

VÝVOJ A PERSPEKTÍVY SVETOVEJ EKONOMIKY

GLOBÁLNA FINANČNÁ A HOSPODÁRSKA KRÍZA

PRÍČINY – NÁKLADY – VÝCHODISKÁ

MENBERE T. WORKIE A KOLEKTÍV

Bratislava 2009

VEDÚCI AUTORSKÉHO KOLEKTÍVU:

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

AUTORI:

Ing. Daneš Brzica, PhD. (1.5)

Ing. Boris Hošoff, PhD. (1.2)

Ing. Veronika Hvozdíková, PhD. (1.6)

doc. Ing. Jan Iša, DrSc. (1.3)

Ing. Saleh Mothana Obadi, PhD. (2.1)

doc. Ing. Iveta Pauhofová, CSc. (3.3, 3.4)

doc. Ing. Peter Staněk, CSc., host. prof. (3.2, 3.3)

prof. PhDr. Monika Šestáková, DrSc. (2.2)

prof. Ing. Milan Šikula, DrSc. (3.1)

Ing. Ivana Šikulová, PhD. (1.4)

doc. Dr. Ing. Membere 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. 2/0080/09: Dynamika nových zdrojov rastovej výkonnosti a konkurencieschopnosti v kontexte poznatkovo-založenej ekonomiky: teoretické poznatky a empirické zistenia (časti 1.2, 1.6, 2.1, 3.2 a 3.3) a projektu APVV-0599-07 Nové trendy globalizácie svetovej ekonomiky a nároky na stratégiu konkurencieschopnosti slovenskej ekonomiky (časti 1.1, 3.1).

© Ekonomický ústav Slovenskej akadémie vied
Bratislava 2009

ISBN 978-80-7144-175-5

O B S A H

PREDSLOV	5
CELKOVÉ ZHRNUTIE	7
GENERAL SUMMARY	11
1. NOVÉ TRENDY VO SVETOVEJ EKONOMIKE V KONTEXTE FINANČNEJ A HOSPODÁRSKEJ KRÍZY: GLOBÁLNY A REGIONÁLNY POHĽAD	15
1.1. Zásadné turbulencie globálneho ekonomického prostredia: hospodársky cyklus alebo externé šoky?	15
1.2. Hospodársky vývoj Spojených štátov amerických v kontexte finančnej krízy – implikácie pre Japonsko	39
1.3. Západná Európa: od spomalenia ekonomického rastu k hlbokej recesii	63
1.4. Dopady finančnej a hospodárskej krízy na ekonomiky krajín EÚ 10	86
1.5. Čína v časoch krízy: výzvy, príležitosti a riziká	108
1.6. Rast ruskej ekonomiky zastavený globálnou krízou	131
2. ZMENY V DYNAMIKE ZAHRANIČNÉHO OBCHODU A V MOBILITE GLOBÁLNEHO KAPITÁLU V DÔSLEDKU FINANČNEJ A HOSPODÁRSKEJ KRÍZY	153
2.1. Vplyv finančnej krízy na vývoj svetového obchodu	153
2.2. Vývoj priamych zahraničných investícií vo svete v podmienkach globálnej finančnej krízy	173
3. NIEKTORÉ SÚVISLOSTI FINANČNEJ A HOSPODÁRSKEJ KRÍZY A REAKCIA HOSPODÁRSKEJ POLITIKY	195
3.1. Kritická miera rozporov civilizácie a globálna ekonomická kríza	195
3.2. Charakter a mechanizmy hospodárskej krízy	208
3.3. Hospodárska politika vlád a kríza	232
3.4. Suverénne fondy a nová finančná architektúra sveta	255
LITERATÚRA	269
ZOZNAM GRAFOV A OBRÁZKOV	277
ZOZNAM TABULIEK	279

PREDSLOV

Prebiehajúca kríza a jej čoraz hmatateľnejšie dôsledky nútia k tomu, aby sme si omnoho hlbšie a reálnejšie uvedomili existenčnú späťosť života našej krajiny s turbulentným dianím vo svetovej ekonomike. V tomto zmysle kríza ešte zvýraznila opodstatnenosť nášho zámeru pravidelne prezentovať naše výsledky výskumu svetovej ekonomiky, čo potvrdzuje aj zvýšený záujem predstaviteľov podnikateľskej sféry, centrálnych orgánov i širšej odbornej verejnosti.

Kríza, ktorej sme svedkami, sa spočiatku javila ako finančná, potom hospodárska, postupne sa jej priznáva hlboký sociálny charakter a objavujú sa už prístupy – a k nim sa hlásime aj my –, ktoré ju chápu ako kvalitatívne nový krízový proces globálnej civilizačnej povahy. V čase medzi Keynesom a Friedmanom všeobecne prevládal názor, že už vieme dosť, aby sa kríza, podobná tej z 30. rokov, neopakovala.

Nositeľ Nobelovej ceny Robert Lucas to v roku 1995 sformuloval veľmi jednoznačne: „... z praktického hľadiska bol už ústredný problém prevencie depresie vyriešený. Cyklus bol už skrotený do tej miery, že výhody ďalšieho usmerňovania boli zanedbateľné. Nastal čas zamerať sa na také veci ako dlhodobu udržateľnú rast.“ Pred pár rokmi spolu s Benom Bernankem hrdo vyhlásili, že k malým poklesom vo svetovej ekonomike môže síce dôjsť, no „dni vskutku veľkej recesie, nieto celosvetovej krízy sú už definitívne za nami“.

Napriek tomu kríza udrela nečakane, a navyše v období, keď väčšina analytikov predpovedala dlhodobý rast. Dnes už existenciu krízy síce nikto nepopiera, no najväčšia pozornosť sa sústreďuje len na jej konkrétne prejav a ich bezprostredné príčiny, čo je sprevádzané striedaním zhoršujúcich sa prognóz jej dôsledkov a trvania na jednej strane a úporným poukazovaním na domnelé „svetielka na konci tunela“ na druhej strane.

Naše výsledky výskumu nás doviedli k záveru, že na reálne odhalenie príčin a skutočného charakteru prebiehajúcej finančnej a hospodárskej krízy nestačia prístupy finančných analytikov, ale že to vyžaduje prístup z pozícií politickej ekonómie identifikovať historické korene príčinných súvislostí, ich

genézu do súčasnosti a na tomto základe sa usilovať o rozpoznávanie možných scenárov budúcnosti. Pritom je veľmi užitočné venovať pozornosť myšlienkam tých ekonómov, ktorí už v minulosti argumentovali nazrievajúcimi rozporami smerujúcimi ku kríze, objasňovali jej hlbšie systémové príčiny, a preto aj dnes sú schopní reálnejšie identifikovať kvalitatívne nové aspekty globálnej ekonomickej krízy. K nim patria predovšetkým J. M. Keynes, J. B. Foster, F. Magdoff, P. Krugman, J. Stiglitz, G. Sorős, F. Salmon, autori Lavoisierovej správy a ďalší.

Z bohatej mozaiky ich analytických výsledkov a hodnotiacich záverov je možné získať cenné zovšeobecňujúce poznatky a zdôvodnenie kvalitatívne nového charakteru globálnej krízy ako vyústenia kritickej miery rozporov fungovania svetovej ekonomiky. Ide teda o prelomový moment ekonomickej histórie. „Je to kríza, akú sme ešte nezažili, ale presnejšie bude konštatovať, že sa podobá všetkému, čo sme už niekedy v minulosti videli – ale všetkému naraz,“ hodnotí P. Krugman.

Mimoriadne dôležité sú upozornenia, že všetky dopady krízy sa ešte nestihli prejaviť a že v značnej miere závisia od toho, ako budú ľudia a ľudstvo na krízu reagovať. Toto je veľmi dôležité uvedomiť si v čase zvýšenej krízovej neistoty, keď existuje omnoho väčšie množstvo možných následkov ako v bežných dobách. Z tohto dôvodu je nevyhnutné nielen čo najreálnejšie identifikovať určujúce faktory a príčiny globálnej ekonomickej krízy, ale aj dôkladne skúmať možné dôsledky rôznych prístupov k jej prekonávaniu a zodpovedne diskutovať o tom, ako naše dnešné rozhodnutia môžu ovplyvniť budúci vývoj našej krajiny. K takejto zmyslupnej diskusii sa usilujú prispieť aj autori prezentovanej monografie.

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

CELKOVÉ ZHRNUTIE

Súčasnú hospodársku a finančnú krízu je možné považovať za jednu z najvýznamnejších výziev na udržateľnosť globalizačného procesu. Napriek významným prínosom globalizácie svetovej ekonomiky – aj keď nie všetky krajiny majú rovnaké výhody – pokiaľ ide o liberalizáciu mobility globálneho kapitálu, tovarov a služieb, vzhľadom na interdependenciu globálnej ekonomiky dochádza aj k vzájomnému negatívnemu vplyvu v časoch bankových, menových a hospodárskych kríz. V tomto kontexte, napriek tomu, že prebiehajúca kríza bola na začiatku vnímaná ako kríza, ktorá sa týka výlučne USA, postupne sa ukázalo, že ide o najzávažnejšiu celosvetovú hospodársku krízu po druhej svetovej vojne, tak z pohľadu jej rozsahu, ako aj jej negatívnych dopadov na globálnu ekonomiku.

V danej súvislosti vystupujú do popredia viaceré ešte nezodpovedané otázky. Medzi najdôležitejšie patria: prečo došlo k takej masívnej hospodárskej kríze; prečo nebolo možné krízu prejedikovať; kto je za krízu zodpovedný; aké nástroje hospodárskej politiky sú vhodné na zastavenie krízy a na riešenie jej dôsledkov; do akej miery balíky hospodárskych stimulov môžu ovplyvňovať budúce správanie tak podnikov, ako aj jednotlivcov, pokiaľ ide o ich vnímanie rizík; čo by sa malo urobiť, aby sa podobná kríza neopakovala a pod. Hoci balíky ekonomických stimulov jednotlivých krajín sú odlišné, v skutočnosti sa ich vlády zhodli v tom, že sú nevyhnutné mimoriadne rozsiahle zásahy do ekonomiky, aby sa zastavil prepád hospodárskeho rastu a alarmujúci rast nezamestnanosti.

Avšak, napriek doterajším snahám vlád sa ukazuje, že hospodárska politika je bezradná, pretože k viditeľnému pozastaveniu krízy zatiaľ nedošlo. Samozrejme, pôsobenie balíkov hospodárskych stimulov spravidla prináša efekt až s istým časovým oneskorením. V tomto kontexte sa predpokladá (i keď prognózy sa líšia), že do konca roku 2009 by malo dôjsť k zastaveniu prepadu hospodárskeho rastu a v priebehu roka 2010 už k oživeniu svetovej ekonomiky.

Cieľom predkladanej monografie je analyzovať príčiny, dopady a východiská súčasnej finančnej a hospodárskej krízy tak z aspektu globálnej

ekonomiky, ako aj jednotlivých regiónov či zoskupení. Pri analýzach vychádzame z najnovších publikácií a prognóz tak Medzinárodného menového fondu (MMF), Svetovej banky (SB), OECD, Medzinárodnej organizácie práce (ILO), Spojených národov (UN) a ďalších národných a nadnárodných inštitúcií. Monografia sa zaoberá, okrem iného, aj kontroverznou pozíciou hospodárskej politiky pri reakciách na prebiehajúcu finančnú a hospodársku krízu a prezentuje možné implikácie balíkov ekonomických stimulov pre budúcnosť.

Monografia je rozdelená na 3 časti a 12 kapitol.

Prvá časť je venovaná novým trendom vo svetovej ekonomike a opatreniam súčasnej finančnej a hospodárskej politiky tak v globálnom, ako aj regionálnom meradle.

V kapitole 1.1 Menbere Workie Tiruneh uvádza špecifické charakteristiky predkrízového obdobia a poukazuje na neudržateľnosť ekonomického rastu, hodnôt finančných i nefinančných aktív a komodít a konštatuje, že kríza, aj keď nie v takom rozsahu, bola nevyhnutnou reakciou. Upozorňuje najmä na problémy, ktoré súvisia s morálnym hazardom v súvislosti s prebiehajúcou finančnou a hospodárskou krízou.

V kapitole 1.2 sa Boris Hošoff zaoberá hospodárskym vývojom USA a Japonska v kontexte finančnej a hospodárskej krízy, hodnotí príčiny a dopady súčasnej krízy na americkú ekonomiku a analyzuje, do akej miery a v akom časovom horizonte môže dôjsť k oživeniu americkej ekonomiky. Pokiaľ ide o Japonsko, ktoré bolo v recesii už niekoľko rokov, autor poukazuje na možnosť pádu tejto ekonomiky aj do deflácie.

V kapitole 1.3 Jan Iša popisuje konvergenciu západnej Európy od slabšieho ekonomického rastu k recesii, pričom kriticky hodnotí transmisný mechanizmus, ktorým finančná a hospodárska kríza môže ovplyvniť tak hospodársky vývoj, ako aj zamestnanosť. V tejto časti autor objasňuje aj úlohu Európskej centrálnej banky a končí výhľadom EÚ, pokiaľ ide o riziká a neistoty v najbližších obdobiach.

V kapitole 1.4 Ivana Šikulová analyzuje dopad finančnej a hospodárskej krízy na ekonomiku EÚ 10, pričom poukazuje na výnimočné postavenie týchto ekonomík, pokiaľ ide o ich krehkosť v odolávaní vonkajším šokom nielen z hľadiska ich veľkosti, ale aj ich otvorenosti a závislosti od zahraničného dopytu. Autorka sa osobitne zaoberá aj niektorými segmentmi ekonomík týchto štátov, ktoré boli najviac postihnuté finančnou a hospodárskou krízou.

V kapitole 1.5 Daneš Brzica sústreďuje pozornosť na výzvy, príležitosti a riziká, ktorým je vystavená čínska ekonomika v čase prebiehajúcej krízy, a upozorňuje na krehkosť čínskej ekonomiky voči vonkajším šokom napriek jej veľkosti. Zároveň autor charakterizuje mechanizmy a formy dopadov finančnej krízy na čínsku ekonomiku a kriticky analyzuje kontroverzné pôsobenie balíka ekonomických stimulov čínskej vlády. Problematiku uzatvára výhľadom vývoja čínskej ekonomiky v ďalších mesiacoch.

V kapitole 1.6 Veronika Hvozdíková podrobne rozoberá vplyv súčasnej svetovej krízy na dynamiku ruskej ekonomiky, najmä prostredníctvom pádu akciových trhov, poklesu cien ropy a priemyselnej výroby. Okrem iného autorka upozorňuje aj na odlev privátneho kapitálu, ktorý výrazne zhorší vývoj platobnej bilancie, a kapitolu uzatvára hodnotením dilemy hospodárskej politiky Ruskej federácie.

Druhá časť sa venuje dynamike globálnej mobility tovarov, služieb a kapitálu vzhľadom na dôsledky prebiehajúcej finančnej a hospodárskej krízy. Táto časť je rozdelená na dve kapitoly.

V kapitole 2.1 Obadi Saleh Mothana detailne analyzuje vplyv finančnej krízy na vývoj svetového obchodu a poukazuje na regionálnu dimenziu vplyvu finančnej a hospodárskej krízy na vývoj zahraničného obchodu v posledných rokoch. Autor hodnotí zmeny v trendoch svetového obchodu aj z aspektu vybraných komodít a končí prognózou svetového obchodu v ďalších mesiacoch v priebehu roka 2009.

V kapitole 2.2 Monika Šestáková upriamuje pozornosť na výrazný pokles priamych zahraničných investícií (PZI) v krajinách strednej a východnej Európy v dôsledku finančnej a hospodárskej krízy. Autorka kriticky hodnotí príčiny zhoršenia prílevu PZI do týchto krajín vo svetle finančnej krízy a podrobne analyzuje dynamiku a štruktúru PZI Slovenska v regionálnom kontexte.

Tretia časť sa zaoberá niektorými súvislosťami finančnej a hospodárskej krízy a dilemami hospodárskej politiky ako reakciou na vznik krízy. Táto časť má 4 kapitoly.

V kapitole 3.1 Milan Šikula pertraktuje súvislosti medzi civilizačnými vývojovými tendenciami a prebiehajúcou finančnou a hospodárskou krízou, pričom približuje genézu vyrovnávania sa ekonomík s dôsledkami kríz v minulom storočí, a osobitne si všima zmeny, ktoré nastali najmä v oblasti legislatívnych noriem v USA. Autor ďalej poukazuje na medzeru medzi finančným

sektorom a reálnou ekonomikou a na význam narastajúcej miery príjmovej diferenciacie ako kľúčové príčiny súčasnej finančnej a hospodárskej krízy.

V kapitole 3.2 Peter Staněk prezentuje širšie súvislosti vypuknutia finančnej a hospodárskej krízy, pričom zdôrazňuje dôležitosť účinnosti kontrolných mechanizmov a ich následné implikácie pre stabilitu finančných trhov. Okrem iného upozorňuje aj na problémy, ktoré súvisia so spôsobmi financovania podnikov, špekulatívnymi daňovými systémami a globálnou spotrebou v súvislosti s krízou a kapitolu uzatvára konštatovaním o nevyhnutnosti harmonizácie legislatívneho prostredia v rámci Európskej únie.

V kapitole 3.3 sa Iveta Pauhofová a Peter Staněk zaoberajú postavením hospodárskej politiky v kontexte prebiehajúcej krízy a poukazujú na dôležitosť štátnych zásahov v časoch krízy na jednej strane, ale aj na kontroverzie, ktoré sú spojené s účinnosťou týchto opatrení na druhej strane. Zároveň autori pripomínajú aj existenciu divergencií daňových výhod vo svete, ktoré umožňujú obchádzať legislatívy jednotlivých štátov, čo je typické pre transnacionálne korporácie, a v závere konštatujú, že súčasná kríza môže jednotlivé vlády nútiť k prijatiu nových paradigiem ohľadom fungovania ekonomických systémov.

V kapitole 3.4 sa Iveta Pauhofová venuje postaveniu suverénnych fondov a novej finančnej architektúre sveta ako reakcii na turbulencie vo svetovej ekonomike, pričom kriticky hodnotí postavenie suverénnych fondov, ktoré sa stávajú súčasťou riešenia prebiehajúcej krízy prostredníctvom poskytovania finančných prostriedkov finančným inštitúciám. V neposlednom rade hodnotí aj prebiehajúcu diskusiu ohľadom vyrovnania sa s novou rezervnou menou ako alternatívou riešenia súčasného stavu.

Menbere Workie Tiruneh
vedúci autorského kolektívu

**THE DEVELOPMENT AND PERSPECTIVES OF THE WORLD ECONOMY:
THE GLOBAL FINANCIAL AND ECONOMIC CRISIS
CAUSES – COSTS – REMEDIES**

GENERAL SUMMARY

The ongoing global financial and economic crisis may be considered as one of the most critical challenges to the process of globalization. While globalization has positive contributions to the world economy (albeit with persistent cross-country differences), stemming from free mobility of capital, goods and services across borders, it is accompanied by a significant level of negative spillover and contagion effects in times of financial and economic crises. In this regard, despite the fact that the ongoing crisis was considered at the outset as exclusively a US phenomenon, gradually it became apparent that this is indeed the most serious economic crisis since the Second World War both in terms of its magnitude and costs to the global economy. Such a dramatic change in the global economic landscape is also a bitter reminder of the verdict of history: “when the US sneezes, the rest of the world catches pneumonia.”

In this context, there are a number of important questions that remain unanswered including but not limited to: why the crisis has occurred; why it was not predicted; who should be held accountable; what are the right policy tools to remedy the crisis; to what extent the economic stimulus packages may change the risk behavior of firms and individuals in the future; what should be done to avoid recurrence of the similar nature. In spite of cross-country variations, in reality, governments all over the world have introduced policies, including fiscal stimulus packages to avert the downfall of their economies with a great degree of ramification to public finance, balance of payments and employment among other things. The results from various countries so far seem to suggest that despite government stimulus packages, most economies failed to make any significant turnaround. However, it should also be emphasized that historically such stimulus packages generate effects with time lag. In this regard, despite the differences in prognoses, most analysts and global financial institutions expect the revival of the world economy during the progress of the year 2010.

The objective of this monograph is to explore the causes, costs of and solutions to the ongoing financial and economic crisis both from the perspectives

of the global economy as well as regional groups. In order to offer balanced judgment, we base our analyses on various recent studies that include but are not limited to the International Monetary Fund (IMF), the World Bank (WB), the United Nations (UN), the Organization for Economic Development and Cooperation (OECD) and the International Labor Organization (ILO). The publication critically analyzes among other things, the controversies surrounding the role of economic policy tools (monetary policy and fiscal stimulus packages) implemented as a response to the crisis both from the perspectives of their effectiveness and implications as far as future risk perception is concerned. The study also evaluates the moral hazard dimension of the ongoing crisis.

The monograph contains three parts and ten chapters. The first part discusses the new trends in the world economy in the context of the ongoing financial and economic crisis both from the perspectives of the global economy and regional economic centers. This part is divided into six chapters.

In chapter 1.1., Menbere Workie Tiruneh evaluates the peculiarities of the pre-crisis period and argues that, given the global economic boom in the run-up to the crisis that was accompanied by bubbles in the values of financial and non-financial assets and commodities, the crisis was inevitable. The author also discusses the moral hazard dimension of the current financial and economic crisis and concludes the chapter by outlining the major risks and uncertainties ahead of the global economy.

In chapter 1.2., Boris Hošoff deals with the economic dynamics of USA and Japan in the spirit of the ongoing crisis and discusses the causes and consequences of the financial and economic crisis to the development of the US economy. Furthermore, some possible exit strategies from the crisis are discussed. In this part, the author also identifies the constraints of the Japanese economy and evaluates the circumstances that may lead this country's economy into deflation.

In chapter 1.3, Jan Iša examines the transition of Western European economies from slow growth to recession and critically evaluates the transmission mechanisms from financial and economic crisis to poor growth and gloomy employment situations. Moreover, the author discusses the role of the European Central Bank in mitigating the current crisis and concludes the chapter with the risk and uncertainty outlook for this economic group in the near future.

In chapter 1.4, Ivana Šikulová analyzes the impact of the financial and economic crisis on the economies of EU-10 countries and points out the peculiarities of these economies as far as their vulnerability to external shocks

is concerned particularly given their smaller size, openness and dependency on foreign demand. The author also identifies the sectors in these economies that have been affected most severely by the ongoing crisis.

In chapter 1.5, Daneš Brzica discusses the challenges and opportunities surrounding the Chinese economy in the context of the ongoing crisis and shows the vulnerability of China to external shocks in spite of its magnificent size and growing influence. In addition, the author identifies the mechanisms and forms of the impact of the crisis on the Chinese economy and shows the controversial role of the economic stimulus packages and concludes the chapter with the outlook for the Chinese economy during the progress of the year 2009.

In chapter 1.6, Veronika Hvozdíková examines the implications of the financial and economic crisis to the development of the Russian economy stemming mainly through the fall of the stock exchange market, dramatic fall of the price of oil and slowdown in industrial production. Furthermore, the author points at, among other things, the massive outflow of capital that significantly deteriorates the balance of payments of this country and concludes the chapter by pointing out some of the dilemmas policy makers are facing in Russia.

The second part deals with the new trends in the dynamics of the global mobility of goods, services and capital in light of the ongoing crisis. This part is divided into two chapters.

In chapter 2.1, Obadi Saleh Mothana analyzes the impact of the financial and economic crisis on the size of the global trade in goods and services and identifies the regional perspectives of the ongoing crisis with respect to international trade. The author also evaluates the changing trends in international trade from the perspectives of selected commodities and concludes the chapter with the prospect of global trade in the months to come.

In chapter 2.2, Monika Šestáková explores the circumstances that have led to the significant slowdown in global foreign direct investment (FDI) in Central and Eastern Europe mainly after the outset of the ongoing crisis. Moreover, the author emphasizes the declining trend in FDI in the Central and Eastern Europe before the start of the crisis. The author also identifies the reasons behind the negative trends in FDI and gives a detailed analysis of the dynamic and structure of FDI for Slovakia.

The third part deals with some issues surrounding the financial and economic crisis with emphasis on the dilemmas related to government interventions as a reaction to the ongoing crisis. This part is divided into four chapters.

In chapter 3.1, Milan Šikula analyzes broader links between progresses made in human civilization and the ongoing financial and economic crisis and evaluates the world order after the Second World War and the pertinent legislative changes since then. The author also critically points out the role of disparity between the financial sector and the real sector of the economy on the one hand and disparities in income across and within countries in provoking periodic global crises.

In chapter 3.2, Peter Staněk critically evaluates the broader perspectives of the ongoing financial and economic crisis with emphasis on the significance of effective controlling mechanisms to stabilize the global financial system. The author also discusses some outstanding problems that include but are not limited to the current mechanics of corporate financing, tax systems that provoke speculative transactions and global consumption in connection with the ongoing crisis. The chapter is concluded with the call for the necessity of having a harmonized legislative environment in the European Union.

In chapter 3.3, Iveta Pauhofová and Peter Staněk analyze the role of economic policies in the context of the ongoing crisis and discuss the significance of government interventions during times of crises on the one hand and the controversies surrounding the effectiveness of these policies on the other hand. Furthermore the authors argue about the existing disparities in tax codes allowing mainly transnational corporations to avoid legislations of individual countries and conclude the chapter with the belief that the current crisis will put governments under pressure to design new paradigms in order to have sustainably functioning economic systems.

In chapter 3.4, Iveta Pauhofová deals with the position of sovereign funds and the significance of the new financial architecture as a response to the ongoing global financial and economic crisis. The author discusses the role of sovereign funds as a part of the solution to the ongoing crisis by providing funding to financial institutions while underlines the controversies linked with the potential dominant position of sovereign funds in the future. The author concludes the chapter with the ongoing discussion regarding the creation of a new global reserve currency.

Menbere Workie Tiruneh
Editor and project coordinator

1. NOVÉ TRENDY VO SVETOVEJ EKONOMIKE V KONTEXTE FINANČNEJ A HOSPODÁRSKEJ KRÍZY: GLOBÁLNY A REGIONÁLNY POHLAD

1.1. Zásadné turbulencie globálneho ekonomického prostredia: hospodársky cyklus alebo externé šoky?

Úvod

Svetová ekonomika sa po dlhodobom rozmachu dostala do vážnych turbulencií, pri ktorých takmer všetky rozvinuté ekonomiky upadli do recesie a väčšina rozvojových a rozvíjajúcich sa ekonomík zaznamenala prudký pokles hospodárskeho rastu. Napriek tomu, že krajinou pôvodu krízy boli, tak ako v minulosti, Spojené štáty americké, kríza sa rýchlo rozšírila do celého sveta a dotkla sa takmer každej krajiny, či už priamo alebo nepriamo. Rýchlosť nákazy súčasnou finančnou a hospodárskou krízou je živým dôkazom vysokej miery synchronizácie svetovej ekonomiky, ktorá vyplýva z vysokej miery liberalizácie zahraničného obchodu, mobility globálneho kapitálu, integrácie finančných trhov a celkovej interdependencie svetovej ekonomiky. Ukazuje sa, že v súčasnosti existuje nielen silný transmisný mechanizmus globalizácie v oblasti tovarov, služieb a kapitálu, ale že dochádza aj k prenosu kríz z jednej krajiny do ostatného sveta. Vyspelé ekonomiky, vrátane USA, eurozóny a Japonska, však zaznamenali väčší úpadok než rozvojové a rozvíjajúce sa ekonomiky (grafy 1.1 a 1.2). Prognózy Medzinárodného menového fondu (MMF), Svetovej banky (SB) a iné zdroje poukazujú na to, že v priebehu roka 2010 by malo dôjsť k postupnému uzdravovaniu svetovej ekonomiky. V posledných mesiacoch sú zreteľné signály zlepšovania fungovania najmä akciových trhov, ktoré sú považované za zrkadlo budúceho vývoja reálnej ekonomiky.

Cieľom tejto kapitoly je poukázať na súvislosti prebiehajúcej finančnej a hospodárskej krízy z aspektu jej príčin, transmisného mechanizmu a synchronizácie vyspelých, rozvíjajúcich sa i rozvojových krajín tak v období rozmachu, ako aj v časoch recesie. V kapitole stručne analyzujeme bezprecedentnú koordináciu hlavných centrálnych bánk, pokiaľ ide o opatrenia menovej politiky v reakcii na prebiehajúcu krízu. Zároveň ukážeme, do akej miery môže

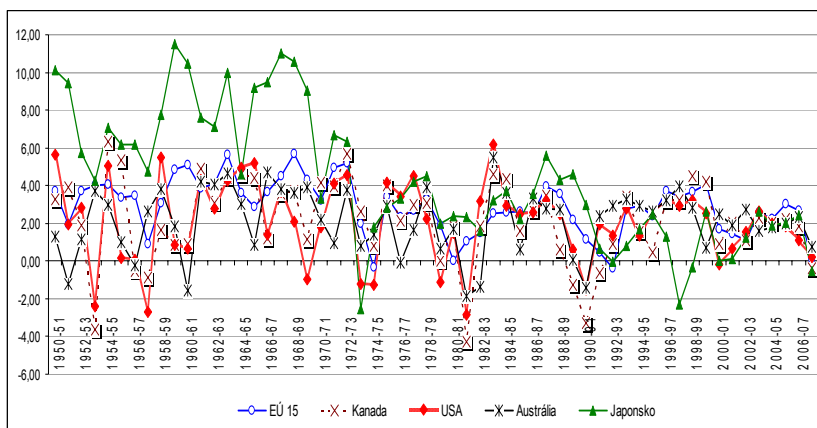
zvyšovanie garancií vkladov a iné záchranné balíčky štátov zhoršovať problémy súvisiace s morálnym hazardom.

Prerušenie globálneho boomu alebo zásadná zmena v dynamike svetovej ekonomiky?

Predošlé dekády – s výnimkou ázijskej finančnej krízy (1997 – 1998), ktorá mala viac-menej lokálny charakter, a spomalenia globálneho rastu v roku 2001 – možno považovať za jedno z najdlhších období globálneho hospodárskeho rozmachu. Svetová ekonomika a jej jednotlivé regióny či zoskupenia zaznamenávali takmer nepretržite ekonomický rast. Dokonca sa začalo uvažovať o „zániku“ pojmu hospodársky cyklus.

Dlhodobé údaje o raste trhových ekonomík dokumentujú, že vo všeobecnosti spravidla dochádza k periodickému spomaleniu ekonomického rastu sveta. Najmä spomalenie vyspelých ekonomík pritom vo veľkej miere ovplyvňuje tak rozvojové, ako aj rozvíjajúce sa ekonomiky. Z grafu 1.1 je evidentné, že ekonomický rast vyspelých krajín zaznamenával periodický cyklus. Tento cyklus vykazoval väčšiu mieru synchronizácie v posledných dekádach, ktoré možno považovať za obdobie vysokej intenzity globalizačného procesu.

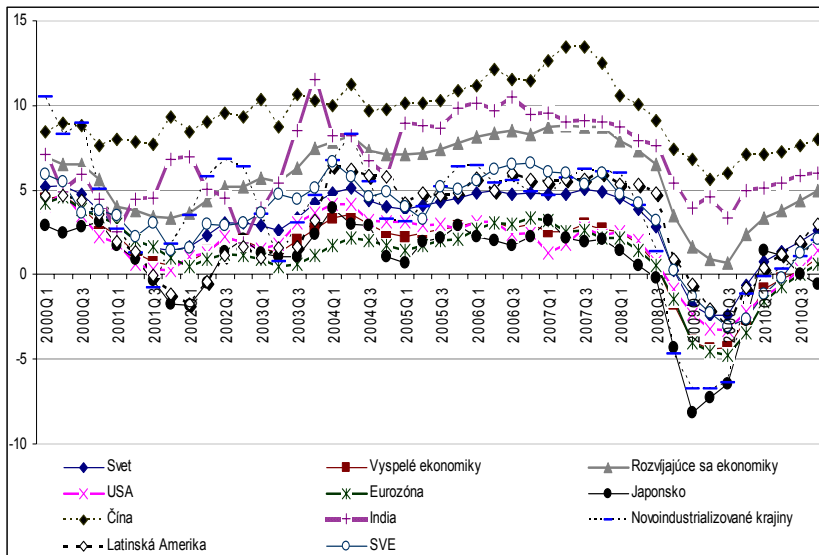
Graf 1.1
Hospodársky cyklus vybraných vyspelých krajín a zoskupení (1950 – 2009)



Prameň: Vlastné výpočty podľa údajov The Groningen Database (2009).

Z grafu 1.2 je zrejmé, že s výnimkou roka 2001 zaznamenali takmer všetky regióny svetovej ekonomiky pozitívny reálny rast HDP až do vzniku súčasnej finančnej a hospodárskej krízy, ktorá doviedla takmer všetky vyspelé a mnoho rozvojových a rozvíjajúcich sa ekonomík k recesii.

Graf 1.2
Priemerný rast HDP (2001 – 2013)



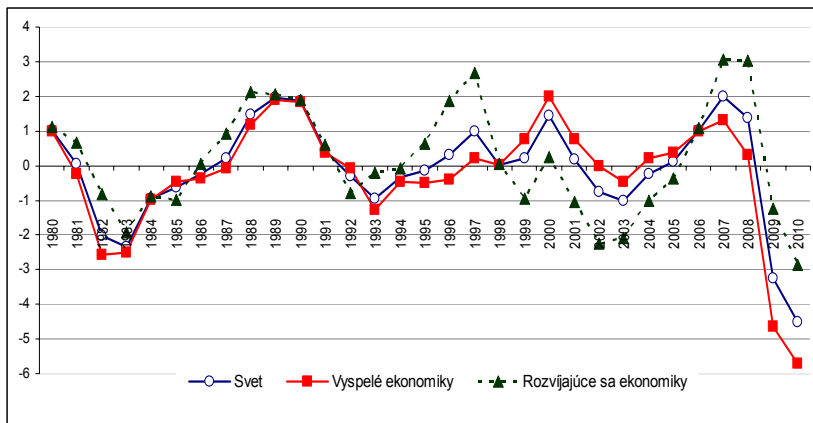
Prameň: Vlastné výpočty podľa údajov IMF (2009).

