty finančných operácií a finančných trhov.

Prelievanie finančných zdrojov medzi jednotlivými druhmi finančných operácií dlhé roky umožňovalo zakrývať skutočný stav týchto finančných kolosov. Keď sa však v plnej nahote obnažila ich vnútorná krehkosť, to bolo v prvej fáze kríz od roku 2000, ukázali sa tieto finančné inštitúcie už také veľké, že pokiaľ by nedošlo k pomoci zo strany centrálnych bánk a národných vlád, mohol byť dopad kolapsu týchto inštitúcií zničujúci. V podstate by bol kolaps takýchto finančných gigantov zložitejší a zničujúcejší ako kolaps

klasických kapitálových trhov. Preto centrálne banky sústreďujú stále väčšiu pozornosť za posledných zhruba desať rokov na sanovanie situácie finančných inštitúcií. Pritom, paradoxne, vzniká dvojaký rozpor. Na jednej strane situácia veľkých transnacionálnych firiem, ako bol Enron, World Comp alebo Parmalat, síce viedla k určitým subvenčným krokom zo strany národných vlád, avšak boli relatívne malé. Na druhej strane odkrytie finančných problémov veľkých transnacionálnych finančných inštitúcií vo väčšine prípadov stimulovalo pomoc národných vlád a centrálnych bánk na vyriešenie krízy ich likvidity.

Vzniká teda otázka, či takýto spôsob prístupu v podobe rozličného metra k jednotlivým druhom finančných a podnikateľských inštitúcií je obrazom budúceho vývoja.

Vzhľadom na uvedené skutočnosti sa ukazuje nutné prebudovať aj celú medzinárodnú finančnú architektúru, a takisto aj príčiny a pohľady na štruktúru vytvárania HDP v národnom a globálnom meradle, ako aj väzbu medzi HDP, ekonomickou cyklickosťou a finančnými trhmi. Analýzy jednotlivých kríz, ktoré sa udiali v rokoch 1820, 1882, 1929 a 1982, ukazujú, že na národnej rovine už pravdepodobne nemožno hovoriť o pravidelnom, cyklicky sa opakujúcom vývoji. Na strane druhej v rámci globálnej ekonomiky sa ešte udržiavajú niektoré základné parametre, ktoré sú typické pre cyklický sínusoidný vývoj. V nadväznosti na to možno konštatovať, v zhode s niektorými teoretickými názormi, že finančné krízy boli aj v minulosti a budú aj v budúcnosti. Otázkou však nie je opakovanie finančných kríz, ale vývoj fundamentov, ktoré vedú k týmto krízam a ich multiplikačný efekt a dopad na vývoj národných ekonomík i globálnej ekonomiky. V tejto súvislosti treba zdôrazniť, že jednoznačne dochádza k zmene kvality vplyvu finančných kríz na globálny vývoj. Ukazuje sa, že sa už prekonávajú hranice národného vplyvu a dochádza skôr ku kontinentálnemu vplyvu – to ukázala aj kríza v roku 1996 v juhovýchodnej Ázii či kríza v Južnej Amerike v rokoch 2003 – 2005. V takomto prípade sa opatrenia národných vlád dostávajú do kontraproduktívneho postavenia, pretože sa pokúšajú riešiť príčiny, ktoré presahujú národné hranice. Na druhej strane, stále očividnejší rozpor predstavuje rozdiel medzi oficiálne vykazovanou ekonomikou a skutočne realizovanými všetkými finančnými procesmi.

Nové opatrenia na stabilizáciu finančných trhov

Narastá vplyv šedej a čiernej ekonomiky, ktoré na jednej strane generujú reálne finančné zdroje, na druhej strane nie sú oficiálne zahrnované do hospodárskych a teoretických koncepcií národných vlád, a teda neovplyvňujú ani smerovanie opatrení jednotlivých národných vlád. Z tohto hľadiska celá séria opatrení, ktoré sa postupne prijímajú ako opatrenia v bankovom sektore (Bazilej II, prípadne rozbiehajúce sa rokovania o novom charaktere Bazilej III, v oblasti poisťovníctva Solvency II, v prípade kapitálových trhov nové pravidlá pre emitentov akcií, ale aj pre obchodníkov s cennými papiermi), sa ukazuje ako nedostatočná a, presnejšie, deje sa v zmysle ex post z hľadiska štruktúry vývoja na kapitálových a finančných trhoch. Dnes sa objavuje zásadný rozpor medzi virtuálne definovaným bohatstvom vyplývajúcim z nadhodnocovania finančného rozmeru bohatstva a zaostávajúcim reálnym procesom produkcie tovarov a služieb, ale aj reálnej spotreby, lebo v prípade virtuálnej spotreby založenej na úverovej expanzii ťažko možno hovoriť o rovnováhe medzi finančnými zdrojmi a celkovou mierou spotreby. Preto dnes možno konštatovať, že pravdepodobne hlavným fundamentom, ktorý sa stáva štartérom finančných kríz, je zásadný rozpor medzi mierou reálnej spotreby a spotreby krytej virtuálnym bohatstvom, ktoré je tvorené buď nadhodnotením finančného rozmeru bohatstva, alebo použitím úverovej expanzie. Obidve príčiny vedú k zničujúcim dôsledkom, a zrejme jedným z vedľajších efektov tohto vývoja je potom opakujúci sa proces vzniku deflačnej špirály, o čom svedčí vývoj v Japonsku v období 1993 – 2003, alebo prípadné deflačné riziká, ktoré sú dnes definované pre americkú ekonomiku. V tejto súvislosti možno dokonca tvrdiť, že deflačné riziko môže byť horšie ako riziko vlastnej recesie pre americkú ekonomiku. Problémom deflačného vývoja je totiž zásadné vynulovanie sklonu k úsporám, pričom úspory by v prípade optimálneho prerozdeľovania bohatstva v rámci väčšiny populácie a zreálnenia množstva finančných zdrojov mohli byť pravdepodobne jedným z mála nástrojov na dosiahnutie opätovnej rovnováhy medzi skutočnou a virtuálnou spotrebou. Pokiaľ sa táto rovnováha neobnoví, je možné, že finančné krízy budú vznikať opakovane, navyše, ich rozmer vzhľadom na rozsah finančných tokov, ktoré sa dostávajú do turbulentných

pohybov, bude stále väčší a pravdepodobne už dnes prekročil celkový možný rozmer národnej ekonomiky, a teda aj možnosti národných vlád zasiahnuť do tohto vývoja. Pozrime sa pritom na zásadnú skutočnosť: kým šedá ekonomika dnes už predstavuje celosvetovo sumu približne 7 bil. USD, čierna ekonomika zhruba okolo 3,5 bil. USD, pričom expanzia týchto dvoch typov ekonomík je podstatne rýchlejšia ako oficiálna ekonomika, na druhej strane vnútorná polarizácia spoločnosti, ktorá by bola dávno viditeľná, no je stále prekrývaná úverovou expanziou, pre väčšinu populácie už dosiahla svoje marginálne hranice.

Ak nie je možné obnoviť rýchly nárast bohatstva u väčšiny obyvateľstva, znamená to, že tento problém bude trvalý, úverová expanzia nekrytých úverov bude trvalou záťažou pre bankový sektor a pre národné banky budú trvalou záťažou emitované cenné papiere bez akéhokoľvek reálneho krytia. V tomto zmysle slova sa žitie na dlh vo všetkých rovinách ekonomiky stáva hlavnou príčinou finančných kríz, pričom je paradoxné, že tento multidimenzionálny rozmer príčiny finančných kríz pravdepodobne súvisí s tým, prečo môžu vznikať finančné krízy raz na hypotekárnom trhu, raz na trhu technologických či počítačových firiem, raz na trhu technologických inovácií a *know-how*, prípadne na komoditných trhoch, trhu energetických médií a pod.

Znamená to, že musí dôjsť k novému chápaniu vzťahov medzi zreálnením spotreby, finančnými tokmi, tovarovou produkciou a celkovým vplyvom národných ekonomík a globálnej ekonomiky. Kým prvé tri bloky je možné definovať ako cestu, ktorou sa dá ísť, štvrtý blok, ktorý sa týka globálnej ekonomiky, je v dnešnej fáze už značne problematický. Súvisí totiž s významnou skutočnosťou. Pokiaľ reálne prijmeme tézu, že zhruba 90 % svetového obchodu s tovarmi a so službami realizuje niekoľko tisíc transnacionálnych korporácií, zároveň tieto korporácie cez svoje finančné a vlastnícke prepojenie zásadným spôsobom ovplyvňujú finančný sektor, čo potom predstavujú milióny malých a stredných firiem, ktoré sú v podstate plne závislé od vývoja, ktorý však ani neovplyvňujú, ani neurčujú? Pritom vývoj samotný je už dnes prekonaný z hľadiska ovplyvňovania národnými vládami a finančné inštitúcie používajú národné vlády výlučne v prípade problémov ako určitý spôsob sanácie vlastných rozporov. Je to paradoxné preto, lebo v prípade podpory a sanácie týchto finančných inštitúcií sa používajú prostriedky daňových poplatníkov, a teda prostriedky národných vlád. Z toho je jasne vidieť, že

súčasná podoba finančného sektora sa radikálne mení. Nejde len o pravidelné cyklické opakovanie kríz, ako boli v minulosti, pričom niektorí teoretici konštatujú, že sa netreba ničoho obávať, lebo v ekonomike je úplne automaticky zabudovaný systém stabilizátorov, ktoré povedú k obnoveniu hospodárskeho cyklu, ale najmä o to, že v skutočnosti sa fundamenty a zdroje príčin hospodárskych kríz a finančných kríz ukazujú v podstatne zložitejšom svetle.

Možno teda povedať, že súčasná podoba finančnej a medzinárodnej architektúry bude pravdepodobne založená nielen na regionalizácii a zreálnení dispozičných prostriedkov na riešenie krízovej situácie, ale aj na nevyhnutnosti prijímať opatrenia na návrat k zladeniu medzi reálnou spotrebou, reálnym objemom finančných prostriedkov, reálnou väzbou medzi jednotlivými krajinami a novým pohľadom na budúci rozmer spotreby. Je možné, že jedným z významných fenoménov vývoja sa stane proces ekologizácie národných ekonomík, ale hlavne proces zreálnenia celkovej spotreby so zreteľom na obmedzenosť zdrojov. Pritom je paradoxné, že mnohé vlády i teoretici síce hovoria o nutnosti zreálnenia spotreby vzhľadom na obmedzenosť prírodných zdrojov, ale v praktickej polohe sa tieto snahy národných vlád takmer vôbec neprejavujú. Súvisí to s tým, že celá civilizácia, tak ako sa vyvíja posledných 200 rokov, je založená na trvalom raste a expanzii spotreby, ale spotreba je už dávno v úplne inom vývinovom procese ako reálne bohatstvo vyjadrené finančnými trhmi a vnútorná disparita medzi týmito dvoma blokmi vedie k opakovaným krízam. Snahy vyriešiť tento problém pomocou technologického mostíka, či vyriešiť tento problém pomocou niektorých ďalších princípov, ako bola teória štátu blahobytu a pod., sa ukázali ako nereálne. Naopak, posledných 15 – 20 rokov je charakteristických uvoľnením úplných stavidiel vnútornej diferenciácii a polarizácii po všetkých líniách národných ekonomík i globálnej ekonomiky. Dokonca paradoxne vznikajú i javy, pri ktorých krajiny, ktoré majú veľké zdroje energetických médií, napríklad v Afrike, sa vôbec nedokážu vymaniť z obrovskej zaostalosti a chudoby, pretože rozhodujúci profit z toho majú jednak nadnárodné transnacionálne korporácie, jednak domáce elity, ktoré dovolili týmto transnacionálnym korporáciám využívať toto nerastné bohatstvo. Takáto polarizácia bohatstva a chudoby, ktorú nakoniec potvrdili aj mnohé analýzy za posledných 50 rokov, ktoré uskutočňovala Svetová banka, ukazuje zásadný a principiálny rozpor súčasného globálneho sveta – rozpor potreby udržať globálnu

spotrebu, a podľa možností ju zvyšovať, a skutočného, reálneho vývoja vo finančnom sektore, ktorý by však v prípade zreálnenia viedol k absolútnemu prehodnoteniu veľkosti finančných inštitúcií, poskytovania finančných produktov i celkovej väzby finančného sektora a ostatnej časti ekonomiky. Je možné diskutovať o reagenčnom čase, kedy by sa mala dosiahnuť zásadná zmena pohľadu na tie ekonomické paradigmy, o ktorých sme hovorili. Ukazuje sa, že s každou krízou je rozmer dopadov podstatne dlhší a zničujúcejší. Samozrejme, keď hovoríme o dôsledkoch finančných kríz, tak kríza v juhovýchodnej Ázii bola prekonaná zhruba v roku 2000. Avšak, čo nebolo prekonané zásadným spôsobom, je obrovská príjmová polarizácia, polarizácia bohatstva a chudoby v krajinách juhovýchodnej Ázie. To sa preklenúť nepodarilo dodnes. Celý rad zásadných zmien, ako boli transformácie centrálne plánovaných ekonomík na trhové ekonomiky, znamenal výrazné zhoršenie celkovej situácie a polarizácie bohatstva a chudoby v globálnom svete.

Záverečné poznámky

Podľa všetkých dostupných analýz sa ukazuje, že v budúcnosti budeme postihovaní neustále sa opakujúcimi finančnými krízami, pričom ich rozmer bude čoraz väčší. Turbulencie, ktoré súvisia s nevyhnutnosťou alebo nepotrebnosťou novej medzinárodnej rezervnej meny, skutočnosť, že väčšina krajín sa postupne dostáva do situácie, v ktorej sa chcú stať členmi obchodných zoskupení, ktoré použijú nadnárodnú menu ako nový spôsob náhrady rezervnej globálnej meny – libry alebo dolára – bude zároveň znamenať aj, nazvime to, určitú kontinentalizáciu ekonomického a finančného sveta. Na druhej strane sa však ukazuje, že národné meny sú stále viac pod vplyvom externých faktorov, ktoré nemajú národné vlády pod kontrolou. Stále naliehavejšie vystupuje do popredia nutnosť globálneho prístupu, ale aj nutnosť eliminácie iracionálnych fenoménov, ktoré mnohokrát úplne bez logiky posúvajú hodnotu národnej meny. Ukazuje sa tiež, že hodnota národnej meny sa dnes v skutočnosti stáva virtuálnou veličinou ovplyvnenou mnohokrát nie ekonomickými fundamentmi, ale geopolitickými a inými vplyvmi. Z tohto hľadiska sa snaha EÚ stanoviť kritériá, ktoré by boli objektívne, ako maastrichtské kritériá pre členské štáty menovej únie, javí ako iluzórna. Jednak preto, že samotné maastrichtské kritériá z hľadiska ich číselnej aj

kvantitatívnej podoby nie sú výsledkom hlbokých fundamentálnych analýz nového videnia svetovej ekonomiky. Ide však o určité, nazvime to empirické odskúšanie kritickej masy pohľadu na určité ekonomické fundamenty, pričom sa tieto fundamenty, na základe empirických skúseností, považujú za určitú marginálnu hranicu, ktorej prekročenie znamená dlhodobé hospodárske problémy, ale na národnej úrovni.

Otázkou je, ako bude fungovať euro: ako medzinárodná rezervná mena, alebo ako mena, ktorá je spoločnou menou kontinentálneho typu, alebo vývoj kurzu tejto meny bude ovplyvňovaný rovnako iracionálnymi fenoménmi, ako sa to dnes deje pri iných rezervných menách. Z tohto hľadiska teda nemožno oddeľovať od otázky finančných kríz ani otázku novej rezervnej meny. Ak dnes hovoríme o tom, že skupiny nových investorov môžu radikálnym spôsobom prehodnotiť celú štruktúru finančného sveta, musíme upozorniť aj na to, že pokiaľ sa tento vývoj bude v budúcich desiatich rokoch uberať doterajším spôsobom, je zrejmé, že finančné póly sveta sa dostanú do úplne novej konfigurácie, nebudú zodpovedať tradičnému rozdeleniu na rozvinuté a menej rozvinuté krajiny, ale pravdepodobne zásadným spôsobom zmenia aj pohľad na fungovanie finančných kríz z hľadiska ich príčin i z hľadiska ich dôsledkov. Tieto teoretické i praktické výzvy stoja dnes nielen pred národnými vládami, ale aj pred nadnárodnými finančnými inštitúciami (Medzinárodný menový fond, Svetová banka, Európska centrálna banka a pod.) a tie sa budú musieť s uvedenými zásadnými paradigmami vyrovnať.

3.2. Suverénne fondy a ich vplyv na vývoj finančných trhov

Vplyv suverénnych[84] (štátnych) fondov na súčasný vývoj svetovej ekonomiky má niekoľko navzájom prepojených rovín. Od súvislostí s globálne sa prejavujúcou úverovou krízou, cez energetickú krízu (s extrémnym rastom cien ropy), až po potravinovú krízu (prinášajúcu zásadné sociálne problémy vyvolané hladom alebo nastupovaním nedostatku niektorých druhov potravín v rozvojových krajinách).

[84] Zakladajú ich a spravujú vlády suverénnych štátov a sú dotované z verejných rozpočtov, nie z vkladov súkromných subjektov. Finančné prostriedky týchto fondov spravidla fungujú ako záloha na pokrytie budúcich potrieb, v poslednom období (najmä po roku 2000) sa stále častejšie používajú na strategické investovanie v zahraničí.

V dôsledku razantného rastu ekonomickej sily suverénnych fondov dochádza ku globálnemu prelievaniu investícií a spolupodieľaní sa na vlastníctve. Pre krajiny ťažiace ropu patrí medzi významné strategické ciele, sledované investovaním cez fondy, diverzifikácia ekonomík ropných monokultúr, výrazný odklon od závislosti od ropy a budovanie znalostných a ekologických spoločností. Už nejde o zvýhodňovanie domáceho priemyslu, ale o ekonomicky výnosné strategické nákupy kdekoľvek na svete. Malý mestský štát Singapur sa stáva spoluvlastníkom globálnych veľmocí.[85] Bohaté fondy Perzského zálivu sú ochotné prevziať aj dlhy, preto sú považované za významných strategických partnerov pre nové odvetvia a firmy. Suverénne fondy sa často spájajú do investičných aliancií so súkromnými investičnými bankami a fondmi. Dochádza tak k významnému prelínaniu štátneho a súkromného kapitálu. Táto symbióza predstavuje novú investičnú architektúru globálneho rozvoja, ktorá znižuje závislosť od tradičných úverov.

Dôvody zakladania suverénnych fondov sú z vecného a historicko-ekonomického aspektu nasledovné:

- rezervné fondy – krajiny, ktoré sú bohaté na zdroje surovín (predovšetkým ropy) zakladali a zakladajú fondy s cieľom výhodného investovania, výnosy z investovania majú kryť výpadok vývozu surovín (krajiny Perzského zálivu, Rusko);
- štátne penzijné fondy – v krajinách, kde je penzijný systém krytý štátom, sa fondy zakladajú z dôvodu pokrytia nárokov budúcich generácií (Nórsko – Government Pension Fund, Japonsko – Government Pension Investment Fund, USA – California Public Employees´ Retirement System);
- fondy, v ktorých sa ukladajú prebytky devíz – v krajinách s veľkým podielom štátu na hospodárstve sú ukladané prebytky obchodnej bilancie do fondov, ktoré podporujú expandovanie domácich firiem v zahraničí, nákup technológií a pod. (Singapur – GIC, Temasek, Čína – China Investment Corporation);
- fondy, v ktorých sa ukladajú rozpočtové prebytky – krajiny investujú cez tieto fondy s cieľom zhodnotiť svoje úspory;

[85] Disponuje vyspelou znalostnou spoločnosťou a patrí medzi najvzdelanejšie krajiny na svete.

- fondy, ktoré sú orientované na zabezpečenie surovín a technológií – krajiny investujú v zahraničí na dlhodobé zabezpečenie prístupu k surovinovým zdrojom a technológiám, napríklad aj poskytovaním podpory svojim súkromným firmám v ich investovaní v zahraničí (Čína, Rusko).

Suverénne fondy nie sú v procese vplyvu na svetovú ekonomiku neznáme, prvé, a zároveň v súčasnosti tie najsilnejšie začali vznikať v 70. rokoch (v Spojených arabských emirátoch, v Singapure, v USA).[86] Výrazný boom v zakladaní štátnych fondov nastal v roku a po roku 2000 (Irán, Taiwan, Katar, Kazachstan, Austrália, Južná Kórea, Dubaj, Líbya, Čína, Rusko).

Prečo sa dnes o suverénnych fondoch tvrdí, že sú hlavnou výzvou globalizačného procesu? Svojimi aktivitami môžu významne pomôcť rozvoju trhových síl vo svete – ak sa budú orientovať nestranne. Môžu sa však stať aj „trójskym koňom“, ktorý do ekonomiky vnesie významnejšie prvky štátneho kapitalizmu. V súčasnosti sa najviac dostáva do popredia obava z vplyvu suverénnych fondov v autoritársky riadených krajinách, ktoré majú záujem „usadiť sa“ v strategických segmentoch jednotlivých regionálnych trhov. Táto obava má svoj základ v ich mimoriadne silnejúcej pozícii, ktorú získavajú rastom svojej ekonomickej sily. V súčasnosti sa odhaduje ekonomická sila najväčších suverénnych fondov na približne 3,5 biliónov USD (Morgan Stanley, január 2008).

Miesto a sila suverénnych fondov vo svete

Hypotekárna kríza prispela k tomu, že informácie okolo suverénnych fondov a ich aktivít začali byť viditeľnejšie nielen v odborných finančných kruhoch, ale prenikli aj do sféry prístupnej laickej verejnosti. V dôsledku finančnej sily, ktorou disponujú, bez výrazných problémov nakupujú podiely

[86] Najstarším štátnym fondom je však KIA – Kuwajt Investment Authority, založený v roku 1953 (finančné prostriedky z predaja ropy). Emirát z pobrežia Perzského zálivu sa v priebehu 55-ročného investovania na svetových finančných trhoch etabloval ako spoľahlivý partner. Upevňuje si svoju dôveryhodnosť vo dvoch svetových finančných metropolách, v New Yorku a v Londýne. Upevňovanie spočíva v udržiavaní úzkych politických a vojenských zväzkov s USA a Veľkou Britániou. Investovanie Saudskej Arábie, ktorá tiež patrí k spoľahlivým partnerom, je v USA podporené osobným priateľstvom saudskoarabskej kráľovskej rodiny s rodinou Bushovcov.

v najväčších firmách sveta. Táto nová finančná veľmoc má v súčasnosti hotovosť na investovanie vo výške 2,8 bil. USD. Odhaduje sa, že pokiaľ finančné rezervy krajín vyvážajúcich ropu budú rásť podobným tempom ako doteraz (k čomu prispieva rastúca cena ropy), budú suverénne fondy v roku 2012 disponovať voľným kapitálom v objeme cca 7,3 bil. USD (štúdia McKinsey Global Institute, 2008), v roku 2018 až 17,5 bil. USD (štúdia investičnej banky Morgan Stanley, 2008).[87] V poslednom období sa orientácia suverénnych fondov odkláňa od pôvodného zámeru „ukladať" a zhodnocovať svoje bohatstvo a posúva sa stále viac smerom k zvyšovaniu vplyvu na ekonomické globálne dianie.

Jedným z najväčších suverénnych fondov je investičná spoločnosť vlády emirátov Abu Dhabi Investment Authority (ADIA). Jej kapitál predstavuje v súčasnosti približne 875 mld USD. Vo všeobecnosti sa deklaruje cieľ pripraviť sa včas na obdobie po útlme ťažby ropy.[88] Emiráty zahraničné investície aj vo veľkej miere prijímajú a pri investovaní vlastných petrodolárov na svetových trhoch postupujú tak, aby to prospelo transformácii SAE, a najmä Dubaja na centrum „novej" ekonomiky Perzského zálivu.[89] Aj preto sa koncom roka 2007 podujala v dôsledku turbulencií na finančných trhoch sanovať problémy svetového bankového gigantu, ktorým je spoločnosť Citigroup.[90] Poskytla sumu 7,5 mld USD a získala tak obligácie s 11 % ročným úrokom, ktoré si v roku 2011 môže vymeniť za 4,9 % akcií spoločnosti Citigroup.[91] O výraznejšie prepojenie s bankovým systémom a ekonomikou USA sa snaží aj Čína. Suverénny fond China Investment Corporation (CIC),

---

[87] Je to sila, ktorá vzbudzuje rešpekt, ale aj obavy. Čo s takouto silou zamýšľajú vlády, ktoré fondy vlastnia a riadia? Depozity týchto štátov sú naplnené predovšetkým dolármi či skôr americkými dlhopismi a inými cennými papiermi. Na isté porovnanie – súčasný nominálny HDP USA by mal v roku 2008 dosiahnuť 14,4 bil. USD.

[88] Tento cieľ napríklad Saudská Arábia až tak neakcentuje.

[89] Tá sa má začleniť do svetovej ekonomiky s orientáciou na služby (financie, cestovný ruch) a niektoré úzko špecializované odvetvia priemyslu (nové technológie zamerané na trvalo udržateľný rozvoj).

[90] Aj keď táto americká banka odpísala v dôsledku hypotekárnej krízy 7,6 mld USD, odborníci tvrdia, že strata bude až vo výške 15 mld USD.

[91] Hoci ADIA nezíska žiadne špeciálne pozície v mamažmente americkej banky, ide o istú mieru vplyvu, ktorá sa dá použiť v prípade spojenia vplyvu v ďalších bankách a dôležitých podnikoch, v ktorých už ADIA operuje.

založený len v roku 2007, sanuje problémy investičnej banky Morgan Stanley, nakúpením 10 % podielu banky za 5 mld USD. China Investment Corporation nakúpila aj podiel vo fonde súkromného kapitálu Blackstone Group za 3 mld USD a disponuje 200 mld USD; cieľom tohto fondu je investovať domáce rezervy na globálnych kapitálových trhoch. O americké finančné inštitúcie prejavujú záujem aj ďalšie čínske spoločnosti, napríklad Citic Securities, ktorú kontroluje mesto Peking. Táto spoločnosť získala takmer 10 % podiel v banke Bear Stearns.[92]

V európskom priestore postihla úverová kríza výrazne švajčiarsku banku UCB vo výške takmer 14 mld USD. Na sanovanie problémov poskytol Singapur prostredníctvom svojho fondu Government of Investment Corporation (GIC) sumu vo výške 11,5 mld USD, za čo získal 9 % akcií. Zároveň však podporil rekapitalizáciu americkej spoločnosti Citigroup vo výške 7 mld USD. Ide o druhý najsilnejší štátny fond po fonde Spojených arabských emirátov.[93] Ďalší štátny fond Singapuru, Temasek Holdings,[94] „podoprel" vlajkovú loď západného finančného sveta Merrill Lynch sumou 5 mld USD, keď v dôsledku úverovej krízy priznala stratu, ktorá môže dosiahnuť výšku až 16 mld USD.

Kým okolo manévrovania suverénnych fondov Číny, Singapuru a Ruska je rušno, menej pozornosti sa venuje politicky i duchovne konzervatívnym saudskoarabským a kuvajtským investorom. Pravdepodobne preto, lebo ich materské krajiny sú politicky stabilné, hospodársky blahobytné, a najmä hlboko integrované do svetového hospodárskeho systému. Hoci sú vplyvnými členmi kartelu OPEC, tlmia podnety radikálov v nátlakových akciách proti Západu. Zásadným dôvodom týchto aktivít je ich úzke prepojenie a zainteresovanie na prosperite Západu ako celku cez rozsiahle investovanie.

---

[92] Analytici austrálskej finančnej skupiny Macquarie predpokladajú, že do amerických finančných inštitúcií budú nasledovať ďalšie čínske investície.

[93] Na jeho čele stojí zakladateľ štátu Singapur – Lee Kuan Yew, ktorý je doživotným čestným prezidentom, jeho námestníkom je výkonný predseda vlády, syn. Prepojenie na Temasek je v osobe pani Ho Ching, ktorá je nevestou prezidenta, a zároveň manželkou predsedu vlády a Temasek riadi. Forbes ju v roku 2007 zaradil medzi tri najmocnejšie ženy sveta.

[94] Temasek získal v roku 2006 najvýznamnejšiu korporáciu v Thajsku – Telekom. Ide o strategickú líniu naštartovanú rokom 1974, keď fond vznikol, orientáciu na vývoz spotrebnej elektroniky a počítačov, vďaka čomu sa Singapur vyšvihol medzi ázijských tigrov.

Ešte nedávno sa v súčasnosti najväčšie suverénne fondy orientovali skôr na nákup štátnych dlhopisov. Viedlo to k všestrannej spokojnosti politikov svetových veľmocí, ktorí takto získali silných záujemcov o financovanie svojich rozpočtových deficitov. V súčasnosti sa orientácia záujmu suverénnych fondov mení a niektoré sú pravdepodobne „účelovo" obviňované z dravosti, s ktorou idú tvrdo a nekompromisne za získaním podielov v najrenomovanejších firmách sveta. Chcú sa „uchytiť" v strategických odvetviach spojených s *high-tech* priemyselnými odbormi, s ťažbou a so spracovaním surovín a v poslednom období aj v úverových inštitúciách, ktoré poskytujú financie reálnemu hospodárstvu a pri posudzovaní úverov majú k dispozícii tie najcitlivejšie informácie o zámeroch jednotlivých klientov. Vplyv fondov v bankách znamená otvorenie dverí k tým najdôvernejším poznatkom, preto sú fondy výzvou nielen pre hospodárstvo, ale aj pre politiku. Preto ich prenikanie do samotného srdca západných ekonomík vyvoláva potrebu spriehľadniť ich aktivity a zámery.

Najkritickejším argumentom v súvislosti s expandovaním suverénnych fondov je totiž to, že vo väčšine prípadov svoju stratégiu utajujú. Znamená to, že v prípade záujmu o nákup podielov v strategických spoločnostiach v zahraničí môžu svojim vládam umožniť vplyv na dianie v iných krajinách. Vzhľadom na netransparentnosť aktivít týchto fondov je teda obťažné určiť v jednotlivých prípadoch, či im ide o zisk, alebo o politický vplyv.[95] Vzhľadom na zdroje štátnych fondov, cez ktoré majú prísun financií zabezpečený, nemusia tieto fondy súťažiť o priazeň investorov, ako je to v prípade súkromných a hedžových fondov, ktoré istú mieru transparentnosti z tohto dôvodu musia vykazovať, aj keď nie ochotne. V otázke transparentnosti aktivít suverénnych fondov nie je nevýznamné to, že manažérov fondov menujú politici. Potom je zrejmé, že podnety na väčšiu informačnú otvorenosť sú pri suverénnych fondoch minimálne. Naproti tomu je nórsky suverénny fond zrejme ako jediný zo suverénnych fondov považovaný za ukážkový príklad transparentnosti a etiky svojich aktivít. Pravidelne informuje o svojich zámeroch a nepovolí investície do zbrojárskeho priemyslu. Doposiaľ investoval v 3 500 podnikoch, v ktorých podiel fondu nepresahuje 5 %. Aj z týchto

[95] V SAE Abu Zabí poskytujú na internetovej stránke v údajoch o fonde ADIA len adresu a telefónne číslo. Neposkytujú sa teda údaje o tom, kde najväčší suverénny fond na svete investuje a v akom rozsahu.

dôvodov spolu s Austráliou predstavuje najmenej obávanú podskupinu na zozname najväčších suverénnych fondov. Nórsko a Austrália sa radia medzi hospodársky najrozvinutejšie ekonomiky sveta, s vyspelou demokraciou a závideniahodnými príjmami z energonosičov.[96] Keďže Nórsku sa zdroje postupne doťažia, krajina je nútená pri umiestňovaní investícií smerom von myslieť na minimalizáciu rizík pri zhodnocovaní voľného kapitálu zo suverénneho fondu zásadnejšie ako Austrália. Nórsky model fondu je charakteristický aj tým, že v porovnaní s inými suverénnymi fondmi zahŕňa kritériá ochrany životného prostredia, podnikateľskej etiky, rodovej rovnosti, celkovej nediskriminácie a zamestnaneckých práv.[97] O budovanie podobného imidžu sa veľmi snažia Čína a Rusko, ich netrasparentnosťou a špekulatívnosťou v stratégii investovania sa im to zatiaľ nedarí. Čínsky a ruský investičný kapitál je navyše príliš nový a objemný. S arabským petrodolárovým kapitálom sú mnohoročné skúsenosti a integroval sa do svetovej ekonomiky. Jeho strategické ciele nie sú orientované na expandovanie vojenskej moci a na geopolitické záujmy v oblasti budovania jadrovej veľmoci. Relatívne objemovo malé štátne fondy krajín ako Kazachstan, Malajzia, Brunej a Južná Kórea nepredstavujú podľa odborníkov nebezpečenstvo špekulatívnej alokácie voľného kapitálu.

Napriek všeobecne zvýrazňovanej netransparentnosti svojich investičných aktivít môžu suverénne fondy zohrať pozitívnu úlohu v rámci stabilizácie globálnej ekonomiky. Napríklad uvedená pomoc týchto fondov pri sanovaní problémov významných finančných inštitúcií, v rámci turbulencií na finančných trhoch spôsobených úverovou krízou, je toho dôkazom. Podľa názorov odborníkov na poskytnutie pomoci pri riešení dotknutých problémov nebol pripravený, ale ani ochotný prispieť, žiaden iný investor okrem suverénnych fondov.

Avšak rastúca sila týchto fondov, ktorú je snaha kontrolovať zvonku, najmä zo strany Západu, modeluje obraz možného postupného, v ďalšom

---

[96] Nórsko z ropy a zo zemného plynu, Austrália z uhlia a uránu. Kým Nórsku sa zdroje petrodolárov alebo petroeur v neďalekej budúcnosti skončia, Austrália môže zostať surovinovou veľmocou a významným dodávateľom Indie a Číny ešte niekoľko desaťročí.

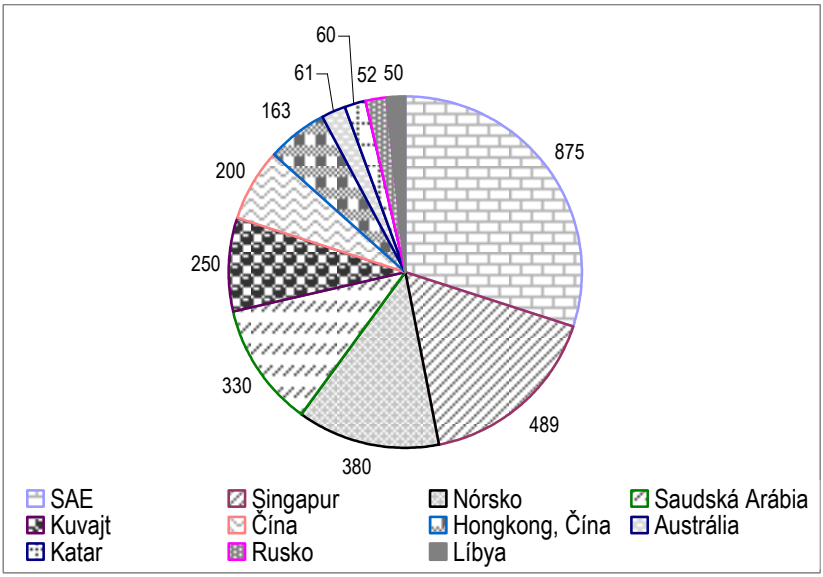
[97] Investičné plány nórskeho suverénneho fondu sú potom z tohto aspektu vo svete ochotnejšie prijímané a poskytujú jej imidžový kredit do budúcnosti.

období takmer istého, prepólovania sveta. Dá sa preto uvažovať aj v takých intenciách, ktoré naznačujú plánovitosť a prípravu tohto rastu a expandovania dotknutých skupín investorov od konca 80. rokov, a to vo väzbe na odhady vývoja spotreby, ťažby ropy a dostupnosti nových nálezísk ropy a zemného plynu, v súvislosti s odhadovanými dôsledkami klimatických zmien v jednotlivých regiónoch sveta. Od 80. rokov stúpa aj snaha o úverovanie nadnárodných korporácií cez kapitálové trhy. Expandovanie suverénnych fondov, ale aj ďalších skupín investorov by teda nebolo možné, keby sa tak široko nerozvinulo úverovanie podnikov cez kapitálové trhy, pri formovaní ktorých bolo jedným z významných cieľov odstránenie transparentnosti vlastníckych štruktúr v podnikoch. Je to možno fikcia, alebo tvrdo postavená hypotéza. Faktom však je, že finančná kríza ukázala slabiny liberálnych ekonomík a poukázala aj na schopnosť suverénnych fondov tieto slabiny využiť. Je však potrebné formulovať otázku, aké sú regionálne perspektívy realizácie tých akcentovaných dlhodobých záujmov suverénnych fondov, ktoré sa nachádzajú v oblasti investovania do obnoviteľných zdrojov a technológií budúcnosti? Bude z tohto pohľadu pokračovať polarizácia bohatstva v globalizovanom svete tak, že sa výrazne prehĺbi diferenciácia profitu v uvedených oblastiach investovania? Aká budúcnosť potom čaká Afriku? Akú úlohu zohrá v konečnom dôsledku európsky priestor?

Nové investičné nástroje suverénnych fondov sú nielen zdrojom rizík a takmer tektonického presunu vplyvov vo svete, alebo inak – nie sú jednoducho len prostriedkom na umiestnenie dolárových hotovostných rezerv, pochádzajúcich z deficitov americkej obchodnej bilancie. Majú mať aj stabilizačnú funkciu, ktorá spočíva v tom, že vzájomné spoluvlastníctvo produktívnych aktivít znižuje riziká politicky motivovaných strategických konfliktov. Inak povedané – suverénne štáty si navzájom „nebombardujú“ vlastné majetky. História vojnových konfliktov dokumentuje, že vždy išlo o bombardovanie cudzieho majetku. Vojny boli (a sú) politicky motivované a zamerané na získanie, alebo zničenie zahraničných aktív. V súčasnom období sa skupiny štátov spájajú so súkromným kapitálom a zahraničné aktíva získavajú pomocou suverénnych fondov.[98]

[98] Suverenita štátu nie je definovaná politickými deklaráciami a uzurpovaním moci, ale pochádza zo skutočnej moci a rešpektu ku globálnemu spoluvlastníctvu a hospodárskemu vplyvu.

Graf 3.1
Regionálna štruktúra a ekonomická sila najväčších suverénnych fondov na svete (nad 49 mld USD, 2008)



Poznámka: Uvedené hodnoty sú v čase vo výraznom pohybe vzhľadom na extrémne rastúcu cenu ropy (za 6 mesiacov od expertného odhadu MS sa napr. v Líbyi zväčšila ekonomická sila suverénneho fondu z 50 mld USD na 100 mld USD, v prípade National Welfare Fund v Rusku sa zase očakáva, že zo súčasných 32 mld USD vzrastie sila fondu na 320 mld USD v roku 2013).

Prameň: Spracované zo zdrojov Morgan Stanley a The Suvereing Wealth Fund Institute (2008).

Graf 3.1 názorne dokumentuje regionálne rozloženie suverénnych fondov, ktoré poukazuje na najvýznamnejšie postavenie fondov z krajín Perzského zálivu. Ide o také fondy, ktoré boli vytvorené ako rezervné fondy krajín bohatých na zdroje surovín – ropu. Spolu s ďalšími veľkými suverénnymi fondmi (od 15 mld USD do 49 mld USD) predstavujú v súčasnosti ekonomickú silu 3,061 bil. USD.

Vzhľadom na zvýrazňovanie dôležitosti operovania a vplyvu *private equity* fondov na finančných trhoch v nie tak vzdialenom období, ktorým sa donedávna predpovedala skvelá budúcnosť v úlohe odvážnych nadnárodných investorov, je potrebné uviesť, že ich priemerná veľkosť je len na úrovni strednej sily veľkých suverénnych fondov, teda od 32,5 mld USD do

15,7 mld USD.[99] Vzájomné porovnanie ekonomickej sily stredne veľkých suverénnych fondov a fondov *private equity* umožňujú údaje uvedené v tabuľke 3.1.

T a b u ľ k a 3.1
Ekonomická sila stredne veľkých suverénnych fondov a *private equity* fondov (v mld USD, 2008)

Suverénne fondy (pod 49 mld USD)		*Private equity* fondy (pod 49 mld USD)	
Alžírsko	38	The Carlyle Group (Washington)	32,5
USA – Aljaška	30	KohlbergKravis Roberts (New York)	31,1
Brunej	26	Goldman Sachs Principal Investment Area (New York)	30,0
Malajzia	24	The Blackstone Group (New York)	28,4
Kórea	18	TPG (Fort Worth, Texas)	23,5
Kazachstan	15	Permira (Londýn)	21,5
		Apax Partners (Londýn)	18,9
		Bain Capital (Boston)	17,3
		Providence Equity Partners (Rhode Island)	16,4
		CVC Capital Partners (Londýn)	15,7

Prameň: Spracované zo zdrojov The Suvereign Wealth Fund Institute (2008) a Private Equity International Magazine (2007).

Súčasťou novej investičnej architektúry v globalizujúcom sa svete je spájanie suverénnych fondov do investičných aliancií so súkromnými investičnými bankami a fondmi, keď dochádza, ako sme už uviedli, k prelínaniu štátneho a súkromného kapitálu. Napríklad Čína (CIC) kúpila 10 % v spoločnosti The Blackstone Group, štátna spoločnosť Mubadala (v Abu Zabí) kúpila 7 % v The Carlyl Group, SAE (ADIA) kúpila 10 % v Apolle a štátny fond Dubaja zase 10 % v Och-Ziffe. Ide o „dokupovanie" štátneho kapitálu v aliancii s finančnými inštitúciami do spoluvlastníctva súkromných majetkov, a teda o globálny opak tradičnej privatizácie.

Od obdobia pôsobenia Margaret Thatcherovej bol trendom predaj štátnych spoločností a podnikov. V súčasnom období suverénne fondy menia orientáciu tohto smeru, avšak nie v zmysle nového zoštátnenia, ale prelínania

[99] Súkromné fondy disponujú vlastnými prostriedkami, ktoré znásobujú kapitálom z úverov. V dôsledku úverovej krízy, ktorá spôsobila turbulencie na finančných trhoch a nedostatok likvidných peňazí, sa význam týchto fondov na svetových investičných trhoch výrazne oslabil.

štátneho a súkromného kapitálu. Čo znamená táto štátno-súkromná symbióza suverénnych fondov z aspektu rozloženia politickej a ekonomickej moci vo svete? Nástup Číny, Indie, Taiwanu, Singapuru, Japonska a Spojených arabských emirátov je znepokojujúci predovšetkým pre členov Európskej únie. Tradičná ekonomika i politika sa podstatne menia, celkový objem priamych zahraničných investícií celosvetovo rastie. Až dve tretiny týchto investícií sú umiestňované do tradičných krajín (najviac do USA a EÚ), zvyšok do Ruska a na nové trhy.

Súvislosti expandovania suverénnych fondov v Európe a USA

V súčasnosti pertraktované obavy z expandovania suverénnych fondov sa premietajú do rôznych úvah o potrebe regulácie ich vplyvu v jednotlivých krajinách Západu. Avšak aj na strane suverénnych fondov môžu byť obavy, ktoré súvisia napríklad s tým, že tieto fondy investovali do krízou oslabených finančných ústavov. Môže sa stať, že hodnota ich investícií sa prepadne spolu s hodnotou akcií bánk, v ktorých pomáhali a pomáhajú sanovať problémy spojené s úverovou krízou.

Tabuľka 3.2
Transakcie suverénnych fondov v súvislosti s hypokrízou v období 2007 – 2008 (v mld USD)

Suverénny fond	Cieľ transakcie	Objem transakcie
KIA, GIC	Citigroup (USA)	12,5
GIC	UBS (Švajčiarsko)	11,53
ADIA	Citigroup (USA)	7,5
KIA, KIC	Merrill Lynch (USA)	6,6
Temasek Holdings	Merill Lynch (USA)	5,6
China Development Bank	Barclays (Veľká Británia)	2,98

Poznámka: KIA – Kuwait Investment Authority; GIC – Government Investment Corporation (Singapur); ADIA – Abu Dhabi Investment Authority (SAE); KIC – Korea Investment Corporation; Temasek Holding – Singapur.

Prameň: Spracované z Thomson Financial (2008), marec.

Neoplatí sa však investovať s odhadom určitej straty, ktorú z dlhodobého aspektu vynahradí efekt zo získania vplyvu v niektorom segmente na

regionálnom trhu, ktorý fond zaujíma?[100] Mimoriadne významný je prístup k informáciám, v niektorých prípadoch dôležitejší ako získanie hlasovacích práv v podnikoch.[101] Strategické záujmy suverénnych fondov Singapuru a SAE nie sú orientované na priamy súboj s hospodárskymi veľmocami a regionálnymi blokmi. Sústreďujú sa na hľadanie vlastných špecifických oblastí, ktoré budú v globálnej ekonomike voľné i v strednodobom časovom horizonte. Túto stratégiu s nimi Čína a Rusko nezdieľajú.[102]

Istá forma protiopatrení, resp. ochranárske prístupy sa objavujú na strane ekonomicky vyspelých krajín v súvislosti so snahou suverénnych fondov o získanie podielov významných firiem aj v európskom priestore. V Nemecku sa vláda pokúša presadiť, aby podiel, ktorý by mohol získať zahraničný štátny fond, nepresiahol 25 %.[103] Vláda pritom narazila na odpor, kde okrem toho, že regulácia ide proti duchu zásad slobodného trhového hospodárstva, bola hlavná výhrada to, že nie vždy je možné rozlíšiť, či ide o investíciu štátneho fondu, alebo nastupuje normálny súkromný investor. Čínsky fond CIC je názorným príkladom. Investuje síce priamo, ale väčšiu časť financií poskytuje súkromným čínskym firmám ako podporu pri ich expandovaní do zahraničia formou akvizícií. Jasné pravidlá pre svoj štátny fond má stanovené Nórsko. Sú neprenosné, môžu fungovať v demokraticky spravovanej krajine,

---

[100] Už ako menšinový akcionár môže fond zrýchliť, spomaliť, ale aj preorientovať vývoj a chod spoločnosti.

[101] Čínsky štátny fond CIC sa pri nákupe 10 % podielu v spoločnosti Blacstone zriekol hlasovacích práv, čiže sa zriekol priamych nátlakových pák na manažment spoločnosti. Ale ostali mu nepriame nátlakové páky, napríklad v tom, že môže pohroziť náhlym predajom akciového balíka. Podnet na nedôveru ďalších akcionárov, pokles ceny na burze môže nasledovať.

[102] Až založenie nového ruského suverénneho fondu vo februári 2008 National Welfare Fund, pri ohlásení ktorého bola artikulovaná snaha o transparentnosť finančných tokov a portfólia fondu, naznačuje, že Rusko by mohlo aj pristúpiť na spriehľadnenie svojho manévrovania v Európe. Ministerstvo financií bude podávať mesačné správy do médií a pripravovať kvartálne a výročné správy pre ruskú Dumu. Objavujú sa aj správy, že v portfóliu sa objavia aj investície do vysokorizikových oblastí.

[103] Nemecko podobnú právnu úpravu malo niekoľko rokov, ale vzťahovala sa len na prísne chránené odvetvia veľkého bezpečnostného významu (zbrojársky priemysel, vývoj šifrovacích systémov pre armádu a štátnu správu). Zahraničné spoločnosti potrebovali súhlas nemeckej vlády, ak chceli vo firme podnikajúcej v týchto odvetviach získať podiel väčší ako 25 %. Je záujem tento zákon výrazne rozšíriť, pod chránené odvetvia by malo byť zahrnuté všetko, čo patrí pod verejný poriadok a bezpečnosť (energetika, informačné technológie, telekomunikácie, letecká doprava, médiá a banky). Toto vymedzenie však naráža na odpor kritikov vlády.

ale nie v krajinách s autoritárskymi režimami. Podobne je neprenosná aj americká úprava štátneho fondu. Možno ju uplatniť len v krajine s jednou centrálnou vládou. Ťažké je však dosiahnuť niečo podobné v EÚ s jej 27 členmi a s často protichodnými názormi. Ale zoberme do úvahy aj tú skutočnosť, že práve štátne fondy, ktoré kontrolujú 70 % ropných zásob nachádzajúcich sa na ich území, kladú ťažko prekonateľné prekážky súkromným ropným spoločnostiam z Európy a Ameriky v prístupe k zdrojom. Je možné, že v blízkej budúcnosti sa bude uvažovať a následne aj realizovať myšlienka: vy nám nebudete brániť v investovaní, my vás pustíme k rope?

Ako reakcia na obavy z vplyvu suverénnych fondov v európskych firmách sú aj postupy niektorých vlád v oblasti privatizácie. Napríklad v Holandsku sa začína presadzovať myšlienka neprivatizovať toľko verejných spoločností, ako sa pôvodne uvažovalo. Znamená to ponechanie firiem v štátnom vlastníctve, pokiaľ neexistuje zásadný dôvod spoločnosť privatizovať.[104] Ide o podiely v podnikoch, ktoré predstavujú strategicky dôležité oblasti a reprezentujú národnú bezpečnosť (letecká spoločnosť Shiphol Group, prístav Rotterdam Port, železnice Dutch Railways NS či energetická spoločnosť TeeneT). Pozastavenie privatizácie je krokom, ktorý má zabrániť zvyšovaniu vplyvu suverénnych fondov z krajín, ako je Čína, Rusko, a z krajín Perzského zálivu. Je to reakcia na už uskutočnené aktivity, napríklad čínskeho suverénneho fondu, ktorý nedávno získal podiel v Blackstone, ktorý je nepriamo, prostredníctvom svojich spoločností, jedným z najväčších zamestnávateľov v USA. Katarská vláda má záujem o kontrolu nad bankou Sainsbury's, ktorá je jednou z najväčších britských bánk. Ruská vláda má cez Gazprom strategické záujmy v energetickom sektore viacerých krajín[105] a záujem o podiel v spoločnosti, ktorej patrí Airbus. V roku 2006 ruská banka VTB nadobudla 5 % podiel v spoločnosti EADS, ktorá lietadlá Airbus vyrába. Štátne fondy Číny a Singapuru majú

[104] Z politiky „privatizuj všetko, ak tomu nič nebráni," sa pre obavy z vplyvu suverénnych fondov stala politika „ponechaj v štátnom vlastníctve, ak tomu nič nebráni".

[105] Podiel Gazpromu v súčasnosti v spoločnostiach európskych krajín: Nemecko – Agrogaz 100 %, Gazprom Germania 100 %; Rakúsko – Arosgaz Holding 100 %, Sibneft Oil Trade 100 %; Česká republika – Gas-Invest 37,5 %, Vemex 33 %; Slovensko – SPP 49 %, Slovrusgaz 50 %; Bulharsko – Topenergo 7,6 %; Veľká Británia – Gazprom UK 100 %, Gazprom Marketing and Trading 100 %; Holandsko – BSPS 50 %, West East Pipeline Project Investment 100 %; Cyprus – Leadville Investments 100 %, Odex Exploration 20 %.

záujem o kontrolu nad holandským ABN Amro Holdingom, ktorá je jednou z najväčších bánk v Európe a pôsobí v 60 krajinách, kde zamestnáva viac ako 100 tisíc ľudí. Zatiaľ neuspeli.

Na základe stretu záujmov gréckej vlády a najväčšej investičnej skupiny v Grécku Marfin Investment Group (MIG), ktorej dôležitým akcionárom je Dubai Investment Group, v prípade snahy o navýšenie podielu MIG v gréckej telekomunikačnej spoločnosti OTE na 20 % vláda zvolila veľmi razantný postup. Novelizovala zákon, ktorý pozastavil privatizáciu OTE a zabraňuje akémukoľvek súkromnému investorovi získať vyšší podiel ako 19,99 % v prípade štátom kontrolovaných spoločností, ktoré majú pre Grécko strategický význam.

Kým krajiny EÚ rokujú o postupe, ako spoločne kontrolovať, a prípadne „regulovať" aktivity suverénnych fondov, USA na skúmanie investičných zámerov týchto fondov už inštitúciu má. Je to Commitee on Foreing Investment, ktorý už v roku 2005 zabránil prevzatiu kalifornskej ropnej spoločnosti Unocal čínskym ropným gigantom CNOOC.[106] V ďalšom slede zabránil prevzatiu správy nad šiestimi prístavmi na východnom pobreží USA, o ktorú prejavila záujem firma Dubai World Ports.[107]

Ale aká silná je platforma hrozieb vplyvu suverénnych štátov cez ich fondy vo svete? Obavy zo súvislostí s ich expandovaním môžu byť a aj sú na oboch stranách. Ich artikulovanie je však výraznejšie na strane krajín Západu. Prečo sa pozornosť nesústredí aj na kritiku krátkodobo „vidiacich" vysoko rizikových hedžových fondov? Tie sa javia z pohľadu sociálno-ekonomických dôsledkov, ktoré ich aktivity na jednotlivých regionálnych trhoch spôsobujú, väčšou hrozbou. Základná báza na ich vznik a rozbehnutie aktivít bola vytvorená širokým rozvinutím úverovania podnikov cez kapitálové trhy v 80. rokoch. Vytvorili sa predpoklady na odstránenie transparentnosti vlastníckej štruktúry v podnikoch a v spoločnostiach. Hedžové fondy sú v zásade netransparentné, jednostranne segmentovo orientované, podstatnú časť ich aktivít predstavujú akvizície, ktoré sú realizované vo významnej miere

---

[106] Čína by sa dostala nielen do oblasti, ktorá je z aspektu amerických bezpečnostných záujmov citlivá, ale dostala by sa aj k zbrojárskym technológiám, keďže Unocal je prepojený na vojenský sektor.

[107] Nepomohla ani intervencia Georga Busha, jnr., ktorý sa odvolával na to, že emirát Dubaj je spojencom v boji medzinárodnému proti terorizmu.

pomocou pákového efektu.[108] V porovnaní s týmto je možné suverénne fondy z pohľadu akcentovania dlhodobých záujmov, nízkej miery podielovej účasti a rozloženia segmentového portfólia hodnotiť pozitívne a prisúdiť im skôr stabilizačnú funkciu v rámci globalizačného procesu.[109] Z aspektu krátkodobosti presadzovania svojich netransparentných záujmov pôsobia hedžové fondy skôr destabilizujúco. Z uvedeného vyplýva potreba istej korektnosti v prístupe k posudzovaniu aktivít jednotlivých skupín investorov.

Vo všeobecnosti sa vlády EÚ obávajú suverénnych fondov z hľadiska ich vplyvu, pritom však suverénne fondy nezasahujú do reštrukturalizácie podnikov, ich činnosť nevedie k zvýšeniu nezamestnanosti, nezasahujú do kooperačných väzieb medzi podnikmi, a dokonca nezasahujú do politiky vyplácania dividend. Hedžové fondy naproti tomu realizujú cez pákový efekt všetky negatívne procesy, ktoré už boli uvedené, a výrazne zhoršujú situáciu národných vlád z aspektu riešenia sociálnych dopadov pri zmene vlastníckych štruktúr. Z toho vyplýva, že obava vlád zo suverénnych fondov má politický, resp. geopolitický charakter, ale nie ekonomický. Výnimku do istej miery môžu predstavovať podniky v oblasti infraštruktúry (elektrina, plyn), čo však nie je potrebné považovať za riziko, pretože nikde v týchto odvetviach ich podiel zatiaľ nepresahuje 15 %. Majorita zostáva v rukách domácich firiem. Jedinou potenciálne rizikovou oblasťou je oblasť finančného sektora. Vstupom do bánk môžu suverénne fondy ovplyvňovať úverovú politiku tak voči obyvateľstvu, ako aj voči malým a stredným firmám. Tento vplyv je však limitovaný medzinárodnými normami pre bankový sektor pre emitentov akcií (Bazilej II, Solvency II). Suverénne fondy nepredstavujú hrozbu ani v prípade väzieb na hedžové fondy. Táto väzba totiž spočíva v ich vzájomnej spolupráci v smerovaní spoločných investícií, a nie v kapitálovom prepojení.

Vzhľadom na vývoj deficitov mnohých štátov, a vo väčšine týchto krajín aj ukončenie možností privatizácie, zostáva ako jedna z reálnych ideí – vtiahnutie silných aktérov, ktorými suverénne fondy jednoznačne sú, do riešenia

---

[108] Manažéri v hedžových fondoch sú motivovaní k maximalizácii efektu tým, že nie je určený strop ich možnej odmeny v prípade úspešnej aktivity. Z toho dôvodu má možnosť nastúpiť aj istá forma hyenizmu pri akvizíciách.

[109] Správanie manažérov v suverénnych fondoch je diferencované v porovnaní s hedžovými fondmi. Zvyčajne sú motivovaní fixovanými príjmami a aktivity realizujú so znalosťou, že sa cez ňu zviditeľňuje krajina, ktorá fond založila.

globálnych ekonomických a sociálnych problémov.[110] A to s uvedomením si istých rizík na oboch stranách, bez presadzovania protichodne pôsobiacich protekcionistických prístupov. Éra tzv. voľných trhov, teda bezmyšlienkovité ponechávanie strategického rozloženia ekonomických síl na „neviditeľnej ruke trhu," ustupuje viditeľnejšiemu a priehľadnejšiemu strategickému riadeniu, účelovým investíciám a snáď aj múdrejšiemu určovaniu priorít. Niektoré štáty sa začínajú správať ako súkromné kapitalistické podniky. Namiesto konkurencie sa hnacou silou stáva spolupráca vo forme vytvárania aliancií, podielového spoluvlastníctva, spoločných podnikov, a to nielen medzi firmami a štátmi, ale zvlášť medzi súkromnými spoločnosťami a suverénnymi štátmi.

V dôsledku aktivít globálnych suverénnych fondov sa presúvajú sféry vplyvu a začína sa výraznejšie prejavovať proces, ktorý by sa dal nazvať „štiepením" Európskej únie. Je to badateľné, ak berieme do úvahy snahy a pokusy o vytvorenie únie krajín okolo Stredozemného mora. Vytvorenie takejto únie predstavuje pre EÚ zásadnú výzvu a vyžaduje prepracovanie strategických plánov všetkých členských štátov. Ťažko je však predstaviť si podriadenú úlohu Francúzska v tandeme s Nemeckom. Rovnako zložité je predstaviť si, že Nórsko a Švédsko následne nevytvoria úniu, spoločne s pobaltskými štátmi, ako protiváhu stredomorskej únii. Navyše, Bulharsko, Ukrajinu, Bielorusko či Rumunsko nepovažujú za rovnocenných partnerov aj z historického aspektu. Nemecko spolu s Veľkou Britániou realizujú posledné opatrenia na plné sfunkčnenie transatlantickej únie s USA. Stredná Európa nemá svoju spoločnú strategickú platformu deklarovanú spoločnými záväzkami v rámci silnej stredoeurópskej únie. A keďže takáto únia neexistuje, dostáva sa historicky významná stredná Európa opäť do realizačných plánov Ruska a jeho silnejúcich suverénnych fondov. Ukazuje sa aj v tomto prípade, že žiadny politický útvar nemá nádej dlhodobo prežívať, pokiaľ nie je útvarom prirodzených, v súčasnosti nadnárodných, geopolitických a hospodárskych záujmov. Otázka je – koho prirodzených záujmov?

---

[110] Zaujímavou skutočnosťou je, že napríklad India, ktorá je považovaná za jednu z mimoriadne rázne sa rozvíjajúcich ekonomík Ázie, nemá vytvorený vlastný suverénny fond. Ekonomika v súčasnosti vykazuje deficit vo výške cca 2 %, a navyše je radená stále medzi tzv. chudobné rozvojové krajiny. Plánovaný mohutný rozvoj jej infraštruktúry sa preto má kryť z 2/3 súkromnými zdrojmi (domácimi i zahraničnými).