Tak ako sme už spomínali, finančná kríza, ktorá vypukla v USA, veľmi rýchlo sa zmenila na krízu celosvetovú. Na úplnom začiatku, v lete roku 2007, však kríza nemala zásadný vplyv na rozvojové a rozvíjajúce sa ekonomiky. No postupom času, najmä od septembra 2008, začali dôsledky finančnej krízy pociťovať takmer všetky krajiny, či už priamo alebo nepriamo. V prípade prevažne rozvojových a rozvíjajúcich sa krajín došlo k oslabeniu ich menových kurzov, v dôsledku čoho bol zaznamenaný prudký pokles hodnoty cenných papierov, zníženie prílevu zahraničných investícií, pokles exportu a v mnohých krajinách došlo aj k úplnému pozastaveniu IPO (verejná ponuka akcií) (World Bank, 2009b; UN, 2009).

Čím bolo špecifické predkrízové obdobie?

Predkrízové obdobie je možné charakterizovať ako obdobie vysokého globálneho ekonomického rastu, nadhodnotenia cenných papierov, vzniku bubliny na trhoch s nehnuteľnosťami, nadpriemerných cien komodít a globálneho úverového boomu (grafy 1.8, 1.9 a 1.10). Medzera outputu (graf 1.3), ktorá predstavuje vzdialenosť potenciálneho outputu od reálneho, naznačuje, že reálny ekonomický rast bol nad úrovňou potenciálneho outputu, k čomu v konečnom dôsledku môže dochádzať na úkor cenovej stability. Zároveň globálna nerovnováha, najmä v Spojených štátoch amerických, dosiahla úroveň, ktorú možno charakterizovať ako neudržateľnú. Obrovský deficit bežného účtu platobnej bilancie (na úrovni 6 – 7 % HDP), spôsobený predovšetkým medzerou medzi domácimi investíciami a úsporami, mal za následok vysokú mieru zadĺženosti americkej ekonomiky. Prostredníctvom *debt overhang* a efektu vytlačania vyvolala vysoká zadĺženosť v ekonomike neistotu (Workie, 2007); v dôsledku toho sa začali úrokové sadzby v USA (najmä od roka 2006), a neskôr v ďalších krajinách zvyšovať, vznikali problémy s hypotekárnymi úvermi a vlna sa v plnom prúde rozširovala ďalej do celého sveta.

Graf 1.3
Medzera outputu (1980 – 2010)



Prameň: Vlastné výpočty na základe údajov IMF (2009).

Predkrízové obdobie bolo charakteristické aj špecifickou skutočnosťou, a to úverovým boomom tak v rozvinutých, rozvojových, ako aj v tranzitívnych ekonomikách. Za ďalšie špecifikum predkrízového obdobia možno považovať veľké inovácie na finančných trhoch, ktoré umožnili okrem iného aj nárast špekulatívnych transakcií s multiplikačnými efektmi vrátane globálnej virtuálnej likvidity, čo viedlo k tvorbe „ilúzie trhovej hodnoty“. Spomínané faktory spolu s nízkymi globálnymi úrokovými sadzbami spôsobili vznik finančných a nefinančných (komoditných) bublín, a to najmä v rokoch 2006 a 2007, a čiastočne na začiatku roka 2008 (pozri grafy 1.8, 1.9 a 1.10). Korekcie týchto bublín a návrat k fundamentálnym hodnotám boli tak iba otázkou času.

Negatívna synchronizácia svetovej ekonomiky

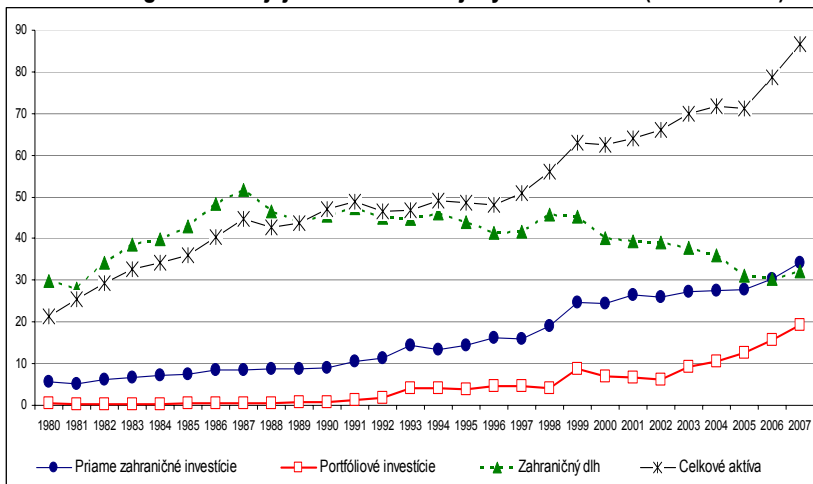
Jednou z najdôležitejších otázok v ponímaní prebiehajúcej krízy je, prečo na ňu doplatili aj tie krajiny, ktoré nemali fundamentálne problémy s vlastnými ekonomikami. Svetová ekonomika v priemere profituje z globalizačného procesu a z liberalizácie pohybu tovarov, služieb a kapitálu, ktoré však majú v čase kríz zvyčajne opačné efekty. Integrácia na svetových finančných trhoch, najmä od polovice 90. rokov minulého storočia, prináša do globálnej ekonomiky tak pozitívne, ako aj negatívne *spillover* efekty, ktoré majú čím ďalej tým silnejšiu synchronizáciu.

Z grafu 1.4 je evidentné, že v posledných dekádach došlo k signifikantnej integrácii rozvojových a rozvíjajúcich sa ekonomik na globálnych finančných trhoch, pričom sa zvýšil význam priamych zahraničných a portfóliových investícií v týchto krajinách, a naopak, došlo k poklesu ich zadlženosti, čo je zároveň významným dôkazom zmeny štruktúry financovania týchto ekonomik.

Rovnako je zrejmé, že aktíva rozvinutých ekonomik (najmä západnej Európy) v rozvojových a rozvíjajúcich sa ekonomikách sa v posledných dekádach výrazne zvýšili, čo je opäť dôkazom integrácie svetovej ekonomiky, najmä jej finančného segmentu (graf 1.5). Samozrejme, že rozvojové a niektoré rozvíjajúce sa ekonomiky môžu v dôsledku krízy zaznamenať zvýšenie zadlženosti.

Graf 1.4

Finančná integrácia rozvíjajúcich sa a rozvojových ekonomík (v % ich HDP)*

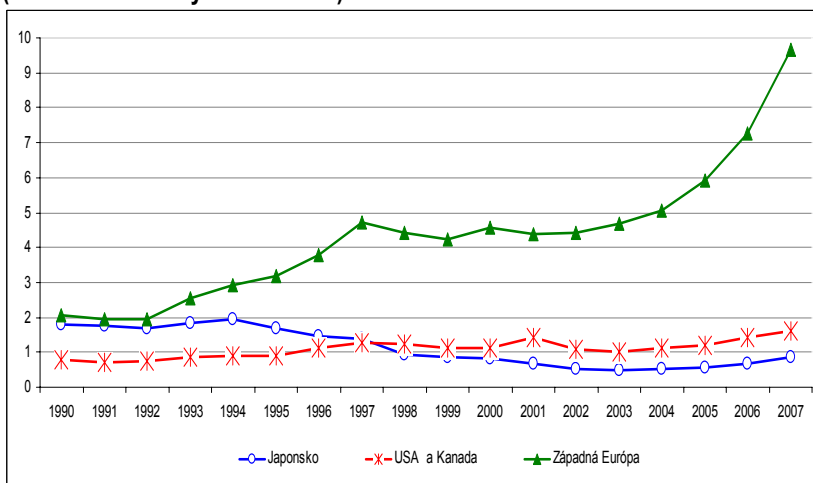


* Celkové hrubé aktíva a pasíva.

Prameň: Vlastné spracovanie na základe údajov IMF (2009).

Graf 1.5

Aktíva bánk vyspelých ekonomík v rozvíjajúcich sa a rozvojových ekonomikách (v % HDP rozvinutých ekonomík)



Prameň: Vlastné spracovanie na základe údajov IMF (2009).

Z údajov v tabuľke 1.1 vidieť, že integrácia na finančných trhoch je v posledných dekádach silnejšia, než to bolo v 80. rokoch a začiatkom 90. rokov minulého storočia. Z korelačných matíc oboch období vyplýva, že indexy akciových trhov dosiahli v posledných rokoch väčšiu mieru korelácie, čím prispeli k dramatickému nákazlivému efektu súčasnej krízy.

Tabuľka 1.1

Korelačná matica rastu významných akciových indexov (1990 – 1999 a 2000 – 2009)

	AUSTR	CAC	DAX	DJI	FTSE	HANG	NASDAQ	NIKKEI	S&P	SMI	STRAITS
Korelačná matica rastu významných akciových indexov (1990 – 1999)											
AUSTR	1,00										
CAC	0,49	1,00									
DAX	0,55	0,76	1,00								
DJI	0,63	0,56	0,61	1,00							
FTSE	0,62	0,70	0,61	0,66	1,00						
HANG	0,59	0,40	0,46	0,62	0,54	1,00					
NASDAQ	0,58	0,54	0,58	0,93	0,64	0,51	1,00				
NIKKEI	0,45	0,33	0,33	0,41	0,28	0,22	0,38	1,00			
S&P	0,58	0,54	0,58	0,93	0,64	0,51	1,00	0,38	1,00		
SMI	0,49	0,70	0,67	0,64	0,68	0,39	0,61	0,32	0,61	1,00	
STRAITS	0,53	0,36	0,43	0,62	0,49	0,76	0,55	0,32	0,55	0,38	1,00
Korelačná matica rastu významných akciových indexov (2000 – 2009)											
AUSTR	1,00										
CAC	0,74	1,00									
DAX	0,68	0,95	1,00								
DJI	0,68	0,81	0,80	1,00							
FTSE	0,74	0,88	0,84	0,82	1,00						
HANG	0,70	0,67	0,66	0,67	0,70	1,00					
NASDAQ	0,75	0,86	0,83	0,94	0,86	0,74	1,00				
NIKKEI	0,71	0,58	0,54	0,56	0,63	0,66	0,64	1,00			
S&P	0,75	0,86	0,83	0,94	0,86	0,74	1,00	0,64	1,00		
SMI	0,66	0,83	0,80	0,75	0,78	0,59	0,75	0,55	0,75	1,00	
STRAITS	0,76	0,63	0,63	0,67	0,65	0,73	0,69	0,62	0,69	0,56	1,00

Prameň: Vlastné výpočty podľa údajov <www.yahoo.finance.com>.

Vybrané aspekty dopadov finančnej a hospodárskej krízy na svetovú ekonomiku: globálny pohľad

Pokiaľ ide o dopady prebiehajúcej krízy, všetky doterajšie dostupné odhady a prognózy poukazujú na to, že prebiehajúca finančná a hospodárska kríza je jednoznačne najhoršia od 30. rokov minulého storočia. Zároveň je

zrejme, že kríza má dramatické dôsledky v podobe výrazného poklesu globálneho ekonomického rastu a takmer kolapsu fungovania globálneho finančného trhu, ako aj prudkého zvýšenia počtu zanikajúcich firiem a bánk, v dôsledku čoho dochádza k nárastu miery globálnej nezamestnanosti so známym efektom začarovaného kruhu.¹

Tabuľka 1.2
Rast reálneho HDP (v %)

	2007	2008 ¹	2009 ²	2010 ²	2011 ²
Svet	3,8	1,9	-2,9	2,0	3,2
<i>Vyspelé ekonomiky</i>	2,6	0,7	-4,2	1,3	2,4
Krajiny OECD	2,5	0,6	-4,2	1,2	2,3
Eurozóna	2,7	0,6	-4,5	0,5	1,9
Japonsko	2,3	-0,7	-6,8	1,0	2,0
USA	2,0	1,1	-3,0	1,8	2,5
<i>Rozvojové ekonomiky</i>	8,1	5,9	1,2	4,4	5,7
Východná Ázia a pacifický región	11,4	8,0	5,0	6,6	7,8
Čína	13,0	9,0	6,5	7,5	8,5
Európa a Stredná Ázia	6,9	4,0	-4,7	1,6	3,3
Rusko	8,1	5,6	-7,5	2,5	3,0
Latinská Amerika a karibské ostrovy	5,8	4,2	-2,2	2,0	3,3
Brazília	5,7	5,1	-1,1	2,5	4,1
Mexiko	3,3	1,4	-5,8	1,7	3,0
Argentína	8,7	6,8	-1,5	1,9	2,1
Stredný východ a severná Afrika	5,4	6,0	3,1	3,8	4,6
Južná Ázia	8,4	6,1	4,6	7,0	7,8
India	9,0	6,1	5,1	8,0	8,5
Subsaharská Afrika	6,2	4,8	1,0	3,7	5,2
Rozvojové/rozvíjajúce sa ekonomiky					
Okrem tranzitívnych ekonomík	8,2	5,9	1,9	4,7	5,9
Okrem Číny a Indie	6,1	4,5	-1,6	2,5	3,9

¹ Odhad.

² Prognóza.

Prameň: World Bank (2009b).

Dopady prebiehajúcej krízy na hospodársky vývoj jednotlivých krajín, regiónov či zoskupení sú však odlišné. Ukazuje sa totiž, že krajiny s neudržateľnými ekonomickými fundamentmi (napríklad Maďarsko, USA a i.) boli finančnou krízou postihnuté výraznejšie ako krajiny s vyrovnanším makroekonomickým prostredím, t. j. s vyrovnanou, resp. prebytočnou bilanciou

¹ Iba v Spojených štátoch amerických zaniklo 52 bánk medzi rokom 2008 a júnom 2009.

bežného účtu platobnej bilancie (PB), nízkou mierou inflácie, vyrovnaným menovým kurzom, vyrovnaným štátnym rozpočtom a pod. Keďže rozvojové a niektoré rozvíjajúce sa ekonomiky nedisponujú rozvinutým a likvidným kapitálovým trhom, finančnou krízou boli postihnuté viac-menej nepriamo, najmä prostredníctvom prudkého poklesu ich exportu, pádu cien komodít a poklesu remitencií. Podľa odhadu Svetovej banky by malo v dôsledku finančnej krízy dôjsť v roku 2009 k poklesu objemu svetového obchodu o 2,1 %, čo je prvý výrazný pokles od roku 1982 (World Bank, 2009b, s. 16). Rovnako sa očakáva zníženie reálneho svetového HDP o 2,9 %, čo je horší výsledok než počas predošlých dvoch recesií v rokoch 1991 a 2001 (World Bank, 2009b). Avšak podľa odhadu MMF (IMF, 2009) by mal byť pokles reálneho globálneho HDP v roku 2009 menej dramatický, a to „len“ o 1,3 %.

Tabuľka 1.3

Revidovaný rast potenciálneho outputu (2007 – 2011)

	Zníženie potenciálneho outputu (percentuálne body)					Ovplyvnené komponenty		
	2007	2008	2009	2010	2011	kapitál	práca	TFP
USA			-0,1	-0,2	-0,4	X		X
Eurozóna	-0,4	-0,4	-0,8	-0,8		X	X	X
Nemecko			-0,5	-0,1	0,0	X	X	X
Japonsko			-0,5	-0,5	-0,5	X		
V. Británia	Odhadovaný pokles o 5 % (2007 3.Q – 2010 3.Q)					X		X
Taliansko	-0,4	-0,3	-1,0	-0,8	-0,9	X	X	X
Kanada			-1,2	-1,0	-0,6	X	X	X
Rakúsko	-0,4	-0,5	-0,9	-0,9		X	X	X
Belgicko	-0,2	-0,2	-0,5	-0,6	-0,5	X	X	X
Česko	-0,1	-0,3	-0,6	-0,9		X		X
Dánsko	Odhadovaný pokles o 3,2 % (2007 – 2010)					X		X
Fínsko	-0,3	-0,5	-1,2	-1,4	-1,4	X		X
Grécko	-0,4	-0,9	-1,2	-1,6		X	X	X
Maďarsko	-0,9	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4	X	X	X
Írsko		-1,0	-2,9	-2,9		X	X	X
Luxembursko	-1,2	-1,1	-1,2	-1,4			X	
Poľsko		0,1	0,4	-0,7			X	
Španielsko	-0,3	-1,0	-0,9	-1,0		X	X	X
Švédsko	Odhadovaný pokles o 3,0 % v roku 2012						X	X

Prameň: OECD (2009c), s. 236.

Prebiehajúca globálna kríza viedla aj k zníženiu odhadov rastu potenciálneho outputu. Z tabuľky 1.3 je evidentné, že vo viacerých krajinách sveta

došlo k závažnému poklesu tohto ukazovateľa. Štúdia OECD (2009c) poukazuje na transmisné kanály, prostredníctvom ktorých môže kríza spomaliť dynamiku potenciálneho outputu. Prvým kanálom sú vysoké náklady spojené so získavaním úverov, ktoré môžu spôsobiť pokles investícií v danej krajine. Napríklad náklady na získanie kapitálu pre firmy v ratingovej skupine BBB sa zvýšili z 3,5 % v prvom štvrtroku 2007 na 5,5 % v prvom štvrtroku 2009 (OECD, 2009c, s. 238). Druhý kanál je spojený so zánikom firiem, v dôsledku čoho dochádza k presunu kapitálu do menej efektívnych sektorov ekonomiky, čo vedie k redukcii samotného kapitálu. Tretí kanál je spojený so zvýšením štrukturálnej nezamestnanosti a znížením participácie pracovnej sily. V neposlednom rade môže dochádzať k zníženiu potenciálneho outputu aj prostredníctvom poklesu celkovej produktivity faktorov, a to v dôsledku zníženia firemných investícií do výskumu a vývoja. K revidovaniu odhadov rastu potenciálneho outputu došlo vo všetkých krajinách s výnimkou Poľska. Aj z tohto hľadiska však medzi krajinami existujú rozdiely, pričom na najhoršej pozícii z pohľadu miery revidovania prepadu potenciálneho outputu sa nachádza Írsko (tab. 1.3).

Aj keď všetky globálne recesie majú veľa spoločné, vrátane poklesu zahraničného obchodu, spotreby, investícií a mobility globálneho kapitálu, prebiehajúca kríza je podstatne odlišná od predošlých kríz, a to z viacerých dôvodov. Po prvé, súčasná recesia sa od ostatných recesií odlišuje najmä jej synchronizovaným dopadom, keďže kríza, ktorá najskôr postihla vyspelé ekonomiky, zasiahla pomerne rýchlo takmer všetky krajiny sveta. Po druhé, v dôsledku súčasnej krízy došlo v porovnaní s recesiami z predošlých období s výnimkou 30. rokov minulého storočia k najvýraznejšiemu spomaleniu všetkých aktivít svetovej ekonomiky. Prepád priemyselnej výroby, strata mobility globálneho kapitálu a svetového obchodu a v neposlednom rade nárast miery nezamestnanosti sú v súčasnosti v porovnaní s predošlými recesiami oveľa závažnejšie (pozri tab. 1.4). Po tretie, na rozdiel od krízy v 30. rokoch minulého storočia sporej s nárastom protekcionizmu sa v súčasnosti prejavuje skôr snaha o koordináciu spoločných postupov, pričom k explicitnému protekcionizmu zatiaľ nedošlo. V opačnom prípade by fakticky došlo k výraznému spochybňovaniu, ak nie k zániku globalizačného procesu.

Tabuľka 1.4
Globálna recesia a jej dôsledky

	1975	1982	1991	2009 ¹	Priemer (1975, 1982 a 2001)
HDP na obyv. (PKS)	-0,13	-0,89	-0,18	-2,50	-0,40
HDP na obyv. (v trhových cenách)	-0,33	-1,08	-1,45	-3,68	-0,95
Priemyselná výroba	-1,60	-4,33	-0,09	-6,23	-2,01
Svetový obchod	-1,87	-0,69	4,01	-11,75	0,48
Spotreba ropy	-0,90	-2,87	0,72	2,56	1,18
Toky kapitálu	0,56	-0,76	-2,07	-6,18	-0,76
Miera nezamestnanosti ²	1,19	1,61	0,72	2,56	1,18

¹ Prognóza.

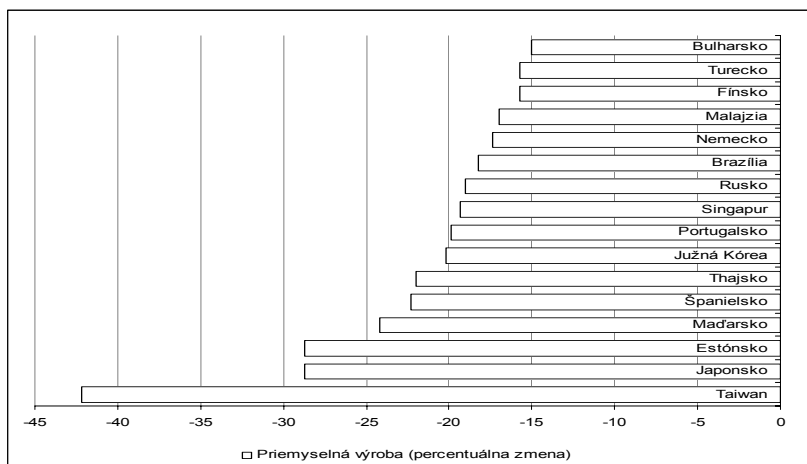
² Zmena v percentuálnych bodoch.

Prameň: IMF (2009).

Finančná kríza a prepád priemyselnej výroby

Jedným z najvýznamnejších dôsledkov súčasnej krízy je prudký pokles priemyselnej výroby. Zníženie dopytu po spotrebných statkoch a následný pokles investícií spôsobili prepád globálnej priemyselnej produkcie, a to o 13 % v období september 2008 – marec 2009 (World Bank, 2009b).

Graf 1.6
Prepád priemyselnej výroby (percentuálna zmena)

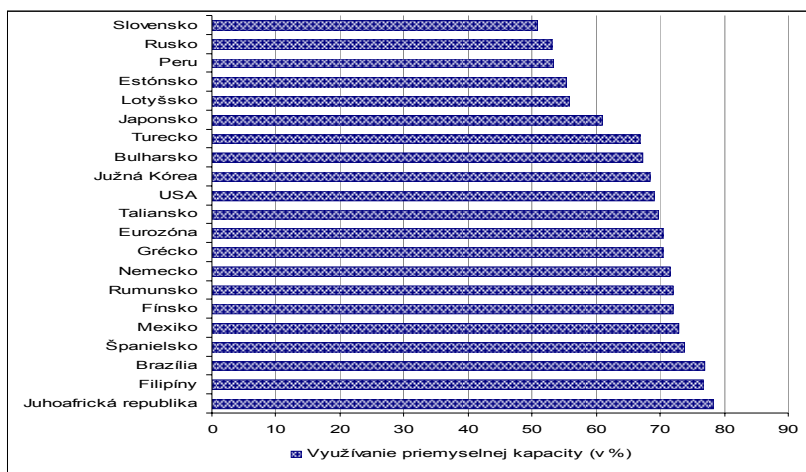


Prameň: Vlastné spracovanie podľa údajov World Bank (2009b).

Z grafu 1.6 je evidentné, že krajiny s významným priemyselným sektorom zaznamenali prudký pokles priemyselnej výroby (o 15 % v Bulharsku, o vyše 15 % v Nemecku, takmer o 27 % v Japonsku a o vyše 40 % v Taiwane). V dôsledku výrazného poklesu priemyselnej produkcie došlo v tomto sektore k zníženiu výrobných kapacít, ktorých využívanie sa pohybovalo od 50 % na Slovensku po necelých 80 % v Juhoafrickej republike (pozri graf 1.7). V tejto súvislosti treba zdôrazniť aj skutočnosť, že práve priemyselná výroba patrí v každej ekonomike medzi segmenty s najväčším multiplikačným efektom.

Graf 1.7

Využívanie priemyselnej kapacity (v %)



Prameň: Vlastné spracovanie podľa údajov World Bank (2009b).

Zmena v *terms of trade*: kto profituje zo súčasnej krízy?

Ďalším dôsledkom prebiehajúcej krízy sú zmeny v trendoch v *terms of trade*, a to najmä z krátkodobého hľadiska. Hoci za normálnych okolností majú krajiny vyvážajúce ropu komparatívnu výhodu, pokiaľ ide o *terms of trade*, súčasná kríza zmenila tento trend skôr v prospech skupiny krajín, ktoré sú čistými importérmi ropy. Dôvodom je skutočnosť, že po prudkom raste cien ropy v lete 2007 došlo v priebehu rokov 2008 a 2009 k ich prepadu, čím sa

zlepšili *terms of trade* čistých importérov ropy, a naopak (pozri tab. 1.5). Treba však zdôrazniť, že v dlhodobom časovom horizonte by malo dôjsť k zmene pozícií krajín, pokiaľ ide o vývoj *terms of trade*.

Tabuľka 1.5

Zmena vo vývoji *terms of trade* (v % HDP, 2009/2008)

	Skupina čistých exportérov ropy	Skupina čistých importérov ropy
Všetky rozvojové krajiny	-6,8	1,2
Východná Ázia a pacifický región	-0,3	2,1
Európa a Stredná Ázia	-7,9	1,1
Latinská Amerika a karibské ostrovy	-3,8	4,2
Stredný východ a severná Afrika	-16,3	2,7
Subsaharská Afrika	-13,4	-0,7

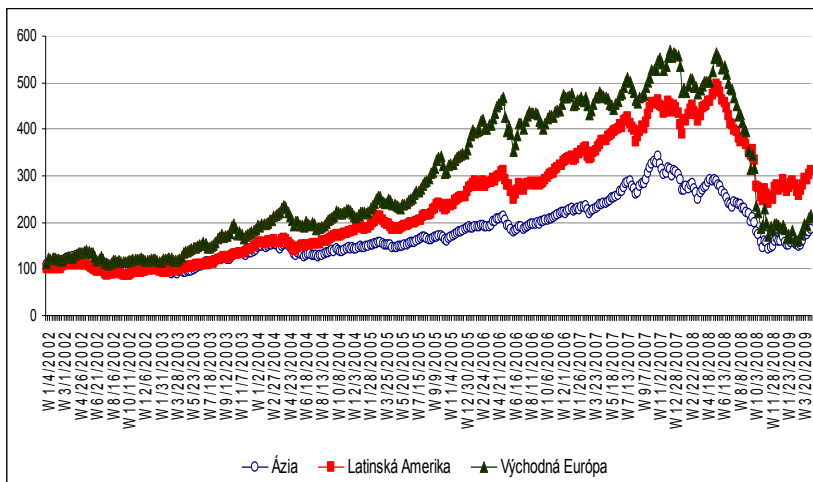
Prameň: World Bank (2009b).

Z bubliny k prasknutiu: kaskadérsky pád cien finančných a nefinančných aktív

Dopady finančnej a hospodárskej krízy na dynamiku vývoja v oblasti cenných papierov mali dramatický priebeh. Po dlhodobom boome na takmer všetkých významných finančných trhoch došlo v dôsledku prebiehajúcej krízy k masívnemu prepadu hodnoty cenných papierov. Oslabenie reálnej globálnej ekonomiky vyvolalo pokles budúcich výnosov z cenných papierov, čo následne vyprovokovalo masívny „výpredaj“ na kapitálových trhoch a tým prispelo k rýchlejšiemu pádu svetovej ekonomiky (graf 1.8). To isté platí, pokiaľ ide o výrazné spomalenie poskytnutých privátnych úverov bankovými inštitúciami tak vo vyspelých, v rozvojových, ako aj v rozvíjajúcich sa krajinách (graf 1.9).

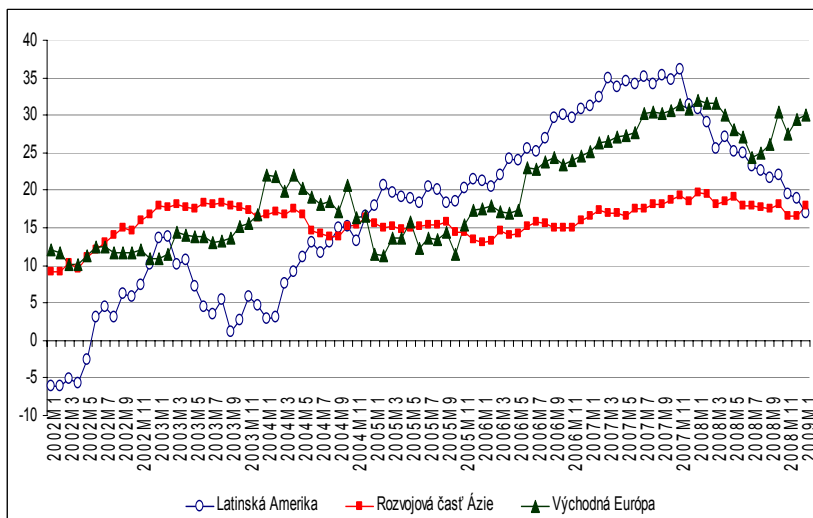
Dramatický vývoj je charakteristický aj pre trh s nehnuteľnosťami. Medzi rokmi 2002 – 2007 zaznamenali ceny nehnuteľností vo všetkých vyspelých ekonomikách, s výnimkou Japonska a Nemecka, prudký rast na úrovni 10 – 30 % ročne (pozri graf 1.10). Pokles hodnoty cenných papierov i nehnuteľností súvisí na jednej strane s korekciami ich cien, no na druhej strane aj s panikou vyvolanou obavami z dôsledkov finančnej krízy. Panika pritom zasiahla nielen bankový sektor, ale aj vlády, spotrebiteľov a investorov a úzko súvisí s vysokou dostupnosťou informácií, čo je pre súčasnú krízu typické, keďže prebiehala takmer „online“.

Graf 1.8
Vplyv finančnej krízy na ceny akcií (2001 = 100)



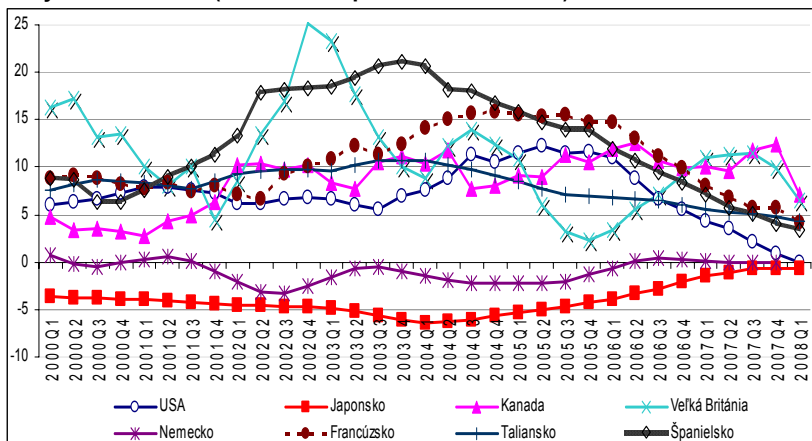
Prameň: Vlastné spracovanie podľa údajov IMF (2009).

Graf 1.9
Vplyv finančnej krízy na vývoj súkromných úverov (12-mesačná percentuálna zmena)



Prameň: Vlastné spracovanie podľa údajov IMF (2009).

Graf 1.10

Ceny nehnuteľností (12-mesačná percentuálna zmena)

Prameň: Vlastné spracovanie podľa údajov IMF (2009).

Vplyv finančnej krízy na globálnu mieru nezamestnanosti

Pokles globálneho ekonomického rastu, prepád aktivít finančného sektora, dramatický pokles cien nehnuteľností vrátane nedostupnosti spotrebných a iných úverov v dôsledku známych problémov bankového sektora mal za následok zvýšenie miery globálnej nezamestnanosti takmer vo všetkých krajinách sveta (pozri tab. 1.6). Podľa údajov Medzinárodnej organizácie práce (ILO, 2009) by sa globálna miera nezamestnanosti mohla v roku 2009 dostať až na úroveň 7,1 % oproti 5,7 % v roku 2007, čo predstavuje 230 miliónov nezamestnaných v roku 2009 oproti 179 miliónom v roku 2007.

Vysoká miera nezamestnanosti môže vyvolať ďalšie spomalenie globálneho rastu, a to z viacerých dôvodov. Po prvé, vysoká miera nezamestnanosti ovplyvňuje verejné financie každej krajiny prostredníctvom poklesu príjmov štátnych rozpočtov a zvýšenia výdavkov na podporu nezamestnaným. Po druhé, vysoká miera nezamestnanosti znižuje úspory v bankovom sektore, ako aj dopyt po tovaroch a službách, čo má za následok spomalenie ekonomických aktivít. Miera nezamestnanosti pritom v mnohých vyspelých ekonomikách dosiahla v júni roku 2009 alarmujúcu úroveň (9,5 % v USA a v eurozóne) s nepriaznivou prognózou vývoja na ďalšie dva roky.

Tabuľka 1.6
Vývoj na trhu práce v roku 2009

	2007	2008	2009		
			scenár 1	scenár 2	scenár 3
Svet	5,7	6,0	6,1	6,5	7,1
Rozvinuté ekonomiky a eurozóna	5,7	6,4	6,6	7,1	7,9
Stredná a juhovýchodná Európa (mimo EÚ) a SNŠ	8,5	8,8	9,1	9,2	9,8
Východná Ázia	3,5	3,8	4,0	4,5	5,5
Južná Ázia	5,3	5,4	5,4	5,7	6,2
Latinská Amerika a karibské ostrovy	7,2	7,3	7,6	8,1	8,3
Stredný východ	9,4	9,4	9,3	9,3	11,0
Severná Afrika	10,4	10,3	10,2	10,4	11,2
Subsaharská Afrika	7,9	7,9	7,9	8,1	8,5

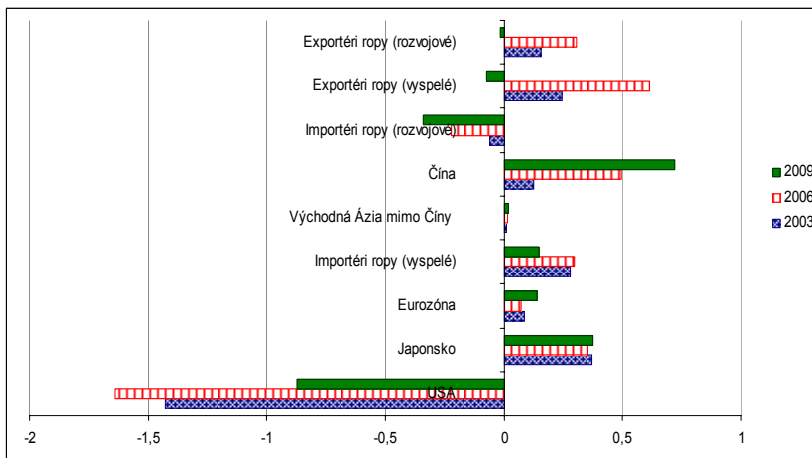
Prameň: ILO (2009).

Trendy v globálnej nerovnováhe

Na rozdiel od krajín eurozóny a Japonska, ktoré by mali v roku 2009 dosiahnuť prebytok bežného účtu platobnej bilancie na úrovni 240 mld USD a 180 mld USD (v uvedenom poradí), v USA sa i napriek zlepšeniu ich *terms of trade* tak ako v predošliých rokoch očakáva deficit bežného účtu, a to na úrovni 830 mld USD (5,8 %), zatiaľ čo v roku 2008 to bolo 770 mld USD (5,3 % HDP). Ako sme už uviedli, v dôsledku poklesu objemu exportu a prudkého zníženia cien komodít zaznamenávajú rozvojové a rozvíjajúce sa ekonomiky zhoršenie pozície, pokiaľ ide o vonkajšiu nerovnováhu, čo môže zvýšiť ich zadlženosť v budúcnosti.

Jedným z pozitívnych trendov spojených so súčasnou krízou je však pokles deficitu bežného účtu platobnej bilancie, najmä v USA. V dôsledku poklesu domáceho dopytu a mierneho zvýšenia úspor sa deficit bežného účtu v tejto krajine znížil z takmer 1,7 % globálneho HDP v roku 2007 na necelých 0,8 % v roku 2009 (graf 1.11). Na druhej strane došlo k zhoršeniu platobnej bilancie iných skupín krajín vrátane importérov ropy z rozvojového sveta, a dokonca aj exportérov ropy tak z rozvojových, ako aj z rozvinutých krajín. V prípade exportérov ropy zo skupiny rozvinutých krajín sa zaznamenal veľmi dramatický prepád bežného účtu platobnej bilancie.

Graf 1.11

Vývoj bežného účtu platobnej bilancie (v % globálneho HDP)

Prameň: Vlastné spracovanie na základe údajov World Bank (2009b).

Regionálna dimenzia dopadov finančnej krízy

Z hľadiska dopadu finančnej krízy sú zrejme najviac postihnutými rozvíjajúce ekonomiky s relatívne veľkým kapitálovým trhom. Odhady MMF (IMF, 2009) poukazujú na možný pokles reálneho HDP vyspelých ekonomík o 3,8 %, pričom Japonsko a eurozóna budú z tohto hľadiska postihnuté viac (pokles reálneho HDP o 6,2 % a 4,2 % v uvedenom poradí) ako USA (pokles „len“ o 2,8 %), ktoré sú hlavným zdrojom krízy. Najväčšia ekonomika Európy, Nemecko, by malo zaznamenať pokles reálneho rastu HDP na úrovni 5,6 %. Odhady Svetovej banky naznačujú takmer totožné implikácie finančnej krízy na vyspelé ekonomiky (pozri tab. 1.2 a 1.4). Aj keď rozvojové a rozvíjajúce sa ekonomiky by mali v roku 2009 vykázať pozitívny rast (na úrovni 1,6 %), jeho spomalenie je veľmi závažné, najmä vzhľadom na to, že tieto ekonomiky dosahovali v predošlých dvoch rokoch rast reálneho HDP na úrovni viac než 8 %.

Rast HDP najrýchlejšie rastúcich ekonomík sveta, čiže krajín východnej Ázie a pacifického regiónu sa znížil z 10,5 % v roku 2007 na 8,5 % v roku 2008. Ak by sme z tejto skupiny vyradili Čínu, zníženie dynamiky ich

rastu by bolo ešte výraznejšie (5,3 %). Tak ako v prípade ďalších regiónov či zoskupení je hlavnou príčinou poklesu uvedených ekonomík zníženie objemu exportu, a to z 10,5 % v roku 2006 na 4 % v roku 2008. Okrem poklesu exportu možno za príčiny prudkého spomalenia týchto ekonomík považovať aj iné faktory vrátane pádu akciových trhov a poklesu prílevu zahraničných investícií. Podľa Svetovej banky sa prílev zahraničného kapitálu do tohto regiónu v prvých deviatich mesiacoch roka 2008 oproti jeho úrovni z roka 2007 znížil o polovicu (World Bank, 2009b, s. 141). Čínska ekonomika znamenala pokles ekonomického rastu z takmer 12 % v roku 2007 na takmer 9 % v roku 2008 a v roku 2009 by mala vzrásť len o 6,5 %.

Dopady finančnej krízy v ostatných rozvojových a rozvíjajúcich sa ekonomikách sú viac-menej rovnaké, s výnimkou rozdielov v transmisnom mechanizme. Ukazuje sa, že rozvíjajúcim sa ekonomikám prinesie kríza zníženie ekonomického rastu najmä z dôvodu poklesu cien komodít, pádu cien finančných aktív a prudkého poklesu exportu v dôsledku zníženia dopytu predovšetkým vo vyspelých ekonomikách (pozri tab. 1.2). Na druhej strane, rozvojové ekonomiky postihla kríza nielen v podobe poklesu objemu ich exportu, ale i v podobe zníženia zahraničnej pomoci, nižšej miery odpustenia dlhov a politickej nestability, ktorá pramení zo zvýšenia životných nákladov a nárastu aj tak vysokej miery nezamestnanosti.

Synchronizácia globálnej hospodárskej politiky a niektoré aspekty morálneho hazardu

Ako sme už spomínali v predošlých častiach, na rozdiel od finančnej krízy v 30. rokoch minulého storočia, keď došlo k explicitnému protekcionizmu a následne k masívnemu spomaleniu globálneho obchodu, v súčasnosti sa prejavuje skôr snaha o koordináciu hospodárskych politík v záujme riešenia globálnej finančnej a hospodárskej krízy. Keďže rozsah a dôsledky súčasnej krízy nie sú symetricky rozložené, aj v súčasnosti existujú medzi krajinami rozdiely v používaní nástrojov (a v ich rozsahu), prostredníctvom ktorých je možné krízu riešiť. Jedným z významných rozporov na začiatku krízy bola transatlantická divergencia – európske vlády boli vtedy príliš ľahostajné, pretože kríza bola chápaná skôr ako záležitosť USA. Postupom času, najmä

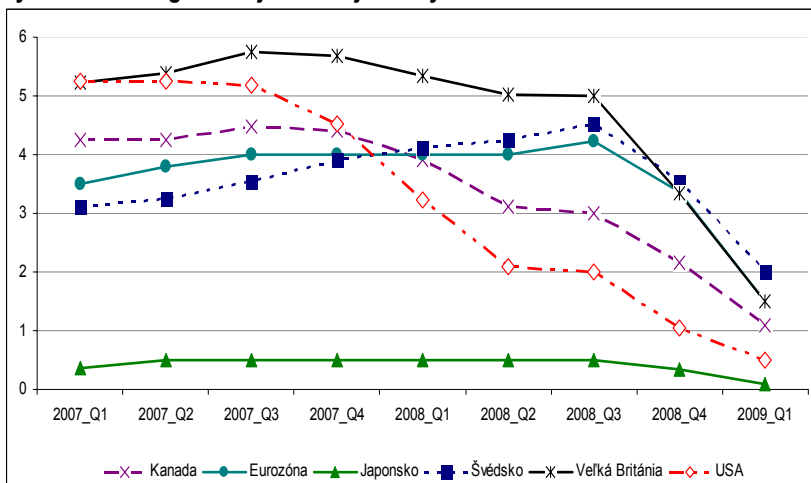
po páde Northern Rock a od vzniku obrovských problémov ďalších európskych bánk, ktoré boli zapojené do hypotekárnych úverov, začala aj EÚ venovať kríze mimoriadnu pozornosť.

Zlyhanie globálnej menovej politiky

Už v októbri 2008 sa všetky hlavné centrálné banky dohodli na znížení úrokových sadzieb (graf 1.12). Očakávalo sa, že to povedie k rastu cien aktív (finančných aj nefinančných), k zníženiu nákladov na financovanie a k zvýšeniu dopytu po nich, k poklesu príležitostných nákladov na držbu nehnuteľností (napr. pozemkov) a k rastu záujmu o poskytovanie úverov zo strany bánk, kde napríklad došlo k zvýšeniu spotrebných úverov (USA o 25 % v období 2003 – 2008). Avšak zníženie úrokových sadzieb po vzniku krízy neprišlo očakávaný efekt (aspoň nie z krátkodobého pohľadu), a preto bolo nevyhnutné pristúpiť k použitiu iných nástrojov hospodárskej politiky vrátane fiškálnych stimulov a pod. (pozri kap. 3).

Graf 1.12

Synchronizácia globálnej úrokovej sadzby



Prameň: Vlastné spracovanie podľa údajov <www.whichwaytopay.com/world-interest-rates.asp>; <www.reuters.com/article/usDollarRpt/idUSGLOBAL20090410>.

Explicitné garancie vkladov: v čom spočíva morálny hazard?

Jedným z významných kanálov, prostredníctvom ktorých sa finančná kríza šírila do všetkých oblastí svetovej ekonomiky, je strach – panika. Na zaobmedzenie paniky sa využilo opatrenie prinášajúce zvýšenie garancií vkladov, ktoré bolo aplikované takmer synchronizovaným spôsobom. Od septembra 2008 schválili mnohé krajiny zákony o neobmedzenej garancii vkladov, ďalšie krajiny zase podstatne zvýšili výšku garantovaného vkladu (pozri tab. 1.7). V 60. a 70. rokoch minulého storočia boli pritom explicitné garancie vkladov skôr raritou. No s intenzitou globalizačného procesu a liberalizáciou pohybu globálneho kapitálu sa počet krajín s explicitnými garanciami zvýšil z 12 v roku 1974 na 88 v roku 2003 (McCoy, 2007).

Tabuľka 1.7

Garancia vkladov vo vybraných krajinách

	Nové opatrenia garancie vkladov (po septembri 2008)	Výška garancie (pred septembrom 2008)
Auštália	neobmedzené	nerelevantná
Belgicko	100 000 EUR	20 000 EUR
Česká republika	50 000 EUR	25 000 EUR
Dánsko	neobmedzené	300 000 DKK
Grécko	100 000 EUR	20 000 EUR
Holandsko	100 000 EUR	40 000 EUR
Hongkong, Čína	neobmedzené	100 000 HKD
Írsko	neobmedzené	20 000 EUR
Island	neobmedzené	20 887 EUR
Luxembursko	100 000 EUR	20 000 EUR
Maďarsko	13 mil. HUF	6 mil. HUF
Nemecko	neobmedzené	rôzna podľa jednotlivých bánk
Nový Zéland	1 mil. NZD	nerelevantná
Poľsko	50 000 EUR	22 500 EUR
Portugalsko	100 000 EUR	25 000 EUR
Rakúsko	neobmedzené	20 000 EUR
Ruská federácia	700 000 RUB	400 000 RUB
Slovensko	neobmedzené	20 000 EUR
Švajčiarsko	100 000 CHF	30 000 CHF
Švédsko	500 000 SEK	250 000 SEK
USA	250 000 USD	100 000 USD
Veľká Británia	50 000 GBP	35 000 GBP

Prameň: <www.oecd.org/dataoecd/36/48/41894959.pdf>.

Hoci dôvody tohto opatrenia sú zrejmé, zostáva niekoľko otázok, pokiaľ ide o implikácie tejto intervencie pre budúce správanie tak bankového sektora, ako aj vkladateľov. Štúdie poukazujú minimálne na dva aspekty morálneho hazardu spojeného s týmito opatreniami (McCoy, 2007). Prvým kanálom je vplyv explicitných garancií na správanie bankového sektora, keďže banky môžu zvýšiť svoj sklon k riziku, ak sú vklady poistené.² Na druhej strane, explicitná garancia vkladov môže viesť k zvýšeniu ľahostajnosti vkladateľov a akcionárov bánk k spôsobu využitia týchto vkladov bankami.

Fiškálne stimuly a transatlantická divergencia: morálny hazard alebo nevyhnutný krok?

Jednou z najkontroverznejších otázok spojených s finančnou a hospodárskou krízou sú intervencie národných vlád. V lete roku 2008 mala väčšina európskych vlád k vznikajúcej kríze veľmi ľahostajný postoj, najmä preto, že kríza bola považovaná za obyčajnú turbulenciu na finančných trhoch a predpokladalo sa, že bude mať len krátkodobé efekty. Po páde niekoľkých bánk vrátane Northern Rock si však vlády uvedomili, že ide o vážnejšiu a zásadnejšiu turbulenciu.

V princípe boli tak menové, ako aj fiškálne stimuly zamerané predovšetkým na predchádzanie možnému pádu svetovej ekonomiky do depresie, ktorá by si vyžiadala nielen viac zdrojov, ale i dlhšie časové obdobie. Pretože vlády boli za vznik finančnej krízy v mnohom zodpovedné, museli byť aj súčasťou jej riešenia. Hoci na rozdiel od Veľkej depresie je pre súčasnosť typická bezprecedentná globálna koordinácia, v riešení krízy sa stále prejavuje transatlantická divergencia, ako aj divergencia v rámci Európskej únie, a to pokiaľ ide o formy i rozsah intervencií štátov. Európska komisia, na rozdiel od USA, nechala členským štátom EÚ pri intervenciách zameraných na riešenie finančnej a hospodárskej krízy viac-menej voľné ruky, pričom väčšina krajín sa rozhodla prijať opatrenia na zmiernenie dopadov krízy na ich ekonomiky (pozri 1.8).

² Napríklad v 30. rokoch minulého storočia prezident Roosevelt odmietol schváliť explicitnú garanciu vkladov práve kvôli obave zo zneužitia tohto opatrenia bankovými inštitúciami.

Tabuľka 1.8

Fiškálne stimuly vybraných krajín (október 2008 – január 2009)

Krajina	Celková suma (v mld USD)	% HDP	Krajina	Celková suma (v mld USD)	% HDP
Argentína	3,9	1,2	Nemecko	103,3	1,6
Austrália	10,1	0,9	Nórsko	2,9	0,6
Belgicko	2,5	0,6	Nový Zéland	5,0	3,7
Brazília	3,6	0,2	Pakistan	7,6	1,9
Česká republika	7,8	1,9	Peru	3,2	1,1
Čile	4,0	2,2	Poľsko	31,4	5,5
Čína	586,0	6,9	Portugalsko	2,7	1,3
Egypt	5,4	1,7	Rakúsko	3,7	0,6
Filipíny	6,1	1,2	Ruská federácia	20,0	1,1
Fínsko	2,6	1,7	Saudská Arábia	126,7	3,4
Francúzsko	33,0	1,3	Španielsko	113,3	6,7
Holandsko	7,5	1,0	Švajčiarsko	1,3	0,3
India	4,0	0,3	Švédsko	1,0	3,0
Indonézia	6,7	1,3	Taiwan	12,0	3,0
Island	2,1	5,3	Taliano	6,3	0,3
Izrael	5,0	2,7	Thajsko	8,5	3,3
Japonsko	110,0	2,3	USA	787,0	5,5
Kanada	43,6	0,7	Veľká Británia	36,6	0,9
Maďarsko	6,5	4,0	Vietnam	1,0	1,1
Malajzia	17,2	4,0	<i>Celý svet</i>	2 180,6	3,5
Mexiko	11,4	1,0			

Prameň: <www.networkideas.org/news/mar2009/Fiscal_Stimulus_Plans.pdf>.

Morálny hazard spojený s fiškálnymi stimulmi sa prejavuje v niekoľkých rovinách. Prvou je absencia jasných pravidiel (kritérií) na určenie, ktoré z firmami v ekonomike majú byť zachránené. Štáty väčšinou uprednostňujú veľké firmy pred malými v zmysle tvrdenia *too-big-to-fail*. Napríklad vláda USA odmietla záchranný balík pre spoločnosť Bears Stearns, no bola ochotná zachrániť spoločnosť AIG. Ďalšou rovinou je odkúpenie tzv. toxických aktív od bankového sektora v záujme jeho ozdravenia. V tomto zmysle za najväčší morálny hazard je možné považovať, napríklad pokiaľ ide o finančné prostriedky, ktoré vlády musia poskytnúť bankovému sektoru. Treťou dimenziou morálneho hazardu fiškálnych stimulov je formovanie budúceho vnímania rizík.

Čím častejšie totiž budú vlády zachraňovať firmy, tým benevolentnejší bude podnikateľský sektor k rozloženiu, resp. k prijímaniu rizík v budúcnosti.

Morálny hazard a zlatý padák

Ďalšou dilemou prebiehajúcej krízy je morálny hazard, pokiaľ ide o výšku „zlatých padákov“ riaditeľom spoločností, ktoré buď zanikli, alebo boli prevzaté inými firmami (pozri tab. 1.9). Jednou z najdôležitejších otázok v tomto kontexte je, či je morálne akceptovateľné, aby riaditelia firiem, ktorí tieto spoločnosti doviedli k zániku, boli oprávnení dostať obrovskú kompenzáciu za svoj odchod z funkcie. Napríklad spoločnosť AIG bola kritizovaná za to, že vyplatila obrovské odmeny vedúcim pracovníkom spoločnosti z prostriedkov, ktoré na záchranu firmy pred krachom poskytol štát.

Tabuľka 1.9

Výška zlatého padáka vybraných spoločností (v mil. USD)

Spoločnosť	Dátum	Výška zlatého padáka (v mil. USD)
Merrill Lynch	28. októbra 2007	161
Citigroup	4. novembra 2007	105
Washington Mutual	8. septembra 2008	44
Wachovia	1. júna 2008	42
Lehman Bros.	17. septembra 2008	24
Washington Mutual	25. septembra 2008	19
Freddie Mac	8. septembra 2008	16
Bear Stearns	8. januára 2008	13
Merrill Lynch	14. septembra 2008	9
Fannie Mae	8. septembra 2008	8
AIG	17. septembra 2008	22 + 165

Prameň: <www.usatoday.com/money/companies/management/2008-09-28-executive-pay-ceo_N.htm>.

S morálnym hazardom a so zlyhaním dozoru nad finančnými trhmi súvisí aj prípad pyramídovej hry pána Madoffa, ktorý takmer 20 rokov úspešne zneužíval dôveru ľudí. Jeho firma takýmto spôsobom dokázala zvýšiť kapitál z 10 mld USD v roku 1993 na 50 mld USD v roku 2009. Zaujímavá na tom je aj skutočnosť, že pri zadržaní sa Madoff o aktivitách svojej firmy vyjadril slovami „All But One Big Lie“ („bol to obyčajný podvod“).

So zreteľom na tieto skutočnosti je nevyhnutné, aby inštitúcie, ktoré sú zodpovedné za kontrolu fungovania kapitálového trhu, boli v záujme vyššej účinnosti tejto kontroly transformované. Zároveň bude veľmi dôležité zvýšiť informovanosť ľudí o spôsobe fungovania kapitalového trhu, aby si na seba brali len také riziko, o ktorom majú dostatočné informácie.

Vybrané riziká svetovej ekonomiky v najbližšom období

Z krátkodobého hľadiska bude svetová ekonomika čeliť niekoľkým závažným rizikám (pozri World Economic Forum, 2009). Medzi najdôležitejšie z nich patrí zhoršovanie stavu verejných financií v mnohých krajinách ako výsledok tak výpadku príjmov štátnych rozpočtov, ako aj zvýšenia výdavkov na podporu nezamestnaných ľudí a na záchranu firiem (fiškálne stimuly) v dôsledku finančnej a hospodárskej krízy. Finančná medzera štátov môže jednak dlhodobo zvýšiť zadlženosť niektorých krajín, jednak zhoršovať globálnu makroekonomickú rovnováhu v podobe vyššej miery inflácie v najbližších rokoch.

Druhé riziko je spojené so skutočnosťou, že rast čínskej ekonomiky klesá – v roku 2009 by mala vzrásť len o 6,5 %. Vzhľadom na význam a veľkosť tejto ekonomiky, ktorá slúžila okrem iného aj ako zdroj financovania globálneho deficitu, najmä USA, by jej dramatický pokles mohol obdobie globalnej recesie predĺžiť.

Ďalšou skutočnosťou, ktorá predstavuje pre svetovú ekonomiku závažné riziko, je dramatický pokles finančných a nefinančných aktív (napr. cien komodít a nehnuteľností) v dôsledku prebiehajúcej krízy. Takýto prudký pokles cien môže viesť ku kolapsu firiem pôsobiacich v uvedených segmentoch a k začarovanému kruhu platobnej neschopnosti.

Na záver z dlhodobého hľadiska stojí pred svetovou ekonomikou ešte závažnejší problém, ktorý súvisí s prudkými zmenami klimatických podmienok s nepredvídateľnými dôsledkami v oblasti poľnohospodárskej výroby, logistiky dopravy, ako aj nákladov, ktoré súvisia so záchrannými a rehabilitačnými prácami. Preto je absolútne nevyhnutné, aby sa svet zjednotil a zabránil prípadným väčším katastrofám v budúcnosti.

1.2. Hospodársky vývoj Spojených štátov amerických v kontexte finančnej krízy – implikácie pre Japonsko

Vznik a postup finančnej krízy v Spojených štátoch amerických

Centrálne banky Spojených štátov amerických reagovala na recesiu v roku 2001 znížením úrokových mier, pričom sa v novembri 2003 dostali na úroveň 1 %. Na finančných trhoch sa v dôsledku toho podstatne zväčšili riziká. Manažéri aktív sa museli vyrovnávať s povinnosťou dosahovať stanovené parametre výnosov a v dôsledku poklesu úrokov boli ochotní podstupovať aj väčšie riziká. Preto alternatívne investovali do hedžových fondov a derivátov cenných papierov.³

Úverové inštitúcie aplikovali pri udeľovaní pôžičiek menej reštrikčné podmienky, pričom poskytovali hypotéky a úvery aj mimoriadne rizikovým klientom. Pokiaľ pokračoval boom na trhu s nehnuteľnosťami, systém postavený na nízkych úrokoch a raste cien nehnuteľností fungoval. V mnohých amerických mestách, predovšetkým v Kalifornii a na Floride, sa medzi rokmi 1999 a 2006 hodnota nehnuteľností aj zdvojnásobila, avšak potom, keď vypukla hypotekárna kríza, boli po prvýkrát v histórii poklesom cien nehnuteľností postihnuté všetky štáty USA súčasne.

V rovnakom čase môžeme pri bankách sledovať väčšiu tendenciu k sekuritizácii ich úverových rizík, k čomu výrazne dopomohlo zrušenie Glassho-Steagallovho zákona v roku 1999. Namiesto toho, aby veritelia znášali riziká vyplývajúce z poskytovania úverov, predávali ich na kapitálovom trhu. Tendencia k sprostredkovaniu rizík v podstate podnecovala banky k tomu, aby uzatvárali rizikové zmluvy aj s klientmi, ktorí mali veľmi nízku bonitu. Sekuritizované úvery kupovali hedžové fondy a ďalšie inštitúcie spravujúce aktíva. Za iných okolností by sa trhy museli dostať do fázy s nízkymi výnosmi, avšak s pomocou sekuritizovaných úverov a derivátov cenných papierov⁴ sa darilo dosahovať výnosy aj nad úrovňou priemerných úrokových mier na trhu.

³ Rýchly rast aktív hedžových fondov z 39 mld USD v roku 1990 na 1,9 bil. USD v roku 2007 naznačoval možné prehrievanie tohto sektora (The Economist, 2008).

⁴ Ktoré boli ratingovými agentúrami ohodnotené ako bezpečné investície, pričom nafukovali objem aktív v ekonomike.

Spúšťačom finančnej krízy sa stal rast úrokových mier od roka 2004. Nesplácanie podradných úverov s variabilnými úrokovými mierami⁵ sa v roku 2007 zvýšilo na približne 20 %. Obdobie nízkych, alebo žiadnych úrokových mier sa skončilo a úrokové miery sa dostali na trhovú úroveň. Počet nesplácaných úverov rástol aj počas celého roka 2008, čo viedlo k poklesu hodnoty sekuritizovaných dlhov a aktív, čím sa kríza z hypotekárneho trhu preniesla aj na iné segmenty kapitálového trhu. Vo svetle zhoršovania celkovej finančnej situácie domácností sa prestáva splácať úver aj z kreditných kariet, pôžičky na auto či na štúdium.

To, čo sa v júli 2007 začalo ako kríza likvidity, transformovalo sa do krízy solventnosti. Aj napriek tomu, že koordinovaný postup centrálnych bánk zvýšil trhovú likviditu a medzibankové úrokové miery sa podarilo stabilizovať, predchádzajúcu dôveru medzi bankami sa obnoviť nepodarilo. Za pokles rastu HDP v roku 2008 boli zodpovedné hlavne sektory priemyselnej výroby, maloobchodného predaja, poisťovací a finančný priemysel. Vplyv finančnej krízy na reálnu ekonomiku dokumentuje pokles celkového domáceho dopytu v rokoch 2008 a 2009.

Tabuľka 1.10

Spojené štáty americké – dopyt, output a ceny (2005 – 2010)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Súkromná spotreba	8 694,1	3,0	2,8	0,2	-2,4	0,1
Spotreba vlády	1 957,5	1,6	1,9	2,8	2,0	2,8
Hrubé fixné investície	2 440,6	2,0	-2,0	-3,4	-14,3	-3,3
Verejné ¹	397,8	2,1	3,0	3,5	1,9	2,8
Na bývanie	769,7	-7,1	-17,9	-20,7	-20,0	-1,4
Iné	1 273,1	7,5	4,9	1,7	-17,8	-6,4
Tvorba zásob ²	43,3	0,0	-0,4	-0,2	-0,4	0,0
Celkový domáci dopyt	13 135,5	2,6	1,4	-0,2	-4,1	0,0
Export tovarov a služieb	1 311,5	9,1	8,4	6,2	-11,3	0,2
Import tovarov a služieb	2 025,1	6,0	2,2	-3,4	-10,1	0,3
Čistý export ²	-713,6	0,0	0,6	1,3	0,3	0,0
HDP	12 421,9	2,8	2,0	1,1	-4,0	0,0
Index spotrebiteľských cien	-	3,2	2,9	3,8	-0,4	0,5
Nezamestnanosť	-	4,6	4,6	5,8	9,1	10,3
Bilancia vlády ³	-	-2,2	-2,9	-5,8	-10,2	-11,9

¹ Vrátane štátnych podnikov. ² Príspevok k tvorbe HDP. ³ Ako % HDP.

Poznámka: Rok 2005 (v mld USD, b. c.); roky 2006 – 2010 (zmena za rok v %).

Prameň: OECD (2009a).

⁵ Ktoré umožňovali odklad splátok hypoték.

Finančnú krízu v Spojených štátoch amerických sprevádza silná recesia, ktorá by sa mala v roku 2009 ešte viac prehĺbiť. Z tabuľky 1.10 je zrejmé, že v roku 2009 môžeme očakávať ďalší pokles súkromnej spotreby a investícií, pričom bude rásť len spotreba vlády, investície vlády a malo by dôjsť k miernemu povzbudeniu rastu HDP zo strany čistého exportu. Pokračovanie pozitívneho trendu znižovania deficitu obchodnej bilancie je však neisté, pretože v budúcom roku môže dôjsť k obratu, či už v súvislosti s rastom cien ropy alebo v súvislosti s rastom globálneho dopytu.⁶ Potenciálny rast importu a zväčšenie obchodného deficitu by mohli prevážiť pozitívny vplyv rastu exportu na HDP.

Vo všeobecnosti sa očakáva, že fiškálne a monetárne stimuly by mali v roku 2010 prispieť k miernemu oživeniu hospodárskeho rastu, avšak môže k tomu dôjsť aj neskôr, hlavne z dôvodu veľkého poklesu majetku a nedostatku úverov, s ktorými sa musí ekonomika USA vyrovnáť. V ekonomike sa podstatne posilnili deflačné tlaky. Na to, aby sa opäť nastolila dôvera a dosiahla sa dôsledná rekapitalizácia finančných inštitúcií, budú pravdepodobne potrebné ďalšie injekcie verejných prostriedkov a likvidity, predovšetkým do systémovo dôležitých finančných inštitúcií. V niektorých prípadoch prevzala kontrolu nad týmito spoločnosťami priamo vláda (napr. AIG, City Bank, Fannie Mae, Freddie Mac a iné), alebo sa významne angažuje pri sprostredkovaní ich predaja či fúziách. So zreteľom na potenciálny nárast deficitu a dlhu vlády bude potrebné navrhnuť a dôsledne dodržiavať program fiškálnej konsolidácie, ktorú budú sťažovať nové požiadavky na výdavky v oblasti dôchodkového zabezpečenia, zdravotného poistenia či vzdelávania.

Dôchodková nerovnováha

Predchádzajúce expanzie hospodárskych cyklov sprostredkoval v USA život na dlh. Ekonomický rast a pokles nezamestnanosti z tohto obdobia súvisia s väzbami, ktoré sa rozvinuli medzi expanziou hospodárskeho cyklu, tvorbou nových pracovných miest a spotrebiteľským dlhom. Američania si mohli dovoliť spotrebu na dlh aj preto, lebo sa vytvárali nové pracovné miesta a produkovali tovary a služby, po ktorých bol dopyt. Ekonomika USA však

⁶ Po tom, keď sa prejavia dôsledky fiškálnych stimulov aj v zahraničí.

zaznamenala na prelome storočí negatívne osobné úspory po prvýkrát od Veľkej depresie z tridsiatych rokov minulého storočia, pričom v roku 1992 dosahovali úspory ešte okolo 8 % z disponibilného dôchodku.

Trend k znižovaniu osobných úspor na rekordne nízke úrovne trval od druhej polovice osemdesiatych rokov, ale naplno sa prejavil až v deväťdesiatych rokoch, čo platilo do septembra 2008, keď sa v dôsledku finančnej krízy a zhoršených vyhliadok začali v marci 2009 úspory zvyšovať na 4,2 % disponibilného dôchodku. V prvom štvrtroku 2009 dosiahli osobné úspory rekordné nominálne hodnoty – rast oproti predchádzajúcemu roku o 2 099 % a hodnotu 453 mld USD, čo je najviac v histórii (FRED, 2009). Z hľadiska štruktúry ekonomiky USA je však dôležitý predchádzajúci, niekoľko desaťročí trvajúci pokles úspor domácností.

Razantný pokles osobných úspor domácností sa odohral v prostredí pre-
vratných zmien v oblasti informačno-komunikačných technológií, ktoré sa
udiali vo všetkých odvetviach národného hospodárstva, čím sa podstatne
zväčšila produktivita celej ekonomiky. Tento rast produktivity však nespre-
vádzal adekvátny rast miezd zamestnancov. Pokrok v dôsledku zavádzania
nových technológií nebol v súlade so sociálnymi potrebami a tento vývoj bol
komplementárny s relatívnym zhoršením dostupnosti zdravotnej starostlivosti,
vzdelávania a dôchodkového zabezpečenia. Mzdy zostávali pomerne sta-
bilné, pričom sa v dôsledku zavádzania nových, efektívnejších technológií
časť pracovnej sily stala nepotrebnou.⁷ Vo väčšine priemyselných odvetví
sa začali prejavovať problémy s nedostatočným využitím výrobných kapacít
a s nedostatočným spotrebiteľským dopytom.

Rozširovanie dôchodkovej nerovnosti v spoločnosti a stagnácia príjmov
zamestnancov sa odrazili na poklese spotreby a hromadení zásob. Expan-
ziu hospodárskeho cyklu sa podarilo predĺžiť len vďaka pôžičkám a spotreb-
ným úverom. Dôsledkom tejto substitúcie, medzi rastom miezd a rastom
úverov pre domácnosti, sa však nevenovala dostatočná pozornosť. Vývoj
medzi úsporami, rozdelením dôchodkov a expanziou pôžičiek sa odrazil aj
na akciovom trhu. Popri tom, ako došlo k veľkému nadhodnoteniu cien akcií,
bola väčšina výnosov z rastu akciového trhu distribuovaná do rúk len malého

⁷ Tento proces vo veľkej miere podporila aj liberalizácia zahraničného obchodu, *outsourcing* a *offshoring*.

zlomku domácností. Na potenciálne oslabenie dopytu reagovali banky poskytovaním lacných pôžičiek, v dôsledku čoho sa nakoniec stal rast spotrebného dlhu neutržateľný.

Zadlženosť ekonomiky sa zvyšovala až na úroveň, keď došlo k obratu v hospodárskom cykle. K domácim rizikám, ako boli vysoká zadlženosť a nadhodnotený akciový trh, sa pridali aj externé faktory, ako sú vojna alebo ceny surovín. Z uvedeného vyplýva, že udržateľná konjunktúra ekonomiky si vyžaduje, aby sa výhody z technologického pokroku rozdeľovali medzi spoločnosť rovnomernejšie. To je možné dosiahnuť prostredníctvom reálneho rastu kúpnej sily spotrebiteľov,⁸ ktorá bude zodpovedať rastu produktivity a výrobných kapacít. V minulosti to napríklad znamenalo rast miezd, alebo skrátenie pracovného času.

To, že ľudia sú dnes opatrnejší a výhľad ekonomiky neistý, môže mať z investičného hľadiska aj svoje výhody, čo si všimli napríklad suverénne fondy, ktoré v minulom roku podstatne zväčšili svoj záujem o akcie amerických firiem. Je pravdepodobné, že investori, ktorí svoje prostriedky vložili do akcií v minulom roku, alebo na začiatku roka 2009, zaznamenajú v budúcnosti väčšie výnosy, ako keby boli investovali pred dvoma rokmi či ešte skôr, teda na vrchole bubliny cien aktív. Čo je však z hľadiska udržateľnosti konjunktúry dôležitejšie, investori sa zbavili falošného dojmu istoty a zdá sa, že potenciálne riziká vnímajú podstatne zreteľnejšie ako predtým.

Domácnosti si začali uvedomovať, že ich finančné bilancie nezávisia len od investovania. Túto logiku predtým podporoval fakt, že finančné aktíva prinášali od začiatku osemdesiatych rokov minulého storočia pravidelne vysoké výnosy. To viedlo k presvedčeniu, že investori môžu dosiahnuť vysoké zisky⁹ aj s minimálnymi úsporami, pretože mohli rátať s každoročným hromadením výnosov. Teraz je zrejme, že táto stratégia nebola celkom spoľahlivá, ako aj to, že úspory sú na vytváranie majetku rovnako dôležité, ak nie ešte dôležitejšie, ako investície. Pri väčšej tvorbe úspor nebudú musieť domácnosti investovať tak agresívne a riskantne, pričom získajú vlastný ochranný vankúš proti finančným krízam. Ukázalo sa, že z hľadiska dlhodobého strategického plánovania nebolo prezieravé klásť až taký veľký dôraz

⁸ A nie prostredníctvom ich zadlženia.