Zatiaľ národné vlády používajú a predpoklad je, že ešte nejaký čas budú používať potenciálnu hrozbu suverénnych fondov na zakrytie pragmatickosti vlastných krokov pri ochrane tzv. národných šampiónov (energetika, finančníctvo, doprava). Táto „nutná" ochrana prioritných podnikov nie je v skutočnosti len ochranou pred suverénnymi fondmi, ale najmä pred inými zahraničnými finančnými skupinami. Hlasné artikulovanie obáv o vplyv *private equity funds* nie je totiž jednoduché. Okamžite sa z mnohých súkromných fondov ozývajú hlasy proti neoprávnenému zasahovaniu vlád do súkromného podnikania. Na druhej strane, investície saudskoarabských a katarských suverénnych fondov do nehnuteľností v EÚ nevzbudzujú takmer žiadnu pozornosť a nepovažujú sa za hrozbu, ani riziko. Naopak, možno povedať, že sú vítané. Dôvodom je to, že vlády participujú na zvýšení príjmov z privatizácie štátom vlastnených nehnuteľností (podľa Správy KPMG o privatizácii v podmienkach EÚ za 2002 – 2006 to bolo cca 184 mld eur).

Ukazuje sa však, že istý regulačný mechanizmus, ktorý zabezpečí najmä transparentnosť finančných tokov, je nevyhnutný. Je pravda, že akékoľvek snahy o zavedenie regulačného mechanizmu v dotknutej oblasti zatiaľ narážajú na odpor súdov. V podmienkach USA snahy o reguláciu fondov narazili na také rozhodnutie súdov, ktoré jednotlivé stanovené podmienky v zmysle regulácie vyhlásilo za neoprávnené zasahovanie do podnikania. Preto obchod s derivátmi je dnes vo výročných správach finančných inštitúcií uvádzaný iba pod čiarou. V tejto súvislosti je potrebné uviesť, že práve neexistenciou regulácie narástol objem rizikových derivátov a investícií od roku 1999 o 473 %, ako to udáva Správa Ministerstva financií USA v roku 2008.

Ak má nová medzinárodná finančná architektúra vniesť transparentnosť a stabilitu na finančné trhy, potom jednotlivé podmienky transparentnosti musia platiť pre všetky subjekty na týchto trhoch, nielen pre suverénne fondy. Ak sa v súčasnosti hovorí o silnejúcom inflačnom vývoji vo svetovej ekonomike, netreba hľadať priamu väzbu na suverénne fondy a ich vplyv. Cez medzinárodnú finančnú architektúru a jej regulačný vplyv je možné „pritlačiť" hedžové fondy k výraznejšej transparentnosti operácií, tak ako sa to žiada od suverénnych fondov. Termínované operácie hedžových fondov na komoditných trhoch v súčasnosti totiž vedú k extrémnemu nárastu cien komodít (ropa, poľnohospodárske komodity – pšenica, kukurica, ryža, potraviny) a k rastu inflácie.

Petrodolárové suverénne fondy – špecifickí investori na kapitálových trhoch z pohľadu budúcnosti

Z pohľadu prúdenia „nových“ peňazí na svetový finančný trh sú rozhodujúci investori z krajín ťažiacich ropu a ázijské centrálne banky, za nimi nasledujú hedžové fondy a *private equity* firmy. McKinsey Global Institute (2007) rozlišuje šesť rôznych typov petrodolárových investorov:

1. Centrálne banky – hlavným cieľom je stabilizácia domácej meny, nie maximalizácia výnosov, preto zahraničné rezervy držia v hotovosti a v dlhodobých štátnych cenných papieroch, zvlášť USA. Najväčší odhadovaný objem prostriedkov má centrálna banka Saudskej Arábie – 250 mld USD.
2. Suverénne fondy – štátne investičné fondy exportérov ropy, cieľom je investovať výnosy z ropy do svetových finančných aktív. Na rozdiel od centrálnych bánk majú viac diverzifikované portfólio, ktoré siaha od cenných papierov spoločností obchodovaných na burze, nehnuteľností, bankových vkladov, až po investície do hedžových a *private equity* fondov. Najväčší odhadovaný objem prostriedkov má ADIA – 875 mld USD, za ním nasleduje Norway Government Pension Fund a Russia Oil Stabilisation Fund.
3. Vládne investičné korporácie – ide o menších a viac cielených investorov na konkrétne projekty, kým suverénne fondy sa orientujú na portfóliový prístup. Mnohé z týchto korporácií fungujú podobne ako *private equity* firmy a priamo nakupujú a riadia jednotlivé spoločnosti. Patria medzi ne napríklad spoločnosti zo SAE, Dubai International Capital, Istithmal a Mubadala.
4. Top bohatí jednotlivci – na investovanie využívajú finančných sprostredkovateľov vo významných finančných centrách, ako napríklad v Londýne; saudský princ Valíd bin Talál – 20,3 mld USD, Kuvajťan Násir Charafí – 11 mld USD, Etiópčan Mohammed Amoudi – 8 mld USD.
5. Štátne podniky – prostriedky získavajú od štátu priamo, alebo nepriamo, so zámerom investovať ich v zahraničí. Vzhľadom na malé trhy v týchto krajinách, kde sú tieto štátne podniky alokované, sú zamerané na akvizície, napríklad prevzatie divízie plastov General Electric spoločnosťou Saudi Basic Industies za 11,6 mld USD.

6. Súkromné spoločnosti – kuvajtská Mobile Telecommunication Company, National Bank of Kuwait, egyptská Orascom Group.

Suverénne fondy, založené krajinami ťažiacimi ropu, obhospodarujú až 60 % zahraničných petrodolárových aktív (zvyšok vlastnia bohatí individuálni investori, koncentrovaní predovšetkým v SAE a Saudskej Arábii). Keďže celkový objem aktív petrodolárových investorov predstavuje 3,4 bil. USD, v prípade petrodolarových suverénnych fondov ide o objem niečo nad 2 bil. USD.

Na zistenie špecifickosti petrodolárových suverénnych fondov ako investorov na kapitálových trhoch je vhodné skúmanie vývoja portfólia petrodolárových investorov. Ide o širokú skupinu štátnych investičných fondov, súkromných investorov a centrálnych bánk týchto štátov. Bahrajn, Kuvajt, Omán, Katar, Saudská Arábia a Spojené arabské emiráty sú spoločne najväčším zdrojom petrodolárov s kapitálom 1,6 až 2 bil. USD. Alžírsko, Irán, Líbya, Sýria a Jemen držia 300 mld USD zahraničných aktív. Prostriedky Nórska, Ruska, Nigérie, Venezuely a Indonézie sa odhadujú na 1,5 bil. USD. Zatiaľ čo v období prvého ropného boomu v 70. rokoch sa portfólio petrodolárových investorov skladalo predovšetkým z rezerv centrálnych bánk a bankových vkladov, v súčasnosti ich portfólio tvoria zo 46 % akcie, 42 % investície s nízkym rizikom a 12 % vysoko výnosné, a zároveň rizikové aktíva.[111] Suverénne fondy sa od ázijských centrálnych bánk ako investorov odlišujú predovšetkým tým, že sa nesprávajú konzervatívne[112] a nepodieľali sa na znížení úrokových sadzieb v USA. Nezaoberajú sa vysokými nákladmi obetovaných príležitostí, ako to robia ázijské centrálne banky, kde tieto náklady predstavujú až cca 100 mld USD ročne.[113] Petrodolárové suverénne

[111] Ide o investície do spoločností, ktoré nie sú obchodované na burze, do hedžových fondov a nehnuteľností.

[112] Dosiaľ totiž ázijské centrálne banky väčšinu svojich rezerv konzervatívne investovali najmä do amerických štátnych obligácií a ďalších dolárových aktív, čo tvorí 65 – 70 % ich portfólií. Podľa odhadov tým znížili dlhodobé úrokové sadzby v USA o 55 základných bodov – teda viac ako o pol percenta. Len samotná Čína sa podieľala na tomto znížení 41 bodmi.

[113] Národné banky by mali o tieto prostriedky viac, ak by investovali inam. Konzervatívne investovanie veľkou koncentráciou na dolárové investície vytvára nebezpečenstvo, že pri dlhodobom poklese kurzu USD sa tieto banky dopracujú k významným stratám. Preto nastáva obdobie širšej diverzifikácie investičného portfólia, keď sa prostriedky z bánk presúvajú do štátnych investičných fondov – suverénnych fondov.

fondy neprinášajú na finančný trh len nové peniaze, ale aj významnú zmenu prístupu. Na rozdiel od tradičných hráčov, ako sú poisťovne, investičné a penzijné fondy, môžu s prostriedkami nakladať dlhodobo a nehrozí im riziko, že vlastní investori budú chcieť kapitál priebežne vyberať. Preto môžu investovať do dlhodobejších a rizikovejších projektov.

Smerovanie investícií petrodolárových investorov a v rámci nich významných suverénnych fondov v budúcom období ovplyvní pokračujúci ekonomický rast v ázijských krajinách, preto sa predpokladá, že sa budú ešte viac ako doteraz orientovať na trhy v Ázii, na Strednom východe a v ďalších rozvojových krajinách vrátane severnej Afriky. V Ázii bude v dôsledku vytvárania a posilňovania vlastných suverénnych fondov zostávať viac financií z rezerv ázijských centrálnych bánk. Kapitálové toky medzi rozvojovými krajinami pravdepodobne porastú výraznejšie a na vyspelé štáty môže takto zostať financií menej. Už v súčasnosti sa objavujú významné investície vnútri ázijského regiónu. Napríklad telekomunikačná spoločnosť zo SAE Etisalat v roku 2006 za 2 mld USD získala 26 % podiel v Pakistan Telecommunication Company. V roku 2007 sa Saudi Basic Industries dohodla s čínskou spoločnosťou Sinopec na investícii 1 mld USD do petrochemickej továrne v severnej Číne. Predpokladá sa, že ak ročné kapitálové toky medzi štátmi Rady pre spoluprácu krajín v oblasti Perzského zálivu (GCC) dnes predstavujú 15 mld USD, tak do roku 2020 majú dosiahnuť 290 mld USD. Ekonomický rast v krajinách GCC pravdepodobne podnieti rozvoj aj v susedných krajinách vrátane niektorých štátov severnej Afriky. Navyše, petrodolaroví investori sa stanú motorom rastu doteraz zatiaľ obmedzeného trhu pre finančné produkty islamského bankovníctva.

Významným príkladom investovania vo vlastnom regióne je prípad využitia suverénneho fondu emirátu Abú Zabí na vybudovanie stotisícového futuristického rezidenčného mesta v púšti pri Perzskom zálive. Tento projekt je nazvaný Masdar a pôjde o prvú metropolu na svete, ktorá nebude produkovať ani molekulu oxidu uhličitého. Je paradoxné, že Blízky východ, ktorý má ešte stále významné zásoby ropy, len Abú Zabí má približne 100 mld barelov, sa má stať regiónom, ktorý vybuduje prvé „postropné“ mesto na svete. Emirát vynakladá miliardy dolárov na obnoviteľné a udržateľné energetické technológie a z aspektu budúcnosti správne stimuluje priemysel,

ktorý by mohol prevziať nadvládu nad ropou. Nakoniec aj obrovské ropné rezervy Abú Zabí budú jedného dňa vyčerpané. Ambície Abú Zabí však siahajú ďalej, než je len vybudovanie tohto zeleného mesta. Emirát investuje zo svojho fondu do spoločností, ktoré sa zaoberajú čistými technológiami. [114] Zelené iniciatívy majú aj takú pridanú hodnotu, že vytvárajú veľmi potrebné pracovné miesta pre malý, ale rýchlo rastúci počet obyvateľov emirátov, v ktorých žije 1,8 mil. ľudí.

Masdar už s pomocou Massachusettského technologického inštitútu založil malú výskumnú univerzitu, ktorá sa špecializuje na obnoviteľné technológie a bude prvou inštitúciou v novom meste.

Treba pozitívne oceniť snahu petrodolárových suverénnych fondov ohľadom investovania do ekologických oblastí, osobitne v oblasti energetiky, dopravy a v oblasti komunikácií. Všetko sú to oblasti, v ktorých zdroje jednotlivých národných vlád nie sú dostatočné.

Mimoriadny prínos z pohľadu budúceho udržateľného rozvoja svetovej ekonomiky je potrebné vidieť na strane suverénnych fondov v tom, že sa zásadne orientujú a podieľajú na rozvinutí komplexných modelov osídlenia, ktoré vychádzajú z prísnych ekologických kritérií, aplikovania bezodpadových technológií a využitia alternatívnych zdrojov energie (uvedený projekt Masdar je len jedným z týchto zámerov, prognózy udávajú prípravu až siedmich takto orientovaných mestských aglomerácií v arabských krajinách).[115] Ide o krajiny Perzského zálivu, ako Bahrajn, Dubaj, Saudská Arábia, Katar a SAE, v ktorých sa z tohto pohľadu majú založiť základy tzv. novej ekonomiky.

Aj z tohto aspektu budú suverénne fondy pôsobiť stabilizujúco na svetovú ekonomiku. Ich stabilizačná funkcia spočíva vo všeobecnosti v tom, že na rozdiel od finančných derivátov, investície suverénnych fondov zatiaľ nepôsobia špekulatívne, nedestabilizujú medzinárodné finančné toky, nezvyšujú volatilitu národných mien, ani neposiľňujú virtuálny charakter svetovej ekonomiky. Nová finančná architektúra bude založená na stabilizačných faktoroch a tam budú suverénne fondy zohrávať nezastupiteľnú úlohu.

---

[114] Vrátane Segway z Bedfordu v New Hampshire, ktorý vyrába osobné dopravné zariadenia, do výroby solárnych zariadení, firiem vyrábajúcich čističky odpadových vôd a pod.

[115] Je to istá protiváha vývoja v Číne, kde sú ročne vybudované cca 2 „Manhatany“.

Záverečné poznámky

Vývinové línie, ktoré bude možné registrovať v nasledujúcej dekáde v súvislosti so suverénnymi fondmi, sú nasledovné:

- *Pokračovanie rastu ekonomickej sily suverénnych fondov*. Z pohľadu vývoja cien ropy v ďalšom období je možné očakávať permanentný rast, ktorý síce bude mať isté výkyvy, ale bude sa dlhodobo pohybovať nad hranicou 100 USD za 1 barel. Zrejmá previazanosť vývoja cien zemného plynu a cien ropy spôsobí, že aj tie budú rásť. Naznačený vývoj posilní príjmy tých krajín, ktoré produkujú energetické médiá. Tým sa posilní aj finančná sila suverénnych fondov. Pokračujúce znehodnocovanie amerického dolára časť sily tohto nárastu cien utlmí, ale nie je reálne rátať s otvorením druhej silnej burzy ropy, ktorá by uskutočňovala operácie v eurách. Na základe toho je možné očakávať trvalé posilňovanie predovšetkým petrodolárových suverénnych fondov. Významné finančné inštitúcie, výskumné inštitúty, vrátane Svetovej banky, MMF, Morgan Stanley a pod., odhadujú reálny nárast ekonomickej sily suverénnych fondov do 10 rokov na úroveň 18 – 20 biliónov USD.
- *Možnosť vzniku novej skupiny suverénnych fondov*. Táto možnosť súvisí s vývojom cien poľnohospodárskych komodít a potravín. Podľa správy OSN z roku 2008 sa predpokladá ich trvalý rast až do rokov 2015 – 2020. Vývoj cien tohto druhu komodít bude viesť k významnému nárastu príjmov niektorých krajín (napr. Brazília, Vietnam), alebo niektorých obchodných zoskupení (napr. v EÚ). Vzhľadom na dostatok voľnej pôdy, dostatok vody, dostatok chovateľských a spracovateľských kapacít je možné očakávať, že na čele týchto krajín sa ocitne s veľkou pravdepodobnosťou Brazília. Predpokladá sa, že tieto príjmy budú väčšie ako príjmy z predaja ropy. Objavia sa teda noví lídri v obchode s komoditami ako ropa, kovy, potraviny, čo len zväčší silu a posilní postavenie suverénnych fondov z týchto krajín. Na druhej strane treba uviesť, že z aspektu polarizácie bohatstva nemožno očakávať výraznejšie pozitívne zmeny v prípade väčšiny afrických krajín pri redukcii chudoby. Významní exportéri energetických médií síce získavajú z predaja napríklad ropy vyššie príjmy. Vzhľadom na deficitnosť týchto krajín, trvalo sa prejavujúci akútny nedostatok potravín, však veľkú časť z týchto príjmov odčerpáva nákup

potravín, ktorých cena permanentne rastie. V týchto krajinách sa v dôsledku vývoja tak cien ropy, ako aj potravín neznižuje dlhodobá zadlženosť predovšetkým krajín subsaharskej Afriky.

Orientácia niektorých fondov, napríklad saudsko-arabských, katarských, na investície do alternatívnych energetických zdrojov, tzv. inteligentných technológií v architektúre, do technológií na spracovanie vody a pod., vytvorí istý priestor na vývoz nových komodít (ekologických technológií). V súčasnosti tento trh predstavuje cca 1 bilión USD a očakáva sa, že do 10 rokov vzrastie takmer trojnásobne. Predpokladá sa, že suverénne fondy budú pri difúzii týchto technológií zohrávať zvlášť dôležitú úlohu.

- *Zmena stratégie suverénnych fondov.* Je predpoklad, že niektoré fondy zotrvajú pri stratégii investovania do akcionárskych podielov aj v budúcnosti, hoci sa očakáva, že prevládne stratégia získavania väčších balíkov akcií. Pôjde teda o prechod od získavania informácií vnútri podnikov a spoločností na reálne ovplyvňovanie smerovania korporácií. Pritom mala by zostať zachovaná stratégia spoluvlastníctva a spolupodieľania sa s inými skupinami investorov (*private equity funds*). Najpravdepodobnejšie sa táto stratégia bude realizovať pri investíciách do tzv. strategicky citlivých odvetví (ale nie z aspektu bezpečnosti, tam prístup zatiaľ nie je). Očakáva sa, že novú stratégiu zvolia suverénne fondy z arabských krajín. Keďže na realizáciu ekologických projektov bude potrebné zabezpečiť veľký objem finančných zdrojov a technológie, oba uvedené determinanty rozvoja majú možnosť ponúknuť práve suverénne fondy cez podniky, ktoré ovládajú. Keďže ekologizácia bude jedným z významných faktorov rozvoja v budúcnosti (pri tom budú nutné značné finančné zdroje), táto dvojúrovňová stratégia bude zaujímavá pre všetky krajiny. Často pôjde o projekty v rámci verejného sektora, čo bude garantovať nielen ich splácanie, ale aj spoločenskú akceptovateľnosť investorov. Pôjde predovšetkým o projekty na získavanie a úpravu vody, spracovanie odpadov, infraštruktúry a ekologických energetických zdrojov. Už dnes sú tieto oblasti považované zo strategického hľadiska za citlivé a finančne náročné. V ďalšom období však bude potrebné realizovať množstvo projektov ekologizácie, ktoré budú vyžadovať aplikovanie nových technológií s ešte vyššou finančnou náročnosťou. Pritom využitie zdrojov zo súkromného sektora bude nákladnejšie, investície cez suverénne fondy

budú pre vlády pravdepodobne prijateľnejšie. Uvedené skutočnosti s veľkou pravdepodobnosťou povedú k diferenciácii suverénnych fondov nielen z aspektu krajín, ale aj ich smerovania. Táto diferenciácia sa prehĺbi i tým, že pokračujúce problémy na finančných trhoch „prinútia" vlády krajín k reštrukturalizačným krokom. To znamená, že sa očakáva zvýšená potreba zdrojov na financovanie národných reforiem, ako aj zvýšená tvorba hotovostných rezerv. Penzijné fondy (Nórsko), ako aj fondy tvorené z prebytkov rozpočtov štátov budú potrebovať likvidné zdroje na riešenie národných programov reforiem. Vzhľadom na uvedené skutočnosti je možné očakávať, že pri tendencii nárastu ekonomickej sily suverénnych fondov sa fondy začnú preskupovať z hľadiska ich investičnej sily a orientácie.

Osobitný trend, ktorý môže modifikovať postavenie a silu fondov v budúcnosti, predstavuje snaha vytvoriť potravinový OPEC. Tieto snahy zatiaľ úspešné neboli, ale realizácia niektorých veľkých projektov (potraviny – mäso z Brazílie, ryža – Vietnam, Čína) môžu viesť k uzavretiu dohody o spoločnom postupe veľkých producentov potravín. Keďže podľa OSN a OECD bude nutné produkciu potravín do roka 2030 zvýšiť o 55 – 60 % (bázický rok 2007), je zrejmé, že nedostatok potravín bude dlhodobým javom a ich ceny budú v tomto období rásť. Preto možno predpokladať, že projekty v oblasti potravín zabezpečia dlhodobú výnosnosť. Aj keď EÚ má ambície v oblasti zvýšenia produkcie potravín (do roku 2010 o 20 %), je zrejmé, že táto snaha narazí na isté technické hranice. Pri riešení problémov nedostatku potravín v Ázii, Afrike a Južnej Amerike budú pravdepodobne kľúčové produkčné možnosti krajín z Ázie a Južnej Ameriky (Čína, Brazília, Argentína a Vietnam). Znamená to však, že vyspelé krajiny, ktoré sú orientované na energetické médiá a potraviny, môžu byť posunuté na „druhú koľaj". Môžu však prispieť k riešeniu potravinových problémov práve prostredníctvom svojich suverénnych fondov.

Tak ako sa menia finančné trhy, budú sa meniť aj suverénne fondy. Pokusy o ich limitovanie či usmerňovanie sú odsúdené na neúspech. Od svojho vzniku nastavujú zrkadlo procesom na finančných trhoch. Sú „napádané" za svoju netransparentnosť, ale pokiaľ by aj iné fondy boli aspoň také transparentné, mnohé problémy finančného sveta by boli, veľmi zjednodušene vyjadrené – menšie. Otázkou je, či si finančný svet vezme od suverénnych fondov ponaučenie, alebo sa suverénne fondy prispôsobia finančným trhom?

3.3. Kríza na trhu podštandardných hypoték USA a jej vplyv na hypotekárne trhy v Európe (vybrané otázky)

Kríza na trhu hypoték v USA

Úvodné poznámky

Hypotekárna kríza v USA súvisí najmä s poskytovaním podštandardných hypoték. Podštandardné hypotekárne úvery sú úvery poskytované dlžníkom s vysokým úverovým rizikom, ktoré sa spája buď s nízkou úrovňou úverovej histórie dlžníka, alebo s takými charakteristikami, ktoré identifikujú vysokú pravdepodobnosť nesplácania úveru (napr. nízky rating dlžníka). Podštandardné úvery sa na trhu začali objavovať už pred dvadsiatimi rokmi. Ich expanzia gradovala od polovice 90. rokov a vo veľkej miere bola stimulovaná celkovým priaznivým vývojom ekonomiky v USA.

Expanzia podštandardných hypotekárnych úverov umožnila vlastniť nehnuteľnosť na bývanie aj tým domácnostiam, ktoré pred expanziou nevyhovovali kritériám na poskytnutie hypotekárneho úveru. V roku 2006 vlastnilo byty (domy) 69 % domácnosti, zatiaľ čo v roku 1995 to bolo 65 %.

Podštandardné hypotekárne úverovanie enormne vzrástlo v rokoch 1995 – 2005: z čiastky 35 mld USD na 625 mld USD. Podiel podštandardných (hypoték druhej kvality) na celkovej hodnote poskytnutých hypoték dosahoval v polovici 90. rokov cca 5 %, zatiaľ čo v roku 2005 to bolo už cca 20 %. Rast tohto trhu bol podmienený: vzrastom dopytu investorov po hypotekárnych cenných papieroch, zvýšeným vstupom nevkladových spoločností do procesu sekuritizácie, a napokon snahou hypotekárnych inštitúcií vyčleniť hypotekárne aktíva z bilancií. Tlak konkurencie viedol k tomu, že hypotekárni veritelia nesústredili pozornosť na schopnosť dlžníka splatiť istinu i úrok, ale skôr iba na to, či zaplatí úroky. Ďalej sa „zľahčila“ možnosť refinancovať úvery, miera sekuritizácie hypotekárnych úverov sa zvýšila – zo 60 % v roku 2000 na 82 % v roku 2005 (tzv. konformná sekuritizácia); resp. miera nekonformnej sekuritizácie vzrástla z 35 % na 60 % v rovnakom období.

V rokoch 2005 a 2006 sa zaznamenalo masívne zhoršenie situácie na trhu, najmä však pri netradičných hybridných hypotekárnych produktoch, pri

produktoch, pri ktorých sa splácali iba úroky, a pri hypotekárnych úveroch s negatívnou amortizáciou. Delikvencia úverov sa posunula nad 90 dní a spolu s konfiškovaním (zabavením) nehnuteľného majetku dosiahla v roku 2006 cca 10 %.

Nízka výkonnosť na trhu podštandardných hypoték a odhalenie skrytých rizík nevyhnutne vyvolávajú otázky týkajúce sa potenciálu hypotekárnych veriteľov, emitentov, ako aj investorov, a to spoľahlivo odhadnúť hornú hranicu odpisovania takýchto úverov. Investori si často neuvedomovali tieto riziká a na základe toho ani nežiadali pre svoje rizikovejšie investície vyššiu výnosnosť.

Redukcia požiadaviek na vlastné zdroje, resp. platbu v hotovosti pri poskytovaní hypotekárnych úverov, ako aj aplikácia menej prísnych schvaľovacích úverových štandardov, používanie automatizovaného oceňovania nehnuteľností a schvaľovania úverov, schopnosť veriteľov vyčleniť hypotekárne úvery z bilancií a presunúť ich na kapitálové trhy posilnili tradičné väzby medzi regionálnou ekonomikou a výkonnosťou na trhu realít na bývanie. Rovnako úsilie bankového sektora o zníženie zlých úverov, viac ako snaha o ich predčasné splatenie alebo predaj nehnuteľných zálohov, viedli k zmene historického vzťahu medzi neschopnosťou splácať úver a zabavením majetku.

Tieto zmeny zvyšovali a zvyšujú riziká minimálne v období rýchlo sa meniacich cien nehnuteľností a nízkych úrokových sadzieb úverov na bývanie. Riziká sa môžu zvýšiť v období stagnujúcich cien nehnuteľností na bývanie a zvyšujúcich sa úrokových sadzieb.

Proces oceňovania je najdôležitejším prvkom zakladania hypoték – poskytovania hypotekárnych úverov. V snahe zvýšiť efektívnosť a redukovať náklady, hypotekárne úverovanie sa stále viac začalo opierať o automatizovaný model stanovenia cien nehnuteľností. Odstúpenie od tradičných oceňovacích postupov sa často považuje za potenciálne riziko.

Cenné papiere kryté hypotékami sú zložité, štruktúrované spotrebiteľské finančné produkty. Ich najväčšou slabinou je nedostatočná úroveň transparentnosti. Štruktúrne zmeny na hypotekárnom úverovom trhu, vrátane zníženia požiadaviek na vlastné zdroje, uvoľnenie úverových štandardov, automatické ohodnocovanie nehnuteľností a klientov bez prehodnotenia situácie

zostali bez adekvátnej reakcie investorov. A to až dovtedy, pokým sa neobjavili na trhu existujúce ťažkosti.[116]

Rast a rozvoj sekundárneho hypotekárneho trhu zosilnil efekt inovácií. V minulosti hypotekárni veritelia „držali" hypotekárne úvery vo svojich bilanciách až do splatenia úveru. Neskôr regulačné a iné zmeny dovoľovali veriteľom oveľa ľahšie predávať hypotekárne úvery zo svojich portfólií finančným sprostredkovateľom, ktorí úvery zoskupovali do blokov a predávali ich vo forme štruktúrovaných cenných papierov. Hypotekárne cenné papiere ponúkajú rôzne rizikové profily a lehoty splatnosti v snahe uspokojiť požiadavky vyplývajúce z investičných stratégií širokého okruhu investorov. Rast sekundárneho trhu tak vo väčšom rozsahu sprístupnil pre hypotekárnych veriteľov kapitálové trhy, znížil transakčné náklady a rozptýlil riziko tým, že zvýšil ponuku hypotekárnych úverov všetkým typom domácností. Tieto faktory boli základom expanzie rizikovejších hypotekárnych úverov za ostatných pätnásť rokov. Podľa odhadu Americkej hypotekárnej bankovej asociácie je v súčasnosti v obehu cca 7,5 mil. podštandardných hypoték v prvom poradí, čo predstavuje okolo 14 % z celkového počtu hypoték v prvom poradí. Podiel tzv. kvázištandardných hypotekárnych úverov je okolo 8 – 10 % z celkového počtu hypoték v prvom poradí.[117]

Technologické inovácie redukovali náklady hypotekárnych veriteľov, najmä náklady spojené s ohodnocovaním dlžníkov a oceňovaním rizík. Technologické výhody podstatne zjednodušili napríklad úverový skóring, zber údajov a informácií o úverovej schopnosti potenciálnych dlžníkov. Úverové inštitúcie rozvinuli nové spôsoby a techniku spracovania a použitia získaných informácií na stanovenie úverových štandardov, úrokových mier a riadenie rizík.

---

[116] K najväčším hráčom na sekundárnom kapitálovom trhu patria tzv. vládou podporované inštitúcie – Fannie Mae a Freddie Mac. Je len logické, že kríza na trhu podštandardných hypoték sa výrazne prejavila i na finančnej pozícii oboch inštitúcií. Do riešenia problémov (finančných strát) sa zapojila americká vláda, ktorá obom subjektom poskytne cca 25 mld USD vo forme kapitálovej injekcie a cca niekoľko sto miliárd amerických dolárov vo forme záruk za dlhy. Odhaduje sa, že asi pol milióna domácnosti neschopných splácať úver by týmto krokom vlády získalo možnosť splácať hypotekárne úvery počas 30 rokov za výhodnejších podmienok.

[117] Štandardným úverom podobné hypotekárne úvery sú tie úvery, pri ktorých má hypotekárny dlžník vysoký úverový rating, ale jeho žiadosť obsahuje iné rizikové oblasti.

Prenos americkej hypotekárnej krízy a jej negatívne účinky na hypotekárne trhy v Európe v druhom polroku 2007 sa prejavili predovšetkým na hypotekárnych trhoch vo Veľkej Británii, v Írsku a v Španielsku.

Štruktúrne zmeny v hypotekárnom úverovaní a v systéme sekuritizácie

Zníženie úrokových sadzieb na hypotekárne úvery a zníženie miery nezamestnanosti v USA v 90. rokoch zohrali významnú úlohu v raste sektora bývania. Je zrejmé, že tieto indikátory neboli jediné, ktoré podporovali rast vlastníctva nehnuteľností na bývanie. Zmeny vo vládnej politike, štruktúrne zmeny pri poskytovaní a správe hypotekárnych úverov, nízke úrokové sadzby a ďalšie faktory spôsobili celkový nárast hypotekárnych úverov, a osobitne hypotekárnych úverov druhej kvality.

Požiadavky na vlastný kapitál (Down-Payment Requirements)

Od klienta kupujúceho nehnuteľnosť na bývanie sa tradične vyžadovala pomerne vysoká hodnota vlastného kapitálu (vlastných zdrojov) – štandardne 20 % z hodnoty bytu alebo rodinného domu. Táto skutočnosť zaručovala poskytovateľom hypotekárnych úverov, že kupujúci má dostatočný osobný vklad pri kúpe majetku, že bude schopný splácať úver a udržať si toto aktívum. S rastom možností refinancovania úverov, s rastom konkurencie a technológií dochádza k poklesu nákladov na refinancovanie a vlastný kapitál, resp. jeho podiel na nehnuteľnom majetku sa stáva postupne iba ďalším aktívom v rámci portfólia.

Klasické požiadavky na výšku vlastného kapitálu boli eliminované v 90. rokoch. Napríklad v roku 1999 sa viac ako 5 % hypotekárnych úverov na bývanie poskytlo v USA bez vlastného kapitálu, alebo dokonca s tzv. negatívnym vlastným kapitálom. Zmeny v schvaľovacích úverových štandardoch umožnili redukovať požiadavky na vlastný kapitál – pri viacerých hypotekárnych produktoch v rozpätí od 20 % až do 0 %.

Z tohto hľadiska je potrebné upozorniť na pozitívny vzťah medzi nízkymi požiadavkami na výšku vlastných zdrojov a vyššou pravdepodobnosťou nesplácania hypotekárnych úverov. Napríklad von Furstenber (1969) konštatuje,

že vlastný kapitál klienta v čase schvaľovania hypotekárneho úveru bol dôležitou indíciou pre riziko nesplácania. Súčasne poukázal na skutočnosť, že ak sa LTV (*Loan-to-Value*, pomer úveru k hodnote nehnuteľnosti) zvýši z 90 % na 97 %, miera nesplácania nových nehnuteľností na bývanie sa zvýši sedemnásobne (pozri Mason – Rosner, 2007).

Cash-Out refinancovanie a tzv. home equity úvery [118]

V deväťdesiatych rokoch minulého storočia silná apreciácia cien nehnuteľností na bývanie uvoľnila ekonomické podmienky riešenia otázky bývania pre nižšie príjmové skupiny. Klesajúce úrokové miery im totiž umožňovali získať zdroje zo zvýšenia cien nehnuteľností cez *cash-out* refinancovanie. Podľa sezónne upravených údajov Federálneho rezervného systému (ďalej len FRS) sa čerpanie vlastného kapitálu zvýšilo z 289 mld USD v roku 2000 na vyše 900 mld USD v roku 2005. Ak je v ekonomike situácia, že ceny nehnuteľností klesajú, dlžníci si veľmi rýchlo uvedomia skutočnosť, že disponujú väčším objemom finančných prostriedkov, ako je hodnota domu či bytu. Pri poklese úrokových mier vlastníci nehnuteľností svoj podielový kapitál na nehnuteľnosti „premieňajú“ na peniaze, a tak si môžu refinancovať úvery (čo ale môže vytvoriť situáciu, že objem ich úverov je vyšší, ako je podiel vlastného kapitálu na nehnuteľnosti).

Súkromné hypotekárne poistenie

Súkromné poistenie hypoték je metóda, ktorá umožňuje tým, ktorí kupujú nehnuteľnosť, neplatiť štandardnú 20 % výšku vlastných finančných zdrojov v prípade, ak mesačne platia dohodnuté poistné. Súkromné hypotekárne poistenie chráni veriteľov proti potenciálnemu riziku nesplácania poskytnutých hypotekárnych úverov. Zvyčajne sa hypotekárne úvery súkromne poisťujú vtedy, ak pomer úveru k hodnote nehnuteľnosti je vyšší ako bežný štandard – 80 %.

---

[118] *Equity* – vlastný kapitál, stav vlastného kapitálu, obsiahnutého v nehnuteľnosti predstavuje rozdiel medzi hodnotou bytu (domu) a výškou nesplateného hypotekárneho úveru. Napríklad, ak hodnota bytu je 3 000 000 Sk, výška nesplateného úveru je 2 500 000 Sk, tak potom výška vlastného kapitálu je 500 000 Sk. V praxi sa *home equity* úvery označujú – tradične – ako druhá hypotéka, alebo *home equity* úverová linka.

Poistenie obvykle pokrýva 20 – 30 % potenciálnej čiastky tej časti hypotekárneho úveru, ktorá je vyššia ako 70 % hodnoty nehnuteľnosti. Pri poklese zálohovej platby (podielu výšky vlastných zdrojov) poisťovacie spoločnosti očakávajú zisky, ale dlžníci sú schopní využívať podštandardné úvery alebo tzv. tiché „druhé“ hypotéky, aby sa vyhli nákladom súvisiacim s poistením. Takáto situácia má však za následok rast rizika hypotekárnych veriteľov. V roku 2006 spoločnosť Standard & Poor´s (2006) analyzovala takmer 640 000 tzv. zmiešaných, resp. spojených hypotekárnych úverov (80 – 10 – 10)[119] v bloku hypotekárnych dlhopisov. Zo záverov vyplýva, že pravdepodobne až 43 % hypoték v prvom poradí, spojených s hypotékami v druhom poradí, sa nebude splácať v termínoch, v porovnaní so situáciou, keď nie sú hypotekárne úvery v prvom a v druhom poradí spojené. Miera nezaplatenia sa zvyšuje na 50 % u dlžníkov s tzv. FIC úverovým skóre 660 a menej (*Fair Isaac Corporation* – úverové skóre, ktoré sa pohybuje medzi 300 až 850).

V roku 2001 bol podiel tzv. 80 – 10 – 10 hypoték na trhu v USA 20 %, v roku 2004 to bolo už nad 40 %. Stredná hodnota hypotekárneho dlhu k hodnote nehnuteľnosti na bývanie v rokoch 2003 a 2005 predstavovala 56 %.

Oceňovací proces

Stanovenie hodnoty nehnuteľnosti na bývanie sa považuje za najdôležitejší prvok celého procesu zakladania a schvaľovania hypotekárneho úveru. Pôvodne bolo stanovenie hodnoty založené na celom rade faktorov. Ohodnocovanie sa skladalo zo šiestich krokov:

1. Definovanie problému
2. Predbežný prieskum a plán ohodnocovania
3. Zber údajov a analýza
4. Využitie troch prístupov k stanoveniu hodnoty
5. Úprava hodnotiacich údajov
6. Finálny odhad definovanej hodnoty.

---

[119] Je to spojenie štandarných hypotekárnych úverov (prvá hypotéka) a podštandardných hypotekárnych úverov (druhá hypotéka).

V snahe zvýšiť efektívnosť a redukovať náklady, úverové inštitúcie začali výraznejšie využívať automatizované systémy ohodnocovacia nehnuteľností. Odklon od tradičných postupov stanovenia hodnoty nehnuteľností ratingové agentúry označili ako potenciálne riziko. Rovnako možno v tomto období pozorovať odklon od tradičného postupu náhodného výberu oceňovateľa z existujúcich tzv. slepých (anonymných) zoznamov. Zmena sa prejavila v tom, že oceňovateľov vyberali a vyberajú agenti alebo brokeri, ktorých prioritným záujmom je rýchla zmena vlastníka nehnuteľností. Navyše, spôsob ich odmeňovania má často za následok vyššiu úroveň stanovených cien, a tým aj možnosť extrahovať viac „vlastného" kapitálu z hodnoty predmetnej nehnuteľnosti.

Segment oceňovania tak opakovane a bežne vyvíja tlak na stranu ponuky. Tí, ktorí sa nechcú tomuto javu prispôsobiť, sú zasa vystavení tlaku rizika zo straty obchodu. Nadhodnotenie cien nehnuteľností podkopáva integritu úverov ešte predtým, ako sa schvália. Tento trend redukuje aj schopnosť odhadnúť mieru nesplácania úverov a možných strát v prostredí klesajúceho trhu realít. Podľa správy Federal Bureau of Investigation (FBI) z roku 2005 hypotekárne podvody dosiahli hodnotu cca 1 mld USD a na týchto podvodoch sa v 80 % podpísali samotní účastníci hypotekárnych obchodov.

Úverové (schvaľovacie) štandardy

Úverové inštitúcie začali postupne využívať automatizované modely schvaľovania úverov,[120] ktoré podstatne zmenili klasický proces schvaľovania požadovanej dokumentácie v súvislosti s hypotekárnymi úvermi. Automatizovaný schvaľovací úverový model napríklad toleruje vyššiu úroveň dlhu k príjmu v prípade, ak má žiadateľ dobré ohodnotenie celkovej finančnej pozície („skóring" klienta). Tento spôsob znižuje aj administratívne požiadavky na žiadateľov, ako napríklad predloženie trojmesačných bankových výpisov alebo šekov. Využívanie modelu často vedie k schvaľovaniu úverov, pri ktorých mesačné náklady na „obsluhu" dlhu sú vyššie ako 50 % mesačného príjmu dlžníka. Reálne, s rozšírením úverov s pružnými úrokovými sadzbami

[120] Modelovanie procesu schvaľovania úverov sa považovalo za najväčšiu inováciu. Toto novum umožnilo totiž schváliť úver aj dlžníkom, ktorí by predtým nesplnili úverové štandardy.

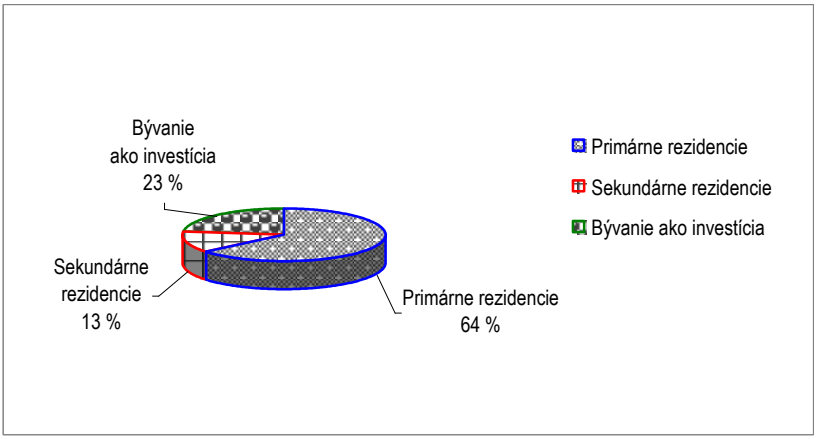
a iných hybridných úverov, môže pomer na obsluhu dlhu na začiatku úverového procesu vzrásť až na 95 %. Pred desiatimi rokmi platila zásada, že celková splátka hypotekárneho dlhu (istina, úrok, daň a poistenie) nemohla byť vyššia ako 28 % a celkový dlh dlžníka mohol byť maximálne 36 % z jeho mesačného hrubého príjmu.

Automatizovaný model podporil presun k rizikovejším a oveľa agresívnejším úverovým produktom a prispel k uvoľneniu úverových štandardov. Nesprávne použitie modelu (zlým modelovaním alebo nesprávnou údajovou integritou) môže mať za následok problém s kvalitou aktív.

Špekulácie investorov

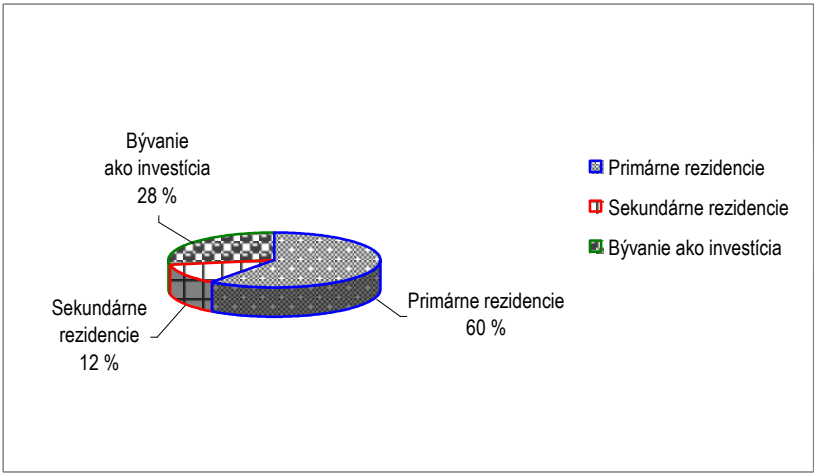
Masívny prílev likvidity na hypotekárny trh prostredníctvom sekuritizácie hypotekárnych úverov a dopyt po štruktúrovanom financovaní viedol k nebývalému rastu špekulácií investorov na trhu bývania v USA. V očakávaní vysokej návratnosti investícií, kupujúci nakupovali sekundárne nehnuteľnosti a výrazne investovali do „bývania ako investície“. Túto skutočnosť dokumentujú grafy 3.2 a 3.3.

G r a f 3.2
Investície do bývania v roku 2004



Prameň: Mason – Rosner (2007).

G r a f 3.3
Investície do bývania v roku 2005



Prameň: Mason – Rosner (2007).

Nehnuteľnosti na bývanie (predovšetkým sekundárne a určené na investovanie) sú sústredené najmä na rýchlo sa zhodnocujúcich trhoch. Tak ako klesá miera apreciácie nehnuteľností, tak sú investori (kupujúci, využívajúci netradičné hypotekárne úverové produkty na získanie bytovej investície) vystavení riziku precenenia nehnuteľného majetku a nemožnosti sprístupniť zadržaný súkromný kapitál. Hoci investori predpokladajú, že ceny nehnuteľností budú stabilizované, existuje však reálne riziko, že na trh môže veľmi rýchlo vstúpiť značný objem nehnuteľností a „tlačiť" ich ceny dolu.

Zníženie strát

Zabavenie založeného majetku sa považovalo za konštruktívnu ekonomickú udalosť, ktorej zmyslom je realokácia nehnuteľností, a to z rúk neplatičov do rúk klientov schopných splácať hypotekárny úver. Výsledkom enormných strát hypotekárnych veriteľov z vlastníctva zabavením majetku bol program zameraný na udržanie „vlastníkov" v ich domoch (bytoch). Bežná strata zo zabaveného majetku sa totiž pohybuje v rozpätí 30 – 60 %

zostatku hypotekárneho dlhu (preto veritelia argumentovali, že pre nich je výhodnejšie nechať vlastníkov bývať v týchto nehnuteľnostiach).

Realizácia programu je odlišná v každej inštitúcii, analýza jeho efektívnosti je pomerne nejasná v dôsledku nedostatočnej údajovej základne.

Trh podštandardných hypotekárnych úverov

Tento segment hypotekárneho úverovania postupne rástol od polovice 90. rokov. Podiel schválených podštandardných hypotekárnych úverov na všetkých hypotékach dosahoval v roku 1994 výšku 5 %, ale v roku 2005 to bolo už 20 % (v hodnotovom vyjadrení vzrástol z 35 mld USD na 625 mld USD). Rovnako vzrástli netradičné hypotekárne úverové produkty, ako napríklad hypotekárne úvery, pri ktorých sa splácali iba úroky (cca 1/3 v rokoch 2004 – 2005).

Rast počtu nehnuteľností na bývanie vo vlastníctve bol ovplyvnený odklonom od pôvodne stanovených prísnych kritérií hypotekárneho úverovania, čo umožnilo získať úver aj pre menej finančne zabezpečených žiadateľov na základe zmeny pravidiel.

Príčinou rastu podštandardných hypoték bol vo veľkej miere rastúci dopyt po hypotekárnych cenných papieroch v USA, čo sa odrazilo na zvýšení miery konformnej sekuritizácie zo 60 % v roku 2000 na 82 % v roku 2005 a nekonformnej sekuritizácie z 35 % na 60 % v rovnakom období, ďalej na raste podielu nevkladových inštitúcií na sekuritizácii a na snahe hypotekárnych veriteľov vyčleniť hypotekárne úvery zo svojich bilancií. Nárast konkurencie, uľahčenie refinancovania hypotekárnych úverov a širšie využívanie sekuritizácie zmenili prístup veriteľov k hodnoteniu schopnosti splácať úver. Vyšší dôraz sa kládol na splácanie úrokov. Veľa podštandardných hypotekárnych úverov sa v roku 2006 poskytovalo do výšky 100 % hodnoty nehnuteľností – až 38 %, bez dokumentácie, resp. s nízkymi požiadavkami na dokumentáciu – cca 45 %.

V rokoch 2005 a 2006 došlo k podstatnej zmene na trhu podštandardných hypoték – nárast podielu nesplácaných úverov nad 90 dní, zabavenie nehnuteľností a ich predaj dosiahol v roku 2006 takmer 10 %, čo bola najvyššia úroveň za ostatných 10 rokov.

Zložitosť sekuritizácie

Zmeny a problémy na trhu podštandardných hypoték sa prejavili aj na sekundárnom hypotekárnom trhu. Hypotekárny sekundárny trh je trh, na ktorom sa tvoria, vydávajú cenné papiere kryté hypotékami a ich predajom sa získavajú zdroje na nové hypotekárne úvery. Prípadné zmeny v schvaľovaní a obsluhe hypotekárnych úverov menia situáciu na sekundárnom hypotekárnom trhu. Ak tieto zmeny nastanú nepredvídateľne alebo u viacerých emitentov (čím sa ovplyvní tok hotovosti neznámeho počtu hypoték), tak sa následne veľmi ťažko dajú ohodnotiť aj cenné papiere kryté hypotekárnymi úvermi.

Blok hypotekárnych úverov alebo hypotekárny pool

Cenné papiere kryté hypotékami (*Mortgage-backed securities*, ďalej MBSs) sa ohodnocujú diskontovaním súčasnej hodnoty očakávaným tokom hotovosti. Rovnako ako iné investície s fixným príjmom sú aj tieto spojené s rizikom nesplácania úveru a s rizikom predčasného splatenia úveru.

Riziko nesplácania hypotekárnych úverov sa odhaduje prostredníctvom výsledkov ohodnocovania kvality finančnej pozície individuálnych dlžníkov pred schválením úveru (výsledky tzv. FIC skóre).

Predčasné splatenie a riziko spojené s predčasným splatením hypotekárneho úveru sa vyskytujú oveľa častejšie ako riziko neplácania úveru. Z celkového počtu úverov (4,2 mil.) schválených Federal Housing Administration (FHA) v rokoch 1996 – 2002 sa cca 4,3 % nesplatilo načas a v plnej výške. Miera predčasného splatenia sa však v tomto období pohybovala približne na úrovni 67 % (podľa Calomiris – Mason, 2007).

Riziko predčasného splatenia spolu s rizikom úrokovej miery sa prejavujú nasledovne. V prípade zvýšenia úrokových mier v ekonomike hodnota hypotekárneho poolu klesá (štandardné úrokové riziko), v prípade ich poklesu dlžníci predčasne splácajú hypotekárne úvery a refinancujú sa (riziko predčasného splácania). Problém rizika predčasného splatenia spočíva aj v tom, že neexistuje štandard na jeho meranie. Sú modely, ktoré sa pokúšajú korigovať riziko predčasného splatenia, ale neodhadujú ho priamo.

Korekcie sú zamerané na lehotu splatnosti investormi nakupovaných hypotekárnych dlhopisov (MBSs). Keď investori nakupujú tieto hypotekárne dlhopisy, posudzujú nielen riziko nesplatenia hypoték v poole, ale rovnako aj odhadujú pravdepodobnú lehotu splatnosti svojich investícií. Tieto úsudky o lehote splatnosti hypotekárnych dlhopisov sa zakladajú na ad hoc korekcii, nie na modeloch predpovedajúcich predčasné splatenie.

Ohodnotenie rizika predčasného splácania je náročné. Modely spojené s ohodnotením a predikciou rizika predčasného splácania, v porovnaní napríklad s modelmi ohodnocovania a odhadu rizika nesplácania hypoték, nie sú komplexné, zameriavajú sa iba na určité prvky (predčasné splácanie v prostredí nárastu úrokových mier, smer pohybu úrokových mier a predčasné splácanie ako rozhodnutie dlžníka predčasne splatiť úver).

Typická štruktúra finančných zdrojov získavaných prostredníctvom hypotekárnych cenných papierov (MBSs a CDOs)[121] je sústredená do vydávania tranží triedy A s ratingom AAA, z dôvodu, že je to najlacnejší spôsob financovania hypoték. S rastúcim rizikom podkladových aktív a so znižujúcim sa ratingom sa náklady na obstaranie zdrojov na kapitálových trhoch zvyšujú. Z tabuľky 3.3 je zrejmé, že spravidla až 77 % vydaných hypotekárnych cenných papierov je v triede A s najvyšším ratingom AAA a najnižším kupónom LIBOR plus 26 bázických percentuálnych bodov. Skutočná štruktúra a veľkosť tranží hypotekárnych cenných papierov (MBSs, CDOs) sa však môže zásadne odlišovať od uvedenej modelovej štruktúry (tab. 3.3).

T a b u ľ k a 3.3
Typická úroveň tranží a kupónové sadzby

Trieda tranží	% z celkového kapitálu	Rating	Kupón
A	77,50	AAA	LIBOR + 26
B	9,00	A	LIBOR + 75
C	2,75	BBB	LIBOR + 180
D	2,75	BB	LIBOR + 475
Prioritné akcie	8,00	Bez ratingu	Reziduálny tok hotovosti

Prameň: Lucas – Goodman – Fabozzi (2006).

[121] CDOs (*Collateralized Debt Obligations*) – hypotekárne záložné obligácie sú formou hypotekárnych dlhopisov, ktoré sú kryté blokom MBSs alebo inými aktívami.

Rozdielna štruktúra tranží vyjadruje základné rozdiely medzi hypotekárnymi cennými papiermi, najmä medzi MBSs a CDOs. Rozdiely sa prejavujú v nasledovných skutočnostiach:

1. MBSs sú kryté statickými blokmi podkladových hypotekárnych úverov. Bloky CDOs sú riadené investičnými manažérmi a štruktúra portfólia aktív sa môže počas trvania CDOs transakcie rýchlo meniť.
2. CDOs transakcie sa uzatvárajú skôr, ako sa blok podkladových hypotekárnych aktív úplne sformuje (má to výhody i nevýhody). Výhodou je, že manažér je schopný do bloku začleniť diverzifikovanejšie kolaterály, úvery a lehoty splatnosti. Nevýhodou je neistota v činnosti príslušného manažéra (konanie v súlade/v rozpore so stanovenou investičnou stratégiou).
3. CDOs sú heterogénne, môžu obsahovať menej ako 20 podkladových aktív, zatiaľ čo iné CDOs môžu obsahovať viac ako sto podkladových aktív (čo je v porovnaní s tisíckami podkladových hypotekárnych úverov na krytie MBSs relatívne nízke číslo).
4. CDOs majú v porovnaní s MBSs relatívne pohyblivý rating.
5. Heterogénnosť CDOs bloku zvyšuje komplikovanosť tohto cenného papiera, a tým aj nezrozumiteľnosť pre možných investorov.
6. Obchodovanie na sekundárnom trhu je ešte limitované. Jeho rozšírenie bolo obmedzované obrovskou heterogénnosťou upisovateľov, manažérov kolaterálov a typmi aktív.

Z hľadiska zmien v sekuritizácii je zrejmé, že nárast tzv. podštandardných (*subprime*) hypotekárnych úverov sa odrazil aj na kvalite hypotekárnych cenných papierov (CDOs či MBSs). Rizikovejšie podkladové hypotekárne úvery „produkujú“ rizikovejšie hypotekárne cenné papiere (tok hotovosti týchto cenných papierov sa stal problematickejší a investori podstupovali oveľa vyššie riziko).

Odhaduje sa, že cca 40 % z celkového krytia CDOs tvoria cenné papiere kryté hypotekárnymi úvermi na bývanie (*Residential mortgage-backed securities*, ďalej len RMBS). Moody´s (2006) v správe z októbra 2006 uvádza, že z cca 678 transakcií tvoria hypotekárne úvery na bývanie 39,52 % krycieho bloku. Z toho viac ako 70 % sú podštandarné hypotekárne úvery a 30 % štandardné hypotekárne úvery.

Postupne, najmä od augusta 2006, sa zaznamenáva rozširovanie, resp. zvyšovanie rozpätí (spredov) MBSs s ratingom BBB- až AA. Rozpätia sa všeobecne považujú za cenu rizika. Ceny rizík sa zvyšujú so vzrastajúcou úrovňou nesplácania hypotekárnych úverov, reagujú na spomalenie rastu novej bytovej výstavby, na pokles príjmov, pokles ekonomickej výkonnosti (rastu) a pokles vydávania CDOs.

Vysoké výnosy MBSs za posledné roky viedli k masívnemu dodávaniu „horúcich" peňazí do sektora MBSs v situácii, ktorá mala podobné znaky ako kríza na trhu hypoték (kríza úverových inštitúcií) koncom 80. rokov. Ostatné udalosti na trhu hypotekárnych úverov ohrozujú nielen úverových veriteľov, rovnako ako koncom 80. rokov, ale aj spotrebiteľov a daňových poplatníkov.

Aj uvedené skutočnosti prispievajú k tomu, že sa zvyšuje riziko poklesu dôvery v kapitálové trhy USA, ktoré sa mnoho rokov považovali za najtransparentnejšie, najefektívnejšie a najlepšie regulované trhy vo svete. Ekonomická hodnota sekuritizácie hypoték a hodnota prenosu rizika podporovala ďalšie použitie hypotekárnych cenných papierov. Podľa analytikov by sa mali značné zdroje alokovať na štruktúrovanie, vydávanie, ratingy, predaje a ohodnocovanie nových produktov.

V súčasnosti sú finančné regulačné inštitúcie dokonca „brzdené" netransparentnosťou mimoburzových trhov s CDOs a MBSs, kde majú iba „kvalifikovaní investori" prístup k všetkým transakčným dokumentom a správam o výkonnosti na týchto trhoch. Žiadna z bankových regulačných inštitúcií nie je považovaná za „kvalifikovaného investora". V prípade, ak aj získajú uvedené označenie, aj tak musia tieto regulátory obdržať povolenie od každého emitenta na prístup k obchodným údajom a k prezretiu prospektu na účely monitorovania sektora.

Sprístupnenie informácií o hypotekárnom trhu širokej verejnosti, najmä informácií o CDOs a o MBSs, produktovej štandardizácii a ich vlastníckej registrácii, môže znížiť existujúcu mieru vypovedacej schopnosti výstupov ratingových agentúr.

Ekonomika USA potrebuje verejný CDOs trh, ktorý umožní transparentné, otvorené prehodnotenie trhového rizika a výskum zameraný na nové cenné papiere, vrátane opatrení na získavanie finančných zdrojov na poskytovanie nových štandardných hypotekárnych úverov.

Vývoj vo federálne poistených úverových inštitúciách v prvom štvrťroku 2008

Problémy na realitnom a hypotekárnom úverom trhu spôsobili v USA zníženie výnosov viacerých bankových inštitúcií v prvom štvrťroku 2008. Vysoká čistá tvorba opravných položiek (rozdiel nákladov na ich tvorbu a výnosov z použitia) podstatne znížila výnosy sektora v porovnaní s predchádzajúcim rokom (výnosy sektora dosiahli len 19,3 mld USD, zatiaľ čo v predchádzajúcom porovnateľnom období to bolo 35,6 mld USD). Za prvý štvrťrok 2008 federálne poistené komerčné banky a sporiteľne vytvorili opravné položky vo výške 37,1 bil. USD, čo v porovnaní s rovnakým obdobím roka 2007 predstavuje viac ako štvornásobný nárast. Opravné položky absorbovali v prvom štvrťroku 2008 takmer 24 % čistého prevádzkového výnosu (čistý úrokový plus neúrokový výnos). V prvom štvrťroku 2007 to bolo iba 6 %. Priemerná výnosnosť aktív (ROA) dosiahla v sledovanom období úroveň 0,59 %, čo je druhá najnižšia hodnota od roku 1991 (v roku 2007 to bolo 1,20 %). Pokles výnosov zaznamenalo 50,4 % federálnych poistených úverových inštitúcií. Je potrebné dodať, že najväčší pokles výnosov je vo veľkých inštitúciách: dve z troch inštitúcií s hodnotou aktív viac ako 10 mld USD (62,4 %) uvádzali nižšiu výšku čistého príjmu v prvom štvrťroku 2008 a štyri veľké banky mali viac ako 50 % podiel na poklese celkového čistého výnosu sektora.

V poslednom štvrťroku 2007 sa vykázal celkový výnos bankového sektora vo výške 5,8 mld USD, ale po úpravách konečných bilancií niekoľkých bánk bol čistý výnos zredukovaný na 646 mil. USD. Bol to najnižší vykazovaný čistý výnos od roka 1991.

V prvom štvrťroku 2008 bol tiež zaznamenaný pokles neúrokových výnosov. Z pohľadu hypotekárnej krízy sú napríklad zaujímavé údaje o výnosoch z predaja založených nehnuteľností v prospech bánk (exekúcie, zabavené nehnuteľnosti). V predchádzajúcom porovnateľnom období sa získalo predajom 3 mil. USD, v prvom štvrťroku 2008 sa zaznamenala strata vo výške 310 mil. USD.