⁹ A finančné ciele, ako je napríklad aj sporenie na dôchodok.

na spotrebu. Ekonomické prostredie je teraz nastavené v prospech zadlžovania, zatiaľ čo z dôvodu rekordne nízkych úrokových mier prakticky zne- možňuje efektívnu tvorbu úspor.

Ekonomike USA trvalo desaťročia, kým sa dostala do terajšej krízy, a preto nemôžeme očakávať, že sa dokáže svojich nerovnováh zbaviť v priebehu dvoch či troch rokov. Potenciálny output klesol podstatne viac¹⁰ ako počas predchádzajúcich recesií a pri optimálnom vývoji sa medzera v ouptute, ktorú Congressional Budget Office (CBO) odhaduje na najbližšie dva roky v priemere okolo 7 %, podarí vyrovnať pravdepodobne najskôr za 5 rokov (Congressional Budget Office, 2009).

Spojené štáty americké vošli do finančnej krízy s rekordne vysokým dlhom, ktorý sa odvtedy ešte zväčšil o miliardy USD. Verejný dlh USA bol v roku 1980 okolo 930 mld USD, čo je približne 33 % HDP. V prvom štvrtroku 2009 sa vyšplhal nad úroveň 11 bil. USD, čiže viac ako 79 % HDP. Za 28 rokov sa zväčšil o 1 150 %, pričom sa vplyvom fiškálnych stimulov môže jeho úroveň v dlhodobom horizonte zvýšiť až k hranici 100 % HDP (Executive Office of the President of the USA, 2009).

V roku 1980 mali USA HDP na úrovni 2,8 bil. USD a v súčasnosti je to 14 bil. USD. Hrubý domáci produkt sa od roka 1980 zvýšil o približne 500 %. Z toho vyplýva, že verejný dlh rástol v USA približne dvakrát tak rýchlo ako HDP, čo bol dlhodobo neudržateľný trend.¹¹ Situácia dospela do súčasného stavu po približne tridsiatich rokoch, a preto môžeme predpokladať, že na potenciálny prechod do fázy oživenia bude konjunktúra potrebovať ešte väčší fiškálny stimul a vplyv pozitívnych externalít ako doteraz.

Dôležitým faktorom recesie je spotrebiteľský dlh, ktorý sa v roku 1980 pohyboval na úrovni 350 mld USD a v súčasnosti dosiahol hodnotu okolo 2,6 bil. USD, čo je rast o približne 740 % za 28 rokov. Revolvingový úver sa zvýšil za rovnaké obdobie o 1 750 %, z úrovne 56 mld USD na 982 mld USD. Medián reálneho príjmu domácností bol v roku 1980 na úrovni 41 258 USD, pričom v roku 2007 to bolo 50 233 USD, takže za necelých tridsať rokov sa zvýšil len o 22 % (FRED, 2009). Teória predpokladajúca, že zo znižovania daní a iných výhod pre firmy a bohatých jednotlivcov budú profitovať aj

¹⁰ Bez fiškálneho a monetárneho stimulu by bol pokles ešte väčší.

¹¹ Aj napriek postaveniu USD ako hlavnej rezervnej meny.

široké vrstvy obyvateľstva, má svoje trhliny. V osemdesiatych rokoch boli úspory domácností ešte na úrovni okolo 12 %. V roku 2006 sa vplyvom stagnácie dôchodkov dostali po dlhodobom poklese na nulové hodnoty, z ktorých sa im podarilo odraziť až vplyvom negatívnych dopadov prebiehajúcej recesie.

Pri raste nezamestnanosti, stagnácii rastu miezd, poklese cien nehnuteľností a majetku, americkí spotrebitelia začínajú viac šetriť a splácať dlhy. Výsledkom je podkopanie základov konjunktúry ekonomiky, ktorej 72 % závisí od spotrebiteľských pôžičiek a výdavkov. Nulové úspory preto neboli ničím prekvapujúcim. Keďže spotrebitelia zaznamenali za posledných tridsať rokov len minimálny rast miezd, na udržiavanie a zvyšovanie svojej životnej úrovne využili lacné úvery a dostupné zadlžovanie sa.

Je zrejmé, že spotrebitelia a vláda sa zadlžovali až do krajnej miery. Jediným východiskom z prebiehajúcej recesie sa stalo zníženie výdavkov, splatenie dlhov a zvýšenie úspor. Dôležitým faktorom budúceho vývoja je z tohto pohľadu starnutie obyvateľstva. Starší ľudia tesne pred dôchodkom prišli v minulom roku v priemere o 27 % zo svojich dôchodkových účtov.¹² Starnúce obyvateľstvo, ktoré má nízke, alebo dokonca žiadne úspory na dôchodok, bude mať väčšiu tendenciu k obmedzovaniu spotreby a zvyšovaniu úspor.

Pomerne veľké straty na majetku domácností zaznamenané v posledných mesiacoch by pravdepodobne neboli nijako nahradené, keby sa štát nepodujal na poskytnutie fiškálnej pomoci aj pre nefinančný sektor. Na základe tejto pomoci sa ukazuje, že napríklad automobilový sektor je pre vládu USA rovnako dôležitý ako banky a iné finančné spoločnosti. Automobilky a reálny sektor nemajú pre štát význam len z hľadiska zamestnanosti a dopytu obyvateľov po úveroch, ale aj z hľadiska dôchodkového sporenia.

Trhy s akciami a nehnuteľnosťami

Indexu DJIA trvalo 27 rokov, pokým dosiahol v októbri 2007 hranicu 14 000 bodov a je otázne, koľko rokov bude trvať, kým sa mu podarí vyrovnať doterajšie straty z poklesu okolo 50 %. Tento proces môže viesť

¹² Nehovoriac o stratách na majetku v dôsledku poklesu cien nehnuteľností.

k oneskoreniu expanzie hospodárskeho cyklu a predĺžiť obdobie stagnácie rastu HDP. Vývoj akciového trhu v USA so sebou prináša charakteristiky komplementárne s predchádzajúcim vývojom v Japonsku. Na konci roka 1989 dosiahol japonský akciový index Nikkei rekordné hodnoty nad 38 000 bodov, pričom teraz sa pohybuje okolo hodnoty 8 000 bodov. Napriek tomu, že od roka 1989 zaznamenal Nikkei viacero fáz expanzie a vysokého rastu, za dve desaťročia sa prepadol o viac ako 80 %. Na súčasnej úrovni sa index nachádzal pred 26 rokmi, teda v roku 1983.

Podobný scenár sa napíňa aj v USA, keďže ceny akcií tu už jedno desaťročie stratili. Index Standard and Poor 500 mal v roku 2000 hodnotu okolo 1 550 bodov. O sedem rokov neskôr sa jeho hodnota prakticky nezmenila a bola okolo 1 500 bodov. Koncom marca 2009 sa index prepadol na úroveň 758 bodov, čo znamená, že počas 12 rokov stratil všetko zo svojho dlhoročného zhodnocovania a vrátil sa na hodnoty z roku 1997. Rovnaký scenár sa naplnil aj v súvislosti s vývojom indexu Dow Jones Industrial Average, ktorý sa s hodnotou okolo 7 000 bodov vrátil v marci 2009 o 12 rokov naspäť. Z pohľadu predchádzajúcich skúseností Japonska môžeme predpokladať, že pokiaľ sa zodpovedné autority USA vydajú rovnakou cestou ako Japonsko v deväťdesiatych rokoch,¹³ akciové trhy v USA môžu zaznamenať aj druhú stratenú dekádu. Komplementárne s tým, ako vláda USA pokračuje v poskytovaní miliárd dolárov firmám, ktoré sú príliš veľké na bankrot, dopyt po finančných nástrojoch sa obracia od akcií smerom k firemným dlhopisom. Zatiaľ čo majitelia akcií nemajú z vládnej pomoci zvyčajne žiaden prospech, majitelia dlhopisov môžu po oživení firmy zaznamenať bezpečnejšie zhodnotenie¹⁴ svojej investície, pretože firmy budú prednostne vyplácať veriteľov a až potom akcionárov.

Jedným z kľúčových fenoménov prebiehajúcej krízy je sektor bývania. Neracionálne správanie ekonomických subjektov viedlo k jeho najväčšej expanzii v histórii. Kupujúci boli presvedčení o výhodnosti a bezpečnosti refinancovania hypoték, čím sa podporovali špekulatívne tendencie v ekonomike. Ceny nehnuteľností sa viac ako storočie vyvíjali v súlade s indexom

¹³ Nulové úrokové miery a vysoké výdavky štátu.

¹⁴ Dlhopisy ponúkajú menšie riziko pri aktuálne porovnateľných, alebo vyšších výnosoch ako akcie.

spotrebiteľských cien, ale boom na trhu nehnuteľností z rokov 2000 a 2006 sa extrémne vymykal zo svojho dlhodobého trendu, čím sa vytvoril priestor na dramatický pád cien nehnuteľností potrebný na nastolenie rovnováhy (IMF, 2009). Celý proces vyrovnávania dosahovania rovnovážnej ceny sa odďaľuje, pretože vláda sa snaží intervenovať do trhových síl a väzieb medzi ponukou a dopytom.

Veľké hypotekárne spoločnosti Fannie Mae a Freddie Mac, založené štátom, neskôr sprivatizované a teraz opäť zoštátnené, majú za úlohu zlepšovať dostupnosť bývania. Zo svojich zdrojov, ktorými sú nízko úročené štátom garantované dlhopisy, odkupovali hypotéky. V dôsledku toho banky poskytovali hypotéky pri minimálnom riziku. Spoločnosti Fannie Mae a Freddie Mac však nekupovali len rizikové hypotéky, ktoré podporovali bývanie pre nízko príjmové skupiny obyvateľstva, ale aj špekulatívne hypotéky, motivované rastom cien nehnuteľností. Pri raste dopytu po hypotékach by sa na voľnom trhu musela úroková miera zvýšiť. Znižovanie úrokových mier podporoval Federálny rezervný systém (FED) prostredníctvom skupovania štátnych obligácií, čo vo veľkej miere prispelo k prehĺbeniu hypotekárnej krízy.

Schéma podpory hypoték v USA, prostredníctvom kvázi štátnych finančných inštitúcií a intervencií, sa neukázala ako najvhodnejšia, keďže je evidentné, že centrálna riadená úroková miera nemusí korešpondovať s hodnotami, kam by ju zdravo viedol voľný trh. Pri hypotekárnej kríze v Japonsku klesali ceny domov až 14 rokov, pričom z hľadiska stagnácie trhu s nehnuteľnosťami v USA je zrejmé, že ceny domov tu ešte ani po troch rokoch poklesu nedosiahli svoje dno. Z tohto hľadiska je otázne, do akej miery by mohla konjunktúru ekonomiky, a hlavne americké domácnosti ovplyvniť dekáda poklesu cien nehnuteľností.

Deformácie trhových síl

Vláda svoju snahu o naštartovanie úverových tokov podporila aj získaním kontroly nad niektorými dôležitými finančnými inštitúciami, pričom vládni byrokrati majú vplyv na poskytovanie úverov či poistenia alebo hypoték. Ekonomika USA je závislá od spotreby do takej miery, že jej podpora, aj za cenu zoštátnenia, sa ukazuje byť jediným riešením, ako oživiť hospodársky

cyklus. Pri nezmenenom poskytovaní úverov pre nízko príjmové skupiny obyvateľstva a ďalšom hromadení derivátov cenných papierov sa môže v USA opakovať scenár, ktorý prispel k vzniku terajšej krízy.

Táto problematika má úzku súvislosť aj s morálnym hazardom a fungovaním pôsobenia trhových síl. Hypotekárne spoločnosti sú nútené poskytovať úvery chudobnejším vrstvám obyvateľstva a garancie rizikovým klientom. Federálny rezervný systém tieto úvery odkupuje za plnú cenu a zahŕňa ich do svojej bilancie, čo vedie k tomu, že zlé aktíva sa vo finančnom systéme naďalej hromadia.

Nesolventné banky, alebo automobilky, si udržiavajú pozíciu na trhu, ktorú by mohli zaujať ich konkurenti. Táto stratégia narúša fungovanie trhového mechanizmu, nevedie k želateľnému rastu finančného sprostredkovania a oživeniu ekonomického rastu. Tým, že sa umelo predlžuje nerovnovážna situácia na trhu, nedochádza k dôslednému procesu transformácie a tlak na racionalizáciu a reštrukturalizáciu výrobných kapacít je nedostatočný.

V súvislosti s finančnou krízou a morálnym hazardom treba spomenúť aj podiel ratingových agentúr a dozorujúcich inštitúcií, ktoré si svoje funkcie neplnili zodpovedne. Morálny hazard je v tom, aký signál dostali trhy, keď vidia štát veľkoryso zachraňovať banky a poisťovne, pričom im ponecháva zisky a ich straty hradí¹⁵ prostredníctvom peňazí daňových poplatníkov. Z tohto pohľadu je pravdepodobné, že finančné subjekty sa ani v budúcnosti nebudú vyhýbať neprimerane vysokému riziku. V tejto súvislosti môžeme zo strany reformovaných dozorujúcich inštitúcií očakávať prísnejšiu reguláciu finančných trhov a subjektov, čo však môže vyvolať požiadavky na podobnú reguláciu aj zo strany iných sektorov ekonomiky, napríklad na trhu s potravinami. Tak či onak, ide o vážny zásah do pôsobenia trhových síl.

Fiškálna a monetárna pomoc

Vláda a FED do apríla 2009 minuli, požičali, alebo poskytli záruky na boj s najdlhšou recesiou od tridsiatych rokov minulého storočia celkovo viac ako 12 bil. USD, čo je len mierne pod hodnotou HDP vytvoreného v minulom

¹⁵ Pri tom, ako sa vláda snaží banky finančne posilniť.

roku.¹⁶ Tieto prostriedky sa budú musieť v budúcnosti uhradiť aj prostredníctvom vyšších daní.

Medzi opatrenia vlády a FED-u môžeme okrem nízkych úrokových mier, priamej podpory spotrebiteľov a vlastníkov nehnuteľností zaradiť aj znárodnenie hypotekárnych gigantov Fannie Mae a Freddie Mac, poisťovne AIG či banky City Group a iné, ďalej garancie na produkty peňažného trhu, poisťovanie vkladov, finančnú pomoc bankám a úverovým trhom, funkciu veriteľa poslednej inštancie, rast ponuky USD a v neposlednom rade aj pomoc korporátnemu sektoru, hlavne automobilkám Chrysler a GM.

Stratégia nulových úrokových mier, ktorá by mala motivovať spotrebiteľov k novým pôžičkám a spotrebe je však z dlhodobého hľadiska neudržateľná. Predovšetkým z dôvodu pokračovania života na dlh,¹⁷ ako aj preto, lebo takto sa penalizujú hospodári ľudia, ktorí by chceli viacej šetriť. Spotrebiteľia teraz, prirodzene, inklinujú k tomu, aby svoj dlh splácali a aby zvýšili tvorbu vlastných úspor. Môžeme predpokladať, že čím skôr sa tento proces zavŕši,¹⁸ tým skôr bude môcť ekonomika prejsť do fázy udržateľnej expanzie hospodárskeho cyklu.

Nesolventné banky sú nútené požičiavať peniaze firmám a spotrebiteľom, ktorým hrozí bankrot či vyvlastnenie. Spojené štáty americké sa chcú dostať z najväčšej krízy dlhu vo svojej histórii ďalšími pôžičkami a spotrebou. Vláda sa v súčasnosti zadlžuje bez ohľadu na fakt, že v budúcnosti bude potrebovať ďalšie prostriedky na vyrovnávanie dôchodkových nerovnováh. Desaťročia akumulovaný dlh spotrebiteľov, bánk, firiem a štátu nebude možné len tak ľahko odbúrať. Nielen z toho dôvodu, že ho bude treba splatiť, alebo odpísať, ale aj preto, lebo ak sa ekonomika dostane do recesie aj z dôvodu fiškálnej nerovnováhy, ešte väčšia fiškálna nerovnováha bude proces prispôsobovania odďaľovať.

Projekty na podporu ekonomiky, ktoré chce realizovať vláda, sú do istej miery problematické, hlavne v súvislosti s morálnym hazardom, ktorý vytvárajú. Poskytnutím peňazí daňových poplatníkov na záchranu bánk a firiem, ktoré urobili zlé podnikateľské rozhodnutia, sa prakticky obchádza fakt, že

¹⁶ Okolo 14,2 bil. USD v roku 2008.

¹⁷ Systém, ktorý USA do dnešnej situácie doviedol.

¹⁸ Teda keď domáce úspory začnú vytvárať nové investície.

fundamenty ekonomiky USA nie sú zdravé. Vláda svojimi krokmi podporuje tvorbu nového dlhu, ktorý bol hlavnou príčinou prebiehajúcej finančnej krízy. Spojené štáty americké by mali zásadne prehodnotiť svoju stratégiu rozvoja na dlh, čo je však neľahká úloha, pretože ekonomika USA je od domácej spotreby závislá a jej celková životná úroveň je na zadlžovaní postavená. Vláda a centrálna banka sa snažia podporiť agregátny dopyt a oživiť úverové toky, pretože všeobecný príklon k úsporám by mohol viesť k ešte väčšiemu dlhodobému prepadu ekonomickej aktivity.

Ani bezprecedentné intervencie štátu však nemusia stačiť na to, aby zabránili niekoľkoročnej recesii a zaplnili medzeru v outpute, ktorá vznikla medzi tým, čo je ekonomika USA schopná vyprodukovať, a tým, čo je naozaj schopná aj predať. Congressional Budget Office predpokladá, že v nasledujúcich dvoch rokoch by sa mal ekonomický output pohybovať približne 7 % pod svojim potenciálom, čo predstavuje stratu na domácom produkte približne 2,1 bil. USD, pričom to môže byť v konečnom dôsledku aj viac. Balíček pomoci v objeme 780 mld USD, ktorý tvoria verejné výdavky len zo 60 %, ¹⁹ nebude stačiť na vyrovnanie ani polovice z odhadovaného prepadu outputu. V tomto smere zrejme prevládli obavy z rastu štátneho dlhu, čo však necháva ekonomiku v stave konjunktúry, ktorá sa príliš nezvďaľuje od tej z deväťdesiatych rokov v Japonsku. Je pravdepodobné, že pri snahe o skrátenie recesie bude musieť vláda realizovať ďalšie programy fiškálnych stimulov.

O potrebe väčšieho fiškálneho stimulu hovoria aj viaceré odborné organizácie v USA, medzi inými aj Americká spoločnosť civilných inžinierov (ASCE), ktorá reprezentuje 160 000 inžinierov z celých USA a každé štyri roky hodnotí úroveň infraštruktúry v krajine. Táto odborná organizácia konštatovala výrazné podfinancovanie infraštruktúry, na obnovu ktorej nemôže navrhovaný balíček stačiť. V dôsledku podfinancovania sú v havarijnom stave cesty, mosty, energetická rozvodná sieť, dodávky vody, školy aj dopravné systémy. Podľa odhadov sa náklady na opravy rozpadajúcej sa verejnej infraštruktúry zvýšili z 1,7 bil. USD v roku 2005, na súčasných približne 2,2 bil. USD. Môžeme hovoriť aj o infraštruktúrnej kríze, ktorá ohrozuje budúcu

¹⁹ Zvyšných 40 % predstavujú zníženia daní.

prosperitu USA. Plánovaný fiškálny stimul tak môže podporiť zamestnanosť a priniesť istú pomoc v boji s recesiou, avšak zanedbaná infraštruktúra USA potrebuje oveľa väčšie výdavky (ASCE, 2009).

Deflácia

Deflácia sa v USA najčastejšie prejavuje ako kontrakcia objemu dostupných peňazí alebo úveru, ktorá vedie k všeobecnému poklesu cien v ekonomike. V súčasnosti sme svedkami tak všeobecného poklesu cien, ako aj obmedzenia dostupnosti úverov. Ešte v lete 2008 boli ceny ropy okolo 150 USD za barel a inflácia na vzostupe. Ropa dnes stojí okolo 60 USD za barel a konjunktúre hrozí deflačná špirála, pri ktorej obyvatelia odkladajú svoje spotrebné výdavky. Pokiaľ by mal tento trend pokračovať, výsledkom by mohla byť dlhoročná depresia.

Ukazovatele maloobchodných a veľkoobchodných cien naznačujú jednoznačné posilnenie deflačných tlakov. Index veľkoobchodných cien sa znižoval už od konca tretieho štvrťroka 2008 a potom opäť v marci a apríli 2009, čo dokumentuje pretrvávajúce deflačné tlaky v ekonomike. Podobný vývoj a pokles zaznamenal aj index spotrebiteľských cien (CPI). Deflácia predstavuje pre ekonomiku najväčšie riziko od Veľkej hospodárskej krízy. V októbri 2008 sa veľkoobchodné ceny (PPI) znížili najviac od rokov 1920 – 1921. Súčasný vývoj predstavuje v poradí minimálne desiate obdobie niekoľkomesačnej deflácie za posledných šesťdesiat rokov (FRED, 2009). Opakovanie fáz deflácie, aj s ich vyvrcholením v súčasnom cykle, nepotvrďuje predstavy o tom, že deflačné tlaky by sa v ekonomike USA podarilo definitívne utlmiť.

Samotný pokles cien nie je pre domácnosti a spotrebiteľov až takou zlou správou, avšak sú tu prítomné procesy, ktoré v kombinácii s poklesom cien zhoršujú dôsledky recesie. Ide predovšetkým o vysoký pomer úverov k HDP, veľké zmeny v nadhodnotených cenách nehnuteľností a akcií. Federálny rezervný systém sa snaží oslabiť deflačné tlaky prostredníctvom monetárnej stratégie neobmedzeného zvyšovania ponuky USD, ktorá je postavená na predpoklade, že investori z Číny, Japonska, krajín exportujúcich ropu a iných, budú aj naďalej pokračovať v nakupovaní amerického dlhu. Táto stratégia

sa však môže ukázať ako krátkozraká, pretože zahraniční investori môžu svoj postoj zmeniť. K obratu dôjde hlavne pri výraznejšom poklese USD či raste miery inflácie v USA, v dôsledku čoho by sa zmenšil objem reálneho dlhu vlastneného zahraničnými investormi. Znehodnotenie dlhu prostredníctvom inflácie alebo oslabenia USD je zo strany Spojených štátov amerických pravdepodobný scenár a v tejto súvislosti by sme mohli očakávať rast predaja relatívne nízko úročených cenných papierov štátu a USD všeobecne. Kroky a nástroje, ktoré Federálny rezervný systém teraz využíva proti deflácií, budú mať neskôr ďalšie konzekvencie a môžu potenciálne spôsobovať nové problémy.

Záver

Ekonomika USA sa po mnohých rokoch nedostatočnej regulácie a života na dlh dostala do najhoršej recesie od Veľkej hospodárskej krízy v tridsiatych rokoch minulého storočia, čo naznačuje, že nejde len o cyklické spomalenie a recesiú, ale o systémovú krízu. Pomerne často sa ako jej príčina spomína USD v postavení rezervnej meny, čo malo vplyv na hospodársky cyklus ekonomiky USA, ktorej závislosť od zahraničných úspor začala v druhej polovici deväťdesiatych rokov ohrozovať rovnováhu globálnej ekonomiky. Jadro problémov je však pravdepodobne v spôsobe, akým Federálny rezervný systém vytvára ponuku peňazí. Oslabenie regulácie a zrušenie Glassovho-Steagallovho zákona otvorilo priestor pre nové zdroje hotovosti, finančné inovácie a deriváty cenných papierov. Banky sa teraz môžu svojich úverových rizík zbaviť prostredníctvom sekuritizácie, čo podporuje poskytovanie pôžičiek aj klientom, ktorí majú veľmi nízku bonitu. To má veľký hospodárskopolitický význam, pretože vo svetle prehlbovania diferenciácie dôchodkov sa potenciál oslabovania spotreby a hromadenia zásob darilo utlmiť predovšetkým monetárnou politikou lacných peňazí, čím sa v podstate začal americký život na dlh. Neadekvátne kúpna sila spotrebiteľov vytvorená zadlžovaním bola zapríčinená dve desaťročia trvajúcou stagnáciou miezd stredných a nižších vrstiev obyvateľstva, čo sa vzhľadom na finančnú krízu ukázalo ako veľmi zlá východisková pozícia.

Hospodársky vývoj Japonska

Keď sa v poslednom štvrtroku 2008 HDP v Japonsku medziročne prepadol až o 12 %, ekonomické podmienky sa zhoršili a hospodársky cyklus prešiel do recesie. Optimistickejšie odhady rastu reálneho HDP vo fiškálnom roku 2009,²⁰ zo strany Japonskej centrálnej banky, hovoria o medziročnom poklese²¹ okolo -3,5 %, avšak napríklad OECD očakáva pokles až okolo -6,5 %. Deflačné tlaky merané podľa indexu spotrebiteľských cien by sa mali v rokoch 2009 a 2010 udržať pod -1 %.

Tabuľka 1.11

Japonsko – dopyt, output a ceny (2005 – 2010)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Súkromná spotreba	285,9	1,5	0,7	0,5	-1,4	-0,5
Spotreba vlády	90,6	0,4	2,0	0,9	2,4	2,9
Hrubé fixné investície	116,9	0,5	1,1	-4,6	-10,5	-1,9
Verejné ¹	22,9	-5,7	-7,0	-6,2	5,4	-4,6
Na bývanie	18,2	0,5	-9,3	-6,9	-2,8	0,7
Iné	75,7	2,3	5,8	-3,7	-16,0	-1,6
Tvorba zásob ²	1,4	0,1	0,3	-0,1	0,0	0,0
Celkový domáci dopyt	494,8	1,2	1,3	-0,8	-2,8	-0,1
Export tovarov a služieb	71,9	9,7	8,4	1,7	-26,4	-2,0
Import tovarov a služieb	65,0	4,2	1,5	1,1	-4,8	0,7
Čistý export ²	7,0	0,8	1,1	0,1	-3,8	-0,3
HDP	501,7	2,0	2,4	-0,6	-6,6	-0,5
Index spotrebiteľských cien	-	0,2	0,1	1,4	-1,2	-1,3
Nezamestnanosť	-	4,1	3,9	4,0	4,9	5,6
Bilancia vlády ³	-	-1,6	-2,5	-2,6	-6,8	-8,4

¹ Vrátane štátnych podnikov.

² Príspevok k tvorbe HDP.

³ Ako % HDP.

Poznámka: Rok 2005 (v bil. jenov, b. c.); roky 2006 – 2010 (zmena za rok v %).

Prameň: OECD (2009b).

Prebiehajúca recesia je najhoršou po druhej svetovej vojne. V dôsledku globálnej finančnej krízy sa prudko znížil export a fixné investície firiem. Podstatne sa zvýšil výmenný kurz jenu, v dôsledku čoho sa zhoršila ziskovosť

²⁰ Začal sa v apríli 2009.

²¹ Najväčšom za posledných 50 rokov.

firiem a ceny akcií sa v priemere prepadli približne o polovicu. Hospodársky pokles by sa mal v roku 2010 vplyvom očakávaného posilnenia domáceho a zahraničného dopytu podstatne spomaliť, avšak ekonomika zostane aj naďalej pod úrovňou svojho potenciálu.

Ak aj indikátory vývoja spotrebiteľských cien za minulý rok 2008 neindikovali defláciu, pri takom širokom spektre poklesu príjmov, majetku a domáceho dopytu sa ukazuje, že deflačné tlaky nemôžeme v Japonsku podceňovať. Deflácia sa najvýraznejšie prejavovala v období 1999 – 2003, ale aj potom, v roku 2005. V roku 2008 Japonsko po dlhom čase nezaznamenalo ani jeden mesiac záporného rastu cien, naopak, inflácia sa vyšplhala na svoje desaťročné maximum. Najnovšie ukazovatele však indikujú opätovné posilnenie deflačných tlakov vo februári a v marci 2009, čo naznačuje, že ekonomika Japonska sa ani po náznakoch zlepšenia z predchádzajúceho roka nedokázala zbaviť dlhodobej deflačnej psychológie.

Jedným zo sprievodných faktorov²² tohto procesu je pokles spotreby japonských domácností, ktorý súvisí s ich nie najlepšimi skúsenosťami. Rekapitalizácia finančných inštitúcií, verejné investície, sociálna pomoc či znižovanie daní síce pomohli pri stabilizácii konjunktúry, nestačili však na udržanie expanzie hospodárskeho cyklu. Po prepade súkromného dopytu bol rast HDP od konca roku 2007 ťahaný predovšetkým zahraničným dopytom a exportom. Pesimizmus umocňuje rastúci verejný dlh (170 % HDP) a dlhodobý postoj japonských spotrebiteľov môže pravdepodobne zmeniť len konsolidácia hospodárenia štátu a dôsledné reformy.

Rast súkromnej spotreby sa znižoval už od roka 2006. Pritom pokles spotrebiteľskej dôvery a súkromných výdavkov mal negatívny vplyv hlavne na malých a stredných podnikateľov. Ku koncu roka 2008 klesli spotrebné výdavky na medziročnej báze po prvýkrát od rokov 1997 – 1998, čo súvisí s rastom nezamestnanosti, prácou na kratší úväzok a so všeobecným poklesom dôchodkov obyvateľstva. Očakávania domácností prestal v roku 2008 pozitívne ovplyvňovať rast zamestnanosti z rokov 2005 – 2007. Zastavil sa prírastok nových zamestnancov na plný úväzok, čo situáciu na trhu práce priblížilo k fáze rastu nezamestnanosti z prvej polovice tohto desaťročia. Miera nezamestnanosti sa v marci 2009 zvýšila na 4,8 %, čo je najviac

²² Okrem posilňovania jenu a poklesu cien aktív.

od augusta 2004. Počet nezamestnaných sa medziročne zvýšil o 25 %, na 3,35 milióna osôb a počet zamestnaných klesol o 1,4 %, na 62,45 mil. osôb (Statistics Bureau, 2009).

Reálne dôchodky domácností by mal podporiť pokles cien spotrebných tovarov a služieb, pričom dôveru spotrebiteľov by mali do istej miery zlepšiť aj prijaté opatrenia vlády. Oživenie súkromnej spotreby však v rokoch 2009 – 2010 s najväčšou pravdepodobnosťou nemôžeme očakávať a aj potom sa budú spotrebiteľské výdavky zvyšovať len postupne. Indikátorom rastu zamestnanosti a zlepšenia dôchodkovej situácie domácností by mal byť v budúcnosti rast ziskov firiem.

Vyhliadky na exportom ťahanú konjunktúru japonskej ekonomiky sa vzhľadom na pokles zahraničného dopytu v roku 2008 zhoršili, k čomu prispela aj apreciácia výmenného kurzu jenu. Pri posilnení tlakov na oslabenie USD sa môže výmenný kurz v roku 2009 dostať až pod hranicu 80 jenov za jeden USD. To by bol vážny zásah do ziskových marží veľkých firiem, v dôsledku čoho by index Nikkei mohol klesnúť ešte viac ako doteraz.²³ Môžeme predpokladať, že v takom prípade by už zodpovedné authority proti apreciácii intervenovali. Pri poklese exportu a domáceho dopytu nemá konjunktúra japonskej ekonomiky na čom stavať a v konečnom dôsledku sa môže dostať do dlhodobého cyklu negatívneho rastu HDP, ktorý by mohol trvať až do konca roku 2010.

Podnikateľský sektor

Všeobecné zhoršenie ziskov firiem²⁴ viedlo banky k sprísneniu úverových podmienok a spôsobuje problémy s financovaním, čo firmy a banky odrádza od rizikovejších investícií. Po prijatí viacerých podporných opatrení a pri pokračovaní akomodatívnej monetárnej politiky môžeme očakávať mierny rast ponuky peňazí, nielen bankových úverov, ale aj komerčných cenných papierov a firemných dlhopisov. Prebiehajúca recesia komplikuje finančné sprostredkovanie a oživenie podnikateľského sektora aj zo strany

²³ Index Nikkei sa v apríli 2009 medziročne znížil o 35,9 % a od svojho vrcholu v júli 2007 klesol až o 51,2 %.

²⁴ Väčšie ako v rokoch 1990 – 1993.

oslabeného zahraničného dopytu. Po prípadnom oživení rastu zahraničného dopytu (2010) sa môže export stať potenciálnym ťahúňom konjunktúry japonskej ekonomiky.²⁵ Väčšia ekonomická aktivita a zisky firiem potom môžu prispieť k zlepšeniu úverových tokov v ekonomike a k oživeniu konjunktúry domácich finančných trhov.

Väčšina exportérov z rozvíjajúcich sa ekonomík ázijského regiónu má však oproti Japonsku konkurenčnú výhodu v tom, že ich meny sa na rozdiel od posilňujúceho sa jenu oslabili. Od októbra 2008 do marca 2009 poklesol japonský export o 40 %, pričom najvýraznejšie sa znížil export tovarov dlhodobej spotreby, automobilov a kapitálových tovarov, ale nezanedbateľný pokles zaznamenali aj segmenty elektroniky a polotovarov. Všeobecné zhoršovanie ziskov firiem od roka 2006 sa podpísalo pod pokles fixných investícií firiem, ktoré v roku 2008 klesli o 4 % a v roku 2009 by sa mali znížiť až o 15 % (Bank of Japan, 2009a).

Pri predpokladanom útlme domáceho súkromného dopytu budú vyhliadky konjunktúry v krátkodobom horizonte závisieť od toho, do akej miery sa podarí oživiť zahraničný dopyt a zlepšiť situáciu na finančných trhoch. Pre udržateľnosť konjunktúry je dôležitá stabilizácia finančných trhov, rovnako ako aj odbúranie nadmerných kapacít a nadhodnotených cien aktív, ktoré sa v ekonomike vytvorili po roku 2005. Pokiaľ by sa nenaplnili očakávania a zahraničné ekonomiky by v budúcom roku neprešli do fázy oživenia hospodárskej aktivity, môžeme očakávať, že nerovnováha medzi finančným a reálnym sektorom bude spolu s poklesom cien aktív pokračovať.