Celkové úvery (vrátane lízingov) vzrástli iba o 0,8 %, úvery zabezpečené nehnuteľnosťami len o 0,4 %, čo je najnižší prírastok za štvrťročné obdobie

od prvého štvrťroka 2003. Zníženie úverových aktivít bolo zaznamenané aj v poskytovaní hypotekárnych úverov na nadobudnutie, výstavbu a modernizáciu nehnuteľností.

Počet federálne poistených inštitúcií, ktoré sa dostali do zoznamu tzv. problémových inštitúcií, sa v sledovanom období zvýšil zo 76 na 90. Celkové aktíva týchto problémových inštitúcií sa zvýšili z 22,2 mld USD na 26,3 mld USD (spracované podľa FDIC, 2008).

Kríza na trhu podštandardných hypoték v USA a jej vplyv na ekonomiku niektorých európskych krajín

Ostatná turbulencia na finančnom trhu (*subprime* hypotekárna kríza a jej dôsledky na ekonomicky vyspelé krajiny v Európe) má v porovnaní s predchádzajúcimi ekonomickými krízami viacero odlišností:

- zasiahla vyspelé európske krajiny,
- zapríčinila nedostatok likvidity na inak likvidnom európskom medzibankovom trhu.

Dôsledkom finančného šoku v USA bolo prehodnotenie rizík tzv. podštandardných hypoték a jej implikácie na oceňovanie derivátov vo svete. Niekoľko európskych bánk, ktoré boli napojené na tento trh v USA, začalo v priebehu roku 2007 vykazovať podstatný nárast rezerv a opravných položiek vo vzťahu k zlým úverom. Obavy z rizík spojených s hypotekárnymi úvermi druhej kvality sa v priebehu júla a augusta 2007 preniesli do neistôt, týkajúcich sa komerčných cenných papierov krytých hypotekárnymi podštandardnými úvermi. Ich kvalita sa odvodzuje od kvality podkladových aktív, čo znamená, že nárast rizík podkladových aktív sa prejaví vo zvýšení rizík hypotekárnych cenných papierov vydaných na ich základe. Výsledkom zvýšenia rizík bolo znižovanie hodnoty týchto cenných papierov v držaní finančných inštitúcií.

Niektoré veľké európske banky boli vystavené tomuto šoku buď priamo, ako držitelia cenných papierov, krytých týmito aktívami, alebo nepriamo cez otvorené úverové linky. Banky začali predávať aktívami kryté komerčné cenné papiere, čo spätne spôsobilo nedostatok likvidity na medzibankovom trhu.

Neistoty o rozsahu a veľkosti strát ďalej zvyšovali „obavy“ zo šoku. Veľa inštitúcií, špeciálne investičné spoločnosti (resp. nosiče – tzv. *Special Investment Vehicles* alebo investičné spoločnosti, tzv. *conduits*), ktoré investovali do hypotekárnych cenných papierov krytých podštandardnými hypotekárnymi úvermi, preniesli ohodnocovanie podkladových dlhodobých aktív na ratingové agentúry. Krátkodobé finančné zdroje získavali frekventovaným využívaním komerčných cenných papierov (aktívami, resp. hypotékami krytých cenných papierov). Rast rizikovosti komerčných cenných papierov a rast nedôvery investorov voči podštandardným hypotekárnym úverom spôsobili výrazný pokles aktivít na peňažných a kapitálových trhoch. Problém sa v Európe v tomto období zhoršil aj tým, že veľa európskych bánk sa spoliehalo na dolárové finančné zdroje. Z dôvodu, že banky z USA neposkytovali likviditu európskym dlžníkom s neistou, rizikovou pozíciou, nedostatok dolárových finančných zdrojov sa „prelial“ na európsky peňažný trh. Problém bol znásobený aj tým, že mnoho finančných firiem sa spoliehalo na devízový swapový trh, ktorý sa sprostredkúva v USD.

Napriek šírke a hĺbke krízy európske hypotekárne trhy v zásade doteraz zostali bez väčších výkyvov, a to najmä v dôsledku relatívne zdravej finančnej pozície domácností, oveľa obozretnejšiemu riadeniu úverového rizika a prísnejšej regulácii.

Bezrizikový nárast hypoték na bývanie v Európe

Európsky systém financovania bývania má také charakteristiky, ktoré umožňujú „eliminovať“ riziká spojené s hypotekárnou krízou a do určitého rozsahu pomáhajú udržiavať finančnú stabilitu v regióne. Medzi stabilizujúce prvky patria:

- zanedbateľný podiel podštandardných hypoték (vo väzbe na celkovú výšku hypoték v obehu predstavuje ich podiel limitovanú výšku),
- primeraná úroveň obsluhy hypotekárneho dlhu (príjmová kapacita hypotekárnych dlžníkov vo vzťahu k obsluhe dlhu),
- obozretné riadenie rizík,
- prísne regulačné pravidlá (ktoré sa vzťahujú aj na implementáciu inovácií, napríklad štruktúrovaných finančných produktov na sekundárnom hypotekárnom trhu; práve tieto inovácie sa v USA prejavili ako problematické).

V tejto súvislosti považujeme za vhodné poukázať na niektoré významné aspekty systémov financovania bývania v európskych krajinách. Historicky sa v Európe rozvinuli tieto dva základné systémy:

1. Depozitný – hypotekárne úvery sú financované vkladmi klientov (prevažne obyvateľstva). Napriek poklesu vkladov ešte stále financujú viac ako polovicu hypotekárnych úverov.
2. Systém krytých (zabezpečených) dlhopisov – tzv. *plain vanilla* dlhové nástroje, ako sú napríklad hypotekárne záložné dlhopisy (ďalej len HZL) resp. verejné dlhopisy (komunálne záložné listy). Európske záložné listy musia vyhovovať minimálnym kritériám, ktoré v podstate posilňujú ich likviditu, bezpečnosť a transparentnosť. Podľa investičnej smernice (UCITS) možno tieto kritériá zosumarizovať nasledovne:
   - musia byť vydané na základe takých právnych noriem, ktoré chránia držiteľov HZL,
   - musia byť podrobené špeciálnemu dohľadu,
   - musia byť umiestnené do zákonom špecifikovaných aktív a počas celej lehoty splatnosti musia byť kryté hypotekárnymi úvermi (riadne krytie), resp. presne zákonom vymedzenými aktívami (náhradné krytie),
   - v prípade bankrotu emitenta musia byť prioritne vyplatené.

Hypotekárne úvery ako krycie, resp. podkladové aktíva a na základe nich vydané záložné listy zostávajú počas celej lehoty splatnosti v bilancii príslušného emitenta (na rozdiel od systému v USA, kde sa z bilancií vyčleňujú).

Základné atribúty európskeho systému sekuritizácie hypotekárnych úverov:

1. Hypotekárny úverový proces tvorí jeden celok. Všetky etapy úverového procesu, od konzultácií, podania žiadosti, ocenenia klienta, posúdenia nehnuteľnosti, schválenia, čerpania úveru a končiac jeho správou, sú kontinuálne prepojené a zviazané.
2. Sekuritizácia hypotekárnych úverov je bilančná. Aktíva, tzn. hypotekárne úvery, resp. zákonom špecifikované aktíva (napr. vklady v bankách, štátne cenné papiere, pokladničné poukážky centrálnej banky a iné) zostávajú v bilancii banky.
3. Nositeľom úverového rizika a rizika predčasného splatenia je emitent HZL, nositeľom trhového rizika je investor.

4. Ochrana investora v prípade bankrotu emitenta. Investori do HZL majú prednostný nárok na uspokojenie svojich nárokov v prípade krachu emitenta.
5. Úverová kvalita je základom kvality HZL. Okrem kvality podkladových aktív, t. j. hypotekárnych úverov je ďalej podmienená najmä *„zdravou" finančnou pozíciou* samotnej úverovej inštitúcie a *kvalitou právneho rámca* (limity, riadne a náhradné krytie, vhodné metódy ocenenia nehnuteľností atď.).
6. Štruktúra krycieho bloku (poolu). Jednotlivé podkladové aktíva sú v krycom bloku nahraditeľné. Krycí blok pozostáva hlavne z heterogénnych hypotekárnych aktív, aktíva v krycom bloku sú definované zákonom (napr. požiadavky na LTV, limit náhradného krytia, obozretné ohodnotenie nehnuteľností).
7. Výplata výnosov (úrokov) je pri HZL väčšinou ročná (menej polročná).
8. Splatenie istiny je viazané na lehotu splatnosti HZL. V tomto kontexte hovoríme o balónovej forme výplaty istiny.

Rozdiely medzi bilančným a mimobilančným typom sekuritizácie sú zosumarizované v tabuľke 3.4.

Účinky zníženej úverovej schopnosti niektorých európskych bánk pod vplyvom situácie na globálnych kapitálových trhoch môžeme ilustrovať na príklade jednej banky z Veľkej Británie.[122]

---

[122] Večer 13. 9. 2007 BBC oznámila, že Northen Rock banka požiadala Bank of England o finančnú injekciu – o úverovú výpomoc. Podmienky úveru boli oznámené ráno 14. 9. 2007. V ten istý deň bol zaznamenaný útok na banku – rady klientov pred pobočkami banky, skolabovanie webovej stránky a výnimočná obsadenosť bankových telefónnych liniek. Príčiny útoku na banku mali pôvod v USA – na trhu podštandardných úverov. Veľa takýchto úverov sa sekuritizovalo a následne sa vo forme hypotekárnych cenných papierov predalo na medzinárodných kapitálových trhoch. Banky po celom svete nakupovali tieto americké hypotekárne cenné papiere. Kríza na dolárovom trhu nehnuteľností spôsobila, že investori sa obávali strát z investícií. Tieto obavy viedli k zastaveniu nákupu MBS, či už boli alebo neboli kryté americkými podštandardnými hypotekárnymi úvermi. Všetky správy naznačovali, že hypotekárne úvery boli kvalitné, banka neposkytovala podštandardné hypotekárne úvery, domáce hypotekárne úvery predstavovali cca 50 % a kapitálová pozícia banky bola zdravá. Náhla zmena situácie banky bola spojená s prepuknutím krízy v USA. Northen Rock banka bola tomuto riziku vystavená cez používaný systém získavania finančných zdrojov – cca 75 % zdrojov získala banka na kapitálových trhoch. Proces sekuritizácie hypoték a predaj MBS sa zastavil. Banka mohla hypotéky financovať krátkodobými peňažnými zdrojmi, ale za vysokú cenu. V priebehu niekoľkých týždňov sa banka dostala do problémov a musela požiadať o podporu Bank of England.

Tabuľka 3.4

Európske hypotekárne záložné listy a americké hypotekárne cenné papiere (kryté hypotékami) [1]

Charakteristiky	Hypotekárne dlhopisy	Cenné papiere kryté hypotékami
Hypotekárny úverový proces	Jednoliaty – všetky etapy úverového procesu sú kontinuálne prepojené a zviazané.	Štruktúrovaný – etapy sú oddelené a nepreviazané (zakladanie hypoték, spravovanie a predaj hypoték sú oddelené, dokonca ich môžu vykonávať inštitúcie, ktoré sa špecializujú na niektorú z etáp úverového procesu).
Typ sekuritizácie	Tzv. bilančný – aktíva, t. j. hypotekárne úvery, resp. zákonom špecifikované aktíva (náhradné krytie) zostávajú v bilancii banky.	Tzv. mimobilančný – aktíva sú z bilancie zakladateľa hypoték vyčlenené.
Nositeľ rizika: *– úverového* *– predčasného splatenia* *– trhového*	 Emitent Emitent Investor	 Investor Investor Investor
Ochrana investora v prípade bankrotu emitenta	Prednostné právo: investori investujúci do hypotekárnych dlhopisov majú prednostný nárok na uspokojenie svojich nárokov v prípade krachu emitenta.	Ochrana investorov a uspokojenie ich nárokov je „zabudované“ do štruktúry hypotekárnych cenných papierov (bankrot zakladateľa hypoték neovplyvňuje obsluhu týchto cenných papierov).
Úverová kvalita	Okrem kvality aktív je podmienená najmä „silou“ samotnej úverovej inštitúcie a kvalitou právneho rámca (limity, riadne a náhradné krytie, vhodné metódy ocenenia nehnuteľností).	Okrem kvality aktív závisí od vytvorenej štruktúry hypotekárnych cenných papierov (prioritné a podriadené CP).
Štruktúra krycieho bloku (poolu)	Individuálne komponenty v krycom bloku sú nahraditeľné. Hlavne heterogénne aktíva. Aktíva v krycom bloku sú definované zákonom (napr. požiadavky na LTV, limit náhradného krytia, obozretné ohodnotenie nehnuteľností).	Individuálne komponenty v krycom bloku (poole) nie sú nahraditeľné. Hlavne homogénne aktíva. Aktíva v krycom bloku (tzv. vhodné) nie sú definované zákonom.
Výplata úrokov	Prevažne ročná.	Prevažne mesačná.
Splatenie istiny	Balónová forma.	Umorovacia a predčasné splatenie.

[1] Mortgage Backed Securities – MBS.

Po výbere vkladov z najväčších bánk vo Veľkej Británii v septembri 2007 nasledovali významné zmeny v štruktúre hypotekárneho trhu. Stavebné sporiteľne a niektoré banky sa snažili riešiť nedostatok finančných zdrojov na kapitálovom trhu tým, že zatraktívňovali nové klientske vklady, čo ale vôbec nepostačovalo kryť zaznamenaný výpadok obchodov na kapitálovom trhu. Ponuka zdrojov financovania hypotekárnych úverov klesla rýchlejšie ako dopyt po týchto úverov. Bankové inštitúcie, ktoré naďalej ponúkali atraktívne podmienky hypotekárneho financovania, sa dostali pod enormný tlak zo strany klientov. Preto boli nútené prijať vhodné opatrenia na redukovanie dopytu tak, aby udržali bežný štandard poskytovania spotrebiteľských služieb.

K najdôležitejším opatreniam na zníženie dopytu možno zaradiť:

- zníženie maximálneho pomeru hypotekárneho úveru k hodnote nehnuteľností (LTV),
- zvýšenie úverových poplatkov,
- obmedzenie úverovania na určité lokality (územia),
- zníženie úverovania cez externých sprostredkovateľov,
- zvýšenie hypotekárnych úrokových sadzieb.

Prijaté opatrenia mali nasledovné dôsledky: návrat k bežným úverovým štandardom, zadržanie – ponechanie rizika na úrovni, na ktorej vzniká – teda v tej inštitúcii, ktorá skutočne schvaľuje a poskytuje úver, primeraná zisková marža pre obozretných hypotekárnych veriteľov atď. Prechod od aktívneho hypotekárneho trhu k pasívnejšiemu a pokojnejšiemu trhu zároveň vyžaduje od veriteľov, dlžníkov, ale aj od regulačných autorít podrobné analýzy o situácii na danom trhu.

Hypotekárny trh v Európe v roku 2007

V priebehu roka 2007 bolo na viacerých hypotekárnych trhoch v krajinách západnej Európy zaznamenané spomalenie hypotekárneho úverovania, kontinuálny, hoci mierny nárast hypotekárnych úrokových sadzieb, spomalenie rastu cien nehnuteľností na bývanie, rastúce problémy niektorých bankových inštitúcií so získavaním finančných zdrojov na financovanie hypotekárnych úverov a pokles spotrebiteľskej dôvery k bankovým inštitúciám.

Dôsledky hypotekárnej krízy v Európe nie sú, podľa výsledkov viacerých analýz, také silné ako v krajine pôvodu – v USA. Hĺbka krízy a straty s ňou spojené nie sú stále celkom jasné. Predpokladá sa, že niektoré veľké finančné inštitúcie, angažujúce sa na kapitálových trhoch, budú vystavené jej účinkom aj v roku 2008 (EMF, 2007; 2008a; 2008b; IMF, 2008).

Hypotekárne úvery

V roku 2007 dochádza v Európe k spomaleniu aktivít na trhu hypoték i trhu bývania, čo sa odrazilo na spomalení rastu cien nehnuteľností. K výraznejším korekciám dochádza na trhoch, ktoré sa dlhodobejšie priraďujú k rozvinutým a rastúcim, ako sú trhy vo Veľkej Británii v Írsku a v Španielsku. V týchto krajinách sa rast hrubých hypotekárnych úverov vo štvrtom štvrťroku 2007 v porovnaní s rovnakým obdobím predchádzajúceho roka znížil o 10,3 % vo Veľkej Británii, o 26,3 % v Španielsku a v Írsku o 19,9 %. Naopak, v Nemecku možno pozorovať oživenie trhu najmä v treťom štvrťroku (rast hrubých hypotekárnych úverov o 22,1 %, resp. 2,9 % v poslednom štvrťroku 2007 oproti rovnakému obdobiu roka 2006). Vo Francúzsku bola situácia relatívne stabilná, pokles úverových aktivít bol iba o 0,6 %, vo Švédsku bol v poslednom štvrťroku zaznamenaný nárast o 7,8 %.

Vybrané údaje z krajín EÚ 27 v roku 2006

Pomer hypotekárneho dlhu k HDP bol na úrovni 49 % a priemerný rast dlhu na úrovni 11,1 %. Z vyspelých krajín najvyššiu úroveň dlhu dosiahli Dánsko (100,8 %), Holandsko (98,4)%, Veľká Británia (83,1 %), Írsko (70,1 %) a Španielsko (58,6 %). Vysoká miera rastu hypotekárneho dlhu bola v Grécku (25,8 %), v Írsku (24,6 %), v Španielsku (20,2 %), v Dánsku (13,4 %), a vo Veľkej Británii (11,9 %).

Nové členské štáty EÚ stále zaznamenávajú vysoké hodnoty rastu hypotekárneho dlhu, no jeho podiel na HDP je stále nízky (Česká republika 7,1 %; Slovensko 9,6 %; Maďarsko 11,4 %; Poľsko 8,3 %). Podiel financovania hypotekárnych úverov v európskych krajinách prostredníctvom vkladov naďalej prevláda, pohybuje sa na úrovni cca 2/3 z celkového počtu hypoték.

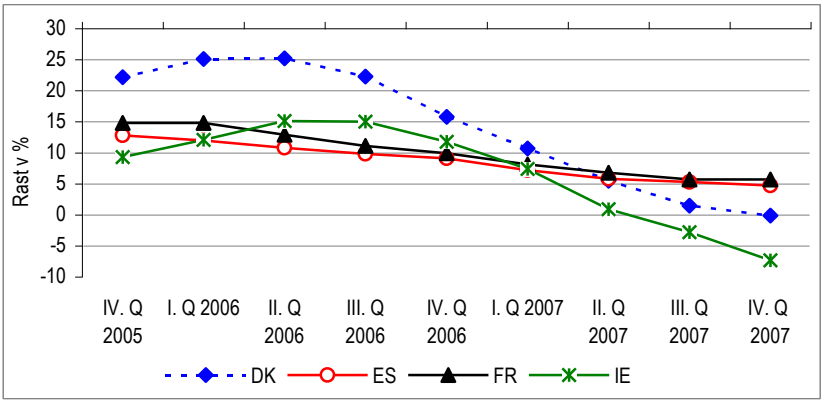
Podiel záložných dlhopisov[123] sa odhaduje na 15 – 20 % a cenných papierov krytých hypotékami (MBSs, pri ktorých sa uplatňuje mimobilančný princíp sekuritizácie približne na 5 %). Ostatné formy financovania hypoték zahŕňajú zmluvné schémy stavebných sporiteľní, poisťovacích spoločností, predaj portfólia hypotekárnych úverov.

Najväčšími „hráčmi“ na trhu verejných a hypotekárnych záložných listov sú Nemecko, Dánsko, Španielsko a Švédsko. Model HZL sa uplatňuje vo viacerých krajinách strednej a východnej Európy, podiel krajín V 4 na celkovej hodnote HZL v obehu v krajinách EÚ v roku 2006 bol 1,44 %.

Vývoj cien nehnuteľností

Ceny nehnuteľností na bývanie v rámci EÚ klesajú, no vo viacerých krajinách sa nominálny ročný rast cien pohybuje v plusových hodnotách. Vývoj nominálnych cenových indexov je uvedený v tabuľke 3.5.

Graf 3.4
Cenové indexy nehnuteľností na bývanie



Poznámka: DK – Dánsko; ES – Španielsko; FR – Francúzsko; IE – Írsko.

[123] Pre anglický ekvivalent *covered bonds* budeme používať slovenské označenie záložné dlhopisy, resp. záložné listy. Do tejto skupiny sa zaraďujú verejné (komunálne) záložné listy, hypotekárne záložné listy a lodné záložné listy. Terminológia vychádza z podstaty európskych záložných listov, ako aj zo slovenského zákona o dlhopisoch.

Tabuľka 3.5
Cenové indexy nehnuteľností na bývanie (nominálne ročné miery rastu)

	IV. Q 2005	I. Q 2006	II. Q 2006	III. Q 2006	IV. Q 2006	I. Q 2007	II. Q 2007	III. Q 2007	IV. Q 2007
DK	22,2	25,1	25,2	22,3	15,8	10,7	5,5	1,5	–0,1
EE	41,7	82,0	65,5	73,2	21,2	9,1	15,4	7,4	7,1
ES	12,8	12,0	10,8	9,8	9,1	7,2	5,8	5,3	4,7
FR	14,8	14,8	12,9	11,1	9,9	8,1	6,8	5,7	5,7
IE	9,3	12,1	15,1	15,0	11,8	7,4	0,9	–2,8	–7,3
AT	2,1	2,6	4,3	1,4	1,5	1,7	3,8	4,2	0,0
PL	8,8	2,2	4,7	1,1	9,7	4,8	8,4	18,9	10,3
PT	2,3	2,2	–0,4	–1,3	0,6	1,1	1,6	0,6	–1,2
FI	8,4	8,8	7,8	7,0	6,1	6,4	6,4	5,9	5,3
SE	10,5	13,5	13,0	12,0	10,6	8,1	10,1	11,4	11,2
UK	2,2	3,5	5,3	7,1	9,1	11,1	11,3	11,7	10,2

Poznámka: Prezentované cenové indexy sú počítané podľa rozdielnych metodológií uplatňovaných v jednotlivých krajinách: DK – Dánsko, cenové indexy rodinných domov; EE – Estónsko, ceny v Taline; ES – Španielsko, indexy nových nehnuteľností na bývanie; FR – Francúzsko, ceny zahŕňajú existujúce nehnuteľnosti na bývanie; FI – Fínsko, nové a existujúce byty; SE – Švédsko, všetky nehnuteľnosti na bývanie.

Prameň: EMF (2008b).

Ako vyplýva z tabuľky 3.5, ceny nehnuteľností výraznejšie rástli v prvom polroku 2006, keď ich rast dosiahol vrchol. Od druhého polroka 2006 je takmer vo všetkých krajinách, najmä v Dánsku a v Írsku, zjavná tendencia k poklesu cien.

Hypotekárne úrokové sadzby

Podľa prieskumu Európskej hypotekárnej federácie v európskych krajinách prevládajú hypotéky s počiatočnou fixovanou úrokovou sadzbou, a to tak pri nových hypotekárnych úveroch (53 %), ako aj pri úveroch už poskytnutých (60 %). Faktory pôsobiace na úrokový mechanizmus v konkrétnych krajinách sú napríklad zvyklosti, rozdiely vo výnosovej krivke, metódy financovania hypotekárnych úverov, predčasné splácanie, minimálna/maximálna úroková sadzba. Tie isté faktory pôsobia na ponuku hypotekárnych produktov a ich komplexnosť.

Reprezentatívne hypotekárne sadzby uvádzané v tabuľke 3.6 sú priemerné alebo špecifické sadzby na príslušnom národnom trhu. Sadzby nie sú priamo porovnateľné, ale dávajú obraz o tom, ktoré hypotekárne úrokové sadzby sú pre daný trh typické.

Tabuľka 3.6

Vývoj reprezentatívnych hypotekárnych úrokových sadzieb v rokoch 2006 – 2007

	I. Q 2006	II. Q 2006	III. Q 2006	IV. Q 2006	I. Q 2007	II. Q 2007	III. Q 2007	IV. Q 2007
BE	3,94	4,04	4,37	4,36	4,41	4,46	4,88	4,93
DK	3,26	3,46	3,63	4,18	4,18	4,41	4,50	4,53
DE	4,39	4,66	4,71	4,60	4,78	5,01	5,12	5,03
EE	3,80	4,10	4,50	4,80	5,10	5,30	5,70	5,80
GR	3,92	4,22	4,50	4,07	3,74	4,90	4,93	4,75
ES	3,55	3,86	4,20	4,74	4,97	4,93	3,11	4,60
FR	3,60	3,7	3,90	3,90	4,00	4,10	4,40	5,33
IE	3,85	3,99	4,40	4,57	4,78	4,98	4,99	5,07
IT	4,90	4,90	5,05	4,56	4,79	4,90	4,94	5,20
LV	5,40	4,40	4,84	5,28	5,53	5,80	6,05	6,29
LT	3,41	3,87	4,28	4,58	4,84	5,12	5,53	5,71
HU	5,85	5,88	5,57	5,83	5,60	5,75	6,32	6,48
AT	3,90	4,08	4,36	4,64	4,94	5,11	5,37	n/a
PL	5,60	5,80	5,80	5,70	5,70	5,70	6,00	6,20
PT	4,30	4,60	4,70	5,00	n/a	5,12	5,50	5,70
FI	3,37	3,60	3,88	4,09	4,40	4,65	4,90	n/a
SE	2,83	3,00	3,31	3,63	3,92	4,11	4,43	4,75
UK	6,41	5,01	5,20	5,25	5,42	5,61	5,90	6,08

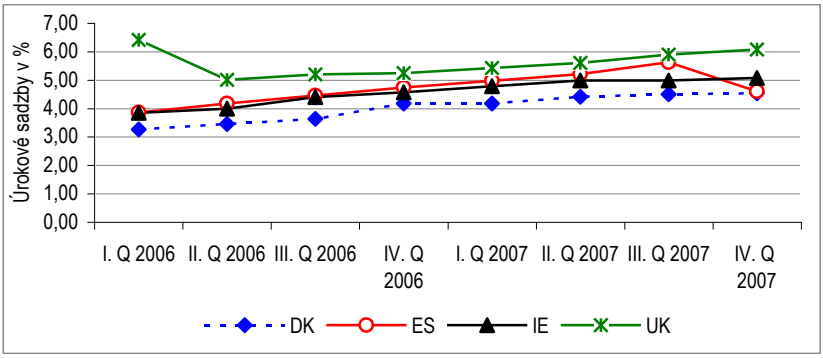
Poznámka: BE – Belgicko, dlhodobá počiatočne fixovaná, obdobie fixácie 10 a viac rokov, r. 2007, podiel cca 95 %; DK – Dánsko, upraviteľná (variabilná), podiel na trhu 50 %, r. 2005, rovnaké percentuálne zastúpenie má fixná úroková sadzba, ktorej výška je odvodená od 30-ročných dlhopisov; DE – Nemecko, znovu obnoviteľná s fixnou dobou platnosti 5 – 10 rokov, trhový podiel 42 % v roku 2005; EE – Estónsko, priemerná vážená ročná úroková sadzba na nové HÚ denominované v EUR; GR – Grécko, prehodnocovaná po ukončení fixného obdobia – 1 rok, trhový podiel v prvom štvrťroku 2005 bol 86 %; ES – Španielsko, variabilná – podiel na trhu 93,2 %, r. 2005, úroková sadzba sa obvykle mení každých 6 alebo 12 mesiacov na základe oficiálnej referenčnej sadzby; FR – Francúzsko, fixná sadzba je sadzba platná pre celú lehotu splatnosti HÚ, priemerná lehota fixácie je medzi 12 a 15 rokmi; IE – Írsko, variabilná úroková sadzba (najviac 1 ročná); IT – Taliansko, do tretieho štvrťroka 2006 bol podiel fixnej sadzby 20 – 30 %, od štvrtého štvrťroku 2006 sa používa variabilná úroková sadzba na hypotéky v hodnote 100 000 eur s lehotou splatnosti 20 rokov; LV – Lotyšsko, variabilná sadzba priemerná na nové úvery denominované v EUR; LT – Litva, priemerná variabilná sadzba na nové úvery denominované v EUR; HU – Maďarsko, variabilná úroková sadzba; AT – Rakúsko, variabilná sadzba; PL – Poľsko, vážená priemerná variabilná úroková sadzba na úvery denominované v PLN; PT – Portugalsko, variabilná sadzba, max. na 12 mesiacov, trhový podiel 98,9 %, r. 2005; FI – Fínsko, variabilná, max. na 12 mesiacov; SE – Švédsko, variabilná, podiel 54 %, r. 2006; UK – Veľká Británia, priemerná sadzba na všetky poskytnuté HÚ s výnimkou nových HÚ.

Prameň: EMF (2008b).