Deflácia

Vplyv globálnej krízy na oslabenie inflačných tlakov je zreteľný už od októbra 2008, keď sa rast spotrebiteľských cien znížil na 1,9 %, oproti 2,3 %-ému rastu v septembri. V roku 2009 sa očakáva záporný rast cien tak pri veľkoobchodných cenách,²⁶ ako aj pri maloobchodných cenách. Okrem rastu nezamestnanosti²⁷ hrozí ekonomike v recesii aj kolaps agregátneho dopytu,

²⁵ Pri stále oslabenom domácom dopyte.

²⁶ Vplyv externých faktorov, pokles cien ropy a iných surovín.

²⁷ Nezamestnanosť sa v marci 2009 zvýšila na 4,8 %, čo je najviac od augusta 2004.

zapríčinený poklesom výdavkov spotrebiteľov a znižovaním cien výrobcov. Silnejúce deflačné tlaky v ekonomike indikuje nerovnováha medzi ponukou a dopytom a medzera v outpute, ktorá sa v roku 2008 prudko zväčšila.

Kombinácia oslabeného domáceho dopytu a importu lacných tovarov²⁸ môže viesť k dlhodobejšiemu poklesu cien a naštartovať potenciálnu deflačnú špirálu. Centrálna banka a vláda sa preto snažia zvyšovať ponuku peňazí. Monetárna báza, teda bankové peniaze v hotovosti, bola v januári 2009 vyššia o 26,7 % a vo februári až o 35,4 % ako pred rokom (Bank of Japan, 2009b).

Niektoré dlhodobé faktory podporujúce deflačné tendencie však nie je možné odbúrať. Napríklad starnutie obyvateľstva a z toho vyplývajúci oslabený domáci dopyt. Japonsko sa snaží problém nedostatočného dopytu riešiť prostredníctvom inovácií a vývoja nových produktov, ktoré sú šité na mieru starším ľuďom. Z iného uhla pohľadu je zrejmé, že vplyvom nízkej pôrodnosti a starnutia obyvateľstva sa bude znižovať aj množstvo pracovnej sily, čo bude okrem iného pravdepodobne viesť k prehodnocovaniu imigračnej politiky.

Vzhľadom na dané makroekonomické ukazovatele môžeme konštatovať, že súčasné využitie pracovných a výrobných kapacít je pod svojím dlhodobým priemerom. Využitie zdrojov by sa mohlo v priebehu roka 2009 mierne zvýšiť, avšak medzera v outpute zostane negatívna pravdepodobne aj v roku 2010. Po očakávanom oživení globálneho rastu sa zväčší tlak na rast cien komodít, čo môže mierne zvýšiť maloobchodné a veľkoobchodné ceny. Pokiaľ však bude existovať medzera v outpute, udržateľný trend rastu cien sa pravdepodobne nastolíť nepodarí.

Vývoj cien bude závisieť od stredne- a dlhodobých očakávaní domácností a komplementárnej cenotvorby firiem. V strednodobom horizonte bude rast cien tmiť oslabený agregátny dopyt. Pokiaľ sú firmy a domácnosti pripravené na pokles cien, môžu sa ich očakávania preniesť do potenciálneho poklesu miezd, alebo ich dlhodobej stagnácie. Neistotu do vývoja prinášajú aj ceny importovaných komodít a stratégia centrálnej banky. Na jednej strane, pokles cien surovín²⁹ zväčšuje riziko deflácie, na druhej strane, dlhodobo

²⁸ Podporovaného apreciáciou jenu.

²⁹ Ktorý by mohol nastať v dôsledku neskoršieho oživenia svetovej ekonomiky, ako sa očakávalo.

akomodatívna monetárna politika môže priniesť³⁰ kolísanie ekonomickej aktivity a cien v budúcnosti. Tak ako sa v dôsledku aktívnej protiinflačnej politiky môže ekonomika dostať do fázy rastu deflačných tlakov, v dôsledku protideflačnej politiky sa môže podporovať opačný extrém, rast inflácie.

Apresiasi jenu

Dlhodobý trend posilňovania dovedol výmenný kurz jenu v apríli 2009 až na 98 jenov za jeden USD, pričom takto silný bol od roku 1970 len jedenkrát, v rokoch 1994 – 1995. Posilnenie výmenného kurzu pod úroveň 100 jenov za jeden USD je odrazom preferencií investorov, ktorí do japonských aktív investujú viacej ako predtým. Japonská vláda a centrálna banka voči tomuto trendu neintervenujú, čo môžeme z ich strany vnímať aj ako ústretový krok voči zahraničiu. Jednak preto, lebo tým nepomáhajú vlastnému exportu, ale aj preto, lebo tým de facto ochraňujú americký priemysel pred japonskou konkurenciou.

Posilňovanie jenu vytvára na domácich exportéroch nepríjemný tlak, ktorý môže viesť až k tomu, že svoju výrobu začnú vo väčšej miere presúvať do zahraničia. Tieto kroky by mohli ešte viac skomplikovať situáciu na trhu práce a zvýšiť nezamestnanosť v Japonsku, ktorá by mohla prekročiť hranicu 5,5 % (čo je viac ako rekordných 5,4 % z roku 2002).

Výmenný kurz japonskej meny je v súčasnosti ovplyvnený hlavne tým, že jen sa prestal využívať pri špekulačných obchodoch, k čomu výraznou mierou prispelo zúženie rozptylov úrokových mier medzi Japonskom a zahraničnými ekonomikami. Federálny rezervný systém v USA znížil oficiálne úrokové miery z 5,25 % v auguste 2007 na 0,25 % v apríli 2009. S oneskorením postupovala rovnako aj Európska centrálna banka (ECB), ktorá znížila úrokové miery zo 4,25 % v októbri 2008³¹ na 1,25 % v apríli 2009. Japonská centrálna banka znížila oficiálne úrokové miery z 0,5 % v októbri 2008 na 0,1 % v decembri 2008, ako boli aj v apríli 2009.

³⁰ V kombinácii s vyšším ekonomickým rastom, ako sa očakávalo.

³¹ Pričom ešte v júli 2008 ich zvýšila zo 4 % na 4,25 %, čo svedčí o tom, že centrálna banka neočakávala zhoršenie konjunktúry, naopak, pravdepodobne očakávala rast inflačných tlakov.

Rozptyl úrokových mier medzi Japonskom a USA sa zmenšil z úrovne 4,75 % na 0,15 %. S Európskou úniou to bolo z 3,75 % na 1,15 %. To sú pomerne výrazné zmeny, ktoré sa stali hlavným dôvodom ukončenia špekulačnej investičnej vlny financovanej prostredníctvom obchodov s jenmi. Vzhľadom na úroveň úrokových mier pred začiatkom recesie nemohla japonská centrálna banka znižovať úrokové miery podobným tempom a v porovnateľnom rozsahu ako ECB, alebo FED,³² a preto bol v tomto smere transmisie kurz jenu kontrolovaný externými faktormi. Japonské authority intervenujú proti posilňovaniu jenu hlavne verbálne, intervencie na devízovom trhu môžeme očakávať pravdepodobne až vtedy, ak by sa výmenný kurz dostal na hranicu 90 jenov za jeden USD, alebo ak by mal silný jen viesť k ešte väčšiemu prepadu na akciovom trhu.

Podobne ako v minulosti, aj v budúcnosti sa hospodárska politika a konjunktúra japonskej ekonomiky budú do veľkej miery odvíjať od kurzu jenu. Ak sa kurz teraz stabilizuje a jen nebude pokračovať v apreciácii, môžeme očakávať, že oživenie finančných trhov a hospodárskeho cyklu nastane skôr. Stabilita japonskej meny je v záujme stability celého globálneho finančného systému. Pokiaľ sa trend posilňovania jenu nezmení, japonská centrálna banka sa pravdepodobne nevyhne intervencii, začne domácu menu predávať a kupovať devízy, hlavne z USA. Výrazné zníženie úrokových mier v USA a ich priblíženie japonskej úrovni tomuto scenáru do budúcnosti nahráva.

Nižšie úrokové miery, ako sa zatiaľ ukázalo, nestačili na oživenie konjunktúry hospodárskeho cyklu, ale stačili na krátkodobý rast investícií do rizikovejších cenných papierov, ako sú napríklad akcie. V januári 2009 sa trend posilňovania jenu zastavil nad hodnotou 90 jenov za jeden USD. V ďalších mesiacoch sa jen voči USD oslabil až na približne 99 jenov za jeden USD (apríl 2009), pričom sme boli svedkami obrátenia trendu poklesu akciového trhu a jeho krátkodobého mierneho rastu. Zatiaľ sa ukazuje, že rast akciového trhu bude v Japonsku komplementárny so zastavením posilňovania kurzu meny. Trend posilňovania jenu umocnilo výrazné zníženie úrokových mier v zahraničí. Ak sa však podmienky zmenia a úrokový diferencál medzi Japonskom a USA sa opäť zväčší, môžeme očakávať

³² Zatiaľ čo BOJ (Bank of Japan) znížila úrokové miery len trikrát, ECB znížila úrokové miery deväťkrát za sebou a FED znížil úrokové miery až dvanásťkrát za sebou.

oslabenie tlakov na apreciáciu jenu či novú vlnu špekulačných obchodov s jeni.

Monetárna a fiškálna politika

Po vypuknutí globálnej krízy a vzhľadom na recesiu japonskej ekonomiky sa centrálna banka rozhodla znížiť úrokové miery z 0,5 % na 0,3 %. Monetárne uvoľnenie pokračovalo v decembri 2008 a úrokové miery sa znížili na súčasných 0,1 %. Situácia pri prakticky nulových úrokových mierach vedie centrálnu banku ku kvantitatívnemu uvoľneniu a k netradičným finančným operáciám, ktorými sa snaží podporiť finančné sprostredkovanie a zvýšiť likviditu na trhu. Japonská centrálna banka³³ sa bude v strednodobej budúcnosti pravdepodobne viacej angažovať v obchodoch s aktívami, ktoré patria do tradičného portfólia súkromných finančných spoločností, ako sú komerčné papiere a dlhopisy firiem. Centrálna banka realizovala kvantitatívne uvoľnenie aj v rokoch 1999 – 2006. Rast ekonomiky sa vtedy v dlhodobom horizonte nepodarilo stabilizovať a momentálne je závislý od výdavkov štátu, ktoré sa ukázali ako nie práve najlepšie prostriedok na dlhodobú podporu konjunktúry hospodárskeho cyklu.

Prebiehajúca kríza skomplikovala plnenie cieľa fiškálnej reformy.³⁴ Od roka 2006 sa síce program konsolidácie plnil a znižovali sa výdavky na verejné práce, sociálne poistenie a iné programy, avšak v roku 2008 sa ekonomická a finančná situácia dramaticky zmenila. Znížili sa príjmy rozpočtu, hlavne z podnikových daní, pričom sa vláda snaží rast deficitu kompenzovať emisiou nových štátnych dlhopisov. Keďže ekonomika sa dostala do recesie pomerne nedávno, v poslednom štvrtroku 2008, môžeme predpokladať, že daňové príjmy budú nízke ešte minimálne ďalší rok, čím sa pri predpokladanom raste výdavkov ešte viac zhorší deficit rozpočtu. Pokiaľ vláda nechce, aby ekonomický rast podľahol oslabeniu domácej spotreby a rastu úspor domácností, zvyšovanie výdavkov štátu je pravdepodobne jedinou možnosťou, čo však v prípade dlhodobého ekonomického poklesu nevyhnutne vedie k rastu deficitu rozpočtu a verejného dlhu (170 % HDP).

³³ Podobne ako FED v USA.

³⁴ Plán na dosiahnutie vyrovnaného fiškálneho rozpočtu v roku 2011 sa nepodarí naplniť.

Pri vysokom dlhu nebude fiškálna expanzia pravdepodobne trvať príliš dlho a v strednodobom horizonte by sa rozpočtové hospodárenie malo konsolidovať. Simultánna konsolidácia rozpočtu a fiškálna stimulácia ekonomiky budú klásť nároky na flexibilitu cieľov hospodárskej politiky. Vyvážená disciplína vo výdavkoch štátu sa môže po dlhých rokoch stať dôležitým stabilizačným faktorom udržateľnej konjunktúry hospodárskeho cyklu.

Špekulačné obchody s jenmi

Predtým, ako sa začala finančná kríza, boli špekulačné obchody s jenmi dôležitou súčasťou rizikových investícií v globálnom meradle. V čase expanzie hospodárskeho cyklu, dostatku likvidity, akceptovania väčšieho rizika, rastu cien aktív a dôvery na finančných trhoch, investori profitovali z úrokových diferenciálov a zmien výmenných kurzov, hlavne medzi japonským jenom a USD.

Po skončení politiky kvantitatívneho uvoľnenia sa od júna 2007 začal jen voči USD posilňovať, čo súvisí s procesom prispôsobovania globálnych nerovnováh, ktorý sa odráža vo výmennom kurze JPY/USD. Pri všeobecnom prispôsobovaní nadhodnotených cien aktív sú investori nútení predávať zahraničné aktíva, aby tak mohli splatiť svoje pôžičky v jenoch bez väčších strát.

Od roka 2005 do polovice roka 2007 sa jen voči USD oslaboval. V Japonsku boli krátkodobé úrokové miery na úrovni 0,25 %, zatiaľ čo v USA sa pohybovali okolo 5,5 %. Špekulačné obchody s jenmi začali investori rušiť v druhej polovici roka 2007, keď FED začal so znižovaním úrokových mier. Poklesli krátkodobé investície do aktív denominovaných v jenoch, klesli pôžičky zahraničných bánk a v neposlednom rade sa zmenšil objem zahraničných aktív vlastnených japonskými domácnosťami, čo súviselo s apreciáciou jenu, poklesom relatívnych cien aktív a s preferenciou likvidity.

V roku 2008 sa tempo apreciácie zrýchlilo, čo malo okrem poklesu exportu negatívny vplyv aj na finančné trhy, hlavne hedžové fondy a veľké banky, ktoré zaznamenali vysoké straty. V roku 2008 stratil priemerný hedžový fond okolo 20 % z hodnoty svojich aktív (The Economist, 2008). To viedlo k pozastaveniu špekulačných obchodov a nadväzujúcich finančných operácií, čo zväčšilo riziká pre celý finančný systém. Finančné spoločnosti

potrebovali priestor na reštrukturalizáciu svojich portfólií, a preto Federálny rezervný systém v USA zrýchlil monetárnu expanziu. Tým ale zmenšila úrokový diferenciál medzi USA a Japonskom a špekulačné obchody s jenmi stratili opodstatnenie. Následný rast dopytu po jenochoch ešte viac podporil trend jeho apreciácie.

Pri pretrvávajúci nízkych úrokových diferenciáloch medzi Japonskom a USA a pri dlhodobom odklone od rizikových investícií³⁵ môžeme očakávať, že absencia faktorov, ktoré v minulosti spomaľovali apreciáciu, bude viesť k väčšiemu kolísaniu výmenného kurzu japonskej meny. Hoci výmenný kurz podlieha dlhodobému trendu apreciácie, japonská vláda sa mu vždy bráni-la³⁶ a budúca hodnota jenu sa môže krátkodobo znižovať.

Podobný scenár sa odohral aj v roku 1998, keď centrálna banka v Japonsku počas ázijskej krízy znížila úrokové miery na 0,25 % a jen sa v auguste 1998 prudko oslabil, až na úroveň okolo 144 za jeden USD. Kríza ruského dlhu³⁷ prispela k nedostatku likvidity a zhoršeniu podmienok na globálnych finančných trhoch. Poklesli ceny aktív a vo svetle rastúcich strát museli dlžníci svoje záväzky splácať predčasne. V tejto fáze začal jen apreciovať a špekulačné obchody sa zastavili.³⁸ V októbri 1998 japonská vláda oznámila plán rekapitalizácie domácich bánk, čo ešte viac podporilo trend zhodnocovania výmenného kurzu jenu.

Jen zaznamenáva porovnateľne prudké výkyvy aj v súčasnosti. Rast dopytu po jenochoch vedie k apreciácii jeho kurzu, ktorá podporuje predčasné splácanie rastúcich dlhov. Investori sa snažia splatiť svoje dlhy ešte predtým, než dôjde k ďalšiemu posilneniu výmenného kurzu. To vedie k rýchlejšej zmene cien na devízových trhoch a prehľbuje straty na akciových trhoch. Negatívny vplyv apreciácie jenu na vývoj akciového trhu dopĺňa vzťah medzi domácimi úsporami a investíciami.

Japonsko vytvorilo v poslednom desaťročí takú štruktúru ekonomiky, ktorá nezodpovedá potrebám udržateľnej expanzie konjunktúry, čo sa prejavilo

³⁵ A tým aj od špekulačných obchodov s jenmi.

³⁶ Vzhľadom na exportne orientovanú stratégiu rozvoja.

³⁷ Tentoraz sú to menšie štáty v Európe.

³⁸ No ako sa ukázalo, len dočasne, a preto, pokiaľ sa budú vyvíjať podmienky na trhu v prospech špekulačných obchodov s jenmi, môžeme očakávať, že v budúcnosti sa ich rozsah opäť zväčší.

v prepade súkromnej spotreby. Štátom sprostredkované investície vytesnili produktívnejšie investície, ktoré by podliehali vplyvu trhových síl a viedli k dôslednej transformácii ekonomických štruktúr, pri vytváraní produkcie, ktorá by lepšie zodpovedala potrebám spotrebiteľov a tým aj majiteľov kapitálu.

Záver

Globálna finančná kríza mala na exportne orientovanú ekonomiku Japonska zvlášť negatívny vplyv, aj napriek tomu, že japonské firmy sú voči externým šokom odolnejšie a bankový sektor je po refinancovaní silnejší ako v minulosti. Môžeme predpokladať, že japonská centrálna banka bude pokračovať v akomodatívnej politike nulových úrokových mier a v procese zvyšovania likvidity až dovtedy, pokým nebude zrejmy definitívny útlm deflačných tlakov. Priestor na fiškálnu asistenciu znižuje vysoký verejný dlh, ktorý by mohol v nasledujúcom roku 2010 dosiahnuť hranicu 200 % HDP. Vláda sa preto bude v budúcnosti snažiť realizovať nevyhnutnú fiškálnu konsolidáciu, spojenú s reformami sociálneho zabezpečenia a štrukturálnymi reformami, ktoré by mali viesť k rastu produktivity a zlepšeniu životných štandardov v dlhodobom horizonte.

1.3. Západná Európa: od spomalenia ekonomického rastu k hlbokjej recesii³⁹

Na začiatku minulého roka bol ekonomický výhľad západnej Európy ešte pomerne priaznivý. Ekonomický rast v EÚ i v eurozóne sa síce začal koncom roka 2007 spomaľovať v dôsledku zhoršenia vonkajších ekonomických podmienok (najmä rýchleho vzostupu cien dôležitých komodít, osobitne ropy, a turbulencií na finančných trhoch), silný dopyt zo strany rozvíjajúcich sa (*emerging*) krajín a niektoré ďalšie faktory⁴⁰ však ešte udržiavali (nie celkom

³⁹ Táto práca bola vypracovaná v rámci projektu VEGA č. 2/0068/09.

⁴⁰ Protirečivý vplyv na vývoj západoeurópskej konjunktúry malo napríklad znehodnocovanie dolára, ktoré na jednej strane negatívne ovplyvňovalo európsky vývoz do USA, na druhej strane však značne tlmiло negatívny efekt rastúcich cien ropy a mnohých ďalších komodít, ktoré sa vyjadrujú v dolároch.

opodstatnenú) nádej, že ekonomický rast v EÚ, osobitne v Nemecku, bude pokračovať aj v roku 2008, aj keď pomalším tempom. Napriek týmto očakávaniam sa však ekonomická klíma zhoršovala rýchlejšie, ako sa v prvých prognózach predpokladalo. Turbulencie na medzinárodných finančných trhoch sa postupne prenášali do ďalších sektorov ekonomiky i do očakávaní spotrebiteľov v celej Európe.

Od druhej polovice roka 2008 svetová ekonomika prežívala čoraz výraznejšie spomaľovanie ekonomického rastu, ktoré vyústilo do najhlbšieho ekonomického poklesu od skončenia druhej svetovej vojny.⁴¹

Európsku ekonomiku zasiahol tento nepriaznivý globálny vývoj veľmi silno. Finančná kríza, ktorej epicentrom sa stali USA, sa podstatne zosilnila v polovici septembra 2008 po bankrote banky Lehman Brothers,⁴² čo spolu s takmer simultánnym kolapsom dopytu vo väčšine hlavných obchodných partnerov Európy priviedlo väčšinu európskych ekonomík v druhej polovici roka 2008 do hlbkej recesie.

Ekonomická recesia zasiahla celú Európu

V Európskej únii (EÚ 27) sa začal absolútny pokles reálneho HDP podobne ako v Japonsku už v druhom štvrťroku 2008 (–0,1 % proti predchádzajúcemu štvrťroku) a tento pokles sa v ďalších štvrťrokoch prehľboval. To znamená,

⁴¹ Dôležitú úlohu pri obrate vo vývoji globálnej konjunktúry mal svetový obchod s tovarmi a službami, ktorého prírastok sa znížil zo 7,2 % v roku 2007 na 3,3 % v roku 2008, pričom v roku 2009 sa očakáva jeho absolútny pokles o rekordných 11 % (IMF, April 2009).

⁴² Po neúspešných pokusoch zachrániť sa vyhlásila banka Lehman Brothers 15. septembra 2008 bankrot. Tento bankrot sa stal pre vkladateľov podnetom k rozsiahlemu útoku na finančných sprostredkovateľov, čo definitívne pochovalo dovtedy rozšírené ilúzie o možnosti tzv. mäkkého pristátia. Bankrot banky Lehman Brothers ohrozil kontrakty s jej partnermi na celom svete. Osobitne ťažko zasiahol fondy peňažného trhu, ktorých ceny akcií (napriek tomu, že aktíva týchto fondov mali rating AAA) v mnohých prípadoch klesli pod 1 USD. V prípade Lehman Brothers príslušné authority teda neuplatnili zásadu *too-big-to-fail* (príliš veľká – napríklad banka, poisťovňa – než aby mohla zbankrotovať). Inak však postupovali authority v USA v prípade poisťovacieho gigantu AIG, nad ktorým prevzala vláda kontrolu po „injekcii“ 85 mld USD. Trhy cháпали tento rozdielny prístup ako výsledok neadekvátnej politiky *case-by-case*, ktorej chýbala komplexnosť a dlhodobá vízia. Preto ich reakcia na tieto rozhodnutia bola prevažne negatívna. Začal prevládať názor, že je potrebný nový, komplexnejší prístup k riešeniu dôsledkov krízy.

že európska ekonomika (tak EÚ 27, ako aj eurozóna) vstúpila do fázy recesie už v druhom štvrťroku 2008 (USA až o jeden štvrťrok neskôr), pričom absolútny pokles pokračoval v ďalších štvrťrokoch a okruh postihnutých krajín sa rozširoval. V poslednom štvrťroku 2008 zaznamenali v eurozóne pozitívny prírastok HDP iba tri krajiny – Grécko (0,3 %), Cyprus (0,6 %) a Slovensko (2,1 %). Z ďalších členských štátov EÚ 27 dosiahli v poslednom štvrťroku pozitívny prírastok HDP iba Bulharsko a Poľsko (pozri tab. 1.12).

Tabuľka 1.12

**Štvrťročné zmeny objemu HDP v EÚ, USA a Japonsku v roku 2008
(percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu štvrťroku)**

Krajina	2008/1	2008/2	2008/3	2008/4
Belgicko	0,4	0,3	0,1	-1,7
Nemecko	1,5	-0,5	-0,5	-2,1
Írsko	-1,0	-0,4	1,1	-7,1
Grécko	0,9	0,9	0,4	0,3
Španielsko	0,4	0,1	-0,3	-1,0
Francúzsko	0,4	-0,3	0,1	-1,1
Taliansko	0,3	-0,6	-0,7	-1,9
Cyprus	0,8	0,8	0,6	0,6
Luxembursko	-1,0	0,3	-0,3	-4,5
Malta	0,2	0,3	-0,3	-1,0
Holandsko	0,6	-0,1	-1,0	-1,5
Rakúsko	0,5	0,2	0,0	-0,2
Portugalsko	-0,3	0,2	-0,2	-1,6
Slovinsko	1,9	0,6	0,8	-4,1
Slovensko	-3,4	1,9	1,8	2,1
Fínsko	-0,3	0,1	-0,3	-1,3
Eurozóna	0,6	-0,2	-0,2	-1,6
Bulharsko	1,2	1,4	1,6	0,9
Česká republika	0,6	0,7	0,3	-0,9
Estónsko	-1,5	-1,7	-2,2	-4,3
Lotyšsko	-5,0	-1,4	-0,4	-3,9
Litva	0,2	0,2	-0,3	-1,4
Maďarsko	0,5	-0,1	-0,6	-1,2
Poľsko	0,9	1,0	0,8	0,3
Rumunsko	2,1	2,0	2,0	-2,8
Dánsko	-1,2	0,3	-0,8	-1,9
Švédsko	-0,6	-0,5	-1,0	-2,4
Spojené kráľovstvo	0,3	0,0	-0,7	-1,0
EÚ	0,5	-0,1	-0,3	-1,5
USA	0,2	0,7	-0,1	-1,6
Japonsko	0,3	-1,2	-0,4	-3,2

Prameň: European Commission (Spring 2009).

V súčasnosti s výnimkou Cypru všetky ostatné členské štáty EÚ 27 čelia ekonomickej recesii, to znamená, že na rozdiel od minulosti sa pokles agregátneho dopytu v časti členských štátov EÚ už nekompenzuje jeho rastom v iných členských štátoch. Ekonomický pokles však nezasahuje všetky členské štáty EÚ a všetky sektory ekonomiky s rovnakou intenzitou, čo je zrejme z ďalších údajov (pozri tab. 1.13).

Tabuľka 1.13

Európska únia: rast reálneho HDP, inflácie a nezamestnanosti

	Podiel na celkovom HDP EÚ 27 v %	Rast reálneho HDP v %			Inflácia ¹ v %			Miera nezamestnanosti ² v %		
		2008	2009 ³	2010 ³	2008	2009 ³	2010 ³	2008	2009 ³	2010 ³
Nemecko	19,7	1,3	-5,6	-1,0	2,8	0,1	-0,4	7,3	8,6	10,4
Francúzsko	15,4	0,7	-3,0	0,4	3,2	0,5	1,0	7,8	9,6	10,7
Taliansko	12,5	-1,0	-4,4	-0,4	3,5	0,7	0,6	6,8	8,8	9,4
Španielsko	8,5	1,2	-3,0	-0,7	4,1	0,0	0,9	11,3	17,3	20,5
Holandsko	4,6	2,0	-4,8	-0,7	2,2	0,3	1,1	2,8	3,9	6,2
Belgicko	2,7	1,1	-3,8	0,3	4,5	0,5	1,0	7,0	8,5	10,3
Rakúsko	2,2	1,8	-3,0	0,2	3,2	0,5	1,3	3,8	6,0	7,1
Grécko	1,9	2,9	-0,2	-0,6	4,2	1,6	2,1	7,7	9,1	9,7
Fínsko	1,5	0,9	-5,2	-1,2	3,9	1,0	1,1	6,4	8,9	9,3
Írsko	1,5	-2,3	-8,0	-3,0	3,1	-0,6	1,0	6,3	13,3	16,0
Portugalsko	1,3	0,0	-4,1	-0,5	2,6	0,3	1,0	7,7	9,1	9,8
Slovensko	1,3	6,4	-2,1	1,9	3,9	1,7	2,3	9,5	12,0	12,1
Slovinsko	0,3	3,5	-2,7	1,4	5,7	0,5	1,5	4,4	6,6	7,4
Luxembursko	0,3	0,7	-4,8	-0,2	3,4	0,2	1,8	4,9	5,9	7,0
Cyprus	0,1	3,7	0,3	2,1	4,4	0,9	2,4	3,8	4,7	6,0
Malta	0,0	1,6	-1,5	1,1	4,7	1,8	1,7	5,9	7,1	7,6
EÚ 16 (eurozóna)	72,8	0,9	-4,2	-0,4	3,3	0,4	0,6	7,5	9,9	11,5
Spojené kráľovstvo	16,6	0,7	-4,1	-0,4	3,6	1,5	0,8	5,6	8,2	9,4
Švédsko	2,7	-0,2	-4,3	0,2	3,3	-0,2	0,0	6,2	8,4	10,4
Dánsko	1,8	-1,1	-4,0	0,4	3,4	-0,3	0,0	3,3	5,2	6,6
EÚ 19 ⁴	94,0	0,9								
EÚ 8 ⁵	6,0	4,8								
EÚ 27	100,0	0,9	-4,0	-0,1	3,7	0,9	1,3	7,0	9,4	10,9

¹ Harmonizovaný index spotrebiteľských cien (HICP).² Percento z pracovnej sily.³ Prognóza.⁴ Eurozóna a tri uvedené členské štáty EÚ.⁵ Zvyšní členovia EÚ – Poľsko, Česká republika, Maďarsko, Rumunsko, Litva, Bulharsko, Lotyšsko, Estónsko.

Prameň: IMF (2009); EEAG (2009); European Commission (Spring 2009); OECD (2009c).

Konjunktúrny vývoj európskej ekonomiky sa v minulom roku výrazne spomalil. Ak v roku 2007 prírastok reálneho HDP v EÚ 27 predstavoval ešte 2,8 % (v eurozóne 2,6 %), v roku 2008 dosiahol iba 0,9 % (v eurozóne 0,8 %). Šesť členských štátov EÚ 27, z toho dvaja členovia eurozóny (Taliansko a Írsko) pritom zaznamenali negatívny rast a ekonomická situácia v celej EÚ sa postupne zhoršovala. Zatiaľ čo v poslednom štvrtroku 2008 (tab. 1.12) reálny HDP napríklad vzrástol iba v troch členských štátoch eurozóny – Grécku, Cyperskej republike a Slovenskej republike, v prvom štvrtroku 2009 už bol ekonomický pokles takmer všeobecný.⁴³

To všetko sa prostredníctvom pesimistických očakávaní odzrkadlilo aj v prognóze IMF (ale aj EK, OECD a ďalších významných inštitúcií) na roky 2009 a 2010, v ktorej sa v eurozóne ráta s celoročným ekonomickým poklesom HDP $-4,2\%$, čo je napríklad viac ako v USA ($-2,8\%$).⁴⁴ Na „čele“ tejto negatívnej bilancie je nedávny európsky „tiger“ Írsko a európska „lokomotíva rastu“ Nemecko (od ktorého podstatne závisí aj konjunktúrny vývoj SR), nasledované Fínskom, Holandskom, Luxemburskom a Talianskom.

Ekonomickej recesii už v roku 2008 sa nevyhli ani dva vysoko rozvinuté členské štáty EÚ Švédsko a Dánsko, v ktorých sa podobne ako v Spojenom kráľovstve v tomto roku očakáva pomerne značný pokles reálneho HDP, a to v Dánsku $-4,0\%$, v Spojenom kráľovstve $-4,1\%$ a vo Švédsku $-4,3\%$. Negatívnu bilanciu západnej Európy napokon uzatvárajú dve krajiny patriace k svetovej ekonomickej elite, a to Nórsko a Švajčiarsko, ktoré sa v tomto roku takisto nevyhnú ekonomickej recesii.

Ekonomickú recesiu v eurozóne, prirodzene, sprevádza rast miery nezamestnanosti, ktorá po ešte vcelku miernom zvýšení v roku 2008, keď dosiahla $7,5\%$ (v roku 2007 to bolo $7,4\%$), v roku 2009 prekročí hranicu 9% s výhľadom ďalšieho zvyšovania. Najvyššiu mieru nezamestnanosti zaznamenali v roku 2008 Španielsko ($11,3\%$) a Slovensko ($9,5\%$).

Ekonomická recesia sa, pochopiteľne, premieta aj do vývoja inflácie (HICP), ktorej rast sa v celej eurozóne výrazne spomalil a vo viacerých

⁴³ Výnimkou bol iba Cyprus, kde rast reálneho HDP v prvom štvrtroku v podstate stagnoval.

⁴⁴ Ešte s väčším poklesom reálneho HDP sa však v tomto roku ráta v Japonsku ($-6,2\%$) a Rusku ($-6,0\%$). Pre zaujímavosť uvádzame, že najvyšší prírastok HDP má v tomto roku dosiahnuť Katar (18%), zatiaľ čo Saudská Arábia a Kuvajt sa zrejme nevyhnú ekonomickému poklesu – Saudská Arábia $-0,9\%$ a Kuvajt $-1,1\%$.

členských štátoch sa pohybuje v deflačnom pásme (v Írsku sa v roku 2009 dokonca očakáva pokles HICP o $-0,6\%$).

Štruktúru ekonomického rastu v eurozóne v rokoch 2007 – 2010 bližšie charakterizuje tabuľka 1.14, z ktorej je zrejmé, ako sa na spomalení, a neskôr absolútnom poklese ekonomického rastu podieľajú jednotlivé zložky HDP, resp. agregátneho dopytu.

Tabuľka 1.14

Štruktúra rastu 2007 – 2010: eurozóna (reálna ročná zmena v %)

	2007		2007	2008	2009 ¹	2010 ¹
	Bežné ceny v mld EUR	% HDP	Reálna zmena v %			
Osobná spotreba	563,9	56,3	1,6	0,5	-0,9	-0,3
Verejná spotreba	1 802,5	20,0	2,2	2,0	-2,0	1,7
Tvorba hrubého fixného kapitálu	1 970,1	21,9	4,4	0,0	-10,4	-2,7
Zmena zásob (v % HDP)	24,7	0,3	0,0	0,4	0,1	0,1
Vývoz tovarov a služieb	3 744,0	41,6	6,0	1,2	-13,2	-0,3
Konečný dopyt	12 605,1	140,1	3,5	0,9	-5,9	-0,3
Dovoz tovarov a služieb	3 606,5	40,1	5,4	1,2	-10,5	-0,8
HDP eurozóny	8 998,7	100,0	2,7	0,8	-4,0	-0,1
HND	8 974,3	99,7	2,3	0,4	-4,1	-0,3
HDP EÚ 27	12 343,7	137,2	2,9	0,9	-4,0	-0,1
			Prínos k zmene HDP (v %)			
Osobná spotreba			0,9	0,2	-0,5	-0,2
Verejná spotreba			0,5	0,4	0,4	0,4
Investície			0,9	0,0	-2,3	-0,5
Zásoby			0,1	0,1	-0,5	0,0
Vývoz			2,4	0,5	-5,5	-0,1
Konečný dopyt			4,8	1,3	-8,3	-0,4
Dovoz (minus)			-2,1	-0,5	4,3	0,3
Čistý vývoz			0,3	0,0	-1,2	0,2

¹ Prognóza (jar 2009).