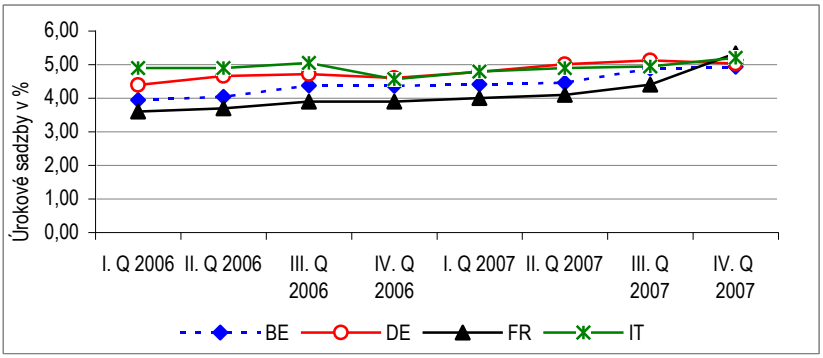
Graf 3.5

Reprezentatívne hypotekárne úrokové sadzby

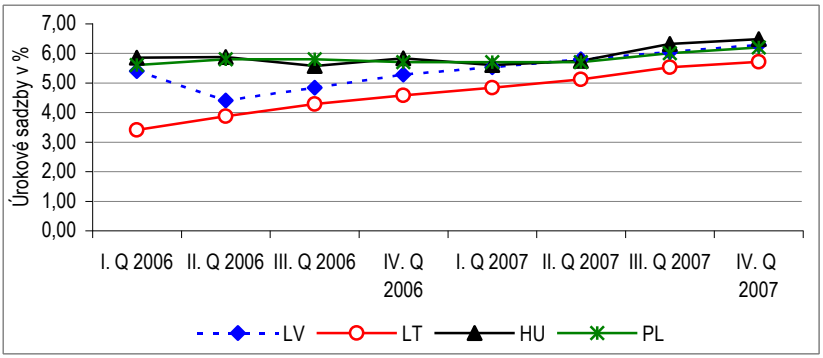
a)



b)



c)



Vo vybraných európskych krajinách v rokoch 2006 – 2007 sadzby mierne vzrástli. V rámci menovej politiky realizovanej Európskou centrálnou bankou možno skonštatovať, že od júna 2007 do konca roku 2007 zostali základné úrokové sadzby nezmenené (zatiaľ čo Bank of England sadzby v sledovanom období zvýšila raz a znížila trikrát). Po zohľadnení inflačných tlakov analytici nepredpokladali zníženie úrokových sadzieb. Naopak, ECB s účinnosťou od 9. júla 2008 pristúpila k zvýšeniu kľúčových sadzieb o 0,25 %.

Vo vzťahu k perspektívam vývoja na hypotekárnych trhoch v Európe sa obavy prejavujú v poklese spotrebiteľskej dôvery, podporovanej predovšetkým rastom inflácie a pesimistickým prístupom k celkovému ekonomickému vývoju.

Optimistické názory na ďalší vývoj európskeho hypotekárneho trhu sa opierajú o fakty, že situácia v Európe pri poskytovaní hypotekárnych úverov je rozdielna v porovnaní s USA – úverové štandardy a proces sekuritizácie hypoték sú v Európe konzervatívnejšie a prísnejšie. Do akej miery sa tieto predpoklady potvrdia, ukáže vývoj na trhu v priebehu roka 2008.

Záverečné poznámky

Na záver konštatujeme, že globálna finančná kríza a znížená úverová schopnosť hypotekárnych dlžníkov nie sú ešte zďaleka ukončené. Tak ako nie sú odhadnuteľné jej skutočné dopady na veľké hypotekárne inštitúcie, tak nie je jasno ani v hodnotení jej hĺbky, kulminácie a ukončenia.

V Spojených štátoch amerických sa vo veľkej miere podštandardné úvery poskytovali až do 100 % hodnoty nehnuteľnosti, teda nad štandardom 80 %, s variabilnými úrokovými sadzbami, s nekompletnou, resp. žiadnou úverovou históriou alebo úverovou dokumentáciou. Úverové štandardy sa podstatne „uvoľnili“ a hypotéky sa tak hromadne poskytovali i klientom, ktorí predtým nevyhovovali štandardným úverovým kritériám. Problémy na úverom trhu sa preniesli cez proces sekuritizácie hypotekárnych úverov a resekuritizácie (sekuritizáciu MBSs a iných aktív) a cez komplikované finančné inovácie na dovtedy efektívne fungujúci kapitálový trh. Absencia transparentnosti sa považuje za rozhodujúci moment straty reputácie kapitálových

trhov v USA. Nedostatočné, resp. chýbajúce informácie o príslušných segmentoch hypotekárnych cenných papierov a pomerne zložitých finančných produktoch a ich obchodovaní „zneistili“ najmä investorov. Strata dôvery viedla k nárastu predčasného splácania hypotekárnych cenných papierov a spôsobila pokles na kapitálových trhoch. Banky, ktoré predávali hypotekárne úvery vrátane podštandardných, sa dostali do ťažkostí s financovaním hypotekárnych úverov. Straty zaznamenané na realitnom trhu (pokles cien nehnuteľností, spomalenie výstavby nehnuteľností na bývanie, špekulácie na trhu realít) situáciu značne komplikovali. Rovnako aj rast hypotekárnych úrokových sadzieb podštandardných hypotekárnych úverov urýchlil nárast delikventných úverov. Doteraz napríklad nie je vyjasnená otázka rozsahu a dĺžky trvania hypotekárnej krízy, čo sa aj v tomto roku „odráža“ na spomalení hypotekárneho úverovania, na sekuritizácii hypotekárnych úverov, na hodnotách emisií hypotekárnych cenných papierov, rozširovaní (raste) rozpätí a na výške obchodovania i na ostatných finančných parametroch (výnosy, zisk, tvorba a použitie opravných položiek, tvorba a použitie rezerv voči stratám atď.).

Prenos hypotekárnej krízy a jej vplyv na európske krajiny má v porovnaní s predchádzajúcimi ekonomickými krízami viacero odlišností:

- zasiahla niektoré vyspelé európske krajiny, predovšetkým s variabilnými hypotekárnymi úrokovými sadzbami;
- spôsobila problémy najmä „veľkým hráčom“ na hypotekárnom úverovom trhu;
- zapríčinila nedostatok likvidity na inak likvidnom európskom medzibankovom trhu.

Európske hypotekárne inštitúcie majú prísne pravidlá a v poskytovaní rizikových úverov sú oveľa opatrnejšie. Ako sa bude dariť hypotekárnym trhom v Európe, to bude závisieť od celkovej ekonomickej situácie, vývoja miery inflácie, menovej politiky ECB, vývoja trhových úrokových sadzieb, a najmä od obnovy dôvery spotrebiteľov a investorov na relevantných trhoch.

4. TRANSNACIONÁLNE KORPORÁCIE A MALÉ A STREDNÉ PODNIKY AKO KĽÚČOVÍ AKTÉRI ZNALOSTNEJ EKONOMIKY

Monografia nadväzuje na predchádzajúce výsledky výskumu, najmä na vymedzenie bázických oblastí procesu globalizácie a na závery o vzájomne podmienenom formovaní a fungovaní transnacionálnych korporácií (TNK) a sektora malých a stredných podnikov (MSP). Cieľom tejto monografie je preskúmať špecifické adaptačné procesy TNK a MSP v procese utvárania znalostnej ekonomiky.

4.1. Určujúce trendy znalostne orientovanej stratégie transnacionálnych korporácií

Kvalita, intenzita a komplexnosť zmien, ktorými prechádzajú národné ekonomiky a svetová ekonomika ako celok, v spojení s utváraním znalostnej spoločnosti, majú charakter globálnej reštrukturalizácie. V ňom sa kumulujúca kvantita internacionalizácie ekonomických štruktúr štátnych celkov prekračuje kritický prah a prechádza do novej kvality – do formovania globálnej celoplanetárnej štruktúry. Jej vznik znamená, že primárny a určujúci charakter a význam ekonomických vzťahov a procesov sa zvnútra štátnych celkov presúva na globálne ekonomické vzťahy a procesy, v ktorých majú kľúčovú pozíciu a vplyv transnacionálni „hráči" – TNK.

K tomu výrazne prispeli gigantické rozmery koncentrácie kapitálu vo výrobnej, v obchodnej a bankovo-finančnej sfére. Ak v 70. a 80. rokoch bolo ťažisko globálnej koncentrácie kapitálu vo forme vytvárania nadnárodných spoločností, keď sa ich počet zvýšil zhruba o 370 %, tak v 90. rokoch sa určujúcimi stali rôzne formy ich spájania do globálnych megakorporácií, čo sa prejavilo v rekordných hodnotách fúzií, akvizičných obchodov a nových strategických spojení. Kľúčovú úlohu v týchto procesoch zohrávajú priame zahraničné investície (PZI), ktorých objem sa od roku 1980 do roku 2000 zväčšil 27-krát a z ktorých takmer tri štvrtiny predstavujú spájanie a kúpu podnikov – fúzie a akvizície. Začiatkom 90. rokov existovalo 37 000 TNK so 170 000 pobočkami a v roku 2006 už dosiahol počet TNK 78 000 so 780 000 pobočkami. Tento enormný kvantitatívny nárast je zároveň sprevádzaný aj

bezprecedentnými kvalitatívnymi zmenami v ich charaktere a pôsobení. Sú to ich relatívne nezávisle formulované stratégie, ktoré predstavujú určujúce faktory pretvárania vnútroštátnej a medzinárodnej deľby práce na globálnu deľbu práce a hlbokej reštrukturalizácie ekonomickej architektúry našej planéty. Sila ich pôsobenia je daná veľkosťou zdrojov, ktorými disponujú, dĺžkou časového horizontu, v ktorom môžu zakladať svoje rozhodnutia, a principiálne novým spôsobom využívania komparatívnych výhod. Transnacionálne korporácie ako kľúčoví hráči globalizácie cielene k vlastným komparatívnym výhodám vyhľadávajú pre jednotlivé stránky svojej činnosti parciálne komparatívne výhody v rôznych častiach sveta s cieľom maximalizovať ich synergický efekt. Usilujú sa o vyhľadávanie a fruktifikáciu optimálnej geografickej konfigurácie svojho globálneho hodnotového reťazca. Analýzy ukázali tri základné línie adaptačných procesov TNK, ktoré budú zásadne ovplyvňovať charakter globálnej konkurencie a konkurencieschopnosti.

V prvej línii je v centre pozornosti racionalizačná reštrukturalizácia vnútornej štruktúry TNK ako komplexu. Pri nej sa centrum TNK zameriava na najdôležitejšie, tzv. jadrové aktivity a riadenie i kontrolu celého komplexu, s osobitným zreteľom na optimalizačné stvárňovanie a alokáciu čoraz fragmentovejších produkčných a odbytových reťazcov tak, aby mali charakter flexibilného, hierarchicky štruktúrovaného satelitného systému. Jeho jednotlivé články sa hlbšie špecializujú, čím sa vytvárajú nové komparatívne výhody, ktoré umožňujú maximalizovať synergický ziskový efekt TNK z globálne rozvíjanej deľby práce. Prakticky sa to začalo od 80. rokov výrazne prejavovať vo forme *outsourcingu* a *offshoringu*.

Výsledkom prvej línie adaptačných procesov neboli len úspory nákladov z nových komparatívnych výhod, ale najmä to, že umožnili prekonať nevýhody a obmedzenia veľkých firiem a ich ťažkopádnej pyramídovej štruktúry. Transnacionálne korporácie sa podľa potrieb a vývoja trhovej i konjunktúrnej situácie môžu buď zbavovať už nevhodných, nedostatočne funkčných a pod. článkov svojho satelitného systému, alebo priberať nové, prípadne kombinovať oba postupy. Flexibilný satelitný systém ako výkonnú súčasť komplexu TNK tvoria hierarchicky zosieťované články, počnúc vlastnými pobočkami, cez prvostupňových domácich a zahraničných dodávateľov, ďalej cez druho- a viacstupňových dodávateľov, až po periférnych subdodávateľov.

Na základe pružne účelového kreovania a flexibilizácie štruktúry satelitného systému nadobúdajú TNK aj napriek čoraz gigantickejším rozmerom nebývalú flexibilitu na udržiavanie a posilňovanie svojej konkurencieschopnosti v čoraz dynamickejších vonkajších podmienkach. Zásadná flexibilizácia TNK výrazne posilňuje asymetriu medzi centrom a článkami satelitného systému. Na jednej strane prenáša hlavný podiel a váhu trhovej neistoty a konkurencie na články satelitného systému a na druhej strane jeho synergický efekt koncentruje predovšetkým do centra TNK. Analogicky sa zvýrazňuje asymetria medzi priestorovou zakotvenosťou a nepohyblivosťou konkrétnych dodávateľov a subdodávateľov a geografickou pohyblivosťou TNK ako komplexu.

Čím je TNK pohyblivejšia a flexibilnejšia, tým väčší tlak môže vyvíjať aj na štáty, aby prebrali čo najväčšiu časť jej sociálnych, enviromentálnych a ďalších nákladov.

Druhú dôležitú líniu adaptačných procesov TNK tvoria rôzne formy utvárania tesných a voľnejších strategických partnerstiev, ktoré prekračujú bežné trhové transakcie, ktorými účastníci ovplyvňujú konkurenčné prostredie a ktorými sa usilujú upevňovať svoju konkurencieschopnosť. Strategické partnerstvá je účelné chápať ako súhrn troch základných foriem. *Fúzie a akvizície* predstavujú tesné formy spájania či splynutia firiem, pri ktorých dochádza k ich majetkovému prepojeniu. *Joint ventures* možno vymedziť ako polotesnú formu partnerstva, pri ktorej dvaja alebo viacerí partneri vytvoria spoločný podnik. *Strategické aliancie* sú charakteristické ako voľné, tiché a zmluvné formy partnerstiev, pri ktorých nedochádza k majetkovému prepojeniu.

Hoci vývoj rôznych foriem strategických partnerstiev možno pozorovať viac než storočie, enormný záujem o ich uplatňovanie sa začal prejavovať od 80. rokov a smerom k súčasnosti sa stupňuje. Možno povedať, že fúzie a akvizície zásadne ovplyvňovali samotný vznik a existenciu TNK, a často odštartovali ich transformáciu do súčasnej podoby. Na široké využívanie fúzií, akvizícií a ďalších foriem strategických partnerstiev vytvorili priestor procesy liberalizácie a deregulácie, ako aj postoje väčšiny štátov, ktoré uprednostňujú PZI pred dovozom. V poslednom období sa cezhraničné transakcie fúzií a akvizícií široko rozvrhli tak po regiónoch, ako aj odvetviach, a to aj za účasti firiem z rozvojových a transformujúcich sa krajín. V súvislosti s prognózami vzostupného trendu PZI sa očakáva aj rastúci objem a početnosť fúzií a akvizícií.

Globalizácia tým, že zásadne zmenila podmienky podnikania i samotné podnikanie, bezprecedentne zvýšila dynamiku zmien, otvorila široký priestor novým príležitostiam, v dôsledku čoho sa nebývalým spôsobom zvýšil ekonomický význam faktora času v zmysle dôsledkov konkurenčného predstihu a zaostávania. To mobilizuje firmy, aby v záujme dosiahnutia kritického množstva a kvality zdrojov a adaptačnej rýchlosti medzi sebou účelne vytvárali a kreovali rôzne formy vzájomnej súčinnosti v podobe formálnych i neformálnych dohôd s majetkovým alebo nemajetkovým prepojením. Cieľom je synergické splynutie ich potenciálov v podobe úspor z rozsahu, zlepšenia trhovej pozície, získanie inovačného predstihu, racionalizačné sfunkčnenie organizačných a riadiacich štruktúr a pod. Od majetkového spojenia sa ďalej očakávajú možnosti ovplyvňovať globálne konkurenčné prostredie, zabezpečiť vyššiu návratnosť investícií, získať takú konkurenčnú výhodu, ktorú by si firmy nedokázali samostatne vytvoriť, alebo využiť, zabezpečiť interný rast budúcej firmy požadovaným spôsobom a formulovať odvážnejšie strategické ciele. Analýzy však ukazujú, že tieto zámery sa vždy nepodarí dosiahnuť, že akvizície nie sú ani zďaleka len priateľské a že napriek „mimotrhovým riešeniam“ sa globálna konkurencia nezoslabuje.

Ak prvé dve línie adaptačných procesov TNK boli orientované najmä na organizačno-inštitucionálnu stránku ich fungovania, ťažiskom *tretej línie* je predovšetkým vytváranie a využívanie predpokladov a faktorov znalostnej ekonomiky ako najúčinnejšej metódy budovania a posilňovania konkurencieschopnosti. Najnázornejšie sa to prejavuje v skupine najväčších TNK, označovaných aj ako *megainštitúcie (MI)*, ktoré ročne zarábajú desiatky miliárd USD, a spôsob, ako rozvíjajú mimoriadnu škálu a rozsah svojich aktivít, sa považuje za bázickú zmenu vo sfére biznisu. Transnacionálne korporácie ako kľúčoví hráči procesu globalizácie krajín zohrávajú primárnu rolu v presadzovaní nových trendov spojených s utváraním znalostnej ekonomiky. Priekopnícku analýzu v tomto smere predstavuje štúdia L. L. Bryana a M. Zaniniho (2005).

Objavenie sa takých megainštitúcií, ako Citigroup, GM, IBM, Microsoft, Toyota a Wal-Mart-Stores, ročne zarábajúcich 10 mld USD, a spôsob, akým rozvíjajú mimoriadnu škálu a rozsah svojich aktivít, predstavuje *bázickú štruktúrnu zmenu* v scenérii biznisu. Hoci v období 1984 – 2004 megainštitúcie

v priemere zdvojnásobili svoje príjmy, oveľa pozoruhodnejšie zvýšili svoj čistý dôchodok a trhovú kapitalizáciu, ktoré sa skokom strojnásobili a zošesťnásobili (Bryan – Zanini, 2005, s. 1). V tom období MI dosiahli neproporcionálne vysoký zisk a trhovú hodnotu, lebo pochopili súvislosť medzi profitabilitou a talentmi ich personálu a znalostných pracovníkov. Sú pioniermi nového modelu konkurenčných výhod využitím ich ohromného rozsahu a invenčného rozvíjania a využívania nehmotných aktív. Ich stratégovia museli vyvinúť úplne nové metriky výkonnosti a modely biznisu, ako aj nájsť spôsoby prekonávania organizačných prekážok (bariér), ktoré vytvára ich veľkosť. Význam a vplyv tejto línie adaptačných procesov sa bude zrejme naďalej zvyšovať, ak si uvedomíme, že výhľadové projekcie založené na skúsenostiach posledných 20 rokov indikujú, že v roku 2012 až 350 spoločností bude väčších ako najmenšie zo súčasných najväčších 150 korporácií. Najväčšie z nich budú dosahovať 700 mld USD trhovej kapitalizácie a zarábať 40 mld USD a viac ročne (Bryan – Zanini, 2005, s. 2).

Transnacionálne korporácie historicky využívali výhodu svojej veľkosti a rozsahu, aby získali privilegovaný prístup k hmotným faktorom výroby (práca a kapitál), osnovaný na hodnotovom reťazci produkcie prekonávajúcom geografické a trhové bariéry.

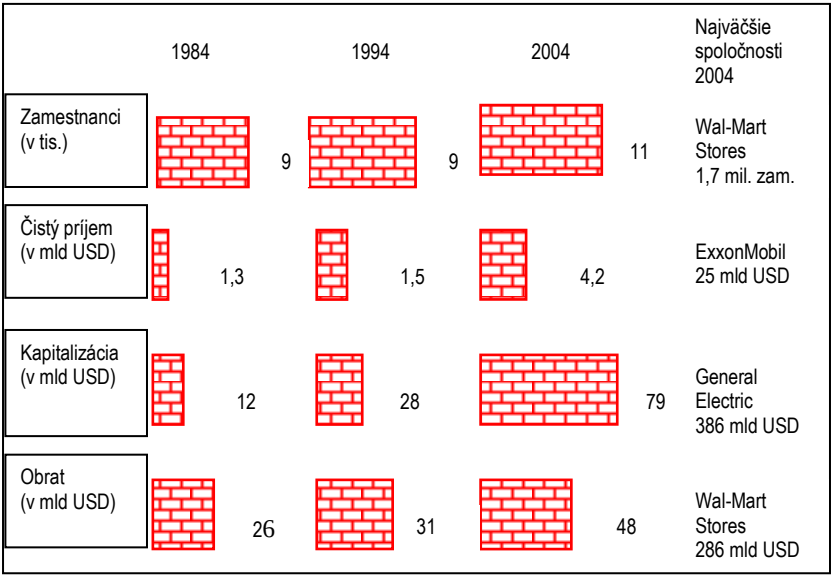
Dnes úspešnejšie veľké firmy majú detailnejšiu formulu úspechu. Využívajú tak svoju veľkosť a rozsah, ako aj veľký počet zamestnaných talentovaných profesionálov, aby kombinovali hmotné a nehmotné aktíva naprieč podnikom. Tak vytvárajú unikátnu schopnosť a hodnotové proporcie, ktoré im umožňujú dosahovať pozoruhodnú a trvalú konkurenčnú silu, založenú na troch fundamentoch:

1. Úspešné mega-firmy správne rozpoznali priame spojenie medzi profitabilitou a ich veľkým kartelom (poolom) talentovaných profesionálov ako motora na generovanie a rozostavenie nehmotných aktív.

2. Prekonávajú bariéry internej komplexity, ktoré často sprevádzajú veľkosť škály a rozsahu ich aktivít.

3. Rozvíjajú a mobilizujú unikátne nehmotné aktíva, ako znalosti a vzťahy, aby vytvárali hodnotové plány, ktoré výrazne prevyšujú sumu ich individuálnych elementov.

Graf 4.1
Bezprecedenčný rast (rast priemernej megainštitúcie) [1]



[1] Porovnanie 150 amerických a zahraničných spoločností.
[2] Reálne doláre 2004.

Prameň: Bryan – Zanini (2005), s. 3.

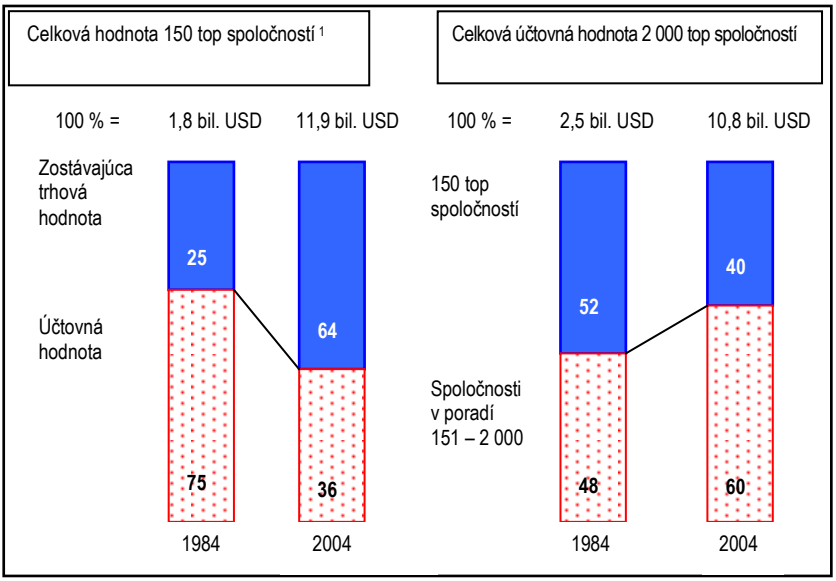
Evolúcia megainštitúcií

Vo vývoji MI môžeme vystopovať pozoruhodný posun v mixe 150 top firiem a v charaktere pracovných síl, ktoré zamestnávajú. Podiel finančných služieb a zdravotníctva sa zvýšil z 12 % v roku 1984 na 39 %. Tieto dva sektory zamestnávajú pomerne veľký počet profesionálov a manažérov, ktorí vytvárajú hodnotu primárne generovaním a uplatňovaním poznatkov skôr z interakcie s inými než z ich vlastnej práce. Ba čo viac, najväčšie firmy v iných sektoroch (sprac. priem.) tiež značne zmenili, posunuli zloženie ich bázy zamestnancov využitím väčšej proporcie, podielu profesionálov a manažérov. Napríklad v roku 1984 v GE tvorila táto skupina 25 % z celkového počtu 330 000 zamestnancov. V roku 2004 sa celkový počet o niečo „scvrkol“, no percento profesionálov a manažérov sa viac ako zdvojnásobilo, čistý zisk

na pracovníka sa zvýšil z 13 000 USD na 54 000 USD (v stálych cenách) (pozri Bryan – Zanini, 2005, s. 2).

Desiatky tisíc talentovaných odborníkov pracuje v MI a vytvára a využíva nielen hmotné aktíva (kapitál), ale aj *nehmotné*. Markantne sa to prejavuje v zmenách pomeru účtovnej hodnoty a trhovej kapitalizácie. L. L. Bryan a M. Zanini analyzovali zmeny v štruktúre aktív a ich dôsledky na vzorke 150 top MI v rámci súboru 2 000 spoločností. V elitnej skupine 150 sa v období 1984 – 2004 markantne znížil podiel účtovnej hodnoty na trhovej kapitalizácii zo 75 % na 36 %.

G r a f 4.2
Vplyv zmeny štruktúry aktív na celkovú účtovnú hodnotu



[1] Reálne USD 2004.

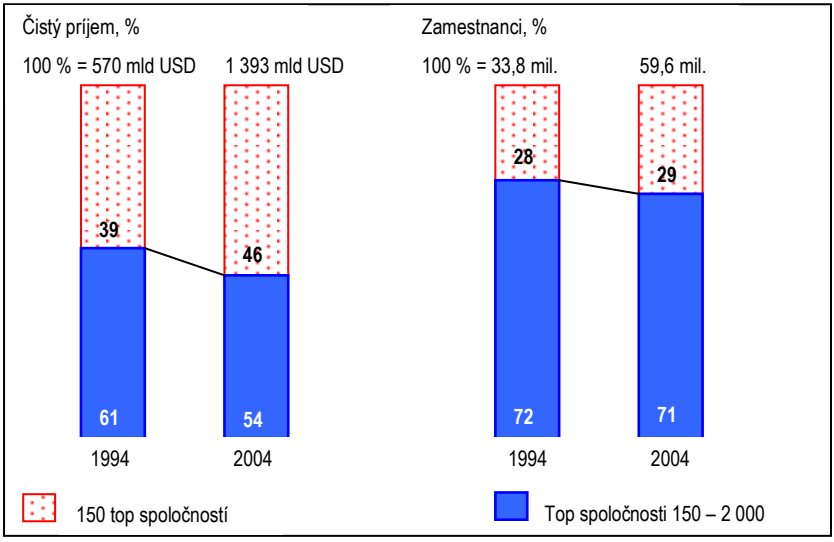
Prameň: Bryan – Zanini (2005), s. 3.

Megainštitúcie zväčšujú svoj fyzický kapitál pomalšie ako ostatné veľké spoločnosti. V priemere ich úspory z rozsahu a sortimentu rástli rýchlejšie ako (straty) disekonómia z rastúcej komplexity, resp. „náklady nadbytočnej veľkosti“. Priemer nehovorí celú pravdu. Aj medzi 150 top spoločnosťami sú

veľké rozdiely, len 25 z nich dosiahlo v roku 1994 zvýšenie čistého zisku na zamestnanca 50 000 USD, v roku 2004 ich bolo 79. A naopak, 41 spoločností zo 150 v roku 2004 dosiahlo menej ako 25 000 USD na zamestnanca.

Viaceré MI rozpracovali stratégie a organizačné modely, široko vťahujúce nehmotné aktíva, čo im pomohlo produkovať mimoriadne zisky a efektívnejšie využívať úspory z rozsahu. Je pozoruhodné, že tieto spoločnosti sa radšej zmocňujú hojného prebytku výnosov, než aby ich posunuli ako nadhodnotu pre spotrebiteľov. Tento vývoj pripomína, že elita MI vytvorila unikátne *business* modely a nehmotné aktíva, ktoré *konkurenti nemôžu ľahko napodobniť*.

Graf 4.3
Zmeny podielu na čistom príjme a počte zamestnancov



Prameň: Bryan – Zanini (2005), s. 5.

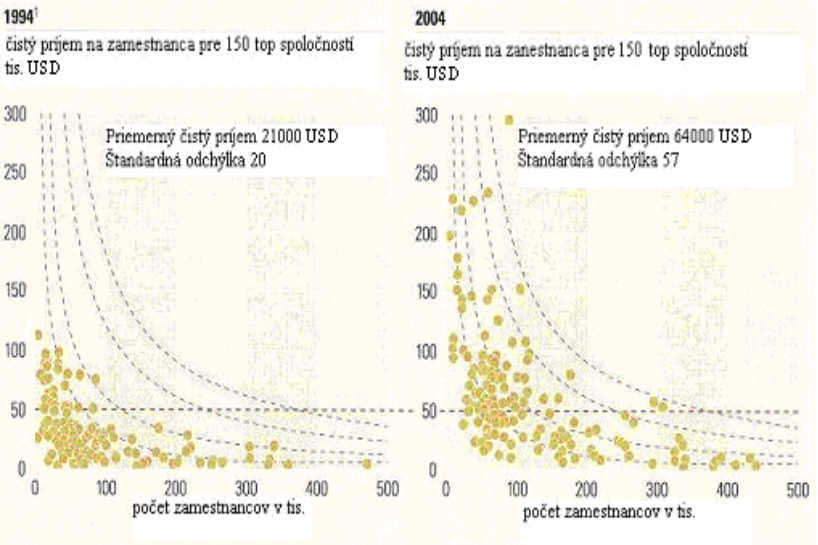
Smerom k novému meradlu výkonnosti

Nový druh korporácií (MI) vyvolal potrebu aj nového prístupu k meraniu výkonnosti. Znalostne a talentovo vysoko intenzívne odvetvia, ako napríklad reklama, konzulting, právny servis, využívali dlho meradlá sústredené na ľudí

– *zisk, príjmy na partnera.* Vo svete integrovaného globálneho kapitálového trhu a širokého prístupu ku kapitálu sa talentovaní pracovníci stali veľmi vzácnym zdrojom, a tak zisk na zamestnanca sa stal kritickým meradlom výkonnosti. Ak sa hodnota vo veľkých korporáciách čoraz viac stáva závislou od talentovaných profesionálov, ktorí produkujú a zdieľajú nehmotné produkty, manažéri sa musia naučiť *vidieť zisk na zamestnanca ako fundamentálne meradlo* (Bryan – Zanini, 2005, s. 5).

Microsoft a Exxon Mobil, dve z piatich top megainštitúcií na svete, zamestnávali v rokoch 1999 – 2004 najprv len okolo 55 000, neskôr okolo 90 000 zamestnancov, no v priemere ročne dosahovali 200 000 USD zisku na zamestnanca.