Prameň: European Commission (Spring 2009).

Ekonomický pokles sa zásluhou finančnej krízy postupne rozšíril na všetky hlavné sektory ekonomiky. Ťarchu krízy najviac pocítil vývoz tovarov a služieb a oblasť investičnej činnosti. Súčasná recesia ovplyvňuje všetky zložky dopytu, pochopiteľne, s výnimkou vládnej spotreby a verejných financií.

Kontrakcia *investičnej činnosti* má pokračovať takmer do konca prognózovaného obdobia tak v eurozóne, ako aj v EÚ. Vcelku to znamená prinajmenšom deväť štvrtrokov negatívneho rastu a kumulatívny pokles investícií o viac

ako 15 % od vrcholu v prvom štvrtroku 2008. Pokles investícií v roku 2009 sa vysvetľuje hlavne poklesom v strojárstve a výrobe výrobných zariadení. V pozadí poklesu spracovateľského priemyslu je kombinácia viacerých faktorov vrátane negatívnych efektov prelievania z kolapsu globálneho industriálneho outputu, značného poklesu využívania výrobných kapacít a rastu averzie voči riziku, čo komplikuje priame financovanie prostredníctvom finančných trhov.

Na druhej strane sa očakáva, že vládna spotreba a verejné investície by mali podporovať ekonomický rast. Vládna spotreba sa má podľa prognózy EK zvýšiť v roku 2009 o 1,5 % až 1,75 % a pokračovať v raste aj v roku 2010 tempom mierne prevyšujúcim 1 %, zatiaľ čo verejné investície majú expandovať asi o 10 %. V tom sa odzrkadľuje okrem iného vplyv rozličných, zatiaľ oznámených zámerných fiškálnych opatrení, ktoré majú podľa Plánu európskej hospodárskej obnovy predstavovať asi 1,75 % HDP EÚ. Perspektívy rastu by boli podstatne horšie, ak by sa tieto fiškálne opatrenia neuskutočnili. Celková rozpočtová podpora je však väčšia ako tieto opatrenia, pretože zahŕňa aj účinok automatických stabilizátorov, opatrenia uskutočnené na úrovni EÚ a mimorozpočtové opatrenia. Celková rozpočtová podpora európskej ekonomiky sa odhaduje asi na 5 % HDP počas rokov 2009 a 2010, čo iste nie je zanedbateľná suma.

Menej pozitívnym faktorom bol značný vzostup zásob v eurozóne v druhej polovici roka 2008, ktorý bol nedobrovoľný, aj keď vezmeme do úvahy značný pokles priemyselnej výroby. Tento záver vyplýva z veľkej medzery medzi rastom HDP a vývojom zásob, ako aj z porovnania hodnotenia zásob s výhľadom vývoja zásob.

Jedným z kľúčových faktorov globálnej ekonomickej recesie je *vývoj svetového obchodu*, ktorého objem (po značnom poklese tempa rastu v roku 2008) sa má v roku 2009 znížiť až o 11 %. Pokiaľ ide o vývoz tovarov a služieb z eurozóny, jeho tempo rastu v roku 2008 kleslo na +1,2 % a v tomto roku sa očakáva jeho absolútny pokles -13,2 %. Rast vývozu eurozóny bude tmiť aj apreciácia eura. Výmenný pomer eura proti USD a japonskému jenu je od začiatku roka 2009 vysoko volatilný, zatiaľ čo vo vzťahu k libre šterlingov a švajčiarskemu franku v posledných mesiacoch euro apreciovalo. Výhľad vývozu eurozóny zhoršuje okrem iných faktorov výrazný pokles svetového obchodu, na ktorého raste sa eurozóna v minulosti značne

podieľala, spolu s očakávaným negatívnym rastom globálneho outputu a silným eurom.

Vývoj *pracovného trhu* sa začal zhoršovať už počas roka 2008, na čom sa podieľali dva hlavné faktory. Podniky začali obmedzovať zamestnanosť predovšetkým preto, lebo očakávali oslabenie dopytu po svojom outpute. V podobnom smere však pôsobili aj prísnejšie finančné podmienky, ktoré zvýšili potrebu znížiť náklady vrátane nákladov práce. Situácia trhu práce sa má podstatne zhoršiť v rokoch 2009 a 2010, čo sa prejaví v značnom absolútnom poklese zamestnanosti. V roku 2010 má miera nezamestnanosti v eurozóne dosiahnuť 11,5 % a v EÚ 10,9 % (tab. 1.15).

Tabuľka 1.15

Trh práce – eurozóna a Európska únia (ročná percentuálna zmena)

	Eurozóna				Európska únia			
	2007	2008	2009 ¹	2010 ¹	2007	2008	2009 ¹	2010 ¹
Obyvateľstvo v pracovnom veku (15 – 64)	0,5	0,4	0,2	0,1	0,4	0,3	0,2	0,1
Pracovná sila	0,8	1,0	0,2	0,2	0,7	1,0	0,2	0,2
Zamestnanosť	1,7	0,7	-2,6	-1,5	1,7	0,7	-2,6	-1,4
Zamestnanosť (zmena v mil.)	2,7	1,3	-3,5	-2,2	4,0	1,9	-5,5	-3,1
Nezamestnanosť (počet v mil.)	11,7	11,8	15,6	18,1	16,9	16,8	22,7	26,3
Miera nezamestnanosti (v % pracovnej sily)	7,5	7,5	9,9	11,5	7,1	7,0	9,4	10,9
Produktivita práce, celá ekonomika	1,0	0,1	-1,4	1,5	1,6	0,7	-1,3	1,4
Miera zamestnanosti ²	65,7	66,1	64,4	63,4	65,4	65,9	64,2	63,2

¹ Prognóza.

² Ako percento populácie v pracovnom veku.

Prameň: European Commission (Spring 2009).

V rokoch 2006 a 2007 sa trh práce v priaznivých konjunktúrnych podmienkach vyvíjal dynamicky. Zamestnanosť zaznamenala ročný prírastok asi 1,5 % tak v eurozóne, ako aj v EÚ, zatiaľ čo nezamestnanosť sa znižovala a miera participácie rástla. V roku 2008 sa rast zamestnanosti spomalil na 0,7 %, pričom v treťom štvrťroku zamestnanosť už stagnovala tak v eurozóne, ako aj v EÚ a v poslednom štvrťroku sa začala znižovať. Odzrkadlilo sa to aj vo vývoji nezamestnanosti, ktorá sa počas roka 2008 začala zvyšovať.

Sektorová analýza ukazuje, že zamestnanosť v stavebníctve – na rozdiel od iných hlavných sektorov ekonomiky – dosiahla svoj vrchol už v roku 2007. V priemysle sa situácia v oblasti zamestnanosti začala zhoršovať v poslednom štvrťroku 2008.

V súčasnosti sa situácia na trhu práce zhoršuje vo väčšine členských štátov EÚ. Už v prvej polovici roka 2008, keď sa trh práce vo väčšine krajín EÚ ešte vyvíjal priaznivo, sa nezamestnanosť začala zhoršovať v Španielsku a Írsku, čo súviselo s výrazným zhoršením v sektore stavebníctva.

Po stále ešte pozitívnom celkovom raste zamestnanosti v roku 2008 má zamestnanosť podľa prognózy klesnúť v eurozóne o 2,6 % v roku 2009 a o 1,5 % v roku 2010. Podobná tendencia sa má prejaviť v celej Európskej únii. V rokoch 2008 – 2009 má počet zamestnaných v EÚ klesnúť o 8,5 milióna, čo viac ako „vymaže“ čistý prírastok zamestnaných v rozsahu 6 miliónov v predchádzajúcich dvoch rokoch.

Pokles zamestnanosti má teda nasledovať zhoršovanie ekonomickej aktivity s určitým oneskorením, v podstate v súlade s klasickým priebehom ekonomického cyklu. Keď sa dopyt po produkcii firiem začal počas roka 2008 oslabovať, firmy sa spočiatku zdráhali obmedziť počet pracovníkov, pretože také prispôsobenia nie sú bez nákladov. Toto otáľanie s nevyhnutnými zmenami zamestnanosti zosilnilo pokles produktivity práce v roku 2008.

Pokles zamestnanosti v rokoch 2009 a 2010 má postihnúť väčšinu členských štátov, pričom najväčšia kontrakcia sa očakáva v Španielsku, Írsku, Lotyšsku, Litve a Estónsku, kde sa situácia na trhu práce podstatne zhoršila už v druhej polovici roka 2008. V Írsku a Lotyšsku má byť počet zamestnaných v roku 2010 nižší o 10 % v porovnaní s rokom 2008. Naproti tomu zamestnanosť v rokoch 2008 a 2010 sa má v podstate udržať na nezmenenej úrovni na Cypre, Malte a v Luxembursku, kde oslabenie celkovej ekonomickej činnosti má byť menej výrazné, ako je priemer EÚ. Vcelku sa očakáva, že miera nezamestnanosti v EÚ dosiahne povojnový rekord.

Situácia na trhu práce sa, prirodzene, odzrkadľuje aj vo vývoji miezd, ktorých rast sa má v roku 2009 spomaliť. Situáciu vo vývoji miezd však ovplyvňuje aj spomalenie inflácie, čo v roku 2009 umožní pomerne vysoký rast reálnych miezd. Pravda, v ďalšom roku sa už očakáva rýchly pokles reálnych miezd, pretože obdobie nízkej inflácie sa skončí a rast nominálnych miezd bude pomalý.

Pokiaľ ide o celkový vývoj zamestnanosti, ktorého miera mala podľa Lisabonskej agendy dosiahnuť 70 %, tento cieľ sa nedosiahne (v roku 2010 má byť miera nezamestnanosti napr. iba 63,2 %) a Európska únia si môže vytýčiť tento cieľ až po prekonaní recesie.

Ekonomická recesia sa výrazne podpísala aj na vývoji *inflácie* v EÚ a eurozóne, ktorej tempo sa znížilo zo svojho vrcholu v polovici roka 2008 na 1,3 % a v marci 2009 na 0,6 %. Tento obrat v dynamike inflácie súvisí predovšetkým s poklesom cien hlavných komodít. Ceny ropy napríklad klesli od svojho vrcholu v lete 2008 zhruba o 60 % v dôsledku ochabnutia ekonomickej činnosti, ktoré viedlo k poklesu dopytu po ropu, ako aj rastu ropných zásob. Podobný vplyv mal aj pokles cien potravín.

Na rozdiel od základnej (*headline*) inflácie jadrová inflácia (inflácia mieraná pomocou HICP mínus energia a nespracované potravinárske suroviny) zaznamenala v eurozóne menší pokles. Od svojho vrcholu 2,6 % v auguste 2008, klesla na 1,5 % v marci 2009, čo je nad tempom rastu základnej inflácie. Menší pokles jadrovej inflácie možno pripísať predovšetkým nespracovaným potravinárskym surovinám, pri ktorých sa rast cien znížil zo 6,75 % v treťom štvrtroku 2008 takmer na 1,5 % v marci 2009. Celkový inflačný výhľad v eurozóne a EÚ charakterizuje tabuľka 1.16.

Tabuľka 1.16

Výhľad inflácie – eurozóna a Európska únia (ročná percentuálna zmena)

	Eurozóna				Európska únia			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Deflátor osobnej spotreby	2,2	2,9	0,5	1,2	2,3	3,0	0,8	1,3
Deflátor HDP	2,3	2,3	1,5	1,2	2,6	2,6	1,5	1,3
HICP	2,1	3,3	0,4	1,2	2,4	3,7	0,9	1,3
Mzda na zamestnanca	2,6	3,3	1,9	1,5	3,0	3,5	1,9	1,6
Jednotkové pracovné náklady	1,7	3,3	3,4	0,1	2,0	3,5	3,3	0,2
Dovozné ceny tovarov	1,2	3,9	-4,2	1,8	0,9	4,7	-1,6	2,0

Prameň: European Commission (Spring 2009).

Perspektívy inflačného vývoja v jednotlivých členských štátoch EÚ sa odlišujú, pričom revízie miery inflácie na rok 2009 nové odhady upravujú väčšinou smerom dole. Očakávaný značný pokles inflácie v Nemecku, vo Francúzsku a v Španielsku pravdepodobne zníži infláciu v eurozóne na -0,1 % v treťom štvrtroku 2009. Na rok 2010 sa inflácia takisto reviduje vo všetkých krajinách eurozóny smerom dole, pričom sa očakáva, že základná inflácia sa má pohybovať od 0,4 % v Írsku do 2,4 % na Slovensku. Pokiaľ ide o ostatné členské štáty EÚ, inflácia v roku 2009 sa reviduje smerom dole, s výnimkou Spojeného kráľovstva, Švédska, Rumunska a Maďarska, kde sa

inflácia reviduje smerom hore. Tieto revízie smerom hore vo Švédsku, v Maďarsku a Spojenom kráľovstve boli vyvolané hlavne depreciáciou ich mien. Z podobných dôvodov sa inflácia revidovala smerom hore v Maďarsku a Spojenom kráľovstve aj na rok 2010, zatiaľ čo vo všetkých ostatných členských štátoch EÚ, ktoré nie sú členmi eurozóny, sa uskutočnili revízie smerom dole v rozsahu od -5,2 percentuálnych bodov (p. b.) v Litve do -0,3 p. b. vo Švédsku.

Verejné financie: hlavný nástroj boja s recesiou

Globálna finančná kríza a ekonomická recesia veľmi negatívne ovplyvňujú oblasť *verejných financií*, ktorá sa až do roku 2007 vyvíjala vcelku pozitívne. K obratu došlo v roku 2008, keď deficit všeobecnej vlády v EÚ vzrástol z -0,8 % HDP v roku 2007⁴⁵ na -2,3 % v roku 2008 (z -0,6 % na -1,9 % HDP v eurozóne). V prudkom zvýšení deficitu sa odzrkadlil predovšetkým ekonomický pokles od druhej polovice roka 2008 spolu s expanzívnymi fiškálnymi opatreniami prijatými niektorými členskými štátmi na kompenzáciu poklesu agregátneho dopytu (tab. 1.17).

Tabuľka 1.17

Rozpočet všeobecnej vlády: eurozóna a Európska únia (v % HDP)

	Eurozóna				Európska únia			
	2007	2008	2009 ¹	2010 ¹	2007	2008	2009 ¹	2010 ¹
Celkové príjmy (1)	45,4	44,7	44,8	44,4	44,9	44,5	44,1	43,8
Celkové výdavky (2)	46,1	46,6	50,1	51,0	45,7	46,8	50,1	51,1
Skutočná bilancia (3) = (1) - (2)	-0,6	-1,9	-5,3	-6,5	-0,8	-2,3	-6,0	-7,3
Úrokové výdavky (4)	2,9	3,0	3,0	3,2	2,7	2,7	2,8	3,1
Primárna bilancia (5) = (3) + (4)	2,3	1,1	-2,3	-3,3	1,9	0,4	-3,2	-4,3
Cyklicky upravená rozpočtová bilancia	-1,9	-2,9	-3,9	-4,7	-2,1	-3,3	-4,6	-5,6
Cyklicky upravená primárna bilancia	1,1	0,1	-0,9	-1,5	0,6	-0,5	-1,8	-2,5
Štrukturálna rozpočtová bilancia ²	-1,8	-2,8	-3,9	-4,7	-2,0	-3,1	-4,6	-5,5
Zmena v štrukturálnej bilancii	0,2	-1,0	-1,1	-0,8	0,1	-1,1	-1,5	-0,9
Hrubý dlh	66,0	69,3	77,7	83,8	58,7	61,5	72,6	79,4

¹ Prognóza.

² Štrukturálna rozpočtová bilancia je cyklicky upravená bilancia očistená o jednorazové a iné dočasné opatrenia odhadnuté Komisiou služieb.

Prameň: European Commission (Spring 2009).

⁴⁵ Tento deficit bol po dlhých rokoch najpriaznivejším ukazovateľom stavu verejných financií v EÚ.

Projektované deficity sa výrazne zvyšujú v rokoch 2009 a 2010. Podľa nových odhadov má deficit všeobecnej vlády dosiahnuť 6 % HDP v EÚ (5,3 % v eurozóne), čo je podstatne viac ako v predchádzajúcich prognózach. Prudký rast projektovaného deficitu všeobecnej vlády má viaceré príčiny. Po prvé, ekonomický pokles prináša zároveň pokles daňových príjmov a rast výdavkov na sociálne zabezpečenie, najmä podpôr v nezamestnanosti. Po druhé, mimoriadny rast príjmov počas posledného konjunkturálneho rozmachu sa zmenil na svoj opak, v čom sa odzrkadľuje relatívne silná erózia niektorých daňových základov. Po tretie, v súlade s plánom Komisie pre európsku hospodársku obnovu (EERP), schváleným Európskou komisiou v decembri 2008, viaceré členské štáty prijali rozsiahle balíčky fiškálnych stimulov na podporu investícií a udržanie agregátneho dopytu.

Zatiaľ čo expanzívne opatrenia ovplyvňujú vládne príjmy a výdavky zhruba v rovnakom rozsahu, rast pomeru deficitu k HDP je sčasti ovplyvnený denominačným efektom HDP ovplyvňujúcim pomer výdavkov k HDP. Pri poklese nominálneho HDP v roku 2009 a iba miernom raste v roku 2010, pomer výdavkov sa má zvýšiť na 50 % v roku 2009 a ďalej na 51 % v eurozóne aj v EÚ. Expanzia vládnych výdavkov ovplyvňuje hlavne výdavky na sociálne zabezpečenie a transfery. Rastú však aj kapitálové výdavky a verejná spotreba, v čom sa odzrkadľujú stimulačné opatrenia uskutočňované na základe EERP.

Pomer rozpočtových príjmov k HDP má v prognózovanom horizonte klesnúť asi o jeden percentuálny bod v porovnaní s rokom 2007 tak v EÚ, ako aj v eurozóne. Odhliadnuc od denominačného efektu relatívna odolnosť pomeru príjmov sa vysvetľuje aj vývojom nepriamych daní a sociálnych príspevkov, ktoré sa majú udržiavať relatívne robustnými výdavkami na osobnú spotrebu a mzdami zamestnancov, čo sčasti kompenzuje značný výpadok priamych daní. Zatiaľ čo v krajinách, kde je ekonomický pokles vyvolaný hlavne vnútornými silami a (alebo) zvratom vo vývoji bubliny aktív, ako Írsko, Španielsko a Spojené kráľovstvo, vládne príjmy v pomere k HDP podstatne klesli, v ďalších krajinách, kde recesiou vyvolal hlavne vonkajší sektor ako v Nemecku, nové zloženie daňových základov v prospech daňovo výnosnejších zložiek obmedzuje pokles podielu príjmov.

Box 1.1

Vplyv zámerných fiškálnych opatrení na HDP

Súčasná kríza sa stala novým podnetom na diskusiu o využití zámernej (*discretionary*) fiškálnej politiky ako nástroja na podporu ekonomického rastu.

Odhaduje sa, že v rokoch 2009 a 2010 krajiny G 20 zabezpečia fiškálny stimul v rozsahu 1,3 bilióna USD. Členské štáty EÚ oznámili, že fiškálny zámerný balíček bude predstavovať 1,8 % HDP, pričom celková podpora európskej ekonomiky sa zvýši na 5,5 % HDP, ak sa berú do úvahy aj automatické stabilizátory a mimorozpočtové opatrenia. Vplyv týchto stimulov na ekonomický rast závisí od štyroch faktorov: stupňa, v akom je ekonomika obmedzená úverovými podmienkami, koncepcie menovej politiky a štruktúry i trvania týchto stimulov. Na ilustráciu potenciálnej úlohy fiškálnej politiky pri podpore ekonomického rastu box 1.1 prezentuje modelové multiplikatory niektorých fiškálnych opatrení. To má poskytnúť odhad vplyvu zámerných fiškálnych opatrení na HDP, ktoré sa bežne používajú v Európskej únii a USA.

Vo všeobecnosti platí, že účinky fiškálnych stimulov na HDP, ktoré majú formu šokov vyvolaných verejnými výdavkami (vládna spotreba a investície), sú väčšie ako účinky zníženia daní alebo transferov domácnostiam. Účinok daného stimulu však podstatne závisí aj od toho, či šok je skutočne dočasný, alebo nie. V druhom prípade by ekonomické subjekty anticipovali vyššie daňové pasíva v budúcnosti a zvýšili by úspory, čo by malo silnejší vyláčací efekt a menší slabší efekt na rast HDP.

Tabuľka 1

Prvý rok účinkov fiškálnych šokov na HDP v rozsahu 1 % HDP

Fiškálne opatrenie	Permanentný stimul	Dočasný stimul (jeden rok)	Dočasný stimul s monetárnym prispôbením ¹
Investičná podpora	0,46	1,37	2,19
Vládna investícia	0,84	1,07	1,40
Vládna spotreba	0,36	0,99	1,40
Spotrebná daň	0,37	0,67	0,99
Vládne transfery	0,22	0,55	0,78
Zdanenie práce	0,48	0,53	0,68
Daň zo zisku korporácií	0,32	0,03	0,05

¹ Nezmenené nominálne úrokové sadzby počas jedného roka.

Prameň: European Commission (Spring 2009).

Z tabuľky 1 je zrejmé, že rast investičných podpôr má značné účinky na HDP, najmä ak sú dočasné. Vládne investície takisto výrazne zvyšujú multiplikátor HDP, viac ako multiplikátor pre vládnú spotrebu (nákupy tovarov a služieb), osobitne, ak je stimul permanentný. Naopak, zvýšenie vládnych transferov má pomerne malý multiplikačný efekt v dôsledku negatívnych podnetov na strane ponuky práce. Ak sa však menová politika prispôbuje (nižšími úrokovými sadzbami), multiplikačný efekt na HDP je podstatne vyšší.

Dočasné zníženie DPH a zdanenia práce sú menej účinným stimulom, pričom dočasné zníženie spotrebného zdanenia má väčší efekt na HDP.

Pokiaľ ide o zdanenie korporácií, tabuľka 1 ukazuje, že dočasné zníženie by malo minimálny efekt, pretože firmy kalkulujú daňovú záťaž vo vzťahu k novému investičnému projektu počas celého životného cyklu. Na druhej strane, permanentné zníženie daní korporácií by prinieslo pomerne silný efekt na HDP, aj keď by mohlo trvať dlho, kým by sa tieto výnosy materializovali v dôsledku veľkých kapitálových prispôbovacích nákladov.

Vplyv zámerných fiškálnych opatrení na HDP v EÚ a USA

V Európskej únii zámerné fiškálne opatrenia v roku 2009 dosiahnu 1,1 % HDP. Odhaduje sa, že tieto zámerné opatrenia by mohli stimulovať rast HDP EÚ medzi 0,5 % a 1,0 % v závislosti od reakcie menovej politiky. V roku 2010 majú zámerné opatrenia zvýšiť HDP až o 0,7 %. Ďalší stimul k rastu HDP EÚ v období 2009 – 2010 prinesú automatické stabilizátory a prijaté mimorozpočtové opatrenia.

V Spojených štátoch amerických sú automatické stabilizátory slabšie ako v EÚ. Kompenzovať to bude zámerný fiškálny impulz, ktorý je v USA väčší – dosiahne až 2,1 % HDP v roku 2009 a 2,4 % v roku 2010. Odhadovaný multiplikačný účinok týchto zámerných opatrení v USA leží medzi 1,0 % a 2,4 % v roku 2009 a medzi 1,2 a 2,7 % v roku 2010.

Treba brať do úvahy, že táto ilustrácia abstrahuje od implementačných oneskorení. To znamená, že multiplikačný účinok rozličných opatrení sa môže posunúť na roky 2010 – 2011.

Prameň: European Commission (Spring 2009).

Celková podpora ekonomiky zo strany vládnych financií, vyjadrená zhoršením rozpočtovej bilancie vlády, dosahuje v EÚ až päť percentuálnych bodov (okolo 4,5 p. b. v eurozóne). Táto podpora zahŕňa účinok automatických stabilizátorov spolu s fiškálnymi stimulmi, ktoré členské štáty prijali v reakcii na ekonomický pokles a ktoré sa celkove odhadujú na viac ako 135 mld EUR (1,1 % HDP EÚ) na rok 2009 a viac ako 90 mld EUR (0,8 % HDP) na rok 2010. Okrem týchto opatrení členské štáty prijali viaceré mimorozpočtové opatrenia (t. j. opatrenia neovplyvňujúce bilanciu všeobecnej vlády) na podporu dopytu. Tieto opatrenia, ako pôžičky a kapitálové injekcie nefinančnému súkromnému sektoru alebo na zvýšenie investícií verejného sektora, sa odhadujú asi na 0,5 % HDP.

Dodatočné peniaze v sume asi 1,25 % HDP sa vložili do finančného sektora na rekapitalizáciu. Tieto opatrenia ovplyvňujú vládny dlh, nie však deficit. Okrem toho Európska komisia schválila garancie finančnému sektoru v rozsahu asi 24 % HDP Európskej únie, z čoho asi 7,5 % HDP záruk sa už skutočne poskytlo. Podpora bankovému sektoru na ozdravenie aktív a zvýšenie likvidity, ktorá má tiež najčastejšie formu záruk, predstavuje asi 7 % HDP.

V roku 2009 sa má rozpočtová situácia v členských štátoch eurozóny zhoršiť, s výnimkou Malty, kde sa má deficit znížiť o 1 p. b. Zatiaľ čo Írsko prežíva v tomto roku osobitne veľké zhoršenie svojich verejných financií (takmer o päť p. b.), ďalších deväť členských štátov (Rakúsko, Belgicko, Fínsko, Francúzsko, Nemecko, Luxembursko, Holandsko, Španielsko a Slovinsko) ráta so zhoršením svojho deficitu o viac ako tri p. b. v roku 2009, v čom sa

spravidla odráža prijatie značných fiškálnych stimulačných opatrení v súlade s EERP. Rozpočtový deficit má v roku 2009 prekročiť 3 %-nú referenčnú hodnotu v trinástich členských štátoch vrátane Slovenska. Aj v roku 2010 sa má stav verejných financií vo väčšine členských štátov ďalej zhoršiť, aj keď nie tak výrazne ako v roku 2009. Najhoršia situácia je v Írsku, kde má deficit dosiahnuť až neuveriteľných 15,6 % HDP (na základe zvyčajného predpokladu, že sa nezmení fiškálna politika, tzv. *no-policy-change assumption*). Rozpočtová bilancia sa má podstatne zhoršiť aj mimo eurozóny, pričom viaceré členské štáty sú predmetom procedúry pri nadmernom deficite (*excessive deficit procedure*).

Je pochopiteľné, že aj projekcie vládneho dlhu sa podstatne revidovali smerom hore nielen v dôsledku rastúcich deficitov, ale aj značných operácií „pod čiarou“, ako je rekapitalizácia bánk a pôžičky súkromným podnikom. Značné zvýšenie pomeru vládneho dlhu k HDP v rokoch 2008 – 2010 vyvolal hlavne rýchly rast primárnych deficitov na jednej a pomalý rast nominálneho HDP na druhej strane (tab. 1.18).

Tabuľka 1.18
Eurozóna: dynamika dlhu (v % HDP)

	Priemer 2002 – 2006	2007	2008	2009	2010
Pomer hrubého dlhu ¹	69,1	66,0	69,3	77,7	83,8
Zmena v pomere	0,5	-2,2	3,3	8,3	6,1
Príspevky					
1. Primárna bilancia	-0,4	-2,3	-1,1	2,3	3,3
2. Efekt „snehovej gule“ ²	0,8	-0,3	1,0	4,8	2,3
Z toho:					
Úrokové výdavky	3,2	2,9	3,0	3,0	3,2
Efekt rastu	-0,9	-1,7	-0,5	2,9	0,1
Efekt inflácie	-1,4	-1,5	-1,5	-1,1	-1,0
3. Prispôsobenie toku aktív (<i>stock – flow adjustment</i>)	-0,1	0,5	3,4	1,2	0,5

¹ Koniec obdobia.

² Efekt „snehovej gule“ zahŕňa účinok úrokových výdavkov, ako aj vplyv rastu HDP a inflácie na pomer dlhu.

Prameň: European Commission (Spring 2009).

Vládny dlh sa má v uvedenom časovom horizonte (2007 – 2010) prudko zvýšiť osobitne v Írsku, Lotyšsku a Spojenom kráľovstve, ale aj v Španielsku, vo Francúzsku a v Litve. Zníženie dlhového bremena sa naproti tomu

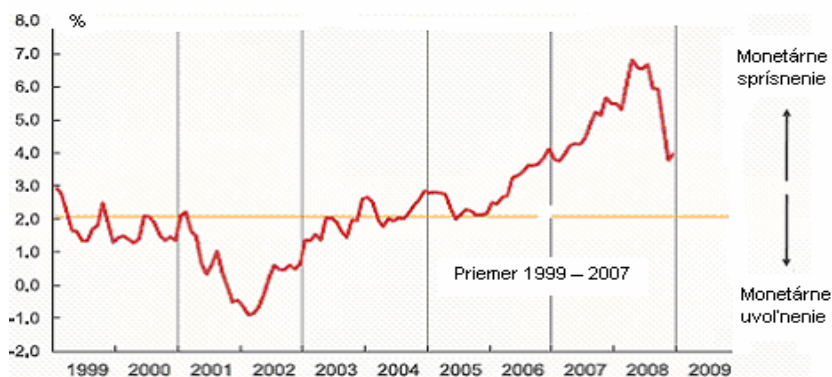
očakáva iba na Cypre, zatiaľ čo v Dánsku ostane pomer dlhu k HDP prakticky nezmenený na nízkej úrovni (32,5 % HDP v roku 2009 a 33,7 % HDP v roku 2010). Len mierne má deficit stúpnuť v Bulharsku, Estónsku a Luxembursku.

Summa summarum: Európska únia (a napokon celá Európa) sa nachádza uprostred najhlbšej ekonomickej recesie od skončenia druhej svetovej vojny. Ďalší cyklický vývoj európskej ekonomiky (prechod k oživeniu) závisí okrem vonkajších faktorov (vývoj svetovej, a osobitne americkej konjunktúry) od foriem a účinnosti stabilizačnej politiky tak jednotlivých štátov, ako aj celej Európskej únie (EK, ECOFIN, ECB). V prvej časti sme sa okrem všeobecnej charakteristiky a výhľadu európskej konjunktúry zaoberali úlohou fiškálnej politiky. V druhej časti budeme venovať pozornosť menovej politike ECB.

Menová politika Európskej centrálnej banky

Po ďalšom sprísnení menovej politiky na začiatku minulého roka, ktoré bolo dôsledkom pokračujúcej apreciacie eura, zostali monetárne podmienky v eurozóne prísne až do leta 2008 (pozri obr. 1.1). Začiatkom júla ECB dokonca ešte zvýšila svoju hlavnú refinančnú sadzbu o 25 základných bodov na 4,25 % (pozri obr. 1.2).

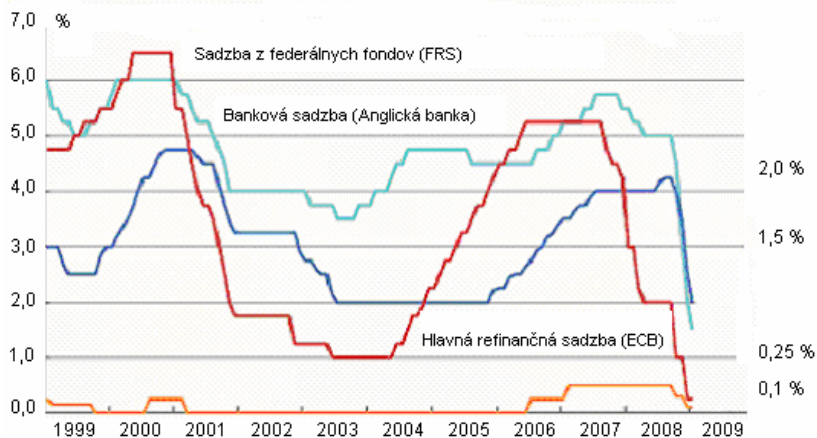
Obrázok 1.1
Index monetárnych podmienok¹



¹ Index monetárnych podmienok sa kalkuluje ako vážený priemer reálnych krátkodobých úrokových sadzieb (nominálna sadzba mínus HICP) a reálneho efektívneho výmenného pomeru eura.

Prameň: EEAG (2009).

Obrázok 1.2 Úrokové sadzby centrálnych bánk



Prameň: EEAG (2009).

Zníženie úrokovej sadzby ECB, ktoré sa naštartovalo začiatkom októbra 2008, uvoľnilo v eurozóne monetárne podmienky. Problémy na európskom medzibankovom trhu však udržiavali počas jesene peňažné trhové úrokové sadzby hodne nad hlavnou refinančnou sadzbou ECB.⁴⁶ Redukcia týchto rozdielov (*spreads*) medzi peňažnou trhovou a hlavnou refinančnou sadzbou na konci roka 2008 podstatne uvoľnila monetárne podmienky. Stále silné euro však zabraňuje indikátoru monetárnych podmienok, aby klesol pod svoj dlhoročný priemer.

Ročná miera rastu ponuky peňazí, meraná pomocou M_3 , ktorá odzrkadľuje vývoj na úverovom trhu, v roku 2008 klesla. Na konci roka 2007 predstavovala zhruba 12 %, v roku 2008 klesla a priblížila sa 8 %. Minulý rok bol preto ôsmym rokom v rade, v ktorom rast M_3 prevyšoval referenčnú hodnotu 4,5 %. Banková kríza sa však stane evidentnou, keď si všimneme užšie definované ukazovatele ponuky peňazí. Napríklad ukazovateľ M_1 v podstate stagnoval od vlaňajšieho leta, keď predtým počas celého roka 2007 mal stabilnú mieru rastu asi 6 %.

⁴⁶ To len potvrdzuje, že ani zmeny úrokových sadziieb centrálnych bánk nie sú všemocným nástrojom menovej politiky.

Prognózy spomalenia ekonomického rastu viedli aj Anglickú banku k tomu, aby znížila svoju úrokovú sadzbu z 5,75 % na 5 % v troch krokoch počas zimy 2007/2008. Potom ju na tejto úrovni udržiavala až do začiatku októbra 2008, ale po vypuknutí krízy ju znížila až na historicky nízku úroveň 1,5 % v januári 2009.

V prvej polovici roka 2008 výnosy z vládnych obligácií v členských štátoch eurozóny sa najskôr zvýšili asi o 80 základných bodov a potom až do konca roku klesli o 130 základných bodov. Zatiaľ čo na začiatku roka sa zdalo, že problémy na finančných trhoch sa budú stabilizovať, zvýšený záujem o bezpečné aktíva viedol nielen k poklesu výnosov z vládnych obligácií, ale prispel aj k rastu výnosov z obligácií korporácií. Táto zvýšená averzia k riziku sa odzrkadľuje v raste úrokového diferenciálu medzi korporačnými a vládnyimi obligáciami.

Aj keď sa burzy cenných papierov vyznačovali volatilitou, počas prvej polovice roka 2008 stagnovali. Táto volatilita sa ďalej zvýšila v druhej polovici roka, keď kurzy cenných papierov na celom svete prudko klesli. Zo svojho vrcholu Euro STOXX 50 klesol asi o 45 %. Podobný pokles zaznamenali kurzy cenných papierov v USA, Spojenom kráľovstve a Japonsku. Tomuto poklesu nemohol zabrániť ani prudký pokles úrokových sadzieb.

Tento chaos zasiahol nielen trhy cenných papierov, ale aj devízové trhy, ktoré silne kolísali od začiatku finančnej krízy. Až do júla 2008 USD pokračoval v prudkom poklese proti euru a dosiahol historicky najnižšiu mesačnú úroveň 1,58. Neskôr sa v decembri vrátil nazad na 1,34 a jeho reálny efektívny pomer sa dostal na priemernú úroveň rokov 2004 – 2006.

Na rozdiel od Švédska a Spojeného kráľovstva centrálna banka v Dánsku sa sústreďuje na udržanie stabilného kurzu svojej meny vo vzťahu k euru. Búrka na finančných trhoch a ňou vyvolaný útek smerom ku kvalite, ktorý súvisí aj s veľkosťou krajiny, vytváral tlak na meny menších krajín, ktoré nie sú členmi eurozóny. Centrálna banka Dánska bola napríklad nútená v októbri 2008 dvakrát zvýšiť úrokové sadzby, čím sa zväčšil rozdiel medzi dánskou sadzbou a sadzbou v eurozóne. Tento rozdiel sa čiastočne zvrátil začiatkom novembra po znížení úrokovej sadzby v eurozóne. Aj v dôsledku týchto problémov dánska vláda znova nastolila možnosť uskutočnenia referenda o vstupe do eurozóny.

Na udržanie svojich menových režimov, t. j. menového výboru (*currency board*) v Estónsku a Litve a pevného (*pegged*) výmenného pomeru v Lotyšsku a v snahe udržať zahraničný kapitál, v týchto krajinách sa prudko zvýšili peňažné trhové úrokové sadzby, čo sa pre tieto krajiny stalo veľkou ťarchou. V ďalších nových členských štátoch došlo k značnej depreciácii ich národných mien, čomu sa centrálné banky v mnohých z týchto krajín usilovali tiež čeliť zvýšením úrokových sadzieb.

Ekonomický výhľad Európskej únie: značné riziká a neistota pretrvávajú

Ekonomická situácia i výhľad Európskej únie zostávajú mimoriadne neisté, pretože svetová ekonomika stále ešte prechádza svojou najhoršou ekonomickou recesiou od druhej svetovej vojny. Niektoré z rizík, ktoré sa identifikovali v prvých tohtoročných prognózach, sa potvrdili a začali sa „materializovať“, čo sa odzrkadilo v podstatnej revízii nových prognóz. Niektoré ďalšie riziká sa však vynárajú na obzore.

Po prvé, stále ešte existujú vážne riziká zhoršenia ekonomickej situácie spojené s finančnou krízou a s nevyhnutným procesom oddlžovania. Podmienky na finančných trhoch sa síce v ostatných mesiacoch trochu zlepšili, celková ekonomická situácia však zostáva krehká. Opatrenia, ktoré sa už uskutočnili na podporu bankového sektora, odvrátili systémovú finančnú poruchu a ich pozitívny účinok by sa mal prejavíť v nasledujúcich mesiacoch. Napriek tomu sa však dôvera medzi účastníkmi trhu pravdepodobne bude obnovovať len postupne.

Okrem toho existuje značné riziko negatívnej spätnej väzby smerujúcej od náhleho zhoršenia situácie v reálnej ekonomike k niektorým krehkým finančným inštitúciám, ktoré môžu byť zasiahnuté s väčšou intenzitou, než sa bežne očakáva. Tým by sa mohol očakávaný proces oživenia posunúť ďalej do budúcnosti. História pozná finančné krízy, ktoré boli spojené s dlhodobými negatívnymi účinkami na ekonomickú činnosť, ceny aktív, nezamestnanosť a verejné financie.

Existuje niekoľko kanálov, prostredníctvom ktorých sa táto negatívna spätná väzba môže materializovať. Pokračujúce korekcie trhu s bytmi

v niektorých členských štátoch (najmä v Írsku, Španielsku, Spojenom kráľovstve a v pobaltských krajinách) sa napríklad veľmi komplikujú súčasným prudkým poklesom vývozu a spracovateľského priemyslu. Tieto šoky pravdepodobne vyvolajú značný vzostup počtu bankrotov podnikov, čo ďalej zhorší situáciu na trhu práce. Výsledkom by bol rast pochybných pôžičiek, čo by ďalej zhoršilo bilancie bánk, ktorých kapacita poskytovať úvery reálnej ekonomike by sa tým obmedzila. To by zasa zosilnilo pôsobenie síl vyvolávajúcich pokles vo výstavbe bytov a v podnikovom sektore. Výsledkom by bolo prehĺbenie a predĺženie ekonomickej recesie.

Okrem toho, v kontexte s oddlžovaním (*delevering*) v globálnom meradle, perspektíva zdĺhavého obdobia klesajúcich domácich investícií a vonkajšieho dopytu môže rýchlo zosilniť náhle posuny v rizikových preferenciách investorov. Nečakané poruchy v tokoch kapitálu môžu zasa ďalej zhoršiť domáce ekonomické a finančné podmienky. Toho sa obávajú rozvíjajúce sa i rozvojové ekonomiky, najmä tie, ktoré majú veľké požiadavky na vonkajšie financovanie a (alebo) rozsiahly finančný sektor v relácii k HDP, a ich fiškálna pozícia je slabá. Niektoré rozvíjajúce sa krajiny východnej Európy sú z tohto hľadiska osobitne zraniteľné vzhľadom na to, že sú značne závislé od pôžičiek zahraničných bánk, ktoré sú najväčšie spomedzi rozvíjajúcich sa regiónov. V dôsledku vysokého stupňa finančnej a obchodnej integrácie medzi „starými“ a „novými“ členskými štátmi by pochmurnejšie vyhliadky „nových“ krajín mohli viesť k negatívnym prelievacím (*spillover*) efektom pre EÚ ako celok.

Po druhé, synchronný a mimoriadne rýchly kolaps svetového obchodu a priemyselnej výroby na prelome rokov zvýšil spektrum protekcionistických opatrení tak vo vyspelých, ako aj v rozvíjajúcich sa krajinách. Protekcionizmus by mohol nadobudnúť formu neprimeraných podpôr niektorým odvetviám, na domáci trh zameraného obchodu a finančnej politiky, alebo dokonca priamej kontroly pohybu kapitálu. Napriek záväzkom krajín G 20 vyhnúť sa takýmto praktikám, existuje riziko, že tieto záväzky sa v dôsledku politických a sociálnych tlakov, ktoré prináša kríza, nebudú dodržiavať.

Po tretie, ďalším rizikom pre ekonomický výhľad EÚ by mohol byť nepriaznivý vývoj menových kurzov spojený s pokračovaním globálnych nerovnováh. Na prelome rokov, sčasti v dôsledku rozdielov v rozsahu a rýchlosti

uvoľňovania menovej politiky, niektoré dôležité meny sa oslabili voči euru, ktoré sa reálne posilnilo oproti stavu pred rokom i v porovnaní s historickými priemerami. Devízové trhy zaznamenali obdobia volatility od konca minulého roka pri reagovaní na vývoj finančného sektora a na úsilia vlád a centrálnych bánk zabezpečiť finančnú stabilitu. Pokiaľ trvá finančná kríza, existuje aj zvýšené riziko neočakávaného vývoja menových kurzov.

Pokiaľ sa svetová ekonomika bude hlbšie ponárať do ekonomickej recesie, existuje aj riziko, že deflácia už nebude druhoradým problémom, aspoň pre niektoré krajiny. Okrem toho pri ďalšom zhoršovaní situácie na pracovnom trhu nemožno vylúčiť riziko sociálnych a politických otrasov, najmä v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách a v chudobnejších krajinách.

V záujme väčšej komplexnosti ekonomického výhľadu uvedieme ešte niektoré pozitívne možnosti (opačné „riziká“). Za určitých podmienok je napríklad možné, že nezvyčajne prudké zhoršenie situácie v priemyselnej výrobe a obchode na konci minulého roka sa môže ukázať ako jednorazový efekt, ktorý sa nevyhnutne nemusí predlžovať. Aj prispôsobenie zásob, ktoré bolo oveľa rýchlejšie, ako sa očakávalo, by mohlo vytvoriť základňu globálneho oživenia uvoľnením kapitálu na produktívne investície a obmedzením tlaku na zhoršovanie situácie na trhu práce.

Napokon existuje aj možnosť, že rýchla a komplexná realizácia záchranných a stabilizačných opatrení, ohlásených na roky 2009 – 2010 v EÚ a v zahraničí (najmä v USA), by mohla byť účinnejšia pri obnovení dôvery medzi investormi a spotrebiteľmi, než sa bežne predpokladá.

Ekonomický výhľad Európskej únie možno posudzovať aj pomocou *indikátora ekonomickej klímy*, prípadne ďalších indikátorov, ktoré od roka 1981 konštruuje mníchovský IFO inštitút.⁴⁷ Ostatný IFO index svetovej ekonomickej klímy z mája 2009, ktorý je na hodnotenie perspektív európskej ekonomiky veľmi dôležitý vzhľadom na úzku previazanosť európskej a svetovej ekonomiky, je napríklad zaujímavý tým, že sa prvýkrát od konca roku 2007 v apríli 2009 zlepšil. Ďalší indikátor, ktorý hodnotí súčasnú svetovú ekonomickú situáciu, sa však aj v apríli 2009 zhoršil.

⁴⁷ Aprílový svetový ekonomický prehľad 2009 zahŕňajúci tieto indikátory bol napríklad zostavený na základe hodnotenia konjunktúrneho vývoja spracovaného 1 040 expertmi z 90 krajín. Tieto indikátory vykazujú spravidla vysoký stupeň korelácie s reálnymi ekonomickými ukazovateľmi.

Tabuľka 1.19
Svetová ekonomika (1995 = 100)

Štvrťrok/rok	II/2007	III/2007	IV/2007	I/2008	II/2008	III/2008	IV/2008	I/2009	II/2009
Klíma	106,5	113,6	99,3	90,4	81,4	73,4	60,0	50,1	64,4
Ekonomická situácia	120,5	127,9	118,7	109,6	96,8	85,8	67,6	45,7	38,4
Očakávania	93,0	100,0	80,7	71,7	66,7	61,4	52,6	54,4	89,5

Prameň: <www.cesifo.de/wes>.

Index ekonomickej situácie, ktorý spravidla vykazuje väčšiu zotrvačnosť, klesol v apríli na historicky najnižšiu úroveň od zavedenia tohto prehľadu začiatkom 80. rokov minulého storočia. Naproti tomu index ekonomických očakávaní, ktorý sa trocha zvýšil už v prvom štvrťroku 2009, výraznejšie vzrástol v druhom štvrťroku a zásluhou neho zamieril hore aj index ekonomickej klímy. K obratu vo vývoji indexu svetovej ekonomickej klímy prispel aj rast indexu ekonomickej klímy v západnej Európe, aj keď menej ako v Severnej Amerike a Ázii.

Tabuľka 1.20
Index ekonomickej klímy: Severná Amerika, západná Európa a Ázia

Štvrťrok/rok	II/2007	III/2007	IV/2007	I/2008	II/2008	III/2008	IV/2008	I/2009	II/2009
Severná Amerika	92,7	108,6	85,7	72,4	60,9	62,7	53,9	48,6	70,6
Západná Európa	106,6	110,9	93,0	81,9	75,9	63,1	51,2	45,2	55,4
Ázia	104,6	115,7	105,6	100,9	88,0	75,9	61,1	50,0	73,1

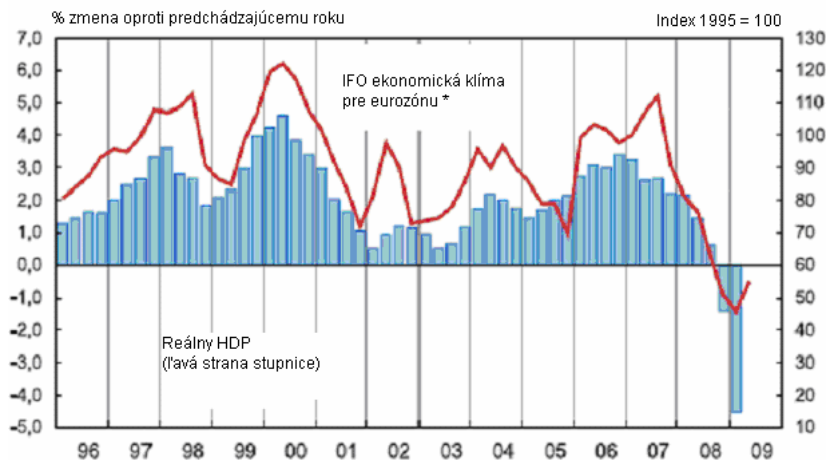
Prameň: <www.cesifo.de/wes>.

Zlepšenie indexu ekonomickej klímy v západnej Európe treba pripísať tomu, že ekonomické očakávania na ďalších šesť mesiacov sa odrazili od svojho dna z prvého štvrťroku 2009.

Podobný vývoj zaznamenal aj index ekonomickej klímy v eurozóne zásluhou priaznivejšieho vývoja ekonomických očakávaní, pravda, hodnotenia ekonomickej situácie sa ďalej zhoršili a sú teraz na historicky najnižšej úrovni.⁴⁸

⁴⁸ Z obrázku 1.3 je zrejmé, že trend IFO indikátora ekonomickej klímy veľmi dobre korešponduje s vývojom skutočného ekonomického cyklu pre eurozónu.

Obrázok 1.3

Ekonomická rast a IFO index ekonomickej klímy pre eurozónu

* Aritmetický priemer hodnotení súčasnej a očakávanej ekonomickej situácie.

Prameň: EEAG (2009).

Globálna recesia zasiahla eurozónu silnejšie ako USA, sčasti v dôsledku toho, že väčšina krajín eurozóny je viac závislá od vývozu, a preto je aj zraniteľnejšia na poklesy v globálnom dopyte. Súčasná ekonomická situácia sa jednoznačne hodnotí ako zlá vo všetkých krajinách eurozóny (azda s výnimkou Cypru). Iné je to s ekonomickými očakávaniami, ktoré sa vo všetkých členských štátoch (okrem Grécka) zlepšili. V Belgicku, Taliansku, Luxembursku a Nemecku ekonomickí experti dokonca očakávajú v druhej polovici roka 2009 ekonomické oživenie, kým v Rakúsku, vo Francúzsku a v Holandsku sa počas roka 2009 má ekonomika stabilizovať.

Ekonomická klíma sa čiastočne zlepšila aj v krajinách mimo eurozóny, čo platí o Spojenom kráľovstve a Dánsku. Naproti tomu v Nórsku a vo Švédsku, ako aj vo Švajčiarsku zostávajú ekonomické očakávania negatívne. Pre Slovensko by mohol byť prvým lúčom nádeje obrat vo vývoji konjunktúry v Nemecku signalizovaný pozitívnymi očakávaniami na druhý polrok 2009.

1.4. Dopady finančnej a hospodárskej krízy na ekonomiky krajín EÚ⁴⁹

Krajiny, ktoré sa stali členmi Európskej únie (EÚ) v roku 2004 a v roku 2007, zasiahla finančná kríza spojená s hospodárskou recesiou omnoho výraznejšie, než sa ešte pred pár mesiacmi očakávalo. Región čelí dvom silným šokom, a to:

1. recesii západoeurópskych ekonomík, ktorá má negatívny dopad na zahraničný dopyt po produkcii vyvážanej z EÚ¹⁰;⁵⁰
2. globálnej finančnej kríze, ktorá obmedzuje prílev kapitálu a tým tlmí i domáci dopyt v regióne.

Vzhľadom na to, že do skupiny EÚ 10 patria prevažne malé otvorené ekonomiky silne previazané s krajinami EÚ 15, bolo len otázkou času, kedy cez viacero kanálov dôjde k „importu“ krízy zo západnej Európy s ďalekosiahlymi následkami, ktoré budú pretrvávať aj v roku 2009. Zatiaľ čo v eurozóne došlo k oslabeniu ekonomickej aktivity v druhom štvrtroku 2008, väčšina krajín EÚ 10 pocítila krízu až v poslednom štvrtroku, avšak s o to väčšou intenzitou.

Jednotlivé krajiny regiónu zasiahla kríza diferencovane. K zvratu v ich hospodárskom vývoji prispeli v rôznej miere i také faktory ako prehriatie ekonomík v čase pred prepuknutím krízy, nadmerná závislosť od krátkodobého zahraničného kapitálu ako zdroja financovania ekonomickeho rastu, závislosť od exportu, ako aj relatívne vysoký podiel priemyslu v ekonomike. Kríza v západnej Európe mala za následok prepád dopytu po exporte, zamrznutie úverových tokov, obmedzenie prílevu priamych zahraničných investícií (PZI), nedostatok domáceho kapitálu, dvojité deficity a depreciačné tlaky. Tento negatívny vývoj vyvolal v niektorých krajinách EÚ 10 protesty a politickú nestabilitu, ktorá sa už stihla prejaviť pádom lotyšskej (február

⁴⁹ Táto práca je súčasťou riešenia projektu VEGA č. 2/0068/09.

⁵⁰ V tejto kapitole sa budeme zaoberať novými členskými štátmi EÚ, okrem Malty a Cypru, ktoré sú veľmi malými ekonomikami s odlišnými charakteristikami než ostatní noví členovia EÚ. Predmetom analýzy bude desať krajín strednej, východnej a juhovýchodnej Európy (EÚ 10), a to Bulharsko, Česká republika, Estónsko, Litva, Lotyšsko, Maďarsko, Poľsko, Rumunsko, Slovensko (od 1. januára 2009 už člen Hospodárskej a menovej únie) a Slovinsko (člen eurozóny od 1. januára 2007).

2009) a maďarskej vlády (marec 2009). V marci 2009 padla i česká vláda, avšak tu hlavným dôvodom nebola hospodárska situácia.

Noví členovia EÚ majú k dispozícii len úzky manévrovací priestor na reakcie na hospodársku krízu, ktorý sa s prehlbujúcou sa recesiou ešte viac zužuje, či už z dôvodu limitov menovej alebo fiškálnej politiky. V čase, keď každá ekonomika bojuje s dôsledkami globálnej krízy, zostáva kľúčovou finančná stabilita, a to tak vo fiškálnej oblasti (deficit verejných financií, verejný dlh), ako aj vo vzťahu k externému prostrediu (deficit bežného účtu platobnej bilancie, zahraničný dlh). Krajiny, ktoré sa spoliehajú na zahraničné financovanie v menšej miere ako ostatné, investori vnímajú ako relatívne stabilné. Spomedzi nových členov EÚ možno medzi ne zaradiť Českú republiku, Poľsko a Slovensko, ktoré pokračovali v reformách aj po vstupe do EÚ. Pokles dopytu v západnej Európe však zasiahol i tieto krajiny. Slovenskej ekonomike v čase krízy pomohlo jasné smerovanie do eurozóny a od 1. januára 2009 členstvo v nej. Poľsko a ČR dokážu lepšie odolávať kríze vďaka makroekonomickej rovnováhe a nižšiemu objemu úverov, Poľsko i vďaka nižšej závislosti od exportu. Ostatné ekonomiky, najmä Maďarsko a pobaltské krajiny, ktoré v posledných rokoch vďaka lacným úverom a vysokým spotrebiteľským výdavkom expandovali, sú zraniteľnejšie a náchylnejšie na prepad do hlbkej recesie. Realita potvrdzuje, že kríza sa najvýraznejšie prejavila práve v pobaltských krajinách s najväčšou vonkajšou nerovnováhou.

V posledných mesiacoch sa v Európe začala venovať väčšia pozornosť ekonomickej a finančnej situácii v nových členských štátoch EÚ, ako aj potrebe pripravenosti aktívne ich podporiť v čase núdze. Západoeurópske krajiny si totiž uvedomujú úzku previazanosť ich ekonomík s ekonomikami EÚ 10, najmä cez finančný sektor, ale i prostredníctvom obchodu a priamych zahraničných investícií, čo by mohlo mať v prípade nepriaznivého vývoja v niektorých krajinách výrazný vplyv aj na iných členov EÚ angažovaných v tomto regióne. V marci 2009 rozhodli hlavní predstavitelia EÚ o navýšení krízového fondu určeného na podporu platobnej bilancie pre nové členské štáty, ktoré ešte nie sú členmi eurozóny (zdvojnásobenie na sumu 50 mld eur), a odsúhlasili aj navýšenie objemu financií v MMF o 75 mld eur v záujme rýchlej a flexibilnej pomoci krajinám, ktoré čelia problémom s platobnou bilanciou.

Zmrazenie kapitálových tokov v dôsledku globálnej krízy malo dosiať najhorší dopad na Maďarsko, Lotyšsko a Rumunsko, čo sa odzrkadlilo aj na výraznom znížení ich ratingového hodnotenia. Tieto krajiny boli v situácii narastajúceho rizika štátneho bankrotu nútené využiť medzinárodnú finančnú pomoc zo strany MMF, EÚ, Svetovej banky a Európskej banky pre obnovu a rozvoj (EBRD) – Maďarsko ako prvé v októbri 2008, Lotyšsko v decembri toho istého roka a Rumunsko v máji 2009. Celkové krízové balíky v roku 2008 predstavujú v pomere k HDP krajiny v prípade Lotyšska až 32 %, v prípade Maďarska 19 % a v prípade Rumunska takmer 15 % (World Bank, 2009a). Tieto krajiny sa museli zaviazat', že zabránia prehľbovaniu deficitu verejných financií. Prijímajú teda úsporné opatrenia vrátane úpravy miezd vo verejnom sektore a zvyšujú nepriame dane. Medzinárodný menový fond však z dôvodu rýchlejšieho než prednedávnom očakávaného poklesu ich ekonomík prehodnocuje úverové podmienky.

V nasledujúcom texte sa bližšie pozrieme na vývoj krajín EÚ 10 v čase globálnej krízy, ako aj na perspektívy ich budúceho smerovania. Popri celkovom hospodárskom vývoji tejto skupiny krajín, pre ktorú je príznačná pretrvávajúca diverzita, poukážeme aj na špecifické problémy niektorých ekonomík a perspektívy ich integrácie do eurozóny vo svetle finančnej krízy a hospodárskej recesie.

Výrazné spomalenie až prepád hospodárskeho rastu

Kľúčovými faktormi priaznivého ekonomického vývoja krajín EÚ 10, i keď v rozličnej miere, boli ešte donedávna prílev kapitálu zo zahraničia a export. Rast ekonomík bol podporovaný úverovou expanziou a PZI, ktoré sa vo veľkej miere využívali na rozširovanie produkčných a exportných kapacít. V období od tretieho štvrťroka 2008 do prvého štvrťroka 2009 však prílev kapitálu do krajín regiónu klesol o dve tretiny (World Bank, 2009a).

Vo viacerých nových členských štátoch sa ekonomický rast počas prvých troch štvrťrokov 2008 udržal na relatívne vysokej úrovni. Posledný štvrťrok však v dôsledku oslabenia kľúčových pilierov ekonomického rastu priniesol rapidne spomalenie jeho dynamiky, ktoré sa potvrdilo aj vývojom v prvom štvrťroku 2009. Estónsko a Lotyšsko upadli do recesie ešte skôr a Maďarsko

zaznamenávalo veľmi pomalý rast ekonomiky počas viacerých predchádzajúcich rokov.

Napriek zvratu vo vývoji v posledných mesiacoch dosiahol rast HDP viacerých krajín EÚ 10 za celý rok 2008 ešte vcelku uspokojivé úrovne, najvyššie v Rumunsku (7,1 %), v Bulharsku (6 %) a na Slovensku (6,4 %) (graf 1.13). Jedinými z analyzovaných ekonomík, ktoré v uvedenom roku zaznamenali kontrakciu, boli Estónsko (-3,6 %) a Lotyšsko (-4,6 %), čo je však o to závažnejšie, že ekonomická výkonnosť Estónska sa v porovnaní s vysokým rastom v roku 2007 prepadla o 10 p. b. a v prípade Lotyšska o takmer 15 p. b.

Vzhľadom na rôznu mieru závislosti jednotlivých ekonomík od exportu a zahraničného kapitálu sa ich kríza nedotkla rovnomerne. Prognózy na rok 2009 sú nepriaznivé, postupne sa revidujú smerom nadol a sú spojené s veľkou dávkou neistoty, nehovoriac o nasledujúcich rokoch. V roku 2009 dôjde k výraznému poklesu ekonomickej aktivity v regióne a v nasledujúcom roku sa bude zrejme hospodársky rast pohybovať v priemere okolo nuly. Podľa jarnej prognózy Európskej komisie (EK) by mali všetky krajiny EÚ 10 v roku 2009 vykázať záporný rast, a to od -1,4 % v Poľsku,⁵¹ ktoré sa zatiaľ vzhľadom na relatívne nízky podiel exportu na HDP, ako aj priaznivý vývoj domácej spotreby vysporadúva s krízou úspešnejšie ako iné krajiny regiónu,⁵² až po dvojciferný pokles v pobaltských krajinách, ktoré ešte nedávno patrili k najrýchlejšie rastúcim ekonomikám EÚ.

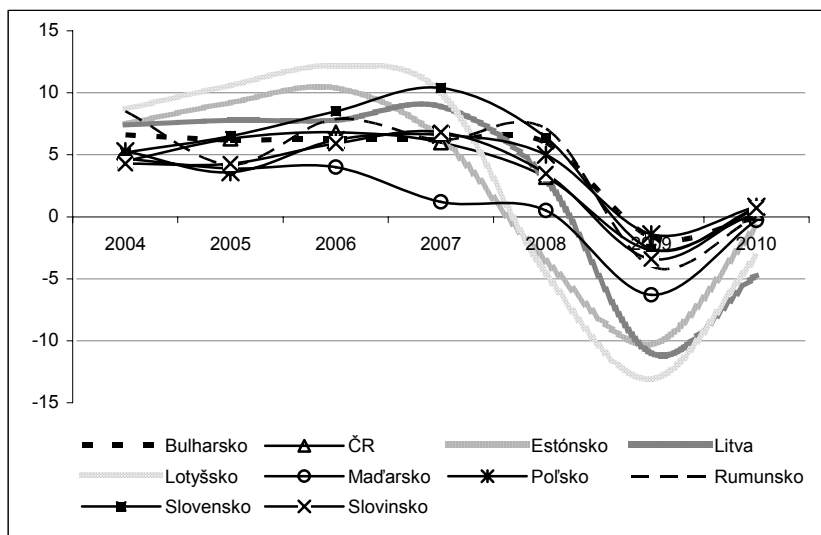
Pobaltské krajiny popri poklese dopytu na exportných trhoch doplatili aj na spľasnutie úverovej bubliny. Ich ekonomiky sa vplyvom príliš nízkych reálnych úrokových sadzieb a silného nárastu úverov, ktorý podporoval súkromnú spotrebu a investície, v nedávnej minulosti prehriali. Výsledkom boli rekordne vysoké deficity bežného účtu a závislosť od zahraničného kapitálu. Nie je preto prekvapujúce, že recesia v týchto krajinách je najhoršia v celej EÚ, pričom medziročný prepád ich hospodárskeho rastu bol v prvom štvrtroku 2009 dvojciferný.

⁵¹ Medzinárodný menový fond predpokladá v roku 2009 pokles poľskej ekonomiky len o 0,7 % (IMF, April 2009).

⁵² Poľská vláda i centrálna banka očakávajú v roku 2009 dokonca rast ekonomiky.

Graf 1.13

Ekonomický rast v krajinách EÚ 10 v období 2004 – 2008 a prognóza na roky 2009 – 2010 (v %)



Poznámka: Údaje za roky 2009 a 2010 vychádzajú z jarej prognózy EK, ktorá sa dnes ukazuje ako optimistická.

Prameň: Eurostat (2009b); European Commission (2009).

Osobitným prípadom je Maďarsko, ktoré kríza zasiahla v čase, keď ekonomika už dlhšie bojovala s makroekonomickou nerovnováhou, čoho následkom bude hlbšia a dlhšie trvajúca hospodárska recesia. Slovenská ekonomika v prvom štvrtroku 2009 medziročne klesla vo väčšej miere (-5,6 %) než susedná česká (-3,4 %), avšak v menšej miere než maďarská ekonomika (-6,7 %). Popri globálnej hospodárskej kríze doplatila totiž aj na januárovú tzv. plynovú krízu (zastavenie dodávok plynu z Ruska), ktorá výrazne obmedzila produkciu väčších priemyselných podnikov.

V roku 2010 EK aj MMF predpokladajú zmiernenie poklesu, resp. pomalé obnovenie rastu hospodárstiev krajín EÚ 10. Vzhľadom na ich závislosť od exportu to však bude vo veľkej miere determinované tým, kedy dôjde k očakávanému oživeniu americkej ekonomiky a s určitým časovým oneskorením následne i veľkých európskych ekonomík na čele s Nemeckom, ktoré sú kľúčovými obchodnými partnermi nových členských štátov EÚ. Rýchlosť

oživenia ekonomík EÚ 10 bude determinovaná i pohybmi výmenných kurzov ich národných mien k euru, ktoré majú vplyv na ich konkurenčnú schopnosť na zahraničných trhoch. Aj domáca spotreba brzdená rastúcou nezamestnanosťou a v niektorých krajinách i poklesom reálnych príjmov domácností bude potrebovať čas, aby obnovila svoju dynamiku. Ekonomiky, ktoré vykazujú vyššiu stabilitu a ktoré tak postihne miernejšia recesia, sa dostanú späť na rastovú trajektóriu rýchlejšie než ekonomiky čeliace väčšej fiškálnej a vonkajšej nerovnováhe.

Z hľadiska procesu reálnej konvergencie, ktorá v rokoch 2004 až 2007 prebiehala vo viacerých nových členských štátoch rýchlym tempom (tab. 1.21), je potrebné hodnotiť súčasný a budúci ekonomický rast týchto krajín aj v komparácii s vývojom v EÚ ako celku. Dopad finančnej krízy a hospodárskej recesie na konvergenčný proces krajín EÚ 10 bude rozložený nerovnomerne.

Tabuľka 1.21

Vývoj HDP na obyvateľa v PPS (Purchasing Power Standard) a produktivity práce v krajinách EÚ 10 v rokoch 2004 – 2008 (EÚ 27 = 100)

		2004	2005	2006	2007	2008
Bulharsko	HDP na obyv. v PPS	33,7	34,5	36,5	37,2	40,1
	Produktivita práce	33,7	33,5	34,7	34,9	35,7
ČR	HDP na obyv. v PPS	75,1	75,8	77,4	80,2	80,4
	Produktivita práce	68,0	68,5	69,8	71,8	73,1
Estónsko	HDP na obyv. v PPS	57,2	61,1	65,3	67,9	67,2
	Produktivita práce	57,2	60,0	61,4	64,2	61,6
Litva	HDP na obyv. v PPS	50,5	52,9	55,5	59,5	61,3
	Produktivita práce	53,3	54,4	56,4	59,4	60,8
Lotyšsko	HDP na obyv. v PPS	45,7	48,6	52,5	57,9	55,7
	Produktivita práce	45,9	48,0	49,9	53,5	50,6
Maďarsko	HDP na obyv. v PPS	63,1	63,1	63,5	62,7	62,9
	Produktivita práce	72,0	72,3	73,0	73,1	74,0
Poľsko	HDP na obyv. v PPS	50,6	51,3	52,3	53,7	57,5
	Produktivita práce	61,5	61,3	61,2	60,9	61,5
Rumunsko	HDP na obyv. v PPS	34,1	35,0	38,3	42,1	45,8
	Produktivita práce	34,4	35,9	39,5	43,7	46,6
Slovensko	HDP na obyv. v PPS	57,1	60,2	63,5	67,0	71,9
	Produktivita práce	65,5	68,6	71,6	75,0	77,5
Slovinsko	HDP na obyv. v PPS	86,4	87,4	87,6	89,2	89,8
	Produktivita práce	81,9	83,5	83,9	84,6	84,9

Prameň: Eurostat (2009b).

Niektoré (stabilnejšie) nové členské ekonomiky budú v najbližších dvoch rokoch vzhľadom na miernejší prepád ich rastu v porovnaní s priemerom EÚ zrejme naďalej konvergovať k vyspelejším európskym ekonomikám, avšak omnoho pomalším tempom než v predchádzajúcich rokoch. Pobaltské krajiny a (naďalej aj) Maďarsko budú s vysokou pravdepodobnosťou strácať. Tieto ekonomiky zaznamenali spomalenie (Litva), resp. pokles (Estónsko, Lotyšsko, Maďarsko) HDP na obyvateľa v PPS, ako aj produktivity práce na pracovníka v pomere k EÚ 27 (Estónsko, Lotyšsko) už v roku 2008. V pobaltských krajinách tak obdobie rýchleho dobiehania ekonomicky vyspelejších štátov EÚ vystrieda obdobie divergencie.

Prepad priemyselnej výroby

Po niekoľkých rokoch silného rastu priemyselnej produkcie, založeného vo veľkej miere na budovaní výrobných a vývozných kapacít prostredníctvom priamych zahraničných investícií, zaznamenali krajiny EÚ 10 v posledných dvoch mesiacoch roka 2008 a začiatkom nasledujúceho roka mimoriadny pokles. Väčšina z nich vykázala v decembri 2008 výraznejší medziročný pokles priemyselnej produkcie než krajiny eurozóny ako celku. Vzhľadom na vysoké počiatkové úrovne v nových členských štátoch sa tak vplyvom tohto vývoja zmenšili rozdiely v dynamike priemyselnej produkcie v oboch skupinách ekonomík. K začiatku roka 2009 sa priemyselná produkcia v regióne EÚ 10 medziročne prepádla približne o 20 % (World Bank, 2009a). Hlavným faktorom prepadu do červených čísel bol už spomínaný zvrat na strane zahraničného dopytu, ktorý zasiahol predovšetkým výrobu automobilov a elektroniky. Pokles exportu nedokázalo vyvážiť ani oslabenie niektorých národných mien.