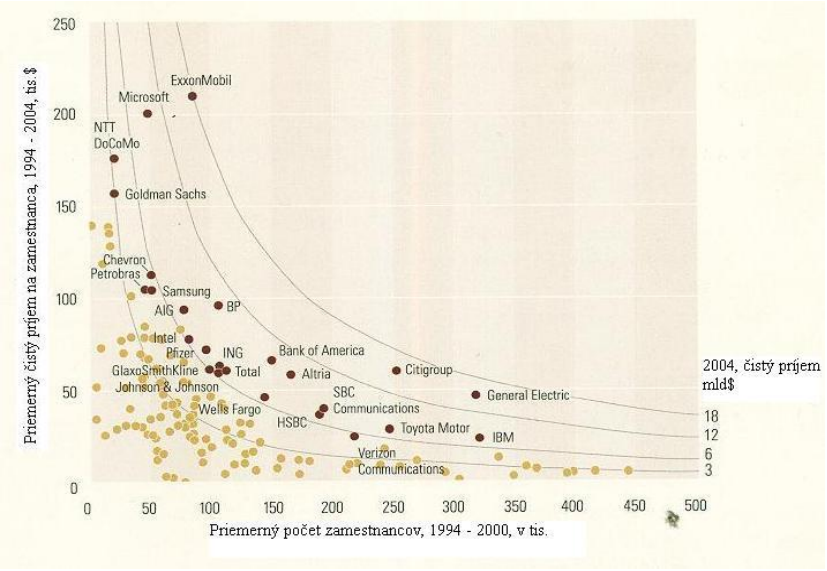
G r a f 4.4
Hodnota vytváraná zamestnancami



Prameň: Bryan – Zanini (2005), s. 6.

Medzi 150 top korporáciami bolo 25, ktoré mali najväčšie zisky na zamestnanca v porovnaní s ostatnými s podobnou úrovňou zamestnanosti, dosiahli 49 % celkového zisku v skupine 150 top MI a 20 % v skupine 2 000 top MI.

G r a f 4.5
Lídri súboru



Prameň: Bryan – Zanini (2005), s. 7.

Výzva komplexity (zložitosti)

Stupeň *komplexity (zložitosti*) veľkých korporácií závisí:

1. od externých faktorov – komplikovanosť, alebo jednoduchosť získania zákazníkov alebo dodávateľov;
2. od interných úvah – vrátane charakteru a organizácie práce, ktorú zamestnanci vykonávajú.

Bezprecedentná zložitosť dnešných MI môže ochromiť strategické iniciatívy a úsilia o spoluprácu. Výkonní pracovníci MI hovoria, že ich spoločnosti sa za posledných 5 rokov stali tak zložitými, že pochopenie rastúcich príležitostí je dnes značne ťažšie. S manažérskym tlakom v zdôrazňovaní potreby využívať najdôležitejšie príležitosti prostredníctvom internej spolupráce naprieč funkciami, produktmi sa problémy riešia tým ťažšie, čim je spoločnosť väčšia.

Úspešné MI redukujú ich zložitosť primárne dvoma cestami:

- Disciplinovane sa zbavujú aktivít, ktoré neprinášajú efekty/úspory z rozsahu a odboru pôsobnosti – t. j. kde majú malé šance využiť pákový efekt hmotných a nehmotných aktivít na konkurenčnú výhodu, a plynulo využívajú možnosti zbavovať sa pracovne a kapitálovo náročných činností (aktivít). Napríklad Citi group, IBM, GE vyrovnávajú veľký počet akvizícií početným zbavovaním sa nefunkčného majetku.
- Využívajú štandardy a protokoly na redukovanie nepotrebnej zložitosti, ktorá sa objavuje, keď zamestnanci pracujú spolu v rámci podniku. Spoločné technologické aplikácie, konzistentný manažment procesov a štandardizované definície podobných úloh a funkcií (zodpovednosti) efektívne a účinne pomáhajú, podporujú efektívnu koordináciu a prijímanie rozhodnutí medzi profesionálmi.

Zároveň sústreďujú pozornosť na nové *business* modely s osobitným zreteľom na ich prínosy k tvorbe pridanej hodnoty.

Úspešné MI rozvíjajú ich *business* modely, dvoma kritickými cestami:

- Unikátnym spôsobom prispôsobujú proces formulovania stratégie kombinovaním hmotných a nehmotných aktív, aby odhalili nový podnikateľský a hodnotový prínos.
- Prijímajú oveľa viac integrovaný operačný model riadenia a rozvinutia týchto aktív a spôsobilostí naprieč podnikom. Už samotný rozsah nehmotných aktív MI, efektívne kombinovaný, môže vytvárať unikátny hodnotný prínos. Spoločnosť IBM – v procese rozvíjania možností *businessu* napríklad stimuluje a etapovite uhrádza investície do ideí od klientov, rizikového kapitálu a znalostných zamestnancov naprieč organizačnými zásobníkmi, čo jej umožňuje dosahovať vysoké prírastky príjmov. Proces objavovania by sa nemal sústreďovať výhradne len na nové produkty či vstup na nové trhy, mal by zahrnovať aj aktivity zdokonaľovania funkčných schopností a jadrové procesy. Úspešné MI sa stále viac riadia samy seba ako jednu integrovanú entitu namiesto samostatne stojacich *businessov* (Bryan – Zanini, 2005, s. 11).

Tie isté sily, ktoré vytvárajú väčšie, integrovanejšie globálne trhy, pomáhajú vedúcim spoločnostiam manažovať väčší rozsah a veľkosť s nižšími nákladmi.

Offshorované, spoločnosťou široko členené jednotky napríklad preberajú funkcie, ktoré predtým vykonávala každá podnikateľská jednotka jednotlivo, združujú ich do globálnych organizácií služieb. Napríklad HSBC má viac ako 10 000 zamestnancov v ôsmich globálne operujúcich centrách (excelencie) v Brazílii, Číne, Indii a Malajzii. Tie poskytujú služby operatívnej podpory geograficky vedených *businessov* i určitú špecializovanú podporu, vrátane služieb podporujúcich podnikateľské procesy a vývoj aplikácie IT v rámci podniku. Megainštitúcie stále viac vytvárajú vyčlenené jednotky práve pre vysokokvalifikovanú znalostnú prácu. Také „zásobníky" nehmotných aktív môžu byť využívané všetkými článkami spoločnosti po celom svete. Výskumné centrum GE v Niskayun (New York) vytvorilo v Číne, Nemecku, Indii zariadenia širokého podnikového výskumu a vývoja, ktoré medzi sebou spolupracujú na konkrétnych projektoch. Má 1 800 zamestnancov, z toho polovica má vedeckú hodnosť PhD.

4.2. Miesto a význam malých a stredných podnikov pri formovaní znalostnej ekonomiky

Organickou súčasťou globalizačných adaptačných procesov, ktoré sa začali v 70. rokoch, boli zásadné zmeny v charaktere a vo fungovaní MSP. Boli úzko spojené s vývojom TNK a vyvolávali ich tie isté príčiny, ktoré nútili tak veľké, ako aj malé podniky reagovať na úplne nové podmienky identifikácie, kultivácie a využívania komparatívnych výhod. Prebiehajúca technologická a inovačná revolúcia spojená s bezprecedentným prehlbovaním štruktúrovanosti deľby práce medzi podnikmi bola, prirodzene, spojená so zásadnými zmenami tak v početnosti, ako aj vo veľkostnej štruktúre podnikov (Šikula, 2005).

Ak ešte v 60. rokoch sa MSP považovali za segment ekonomiky, ktorého význam sa znižuje z hľadiska celkového podielu v národnom hospodárstve i z hľadiska zamestnanosti, prioritnú pozornosť pútali výhody špecializovanej veľkovýroby v hierarchicky štruktúrovaných, centralizovane riadených veľkopodnikoch. Adaptačné procesy reagujúce na ropné šoky a nimi generovaná

inovačná revolúcia zásadne zmenili paradigmu chápania ekonomickej racionality veľkých a malých podnikov a charakteru ich vzájomnej interakcie. Vzájomná spätosť vývoja TNK a MSP sa začala prejavovať najprv v tom, že zatiaľ čo prvé po prvom ropnom šoku silne redukovali počty pracovných miest, druhé sa začali výrazne podieľať na ich tvorbe. Rýchlo rástol počet MSP a v rámci neho sa zvyšoval počet tých, ktoré boli priamo pobočkami TNK, alebo súčasťami ich subdodávateľskej siete. Nový pohľad na miesto a význam MSP začali krajiny OECD všeobecne akceptovať až začiatkom 80. rokov, pod vplyvom práce D. Bircha. Malé a stredné podniky sa považujú za centrá zabezpečujúce 60 – 70 % zamestnanosti, pričom 4 % najdynamickejších z nich sa podieľajú až na 50 % náraste nových pracovných miest. Mimoriadne dôležitú funkciu plnia ako inovátori, liaheň nápadov, tvorcovia i používatelia *high-tech*. Nové, rozvíjajúce sa MSP efektívnejšie využívajú disponibilné zdroje a flexibilnejšie zavádzajú nové podnikateľské nápady a nové postupy.

Kvalitatívne nový význam MSP veľmi výstižne vyjadril J. Naisbit (1994). Jeho závery možno zhrnúť do troch bodov.

- Čím väčší rozsah nadobúda svetová ekonomika, tým významnejšia úloha pripadá malým hráčom v globálnom celku.
- Malí podnikatelia sú kľúčom k pochopeniu toho, ako sa realizuje veľký tresk globálnej ekonomiky.
- Čím viac sa rozrastá globálna ekonomika, tým viac sa zvyšuje počet strategických aliancií, ktoré umožňujú spoločnostiam nezväčšovať sa.

Globalizácia pôsobí na MSP v dvoch hlavných smeroch. Prvý spočíva v tom, že im umožnila rozvíjať transnacionálne aktivity. Druhý znamená všeobecnú zmenu prístupu k malým a veľkým podnikom. V predglobalizačnom ponímaní mali veľké podniky konkurenčnú výhodu voči malým, najmä v spojitosti s úsporami z rozsahu všeobecne a pri podnikaní v zahraničí najmä v spojitosti s fixnými nákladmi na poznanie nového prostredia, na komunikáciu na veľké vzdialenosti a na negociácie s národnými vládami osobitne. Technologická a inovačná revolúcia spôsobila nielen „smrť vzdialenosti“ v zmysle prekonávania obmedzení priestoru a času a nevídane otvorila priestor pre čoraz hlbšie a flexibilnejšie štruktúrovanie deľby práce bez ohľadu na národné hranice, ale aj naštartovala prechod k znalostnej ekonomike.

V dôsledku toho sa zásadne menil nielen charakter a funkcie MSP, mechanizmy ich vzniku a zániku a ich spojitosť s veľkými podnikmi, ale aj súradnice celkovej hospodárskej politiky štátov všeobecne a tých jej komponentov, ktoré sú zamerané na podporu MSP, osobitne. Najnovšie výskumy ukázali, že pre správne pochopenie logiky zásadných zmien v sektore MSP má kľúčový význam metodologický prístup, ktorý vychádza z prechodu k znalostnej ekonomike. Pravda, tu nestačí len konštatovanie o posune z tradičných faktorov (práca, kapitál, pôda) rastu na znalosti a kvalitu ľudského kapitálu. Priekopnícky prínos v tomto smere predstavujú najmä práce D. B. Audretscha (2004), ktorý na základe prehodnotenia rozsiahlej teoretickej literatúry i empirických analýz, využívajúcich produkčné funkcie modifikované z hľadiska vplyvu faktora znalostí, výrazne prehĺbil poznanie ekonomických mechanizmov generovania nových znalostí a ich fruktifikácie, čo nastavilo inú optiku pohľadu na MSP všeobecne a vo vzťahu k inovačným procesom a zmenám osobitne.

Množstvo prác, ktoré testovali poznatkové produkčné funkcie, ukázalo, že medzi inputom poznatkov a inovovaným outputom je pomerne voľná väzba. Do analýz boli zahrnuté podniky, ktoré mali samostatné oddelenie výskumu a vývoja. Išlo teda o veľké podniky. Keď sa do analýzy pribrali MSP, uvedená väzba bola ešte slabšia. Audretschovo riešenie tohto problému spočíva v tom, že preniesol skúmanie z podniku na konkrétneho jednotlivca, ktorý disponuje novými ekonomicky využiteľnými znalosťami a je schopný takéto znalosti vytvárať. Namiesto exogénne zosumarizovaných firiem sa predmetom skúmania stávajú jednotlivci, ako sú vedci, inžinieri a iní znalostní pracovníci. Do centra pozornosti sa tak dostáva otázka, ako môže subjekt disponujúci novou znalosťou dosiahnuť pre seba výhodnejšiu fruktifikáciu. Ak je zamestnancom firmy, kde môže rozvinúť a uplatniť svoje znalosti, a pritom dosiahnuť ním očakávanú hodnotu, nemá dôvod firmu opustiť. Ak však má podľa jeho hodnotenia jeho myšlienka či nápad väčšiu hodnotu, ako mu je ochotná firemná administrácia priznať, môže sa rozhodnúť založiť si vlastnú firmu. V tom spočíva fundamentálny posun v úlohe MSP, ktorý prebehol vo vyspelých krajinách a na základe ktorého Audretsch zavádza nové rozlíšenie dvoch základných typov ekonomík. Na rozdiel od centrálne plánovanej a trhovej ekonomiky hovorí o riadených ekonomikách a o podnikateľských

ekonomikách, pričom upozorňuje, že kapitalistický systém, ktorý dominoval väčšine 20. storočia, mal v mnohom tiež charakter riadenej ekonomiky a dnes je vystavený tlaku tých istých síl ako odstránený komunizmus. Za zavádzajúce považuje aj stavať do protikladu americký a európsky model, lebo zahmlieva fundamentálny posun v ekonomickom systéme k široko akceptovanej politike zmien. Veľkou chybou v prebiehajúcich diskusiách je aj to, že sa polemizuje o tom, či viac alebo menej vlády, resp. pôsobenia štátu, smerujúcich k tomu, že vláda už nemá žiadnu úlohu, iba uvoľniť cestu súkromným záujmom. Pritom sa prehliada podstatne odlišná úloha vlády v podnikateľskej a v riadenej ekonomike. Zatiaľ čo v riadenej ekonomike je v centre pozornosti regulácia, obmedzovanie moci veľkých korporácií a rôzne formy limitovania slobody v ekonomických aktivitách, tak v podnikateľskej ekonomike sa politika vlády sústreďuje na podporu výchovy a vzdelávania, ktoré zvyšujú znalosti a ľudský kapitál pracujúcich, umožňujú ich mobilitu a rozvíjajú ich schopnosti štartovať nové firmy. Z komparatívnej analýzy odvodzuje principiálnu odlišnosť 14 najpodstatnejších zmien charakterizujúcich novo sa formujúcu podnikateľskú ekonomiku v porovnaní s riadenou ekonomikou. V týchto zmenách sa odzrkadľuje posun zdrojov komparatívnych výhod z kapitálu a práce smerom k znalostne založeným aktivitám. Spoločnou črtou týchto zmien je rastúca úloha nových MSP v podnikateľskej ekonomike. Empirické analýzy ukazujú, že zásadný posun v priemyselnej štruktúre vyspelých ekonomík sa uskutočnil v období od polovice 70. rokov do začiatku 90. rokov.

Podstatné zmeny spojené s prechodom od riadenej k podnikateľskej ekonomike nielen dokumentujú strategický význam politiky podpory MSP, ale zároveň aj predstavujú jej kľúčové determinanty vymedzujúce hlavné smery, resp. aspekty jej pôsobenia. V čom teda podľa Audretscha spočíva podstata najvýznamnejších zmien?

Prvá sa týka vzťahu *lokalizácie a globalizácie*. Zatiaľ čo v riadenej ekonomike pri štandardizovanej výrobe a výrobkoch sa redukuje význam regionálnych špecifík, v podnikateľskej ekonomike, kde sú znalosti rozhodujúcim faktorom, je odlišná situácia. Výskum a vývoj a ďalšie zdroje znalostí nielen generujú externality, ale znalostné *spillovers* sú spravidla priestorovo viazané na konkrétne regióny, kde sa nové ekonomicky fruktifikovateľné znalosti

vytvárajú. V podnikateľskej ekonomike sú komparatívne výhody založené na inovačných aktivitách. Ich dôležitým zdrojom sú znalostné *spillovers*, ktoré však nie je možné jednoducho a s nízkymi nákladmi presúvať v geografickom priestore.

Zmena verzus kontinuita je ďalším aspektom zásadnej odlišnosti riadenej a podnikateľskej ekonomiky. V riadenej ekonomike dominujú veľké firmy, ktoré síce investujú značné zdroje do výskumu a vývoja, no nemajú sklon prekročiť hranice svojej technologickej trajektórie. Pre podnikateľskú ekonomiku s kľúčovým postavením MSP je charakteristické decentralizované rozhodovanie s väčšou diverzitou prístupov a silným sklonom k radikálnym inováciám, prekračujúcim technologické trajektórie firiem. Inovácie sú teda prítomné v oboch typoch ekonomík, no zásadný rozdiel je v inovačnej kontinuite a radikálnej inovačnej zmene, navodzujúcej novú technologickú trajektóriu.

V riadenej ekonomike je veľmi často a ostro diskutovaná dilema, že znižovanie nezamestnanosti je možné len na úkor nižších miezd. Výskumy ukazujú, že v podnikateľskej ekonomike sa v nových znalostne orientovaných firmách vzťah miezd a pracovných miest vyvíja inak. Tak ako sa vyvíja a rastie nová firma, zvyšuje sa jej produktivita a rastú aj mzdy. Malé a stredné podniky generujú zamestnanosť bez tlaku na znižovanie miezd. Dilemu *pracovné miesta verzus nižšie mzdy* menia na vzťah *pracovné miesta a vyššie mzdy*.

Turbulencia a *stabilita* predstavujú ďalšie rozdiely medzi riadenou a podnikateľskou ekonomikou. Stabilita v riadenej ekonomike je podmienená homogenitou produktu a dlhodobým trvaním dopytu, konštantným súborom firiem a malou obmenou pracovných miest a pracujúcich. Do podnikateľskej ekonomiky každoročne vstupuje masa nových firiem, no len časť z nich prežíva a ešte menej z nich nakoniec zamieňa a nahrádza pozíciu veľkých firiem. Turbulentné nie sú však len firmy, ale aj pracovné miesta a záväzky medzi firmami a pracovníkmi.

Špecializácia priemyselných aktivít je spojená s nižšími transakčnými nákladmi, a preto s vyššou statickou efektívnosťou v riadenej ekonomike. Odlišuje sa od podnikateľskej ekonomiky, pre ktorú je charakteristická *diverzita* aktivít a výmena nových ideí, čo generuje inovatívne aktivity a dynamickú efektívnosť.

Náklady komunikácie medzi indivíduami v *heterogénnej* skupine sú spravidla zložitejšie a vyššie v dôsledku vyšších transakčných nákladov a nižšej úrovne efektívnosti ako v *homogénnej* skupine. Nové idey sú však viac pravdepodobné, ak komunikácia prebieha v heterogénnej zostave. Homogenita je preto charakteristická pre riadenú ekonomiku, v ktorej sú znalostné *spillovers* relatívne menej dôležité pre generovanie inovačných aktivít. Podnikateľská ekonomika má široký priestor na komunikáciu v heterogénnych štruktúrach, ktoré majú väčší sklon vytvárať novoty a inovácie.

Motivácia verzus kontrola predstavuje ďalšie rozlišovacie hľadisko. Pre riadenú ekonomiku sú typické príkaz a kontrola pracovného úsilia. Pre využívanie komparatívnych výhod založených na znalostiach sa však rozkaz a kontrola stávajú menej efektívnymi. Preto v podnikateľskej ekonomike je v centre pozornosti motivácia zamestnancov participovať na kreovaní a komercionalizácii nových myšlienok.

V podmienkach riadenej ekonomiky s nízkym stupňom neurčitosti spojeným s transparentnosťou a predvídateľnosťou informácií sú *vnútrofiremné transakcie* efektívnejšie ako výmena na trhu. V čase, keď je neurčitosť vysoká a informácie neúplné, *trhová výmena* má tendenciu byť efektívnejšia ako vnútrofiremné transakcie.

Významné je aj kreovanie vzťahov medzi *konkurenciou* a *kooperáciou*. V riadenej ekonomike sa chápu ako substitúty, lebo v nej sú firmy vertikálne integrované a primárne súťažia na produktových trhoch. Spolupráca medzi nimi redukuje počet konkurentov a znižuje stupeň konkurencie. V podnikateľskej ekonomike sú vertikálne dezintegrované. V dôsledku toho kooperácia medzi nezávislými firmami nahradzuje vnútrofiremné transakcie trhovými a umožňuje simultánne zväčšovanie konkurenčných i kooperačných väzieb.

V riadenej ekonomike sú pre znižovanie jednotkových nákladov určujúce úspory z rozsahu. V podnikateľskej ekonomike sa znižovanie priemerných nákladov dosahuje na základe *flexibilnej špecializácie* a kontraktácie, čo môže prinášať väčšie výhody než interne generované úspory z rozsahu a sortimentu. Flexibilitu umožňujú viacúčelové elektronicky riadené výrobné systémy, kontinuálne inovačné aktivity, vznikajúce klastre, vytváranie sietí a *spillover* efekty.

Hospodárska politika v riadenej ekonomike sa koncentruje na tri oblasti – *protimonopolnú*, *regulačnú* a *štátne vlastníctvo*, čím obmedzuje slobodu uzatvárania kontraktov medzi firmami. V podnikateľských ekonomikách sa v rastúcej miere presúva ťažisko z regulácie na *stimuláciu* v podobe podpory spoločného výskumu a vývoja, inovačného úsilia, vytvárania nových firiem a pod.

Vzťah regulácie a stimulácie má okrem toho aj druhú dimenziu. V nej ide o zameranie pôsobenia na *vybrané outputy*, alebo na *vybrané inputy*. Riadená ekonomika založená na tradičných faktoroch sa orientuje na stránku outputu, pričom firmy vybraných odvetví podporuje rôznymi formami štátnych programov. Podnikateľská ekonomika, ktorá má v centre pozornosti znalosti a s nimi spojenú väčšiu neurčitosť, je konfrontovaná so zložitosťou výberu správnych outputov a s rastúcou pravdepodobnosťou chybného výberu podporovaných firiem a odvetví. Preto sa hospodárska politika orientuje na vytváranie prostredia alebo rámcových podmienok podporujúcich kreovanie a komercionalizáciu znalostí.

Tretia dimenzia vzťahu regulácie a stimulácie spočíva v tom, či je ťažisko politiky na *lokálnej*, resp. *regionálnej*, alebo na *národnej*, resp. *federálnej úrovni*. V podmienkach riadenej ekonomiky sú cieľoví prijímatelia politiky lokalizovaní v jednom alebo vo viacerých regiónoch. Pre regulačné pôsobenie na oligopolné firmy so silnou trhovou pozíciou je vhodná národná alebo federálna úroveň. Prechod k podnikateľskej ekonomike je sprevádzaný presunom ťažiska hospodárskej politiky smerom k podnikaniu a nadobúda decentralizovaný a regionalizovaný charakter. Je to podmienené tým, že konkurencia sa orientuje na znalosti, ktoré sú regionálne viazané, a že motiváciou hospodárskej politiky je vytváranie pracovných miest z veľkej časti podporou vzniku nových firiem.

Nakoniec treba ešte uviesť posun od systému financovania založeného na *nízko rizikovom kapitále* k systému, v ktorom hrá kľúčovú úlohu *rizikový kapitál*. V riadenej ekonomike založenej na určitosti outputu a inputu vyhovoval systém nízko rizikového kapitálu podmienený tesnou väzbou medzi bankami a firmami. V podnikateľskej ekonomike, kde bola určitosť nahradená neurčitosťou, vznikla potreba financovania vysokého rizika, nových inovatívnych firiem a neformálneho kapitálového trhu, čo zásadne zväčšuje význam rizikového kapitálu.

Uvedené rozdiely majú, prirodzene, modelový charakter a v čistej podobe v praxi neexistujú. No jednotlivé charakteristiky podnikateľskej ekonomiky predstavujú kľúčové smery, na ktoré by sa mala orientovať politika podpory MSP tak, aby generovala podmienky utvárania znalostnej ekonomiky. Pravda, to sa nemôže robiť mechanicky. Aplikácia do operacionalizovaných opatrení hospodárskej politiky musí brať do úvahy konkrétne podmienky danej ekonomiky všeobecne a stupeň rozvinutosti sektora MSP osobitne. Pre tranzitívne ekonomiky vrátane slovenskej je potrebné brať do úvahy aj jednu špecifickú okolnosť. Pri celkovom hodnotení kvantitatívnych charakteristík veľkostnej štruktúry ich podnikov možno konštatovať, že sa pomerne rýchlo priblížili trendom vo vyspelých trhových ekonomikách. Neplatí to však o kvalitatívnej stránke, ktorá vyžaduje podstatne náročnejšiu adaptáciu. Vo vyspelých ekonomikách sa štruktúra vzťahov medzi podnikmi rôznych veľkostných skupín i v rámci nich dlhodobo generovala pod vplyvom racionalizačnej logiky intenzívneho prehlbovania deľby práce a jej interakcie s technickými a organizačnými inováciami. Tak sa postupne formoval sektor MSP, aj špecifická bipolarizácia TNK a MSP.

V tranzitívnych ekonomikách bola východisková veľkostná štruktúra sformovaná logikou centrálne direktívneho plánovania a musela sa rýchlo a zásadne meniť v kontexte privatizácie, vnútornej a vonkajšej liberalizácie a komplexnej zmeny charakteru celkového podnikateľského prostredia. Je len prirodzené, že kvalitatívne aspekty veľkostnej štruktúry podnikov všeobecne a sektora MSP osobitne sa nemohli adaptovať tak rýchlo, ako prebiehali zmeny veľkosti podnikov.

V našich podmienkach je preto nevyhnutné v politike podpory MSP venovať primárnu pozornosť vytváraniu podmienok, ktoré budú urýchľovať ich kvalitatívne dozrievanie, aby boli čo najskôr schopné začať sa správať ako MSP vo vyspelých podnikateľských ekonomikách a aby bolo možné aplikovať analogické opatrenia hospodárskej politiky na ich podporu.

LITERATÚRA

Literatúra k 1. kapitole

Atradius (2008): Atradius Country Report: Russia – March 2008. Amsterdam: Atradius, marec 2008. 12 s.

BALÁŽ, P. (2007): Energia a jej vplyv na hospodársky rast vo svetovej ekonomike. Bratislava: Sprint. ISBN 978-80-89085-87-3.

Bank of Japan (2007): Outlook for Economic Activity and Prices. October.

BRADSHER, K. (2007): G. M. Will Build Its Own Research Center in China <http://www.nytimes.com/2007/10/30/business/30auto.html>.

Commission on Growth and Development (2008): <http://www.growthcommission.org/index.php?option=com_content&task=view&id=13&Itemid=58>.

DUMBAUGH, K. (2007): China's 17th Communist Party Congress: Leadership and Policy Implications. <www.fas.org/sgp/crs/row/RS22767.pdf>.

ECB (2006, 2007, 2008): Convergence Report 2006, 2007, 2008. <http://www.ecb.int/pub/convergence/html/index.en.html>.

EEAG (2008): Report on the European Economy 2008. Munich: CESifo.

EuCheMS (2007): Joint Statement of the 10th China-EU Summit. <http://www.eu2007.pt/ue/ven/noticias_documentos/20071202china.htm>.

EUobserver (2008): Čína naďalej zostáva hlavným zdrojom nebezpečného tovaru. PAS, 2008, č. 5, s. 7.

EURACTIV (2007): Mandelson chce zpřísnit postoj EU k Číně. <http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/rijen-2007/mandelson-chce-zprisnit-postoj-eu-k-cine/1001693/46278/>.

European Commission (2008). Economic Forecast. Spring 2008. <http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication12530_en.pdf>.

Európska komisia (2007): Oznámenie Komisie Rade, Európskemu parlamentu, Európskemu hospodárskemu a sociálnemu výboru, Výboru regiónov a Európskej centrálnej banke. Zavedenie eura v Slovinsku. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2007:0233:FIN:SK:PDF>.

Eurostat (2008a): Economy and Finance. Data. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?_pageid=0,1136173,0_45570701&_dad=portal&_schema=PORTAL>.

Eurostat (2008b): Euro Area and EU27 Government Deficit at 0,6 % and 0,9 % of GDP Respectively. Government debt at 66,3 % and 58,7 %. Eurostat News Release 54.

FAO (2008).

Gasgoo (2007): In a Shift over New Energy Policy, China Favors Hybrids over Diesel Vehicles. <http://www.theautochannel.com/news/2007/12/25/074009.html>.

GENG, X. – WEISS, J. (2007): Development in North East People's Republic of China: An Analysis of Enterprise Performance 1995 – 2002. China Economic Review, 2007, *18*, č. 2, s. 170 – 189.

Global Issues (2008): Global Food Crisis 2008.

GOLDMAN, Ch. A. – KUMAR, K. B. – LIU, Y. (2008): Education and the Asian Surge: A Comparison of the Education Systems in India and China. [Occasional paper.] International Programs at Rand Center for Asia Pacific Policy. <http://www.rand.org/pdfrd/pubs/occasional_papers/OP218/>.

GOLLEY, J. (2007): The Dynamics of Chinese Regional Development Market Nature, State Nurture. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Ltd.

GONDA, V. (2006): Európska menová únia v kontexte globalizačných procesov svetového hospodárstva. Ekonomický časopis/Journal of Economic, *54*, č. 4, s. 352 – 367.

HAVLIK, P. – HOLZNER, M. et al. (2008): Weathering the Global Storm, yet Rising Costs and Labour Shortages May Dampen Domestic Growth. WIIW Current Analyses and Forecasts, No. 1. 150 s.

http://dallasfed.org/news/speeches/fisher/2008/fs080117.cfm

http://money.cnn.com/2008/02/11/news/economy/bush_stimulus/index.htm?postversion=2008021115

http://money.cnn.com/2008/03/07/news/economy/oil_recession/index.htm

http://www.boj.or.jp/en/index.htm

http://www.cbr.ru (Centrálna banka Ruskej federácie – Bank Rossii).

http://www.economist.com/books/displaystory.cfm?story_id=10797600

http://www.economy.gov.ru (Ministerstvo ekonomického rozvoja a obchodu Ruskej federácie).

http://www.eubusiness.com/Euro

http://www.forbes.com/opinions/2007/06/27/croesus-chronicles-yen-oped-cz_rl_0627croesus.html

http://www.ft.com/cms/s/0/08f4c918-ebbb-11dc-9493-0000779fd2ac.html

http://www.ft.com/cms/s/0/2eb257ac-ca72-11dc-a960-000077b07658.html

http://www.gks.ru (Rosstat – Federálna služba štátnej štatistiky).

http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/01/index.htm

http://www.oecd.org/dataoecd/42/41/40305503.pdf

http://www.oecd.org/home/0,2987,en_2649_201185_1_1_1_1_1,00.html

http://www.transparency.org (Transparency International).

http://www1.minfin.ru (Ministerstvo financií Ruskej federácie).

CHENG, S. (2008): How Can Western China Attract FDI? A Case of Japanese Investment. Annals of Regional Science, *42*, s. 357 – 374.

China Daily (2007): China Opens Key Economic Policy Meeting. 3. 12. 2007. <www.chinadaily.com.cn>.

Chinamining (2008): China to Eliminate 70 mln Tons of Small Coke Production Facilities. <http://www.chinamining.org/News/2008-03-31/1206925708d12586.html>.

ICEG European Center (2007, 2008): News of the Month. <http://icegec.hu/eng/index.htm>.

IMD (2007): World Competitiveness Yearbook 2007.

IMD (2008): World Competitiveness Yearbook 2008. <http://www.imd.ch/research/publications/wcy/World-Competitiveness-Yearbook-2008-Results.cfm>.

IMF (2007): World Economic Outlook. Spillovers and Cycles in the Global Economy. Washington, DC: International Monetary Fund, April.

IMF (2008): World Economic Outlook. Housing and the Business Cycle. Washington, DC: International Monetary Fund, April.

Informácie z online databáz BBC Online Network <http://news.bbc.co.uk>; China Daily a Xinhua <http://www.chinadaily.com.cn>.

IŠA, J. – OKÁLI, I. (2008): Európska menová únia, optimálna oblasť a možné dôsledky vstupu Slovenska do eurozóny. Politická ekonomie, *LVI*, č. 3, s. 318 – 343.

JCWINNIE (2007): China Automotive Energy Research Center. <http://jcwinnie.biz/wordpress/?p=2576>.

KNOOP, T. A. (2008): Modern Financial Macroeconomics: Panics, Crashes, and Crisis. Malden, MA: Blackwell Publishing.

KOSÍR, I. a kol. (2007): Energetická bezpečnosť SR v podmienkach členstva v Európskej únii. Vydavateľstvo Ekonóm. ISBN 978-80-225-2455-1.

LISÝ, J. (2005): Výkonnosť ekonomiky a ekonomický rast. Bratislava: Iura Edition. ISBN 80-8078-035-8.

LU, Haoting – DIAO, Ying (2008): Administration Will 'Integrate' Transport. China Daily, March 13.

MF SR (2008): Návrh východísk rozpočtu verejnej správy na roky 2009 až 2011. Bratislava: Ministerstvo financií SR.

MH SR (2008): Zahraničný obchod SR v roku 2007. Bratislava: Ministerstvo hospodárstva SR. <http://www.economy.gov.sk/index/go.php?id=2852>.

Ministry of Education in China (2008): <http://www.edu.cn/english_1369/index.shtml>.

MIRADLA, R. (2007): Ekonomické aspekty liberalizácie kapitálových tokov. Ekonomický časopis/Journal of Economic, *55*, č. 4, s. 394 – 410.

National Bureau of Statistics of China (2008): Announcement on Statistical Results of Average Wage of On-Duty Staff and Workers in Urban Areas National Bureau of Statistics of China 2008-04-01. <http://www.stats.gov.cn/english/newsandcomingevents/t200804 01_402471427.htm>.

NBSC (2008): Statistical Communiqué of the People's Republic of China on the 2007. National Bureau of Statistics of China 2008-02-28. <http://www.stats.gov.cn/english/newsandcomingevents/ t20080228_402465066.htm>.

OECD (2007a): Economic Outlook, No. 82, December.

OECD (2007b): OECD Science, Technology and Industry Scoreboard 2007 Innovation and Performance in the Global Economy. Main Indicators of Foreign Trade and Economy. <http://english.mofcom.gov.cn/aarticle/statistic/ieindicators/200804/20080405488074.html>.

OeNB (2008): Recent Economic Developments in Selected Countries. In: Focus on European Economic Integration. [To be published.] Vienna: OeNB, No. 1. 52 s.

OLINER, D. – SICHEL, E. (2002): Information Technology and Productivity: Where Are We Now and Where Are We Going? Washinghton, DC: FRS, Finance and Economics Discussion Series. <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2002/200229/200229pap.pdf>.

People's Daily Online (2008): China's top 10 Scientific and Technological Achievements in 2007. <http://english.people.com.cn/90001/90781/90879/6342993.html>.

People's Bank of China (2008): China Monetary Policy Report, Quarter Four, 2007. <http://www.pbc.gov.cn/english//detail.asp?col=6618&ID=44>.

Promote (2008): Promote Harmonious Regional Development. 2008-03-20. <http://www.china-un.ch/eng/zt/insidexinjiang/t416812.htm>.

RNCOS (2007): China's Passenger Car Sector. <http://www.newswiretoday.com/news/19697/>.

SALA-I-MARTIN, X. (2007): Global Inequality Fades as the Global Economy Grows. In: The 2007 Index of Economic Freedom. Washington, DC: Heritage Foundation, s. 15 – 25.

SIGURDSON, J. (2004): Regional Innovation Systems (RIS) in China. [Working Paper, No. 195.] Stockholm School of Economics.

The Economist (2007): The Shipping Boom. Crossing Continents. <http://www.economist.com/research/articlesbysubject/displaystory.cfm?subjectid=478048&story_id=10180849&CFID=3537555&CFTOKEN=81519215>.

The Economist (2008). April.

The Ministry of Science and Technology of the People's Republic of China. <http://most.gov.cn/eng/organization/mission/mission.htm>.

TOCHÁČKOVÁ, A. (2008): Je Čína pořád zemí zaslíbenou? <http://ihned.cz/109-22778830-on-andrea+toch%E1%E8kov%E1-000000_d-95>.

Toshihiko Fukui (2008): The Japanese and World Economies: Looking to the Future. Meeting in Tokyo, February 22, 2008.

U.S. Department of Labour, Bureau of Labour Statistics. <www.bls.gov>.

UN (2008): World Economic Situation and Prospects. New York: United Nations.

VINCÚR, P. a kol. (2008): Teória a prax hospodárskej politiky. Bratislava: Sprint. ISBN 80-8985-60-1.

VINTROVÁ, R. (2006): Historické předpoklady a reálne perspektivy konvergence české ekonomiky k Evropské unii (Studie Národohospodářského ústavu Josefa Hlávky, č. 7). Praha: Nakladatelství ČVVT.

VINTROVÁ, R. (2008): Omezení vypovídací schopnosti HDP. Bulletin CES VŠEM, č. 2.

WANG, Y. (2008): Tianjin, Chicago sign co-op deal. China Daily 2008-04-23. <http://www.chinadaily.com.cn/china/2008-04/23/content_6638749.htm>.

WORKIE, T. M. a kol. (2004): Vplyv informačných technológií na ekonomický rast a zamestnanosť: teoretické a empirické pohľady: s aplikáciou na efekty komerčného modelu Microsoft na slovenskú ekonomiku. [Expertízne štúdie, číslo 56.] Bratislava: Ústav slovenskej a svetovej ekonomiky SAV.

WORKIE, T. M. a kol. (2006): Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky: globálna konkurencieschopnosť a energetická a demografická kríza. [Monografia.] Bratislava: EÚ SAV. ISBN 80-7144-152-X.

WORKIE, T. M. a kol.: (2007): Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky. Prínosy informačných technológií a hrozby klimatických zmien. [Monografia.] Bratislava: EÚ SAV. ISBN 978-80-7144-159-5.

World Bank (2007a): Russian Economic Report No. 15. Washington, DC: World Bank. 29 s.

World Bank (2007b): World Development Indicators. Washington, DC.

World Bank (2008a): Data, Trade.
<http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/DATASTATISTICS/0,,contentMDK:20394937~isCURL:Y~menuPK:1192714~pagePK:64133150~piPK:64133175~theSitePK:239419,00.html>.

World Bank (2008b): Prospects for the Global Economy. Washington, DC.

World Bank (2008c): Russian Economic Report No. 16. Washington, DC: World Bank. 27 s.

World Economic Forum (2008): The Global Competitiveness Report 2007 – 2008. Geneva. <http://www.weforum.org/en/initiatives/gcp/Global%20Competitiveness%20Report/index.htm>.

WU, J. (2008b): New Labor Law 'no Harm to Firms'. China Daily, 2008-03-10.

WU, Y. (2008b): Comparing Regional Development in China and India. [Research Paper, No. 2008/13.] Helsinki, Finland: UNU World Institute for Development Economics Research (UNU-WIDER), February.

ZHANG, X. – XING, L. – FAN, S. – LUO, X. (2008): Resource Abundance and Regional Development in China. Economics of Transition, *16,* č. 1, s. 7 – 29.

ZHU, L. – HONGZHOU, X. (2008): Cement Sector: Gaining Strength through Adjustment. <http://en.ce.cn/Insight/200803/10/t20080310_14776607.shtml>.

Literatúra k 2. kapitole

BALÁŽ, P. (2001): Ropa a svetové hospodárstvo v období globalizácie. Bratislava: Sprint. ISBN: 80-88848-85-7.

Bureau of Labor Statistics (2008). <http://www.bls.gov/>.

CASHIN, P. – CESPEDES, L. – SAHAY, R. (2004): Commodity Currencies and the Real Exchange Rate. Journal of Development Economics, *75,* October, s. 239 – 268.

DEATON, A. – MILLER, R. (1996): International Commodity Prices, Macroeconomic Performance, and Politics in Sub-Saharan Africa. Journal of African Economies, *5,* October, s. 99 – 191.

Economic Outlook (2008): The World Economy, March 2008. Amsterdam: CPB- Netherlands´ Bureau for Economic Policy Analysis.

EIA Statistics (2008): <http://www.eia.doe.gov>.

EIU (2007): World Investment Prospects to 2011. Foreign Direct Investment and the Challenge of Political Risks. London: Economist Intelligence Unit.

Ernst & Young (2007): European Attractiveness Survey 2007. <www.ey.com/Global/assets.nsf./International/European_ Attractiveness_2007>.

FXHistory: Historical Currency Exchange Rates (2008). <http://www.oanda.com/convert/fxhistory>.

HENRIOT, A. (2007): World Trade in 2007 and 2008. Paris: Association D´Institutes Européens de Conjoncture Economique, s. 7.

JAMET, J.-F. (2008): The Impact of Oil Price Rises on Growth in the Euro Area. Fundation of Robert Schuman. <http://www.robert-schuman.eu/question_europe.php?num=qe-85>.

McKinsey (2007): McKinsey Global Survey of Business Executive Confidence Index. <www.mckinseyquarterly.com>.

NBS (2007): Menové prehľady. Bratislava: Národná banka Slovenska.

PwC (2007): 10th Annual Global CEO Survey. PricewaterhouseCoopers. <www.pwc.com>.

Ropa stála 100 dolárov vraj kvôli sláve. Dostupné na: <tvojepeniaze.pravda.sk>. 4. januára. 2008.

SPATAFORA, N. – TYTELL, I. (2008): Globalization, Commodity Prices and Developing Countries. IMF, World Economic Outlook 4.

ŠESTÁKOVÁ, M. (2007): Fúzie a akvizície v kontexte priamych zahraničných investícií: súčasné tendencie a poučenie pre Slovensko. In: WORKIE, T. M. a kol. (2007): Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky. Prínosy informačných technológií a hrozby klimatických zmien. [Monografia.] Bratislava: Ekonomický ústav SAV, s. 223 – 250. ISBN 978-80-7144-159-5.

UNCTAD (2006): World Investment Report. FDI from Developing and Transition Economies: Implications for Development. New York and Geneva: United Nations.

UNCTAD (2007a): World Investment Report. Transnational Corporations, Extractive Industries and Development. New York and Geneva: United Nations.

UNCTAD (2007b): World Investment Prospects Survey 2007 – 2009. New York and Geneva: United Nations.

UNCTAD (2007c): Worldwide Survey of Foreign Affiliates of TNCs (WAIPA). New York and Geneva: United Nations.

World Bank (2007): Global Economic Prospects 2007. Washington: World Bank.

World Trade Report 2007. Six Decades of Multilateral Trade Cooperation: What Have we Learnt? Geneva: WTO. ISBN: 978-92-870-3401-4.

WTO (2008): World Trade Report 2007 and Prospects for 2008.

Literatúra k 3. kapitole

BERNANKE, B. S. (2007): The Subprime Mortgage Market. The Federal Reserve Board. Chicago: Federal Reserve Bank of Chicago.

CALOMIRIS, Ch. – MASON, J. (2007): Endogenous and Exogenous Mortgage Prepayment in an Optimal Stopping Framework. [Working Paper.]

COLES, A. (2008): Credit Crunch: The UK Issues. Mortgage info. EMF, April.

EMF (2007): Mortgage Info. European Mortgage Federation. July – December.

EMF (2008a): 3RD Quarter 2007. European Mortgage Federation. February.

EMF (2008b): Quarterly Statistics. European Mortgage Federation. May.

FDIC (2008): Quarterly Banking Profile. First Quarter 2008. Zv. 2, č. 2.

http://business.timesonline.co.uk/tol/business/industry_sectors/banking_and_finance/article2752048.ece

http://en.wikipedia.org/wiki/Sovereign_wealth_fund

http://www.morganstanley.com

IMF (2007): Regional Economic Outlook 2007. Europe. November.

IMF (2008): Regional Economic Outlook 2008. Europe. April.

LUCAS, D. – GOODMAN, L. – FABOZZI, F. (2006): Collateralized Debt Obligations: Structures and Analysis, 2nd ed. Hoboken, NJ: Wiley.

MASON, R. – ROSNER, J. (2007): How Resilient Are Mortgage Backed Securities to Collateralized Debt Obligation. Market Disruption? [Preliminary version of a forthcoming paper, as presented at Hudson Institute, February 15.]

Moody´s (2006): CDO Asset Report. October.

Morgan Stanley Research (2008): Economics. January.

Private Equity International Magazine (2007).

SIVÁK, R. – HORVÁTOVÁ, E. – MÚČKOVÁ, V. – TKÁČOVÁ, D. (2007): Hypotekárne bankovníctvo (finančné nástroje na podporu bytovej výstavby v SR). Bratislava: Sprint. ISBN 978-80-89085-85-9.

Správa Ministerstva financií USA o regulácii hedžových fondov a derivátov. Washington, DC, marec 2008.

Správa o privatizácii v podmienkach EÚ za 2002 – 2006. Brussel: KPMG 2007.

Správa OSN o stave potravín vo svete. New York, máj 2008.

Standard and Poor´s (2006): CDO Spotlight: Update To General Cash Flow Analytics Criteria For CDO Securitizations. <www.standardandpoors.com>.

The Sovereign Wealth Fund Institute (2008).

Wikipedia: Subprime mortgage crisis.

Literatúra k 4. kapitole

AUDRETSCH, D. B. (2004): SMEs in the Age of Globalization. Cornwall: MPC, Books Ltd.

BRYAN, L. L. – ZANINI, M. (2005): Strategy in an Area of Global Giants. The McKinsey Quarterly, č. 4.

DICKEN, P. (1992): Global Shift: The Internationalization of Economic Activity. London: Routledge.

DICKEN, P. (1998): Global Shift: Transforming the World Economy. London: Paul Chapman.

DUNNING, J. H. (1993): Multinational Enterprises and the Global Economy. Workingham: Addison-Wesley.

NAISBITT, J. (1994): Global Paradox. New York: William Morrow and Company, Inc.

ŠIKULA, M. (2005): K metodologickým východiskám ponímania fenoménu globalizácie. Ekonomický časopis/Journal of Economic, *53*, č. 7, s. 663 – 679.

ZOZNAM TABULIEK A GRAFOV

Graf	1.1	Čistý transfer financií do rozvojových krajín (v mld USD)	14
Tabuľka	1.1	Pozícia 10 najväčších ekonomík vo svetovej ekonomike (percentuálny podiel)	15
Graf	1.2	Príspevok jednotlivých krajín a regiónov k rastu HDP sveta (v %)	16
Tabuľka	1.2	Efekt prelievania ekonomického rastu kľúčových zoskupení (1970 – 2005)	17
Tabuľka	1.3	25 najväčších ekonomík rozvojového a rozvíjajúceho sa sveta a čas potrebný na dobehnutie vyspelých krajín OECD pri priemernom raste za posledných 10 rokov	18
Graf	1.3	Rast reálneho HDP na obyvateľa v rokoch 1980 – 1994	20
Graf	1.4	Rast reálneho HDP na obyvateľa v rokoch 1995 – 2005	20
Graf	1.5	Relatívne ceny počítačov, komunikácie a softvéru (1948 – 2002)	21
Graf	1.6	Reálny efektívny menový kurz (rok 2000 = 100)	22
Tabuľka	1.4	Reálny efektívny menový kurz rozvojových a rozvíjajúcich sa ekonomík (rok 2000 = 100)	23
Tabuľka	1.5	Potravinová a ropná kríza a ich príspevok ku globálnemu vývoju miery inflácie (v %)	24
Tabuľka	1.6	Vplyv percentuálneho poklesu dolára na ceny komodít (v %)	25
Graf	1.7	Index *terms of trade* (rok 2000 = 100)	26
Tabuľka	1.7	Vývoj *terms of trade* regiónov svetovej ekonomiky (rok 2000 = 100)	27
Tabuľka	1.8	Očakávaný rast HDP na obyvateľa podľa scenára OSN v roku 2008	28
Graf	1.8	Rast reálneho HDP vyspelých a rozvíjajúcich sa ekonomík (2000 – 2009)	28
Graf	1.9	Rast reálneho HDP rozvojových a rozvíjajúcich sa ekonomík (2000 – 2009)	29
Tabuľka	1.9	Frekvencia vysokého a nízkeho reálneho rastu HDP na obyvateľa vo svete (2005 – 2008)	33
Graf	1.10	Vývoj bežného účtu platobnej bilancie (v % HDP)	34
Graf	1.11	Medzinárodné rezervy vybraných krajín (regiónov) (rok 2000 = 100)	35
Graf	1.12	Váha potravín v indexe spotrebiteľských cien vybraných krajín a G 7	37
Graf	1.13	Vývoj jadrovej inflácie vo vyspelých a v rozvíjajúcich sa ekonomikách (2002 – 2008)	37
Graf	1.14	Celková miera inflácie	38
Graf	1.15	Reálna krátkodobá úroková miera	40
Graf	1.16	Nominálna dlhodobá úroková miera	41

Graf	1.17	Akciové trhy v národných menách (marec 2000 = 100)	41
Tabuľka	1.10	Faktory globálneho rizika (percentuálny podiel jednotlivých typov rizík na raste globálneho HDP)	42
Tabuľka	1.11	Európska únia: rast reálneho HDP, inflácia a nezamestnanosť	44
Tabuľka	1.12	Štruktúra rastu v rokoch 2006 – 2009: eurozóna (reálna ročná zmena v %)	45
Tabuľka	1.13	Hlavné konjunktúrne ukazovatele eurozóny v rokoch 2006 – 2009 (reálna ročná zmena v %, pokiaľ sa neuvádza inak)	47
Tabuľka	1.14	Inflácia v eurozóne a EÚ 27	49
Tabuľka	1.15	Rozpočet všeobecnej vlády: eurozóna a EÚ 27 (v % HDP)	50
Box	1.1	Aktualizované odhady parít kúpnej sily znižujú globálny rast	52
Obrázok	1.1	Podiely na svetovom HDP pri použití nových a starých odhadov PKS	53
Obrázok	1.2	Porovnanie HDP na obyvateľa pri starých a nových odhadoch PKS (2005)	53
Obrázok	1.3	Štrukturálny deficit vlády v eurozóne, Japonsku a Spojených štátoch (v % HDP)	55
Tabuľka	1.16	Hlavné fiškálne ukazovatele členských štátov EÚ 18	57
Obrázok	1.4	Monetárna situácia v eurozóne	60
Obrázok	1.5	Index monetárnych podmienok	61
Obrázok	1.6	Ekonomický rast a Ifo index ekonomickej klímy pre eurozónu	62
Tabuľka	1.17	Vybrané ukazovatele ekonomického vývoja nových členských štátov EÚ v rokoch 2006 – 2007 a prognóza na rok 2008	66
Graf	1.18	HDP na obyvateľa v PPS a produktivita práce v nových členských štátoch v porovnaní s kohéznymi krajinami EÚ 15 v roku 2007	68
Graf	1.19	Otvorenosť nových členských štátov EÚ v roku 2007 (v %)	70
Tabuľka	1.18	Plnenie inflačného kritéria (HICP) v nových členských štátoch EÚ v rokoch 2005 – 2007 a prognóza na rok 2008 (v %)	72
Tabuľka	1.19	Plnenie kritéria dlhodobých úrokových sadzieb v nových členských štátoch EÚ v rokoch 2005 – 2007 (v %)	73
Tabuľka	1.20	Plnenie kritéria deficitu verejných financií v nových členských štátoch EÚ v rokoch 2005 – 2007 a prognóza na rok 2008 (v % HDP)	74
Tabuľka	1.21	Plnenie kritéria verejného dlhu v nových členských štátoch EÚ v rokoch 2005 – 2007 a prognóza na rok 2008 (v % HDP)	75
Graf	1.20	Vývoj inflácie v Slovinsku a v eurozóne v období tesne pred a po prijatí eura v Slovinsku (v %)	78
Tabuľka	1.22	Plnenie maastrichtských kritérií v SR v roku 2007 (fiškálne kritériá), resp. v období apríl 2007 – marec 2008 (ostatné kritériá)	80
Tabuľka	1.23	Časový horizont prijatia jednotnej meny v nových členských štátoch eurozóny	84

Tabuľka	1.24	Revidované prognózy ekonomického rastu RF na roky 2008 a 2009 (v %)	89
Tabuľka	1.25	Rast HDP a jeho súčastí v období 2004 – 2007 (medziročná zmena v %)	90
Tabuľka	1.26	Vývoj tvorby reálneho HDP podľa vybraných odvetví OKEČ (pridaná hodnota, medziročná zmena v %)	91
Tabuľka	1.27	Vývoj základných položiek platobnej bilancie Ruskej federácie (v mld USD)	95
Tabuľka	1.28	Rozpočet verejnej správy v období 2005 – 2007 (podiel na HDP, v %)	97
Tabuľka	1.29	Vývoj reálnych miezd a nezamestnanosti v období 2003 – 2007 (4M 2008)	98
Tabuľka	1.30	Vývoj inflácie v období 2003 – 2007 (4M 2008) (v %, ku koncu obdobia)	100
Graf	1.21	Vývoj indexu spotrebiteľských cien, porovnanie 2007 a 2008 (v % k decembru predošlého roka)	101
Tabuľka	1.31	Štruktúra dopytu – Spojené štáty americké	109
Tabuľka	1.32	Štruktúra dopytu – Japonsko	121
Tabuľka	1.33	Posilnenie konjunktúry v novom hospodárskom cykle	123
Tabuľka	1.34	Preprava nákladu v 100 mil. ton a miery rastu v roku 2007	136
Tabuľka	1.35	Preprava osôb v 100 mil. osôb a miery rastu v roku 2007	136
Tabuľka	1.36	Porovnanie vnútrozemských a pobrežných oblastí v Číne (1985 a 2005)	143
Tabuľka	1.37	Obchod SR a Číny v rokoch 2006 a 2007 (v mld Sk)	149
Tabuľka	2.1	Svetový export tovarov a komerčných služieb v období 2000 – 2007 (v mld USD a ročná zmena v %)	150
Tabuľka	2.2	Hrubý domáci produkt a obchod s tovarmi podľa regiónov v % (2006 – 2007)	152
Graf	2.1	Vývoj zahraničného obchodu Spojených štátov amerických s tovarmi a so službami (v mld USD)	153
Tabuľka	2.3	Najvýznamnejší exportéri tovarov na svete v rokoch 2006 a 2007 (v mld USD)	154
Tabuľka	2.4	Najvýznamnejší importéri tovarov na svete v rokoch 2006 a 2007 (v mld USD)	155
Tabuľka	2.5	Svetový obchod s tovarmi podľa regiónov a vybraných krajín v rokoch 2000 – 2007 (v mld USD a v %)	157
Tabuľka	2.6	Vlastnosti boomov v cenách komodít za obdobie 1960 – 2007	160
Graf	2.2	Mesačné ceny ropy a zemného plynu za obdobie 1980 – 2007	161
Graf	2.3	Mesačné ceny zinku a niklu za obdobie 1980 – 2007	161
Graf	2.4	Mesačné ceny vybraných potravín za obdobie 1980 – 2007	162
Graf	2.5	Mesačné ceny slnečnicového oleja a palmového oleja za obdobie 1980 – 2007	162

Graf	2.6	Mesačné ceny ropy a hodnota dolára voči euru	164
Tabuľka	2.7	Svetový export komerčných služieb podľa kategórií (2000 – 2007)	166
Tabuľka	2.8	Svetový export komerčných služieb v období 2000 – 2007 podľa regiónov (v mld USD a v %)	167
Tabuľka	2.9	Svetový export s tovarmi podľa objemu (2007 – 2009)	169
Obrázok	2.1	Reinvestované zisky: hodnota a podiel na príleve PZI v rokoch 1990 – 2006	171
Obrázok	2.2	Globálne cezhraničné fúzie a akvizície – hodnota a miera rastu (1988 – 2006)	172
Tabuľka	2.10	Priame zahraničné investície a medzinárodná výroba: vybrané ukazovatele (1982 – 2006)	174
Obrázok	2.3	Sektorová štruktúra cezhraničných fúzií a akvizícií (v %, 1987 – 2006)	180
Tabuľka	2.11	Odhadovaný vývoj PZI vo svete na roky 2007 – 2011 (v mld USD)	190
Tabuľka	2.12	Predpokladaný vývoj PZI v SR (2007 – 2011)	192
Tabuľka	2.13	Rating podnikateľského prostredia v SR (skóre z maximálnej hodnoty 10 bodov a poradie v celkovom hodnotení 82 krajín sveta)	193
Graf	3.1	Regionálna štruktúra a ekonomická sila najväčších suverénnych fondov na svete (nad 49 mld USD, 2008)	225
Tabuľka	3.1	Ekonomická sila stredne veľkých suverénnych fondov a *private equity* fondov (v mld USD, 2008)	226
Tabuľka	3.2	Transakcie suverénnych fondov v súvislosti s hypokrízou v období 2007 – 2008 (v mld USD)	227
Graf	3.2	Investície do bývania v roku 2004	248
Graf	3.3	Investície do bývania v roku 2005	249
Tabuľka	3.3	Typická úroveň tranží a kupónové sadzby	252
Tabuľka	3.4	Európske hypotekárne záložné listy a americké hypotekárne cenné papiere (kryté hypotékami)	260
Graf	3.4	Cenové indexy nehnuteľností na bývanie	263
Tabuľka	3.5	Cenové indexy nehnuteľností na bývanie (nominálne ročné miery rastu)	264
Tabuľka	3.6	Vývoj reprezentatívnych hypotekárnych úrokových sadzieb v rokoch 2006 – 2007	265
Graf	3.5	Reprezentatívne hypotekárne úrokové sadzby	266
Graf	4.1	Bezprecedenčný rast (rast priemernej megainštitúcie)	274
Graf	4.2	Vplyv zmeny štruktúry aktív na celkovú účtovnú hodnotu	275
Graf	4.3	Zmeny podielu na čistom príjme a počte zamestnancov	276
Graf	4.4	Hodnota vytváraná zamestnancami	277
Graf	4.5	Lídri súboru	278

Výber publikácií Ekonomického ústavu SAV
List of Publications of the Institute of Economic Research of SAS

OKÁLI, I. et al.: Economic Development of Slovakia in 2007. 2008. 78 pp. 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.

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.

MENBERE, T. WORKIE a kol.: Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky – Prínos informačných technológií a hrozba klimatických zmien. (*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 pp. 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 80-7144-156-2.

JURÍČKOVÁ, 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.

MENBERE, T. WORKIE a kol.: Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky. Globálna konkurencieschopnosť a energetická a demografická kríza. (*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 pp. 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.

OKÁLI, I. et al.: Economic Development of Slovakia in 2005. 2006. 65 pp. ISBN 80-7144-153-8.

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.

MENBERE, T. WORKIE 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.

ŠIKULA, M. (ed.): Monitoring Preparations of Transition Countries for EU – Accession. 2003. 184 s. ISBN 80-7144-132-5.

KLAS, A.: Informatizácia ako faktor rozvoja ekonomiky a spoločnosti SR. (Informatization as a Development Factor of the Slovak Economy and Society.) 2002. 113 s. ISBN 80-7144-124-4.

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 Ekonomický časopis Ekonomického ústavu SAV možno objednať alebo kúpiť v kníhkupectvách v Bratislave: ELITA, ACADEMIA, VEDA, vydavateľstvo SAV, MODUL v krajoch Bratislava, Nitra a Trenčín, ako aj v Copy-centre Ekonomickej fakulty Univerzity Mateja Bela v Banskej Bystrici.

VÝVOJ A PERSPEKTÍVY SVETOVEJ EKONOMIKY

Turbulencie na finančných trhoch a dilemy hospodárskej politiky

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
E-mail: menbere.workie@savba.sk
URL: http://www.ekonom.sav.sk

ISBN 978-80-7144-166-3