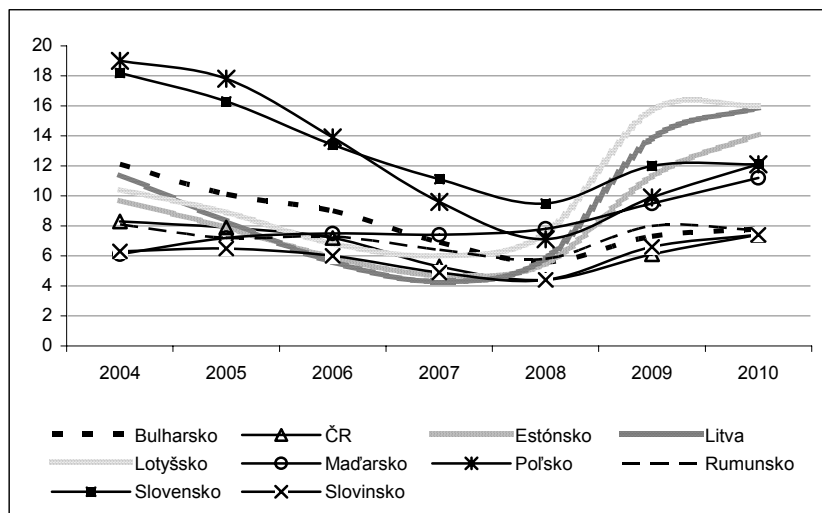
Vplyv krízy na trhy práce

V priebehu posledných rokov sme boli svedkami zlepšovania ukazovateľov trhu práce v krajinách EÚ 10 v podobe rastu miery zamestnanosti (v roku 2008 bola výnimkou len Litva a Maďarsko, kde sa miera zamestnanosti mierne znížila) a poklesu miery nezamestnanosti (s výnimkou pobaltských

krajín v roku 2008 a počas dlhšieho obdobia i Maďarska). Hospodárska recesia však tento priaznivý vývoj v posledných mesiacoch roka 2008 zastavila a vo viacerých prípadoch až zvrátila (graf 1.14), čo má nepriaznivý vplyv i na verejné financie krajín regiónu. Miera nezamestnanosti vykázaná za rok 2008 sa pohybovala od 4,4 % v ČR a v Slovinsku po 9,5 % na Slovensku, ktoré spolu s Poľskom dosahovalo v tomto ukazovateli najvyššie hodnoty aj v minulých rokoch.

Graf 1.14

Vývoj miery nezamestnanosti v krajinách EÚ 10 v období 2004 – 2008 a prognóza na roky 2009 – 2010 (v %)



Prameň: Eurostat (2009b); European Commission (2009).

Firmy sa spočiatku snažili ponechať si čo najväčšiu časť pracovných síl. Pokles zamestnanosti bol teda miernejší než pokles produkcie, čo malo za následok zníženie produktivity. Otáznym zostáva správanie pracovníkov, ktorí za prácou odišli do zahraničia. Napriek nepriaznivým podmienkam na zahraničných trhoch práce nemusí ešte dôjsť k zhoršeniu celkovej ekonomickej situácie všetkých týchto občanov, a to vzhľadom na depreciáciu národných mien ich domovských krajín. Prepúšťanie pracovníkov z nových členských štátov v krajinách západnej Európy je však realitou a ešte viac

zosilňuje tlaky na domáce trhy práce. Rastúca nezamestnanosť má v mnohých krajinách za následok pokles reálnych príjmov domácností s dopadom na spotrebiteľský dopyt a finančný sektor vrátane schopnosti splácania úverov, pôsobí teda proti opätovnému naštartovaniu ekonomík.

V najbližšom období sa bude situácia na trhoch práce krajín EÚ 10 naďalej zhoršovať. Najvýraznejší nárast nezamestnaných zrejme v ďalších dvoch rokoch vykážu prudko sa spomaľujúce pobaltské ekonomiky, kde podľa EK miera nezamestnanosti v roku 2009 prekročí 10 %.⁵³ Podobne to bude i na Slovensku, avšak na rozdiel od pobaltských krajín tu dôjde k prekročeniu uvedenej úrovne z vyšších hodnôt v minulom období. V roku 2010 EK dokonca predpokladá jednocifernú nezamestnanosť len v Slovinsku, v ČR, v Bulharsku a v Rumunsku. Počet nezamestnaných v regióne vzrastie z 3 miliónov v roku 2008 na 5 miliónov v roku 2010 (World Bank, 2009a), a napriek predpokladanému oživeniu bude trvať dlhý čas, kým sa ukazovatele v štatistikách vrátia na úrovne z roku 2008. Skôr možno očakávať postupný návrat produktivity práce na hodnoty z predkrízového obdobia.

V posledných rokoch dochádzalo v krajinách EÚ 10 vplyvom priaznivého vývoja na trhoch práce v kombinácii s nedostatkom kvalifikovanej pracovnej sily a v niektorých ekonomikách i vplyvom migrácie pracovníkov do zahraničia k rastu miezd. Hoci recesia oslabuje tlaky na rast nominálnych miezd, vplyvom poklesu inflácie sa rast reálnych miezd vo väčšine krajín koncom roka 2008 zrýchlil. Produktivita práce sa vyvíjala menej priaznivo, čo viedlo k dočasnému rastu jednotkových nákladov práce (JNP) v národných menách. Avšak už začiatkom roka 2009 sa v dôsledku spomalenia rastu miezd prejavilo aj zníženie dynamiky rastu JNP. Aj za celý rok 2009 EK vo väčšine analyzovaných krajín očakáva medziročné spomalenie rastu JNP, Litva a Lotyšsko by mohli dokonca zaznamenať ich medziročný pokles.

Vývoj cenovej hladiny, menová politika a finančný sektor

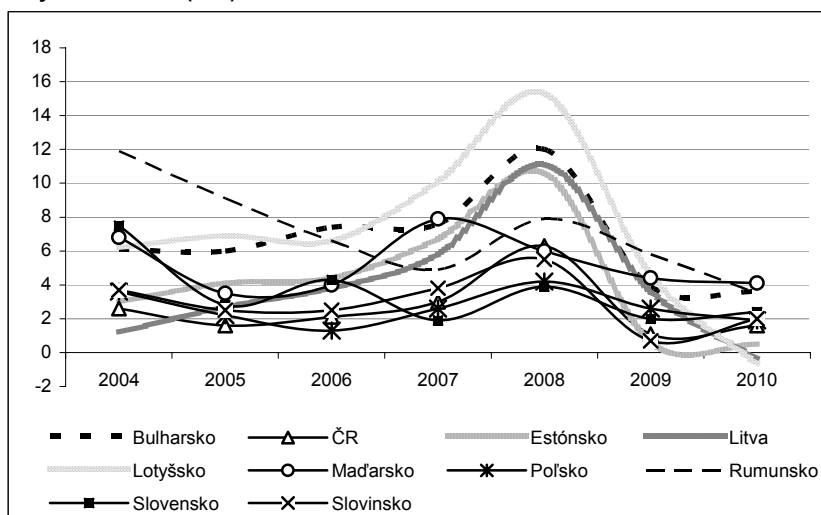
Vplyvom vysokých cien ropy, plynu a iných surovín, ako aj potravín rástli spotrebiteľské ceny v priebehu prvého polroka 2008 rýchlejšie ako

⁵³ Podľa údajov ECB už v prvej polovici roka 2009 nezamestnanosť v týchto krajinách presiahla úrovne prognózované EK na celý rok.

v predchádzajúcom období. Po následnom poklese cien surovín došlo v poslednom štvrtroku 2008 aj k zmierneniu inflácie. Za celý rok vykázali najvyšší rast spotrebiteľských cien (HICP – *Harmonised Index of Consumer Prices*) pobaltské krajiny (od 10,6 % v Estónsku do 15,3 % v Lotyšsku) a Bulharsko (12 %), t. j. ekonomiky s fixným kurzovým režimom (graf 1.15). Spomedzi krajín s pružnými menovými kurzami zaznamenalo najvyššiu infláciu v dôsledku prehriatia ekonomiky Rumunsko (7,9 %) a vplyvom nárastu regulovaných cien a dane z pridanej hodnoty Česká republika (6,3 %).

Graf 1.15

Vývoj inflácie (HICP) v krajinách EÚ 10 v období 2004 – 2008 a prognóza na roky 2009 – 2010 (v %)



Prameň: Eurostat (2009b); European Commission (2009).

V roku 2009 sa v krajinách EÚ 10 vzhľadom na globálny hospodársky pokles spojený s poklesom cien potravín a energie na svetových trhoch, s nízkou infláciou, prípadne až defláciou v eurozóne, ako aj v dôsledku stagnujúceho domáceho dopytu očakáva spomalenie inflácie. Hlavným faktorom rastu cien, najmä v krajinách strednej Európy, bude vývoj cien služieb. Najväčší pokles inflácie sa očakáva v Bulharsku a v pobaltských krajinách, čo im pomôže čiastočne zlepšiť konkurenčnú schopnosť v podmienkach pevných

menových kurzov. Vzhľadom na hĺbku recesie je v nasledujúcom roku v prípade pobaltských krajín reálny dokonca i pokles spotrebiteľských cien. Takýto vývoj prinesie zmiernenie divergencie inflačných mier v rámci krajín EÚ 10.

Faktorom, ktorý by v najbližšom období mohol pôsobiť inflačne, sú plávajúce výmenné kurzy (ČR, Maďarsko, Poľsko, Rumunsko), ktoré sa v čase od prepuknutia globálnej finančnej krízy vo viacerých krajinách voči euru oslabovali, čo má s určitým časovým oneskorením za následok zdražovanie importovaných tovarov. Ešte do polovice roka 2008 sa národné meny uvedených krajín voči euru výrazne posilňovali, avšak koncom roka 2008 a začiatkom nasledujúceho roka došlo k obráteniu tohto trendu. V období od septembra 2008 do marca 2009 sa oslabil poľský zlotý voči euru približne o 28 %, maďarský forint o 20 %, rumunský lei o 15 % a česká koruna o 10 %. Tento vývoj prispel k zhoršeniu konkurenčnej pozície Slovenska a Slovinska ako zatiaľ jediných spomedzi tranzitívnych ekonomík, ktoré už prijali jednotnú menu euro. Kurz slovenskej koruny k euru bol v posledných mesiacoch roka 2008, t. j. tesne pred vstupom do menovej únie, stabilný. Február až apríl 2009 priniesli stabilizáciu, a dokonca i opätovné posilnenie aj v prípade ostatných mien krajín EÚ 10 s pružnými kurzami. Poľská vláda si ako ochranu pred tlakmi na pokles kurzu zlotého voči euru v strednodobom horizonte zabezpečila v apríli 2009 prístup k úverovej linke MMF, ktorá je však len preventívna a umožnila by krajine získať financie len v prípade núdze.⁵⁴ Tento krok by mal krajine uľahčiť cestu k prijatiu jednotnej európskej meny.

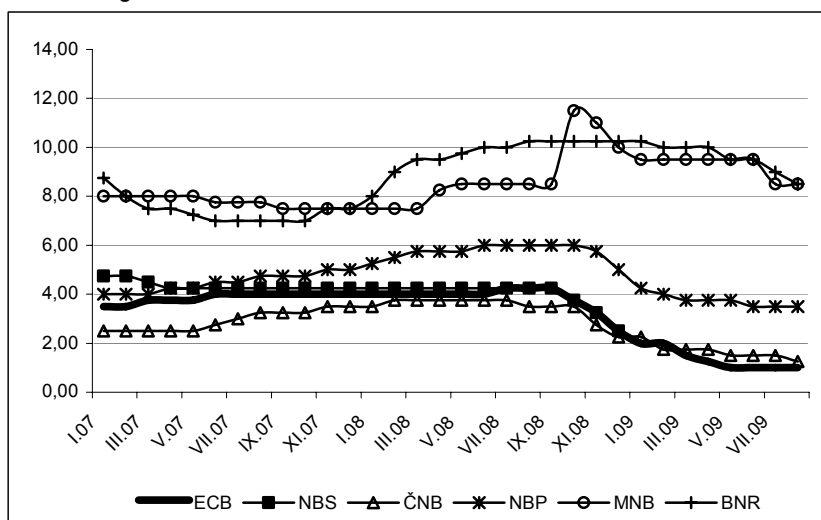
Slovensko sa zavedením eura k 1. januáru 2009 vzdalo autonómnej menovej politiky a podriadilo sa jednotnej menovej politike ECB vychádzajúcej zo súhrnnej analýzy eurozóny ako celku. V čase pred vstupom do menovej únie bola teda potrebná konvergencia kľúčových úrokových mier Národnej banky Slovenska (NBS) k sadzbám ECB. V prvých troch štvrtrokoch 2008 boli slovenské oficiálne úrokové sadzby na úrovni 4,25 %. V poslednom štvrtroku ich NBS znižovala trikrát, čím reagovala na prehľbujúcu sa globálnu finančnú a hospodársku krízu v súlade s krokmi ECB a dorovnávala tak sadzby na ich úroveň v eurozóne (graf 1.16), pričom historicky posledným

⁵⁴ Medzinárodný menový fond v marci 2009 zaviedol možnosť otvoriť preventívnu flexibilnú úverovú linku pre nové trhové ekonomiky, ktoré sú v relatívne dobrej kondícii. Čerpanie financií prostredníctvom tejto linky pritom nie je viazané na podmienky, ktoré bývajú súčasťou poskytnutia pomoci MMF pre krajiny s hospodárskymi problémami.

rozhodnutím NBS bolo zníženie kľúčových úrokových sadzieb na 2,5 % v decembri 2008. Národná banka Slovenska týmto krokom reagovala na najvýraznejšiu redukciu úrokových sadzieb ECB v dejinách eurozóny (o 0,75 p. b.). V priebehu obdobia od októbra 2008 do mája 2009 pritom ECB v reakcii na prehĺbujúcu sa recesiu znížila kľúčové sadzby až o 3,25 p. b., a to zo 4,25 % na 1 %, t. j. na najnižšiu úroveň od zavedenia eura.

Graf 1.16

Vývoj základných úrokových sadzieb ECB, NBS, ČNB, NBP a MNB od januára 2007 do augusta 2009



Poznámka: ECB – European Central Bank; NBP – Narodowy Bank Polski; NBS – Národná banka Slovenska; MNB – Magyar Nemzeti Bank; ČNB – Česká národní banka; BNR – Banca Nationala a Romániei.

Prameň: Internetové stránky centrálnych bánk.

Konkurenčná schopnosť ekonomík EÚ 10, ktorých meny depreciovali, sa dočasne posilnila. Zároveň však treba zdôrazniť, že oslabenie mien v týchto krajinách zvýšilo dlhové zaťaženie ekonomických subjektov, ktoré čerpali úvery v cudzej mene bez zaistenia sa pred prípadnou stratou, čo je prípad najmä sektora domácností a krajín, ako sú Maďarsko a Rumunsko. Centrálna banka Maďarska, ktorého zahraničný dlh (vyše 100 % HDP) je denominovaný prevažne v cudzej mene, uvoľňovala menovú politiku opatrne – od

októbra 2008 do augusta 2009 znížila základné úrokové sadzby o 3 p. b., avšak z relatívne vysokej úrovne. V prípade rýchlejšej redukcie sadziieb by riskovala ešte výraznejšie oslabenie národnej meny, ktoré by mohlo spôsobiť ďalší nárast nesplácaných úverov denominovaných v cudzích menách, destabilizáciu sektora domácností, ako aj podnikateľského sektora, a napokon celého finančného sektora krajiny. Kľúčové úrokové sadzby maďarskej centrálnej banky zastali v júli 2009 na úrovni až 8,5 %, čo je spolu s Rumunskom najvyššia hodnota v rámci EÚ (stav k augustu 2009).

Ďalšie centrálné banky v krajinách s oslabujúcimi sa kurzami postupne posunuli základné úrokové miery na omnoho nižšie úrovne. Česká národná banka v období od októbra 2008 do augusta 2009 reagovala na oslabovanie ekonomiky znížením kľúčových úrokových sadziieb o 2,25 p. b. až na historické minimum 1,25 % a centrálna banka Poľska o 2,5 p. b. na 3,5 %. V Českej republike sa základné úrokové sadzby niekoľko rokov pohybovali dokonca pod úrovňou sadziieb ECB, a zároveň na najnižšej úrovni v celej EÚ. V januári 2009, keď ECB svoje základné sadzby znížila na 2 %, zatiaľ čo sadzby ČNB zastali na úrovni 2,25 %, sa však negatívny diferenciál zmenil na pozitívny.

Meny pevne naviazané na euro (v pobaltských krajinách a v Bulharsku) tiež čelia depreciačným tlakom. Tieto tlaky vyvolalo niekoľko faktorov, najmä silnejúca averzia voči riziku, spomalenie kapitálových tokov, pokles ekonomickej aktivity a makroekonomická nerovnováha, predovšetkým deficity bežných účtov platobnej bilancie. V ekonomikách s pevnými kurzami prebieha zatiaľ prispôsobovanie prostredníctvom domácich cien a miezd. Reálna depreciačia spôsobená nízkou infláciou v spojení s fixným výmenným kurzom brzdí domáci dopyt a tak znižuje deficit bežného účtu platobnej bilancie. Medzi investormi však rastú obavy z prípadnej devalvácie lotyšského latu, ktorá by síce zlepšila pozíciu domácich exportérov, no súčasne zvýšila tlak na výmenné kurzy Litvy a Estónska.

Recesia oslabilá celý finančný sektor krajín EÚ 10 – okrem tlakov na vývoj výmenných kurzov došlo i k poklesu cien akcií, k redukcii finančných tokov medzi bankami, ako aj k obmedzeniu úverov. Koncom roka 2008 sa zastavil rast úverov predovšetkým v Bulharsku, v ČR, na Slovensku a v Slovinsku. Na tomto vývoji sa podieľal najmä podnikateľský sektor ovplyvnený

poklesom zahraničného dopytu, ktorý mal vzhľadom na silnú závislosť krajín od exportu negatívny dopad na investičné aktivity v priemysle. Popri poklese dopytu po úveroch priniesol záver roka 2008 aj obmedzenia na strane ponuky v podobe sprísňovania podmienok poskytovania úverov. Problémom bankového sektora v regióne sú popri nedostatku likvidity aj úvery v cudzích menách, na ktoré doplatila najmä maďarská ekonomika. Domácnosti v tejto krajine síce najskôr ušetrili na nižších úrokoch na hypotéky v cudzej mene, najmä vo švajčiarskych frankoch, no tieto úspory viac než vyčerpali v dôsledku oslabenia kurzu forintu voči euru.

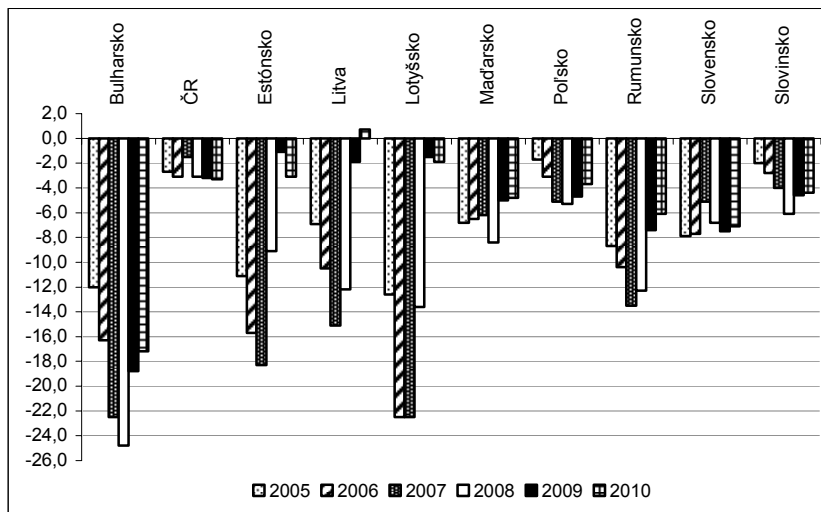
Finančná stabilita krajín EÚ 10 vo veľkej miere závisí od opatrení prijímaných na úrovni veľkých zahraničných bánk angažovaných v regióne, z ktorých viaceré čelia vážnym problémom. Vzhľadom na prevahu zahraničného vlastníctva v bankovom sektore krajín regiónu, ako aj závislosť od zahraničného kapitálu, kontrola EÚ 10 nad stabilitou ich finančných sektorov je značne limitovaná. Keďže rozsah a podmienky podpory materských bánk v ich domovských krajinách sú neisté, je ťažké odhadnúť riziká pre bankové sektory krajín EÚ 10. Krajínám regiónu by mohol v blízkej budúcnosti pomôcť plán finančnej regulácie v rámci Európy, ktorý vo februári 2009 predložila Európskej komisii expertná skupina pod vedením bývalého generálneho riaditeľa MMF J. De Larosiéra. Nový systém finančnej regulácie by mal totiž zabezpečiť lepšiu koordináciu pri monitorovaní medzinárodných bánk a poisťovní.

Ekonomické vzťahy so zahraničím

Ekonomická konvergencia krajín EÚ 10 bola dosiaľ vo veľkej miere podporovaná príchodom zahraničného kapitálu, čo sa v menej bohatých krajinách dlhodobo prejavilo aj v podobe deficitov bežného účtu platobnej bilancie. V čase globálnej krízy sprevádzanej poklesom zahraničných zdrojov vonkajšia nerovnováha mimoriadne zvyšuje zraniteľnosť týchto ekonomík. V pobaltských krajinách, ktoré zaznamenali v posledných troch rokoch deficity dosahujúce (s výnimkou Estónska v roku 2008) dvojciferné hodnoty v pomere k HDP a ktoré upadli do hlbokej recesie ako prvé, dochádza k výraznej náprave ich vonkajšej nerovnováhy (graf 1.17).

Graf 1.17

Vývoj salda bežného účtu v krajinách EÚ 10 v období 2005 – 2008 a prognóza na roky 2009 – 2010 (v % HDP)



Prameň: European Commission (2008; 2009).

V roku 2008 zaznamenala najnižší deficit bežného účtu spomedzi analyzovaných ekonomík, podobne ako v predchádzajúcich rokoch, Česká republika (3,1 % HDP), čo jej zabezpečuje menšiu citlivosť na externé šoky. Na opačnom konci rebríčka bolo Bulharsko s deficitom vo výške takmer 25 % HDP. V roku 2009 sa v dôsledku viacerých faktorov vrátane nižších cien energií, ako aj nižšej spotreby očakáva korekcia salda bežného účtu vo väčšine krajín EÚ 10, najvýraznejšia však v pobaltských ekonomikách.

Pokiaľ ide o štruktúru deficitu bežného účtu, v jednej skupine krajín (ČR, Slovensko, Maďarsko) sa na ňom v posledných rokoch podieľala najmä bilancia výnosov, zatiaľ čo ostatné krajiny vykazovali najvyšší deficit v obchodnej bilancii, k čomu prispela aj silná domáca spotreba. V niektorých ekonomikách, najmä v Poľsku a v Bulharsku, sa v roku 2008 na náraste deficitu bežného účtu významne podieľala i bilancia transferov, a to aj v dôsledku redukcie remitencií migrantov pracujúcich v starých členských štátoch EÚ.

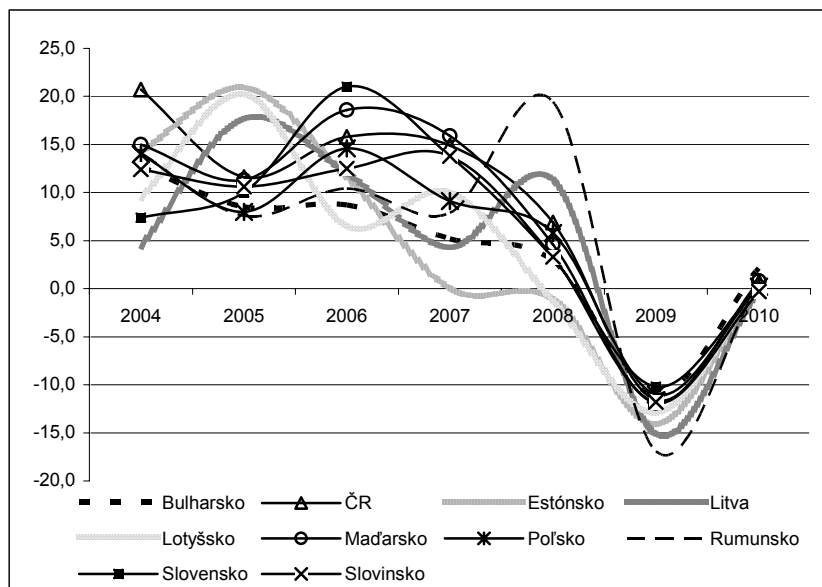
Hospodársky vývoj väčšiny krajín EÚ 10 je silno závislý od situácie na ich exportných trhoch. Najvyššiu závislosť od vývozu meranú ako jeho

pomer k HDP vykázalo v roku 2008 Slovensko, Česká republika, Maďarsko a Estónsko, a to vyše 70 %. Poľsko a Rumunsko disponujú relatívne rozsiahlymi domácimi trhmi, ktoré môžu mať v krízových časoch stabilizujúci efekt na vývoj ich ekonomík. Export Slovenska, ČR a Maďarska (automobily a ich súčasti), ako aj Estónska, Slovinska a Poľska (strojársky priemysel) je navyše koncentrovaný na sektory najviac zasiahnuté globálnym poklesom.

V roku 2008 dosiahla prebytok obchodnej bilancie len Česká republika a Maďarsko. Ostatné krajiny zaznamenali deficity, na ktorých sa vo veľkej miere podieľal vývoj v poslednom štvrtroku. Po dlhom období medziročných prírastkov exportu i importu tovarov a služieb sa táto dynamika v mnohých krajinách spomalila, pričom Lotyšsko a Estónsko vykázali pokles (grafy 1.18 a 1.19). Výnimočným prípadom je Rumunsko, ktoré zaznamenalo nárast exportu takmer o 20 %, najmä vďaka priaznivému vývoju v obchode so službami.

Graf 1.18

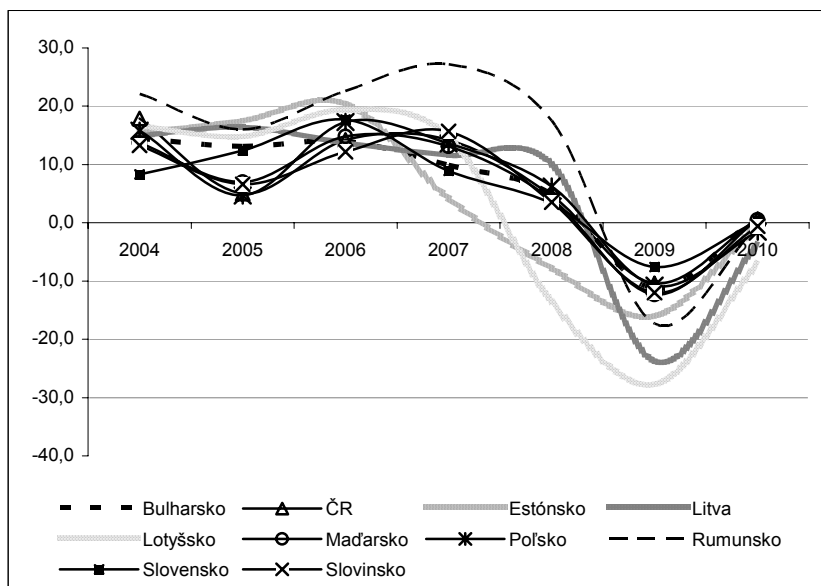
Medziročné zmeny exportu v krajinách EÚ 10 v období 2004 – 2008 a prognóza na roky 2009 – 2010 (v %)



Prameň: European Commission (2009).

Graf 1.19

Medziročné zmeny importu v krajinách EÚ 10 v období 2004 – 2008 a prognóza na roky 2009 – 2010 (v %)



Prameň: European Commission (2009).

Podľa prognóz EK dôjde v roku 2009 vo všetkých krajinách EÚ 10 k dvoj-cifernému prepadu exportu aj importu (s výnimkou slovenského importu, kde EK očakáva pokles „len“ o 7,6 %) v porovnaní s predchádzajúcim rokom. Popri redukcii zahraničného dopytu slabne totiž aj domáci dopyt. Už začiatkom roka 2009 došlo v krajinách regiónu v dôsledku nízkeho domáceho dopytu a nízkych cien komodít k silnému poklesu importu, ktorý bol v mnohých prípadoch rýchlejší než pokles exportu. V roku 2010 by sa mal prepad zahraničného obchodu vzhľadom na predpokladané postupné oživenie ekonomík, ako aj nízku porovnávaciu základňu z predchádzajúceho roka zmierniť.

V dôsledku slabého globálneho dopytu a prísnych úverových podmienok, ktoré znižujú schopnosť a ochotu multinacionálnych firiem expandovať, dochádza od polovice roka 2008 vo väčšine krajín EÚ 10 k poklesu prílevu PZI. Tie boli dosiaľ motorom ekonomického rastu regiónu a ich dôležitosť pre tieto krajiny potvrdzuje fakt, že v mnohých sektoroch prevažuje zahraničné

vlastníctvo, či už ide o banky, poisťovne, obchodné reťazce alebo výrobné podniky. Zahraniční investori poskytli tranzitívnym ekonomikám významné stimuly na rozvoj a modernizáciu. Avšak dnes sme svedkami negatívneho javu, ku ktorému prispela i angažovanosť zahraničných investorov v krajinách EÚ 10 – dochádza totiž k rýchlemu transferu krízy tak cez podnikateľský, ako aj finančný sektor.

V situácii všeobecného poklesu investícií v Európe sa v roku 2009 očakáva rapidná redukcia prílevu PZI aj do nových členských štátov. V odvetviach opierajúcich sa o zahraničný kapitál, ktoré boli v podobe prepadu dopytu najviac zasiahnuté hospodárskou recesiou, dochádza k zníženiu produkcie a prepúšťaniu pracovníkov. V záujme čo najrýchlejšieho prekonania krízy tak silnie i potreba väčšej podpory a rozvoja domáceho podnikateľského sektora.

Vplyv krízy na verejné financie

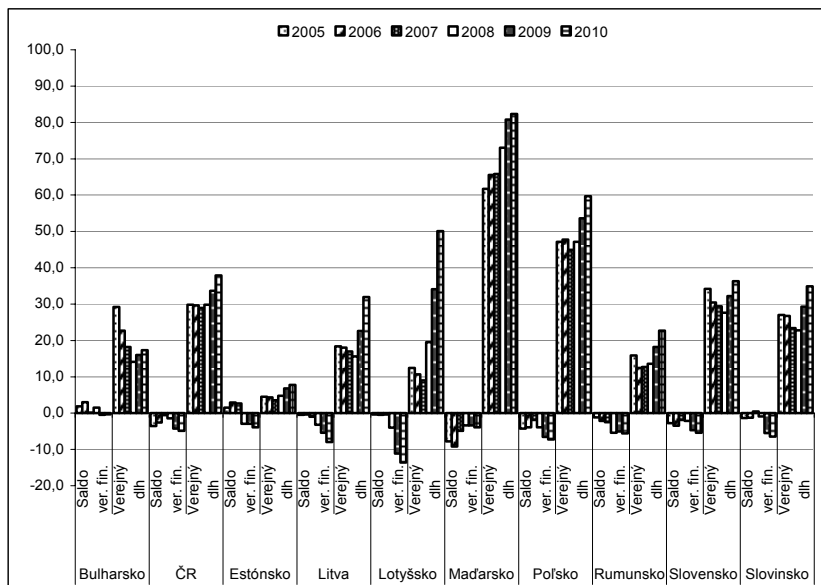
Takmer vo všetkých krajinách EÚ 10 sa stav verejných financií v roku 2008 zhoršil. Výnimkami boli len Bulharsko, ktoré vykázalo vyšší prebytok verejných financií než v predchádzajúcom roku, a Maďarsko, ktorého deficit sa vďaka pokračujúcemu konsolidačnému úsiliu znížil (graf 1.20). Iba polovica z analyzovaných krajín splnila maastrichtské kritérium deficitu verejných financií (a zároveň limit Paktu stability a rastu) stanovené na úrovni 3 % HDP. Túto hodnotu najvýraznejšie prekročilo Rumunsko (5,4 %), kde sa koncom minulého roka konali parlamentné voľby. Verejné financie Poľska, Litvy, Lotyšska, a napriek fiškálnej konsolidácii naďalej i Maďarska skončili tiež s deficitom presahujúcim maastrichtské kritérium. Voči Maďarsku sa vedie procedúra pri nadmernom deficite už od roka 2004, v prípade Lotyšska iniciovala EK túto procedúru vo februári 2009, v prípade Rumunska, Poľska⁵⁵ a Litvy v máji 2009. Maďarsko zostáva i naďalej jedinou krajinou spomedzi EÚ 10, ktorej verejný dlh je nad maastrichtskou hranicou 60 % HDP. Ostatné ekonomiky okrem Poľska (47 % HDP) dosiahli v roku 2008 pomer verejného dlhu k HDP nižší než 30 %.

⁵⁵ Procedúra pri nadmernom deficite sa voči Poľsku už raz viedla, zrušená bola v júli 2008.

Vzhľadom na to, že súčasná recesia prudko redukuje príjmy verejných financií pod očakávané úrovne, a zároveň vyžaduje dodatočné výdavky na sociálne zabezpečenie a podporu ekonomík, je zrejmé, že hodnotenie výsledkov verejných financií za rok 2009 bude ešte menej pozitívne. Vo väčšine krajín EÚ 10 (okrem Estónska, Maďarska a Rumunska) EK očakáva prehĺbenie deficitu verejných financií, pričom hlavným dôvodom je nárast podielu verejných výdavkov na HDP. Spomalenie ekonomík a fiškálne stimuly budú nevyhnutne viesť k rastu pomeru verejného dlhu k HDP, čím sa zvyšuje i riziko budúcej inflácie.

Graf 1.20

Saldo verejných financií a verejný dlh v krajinách EÚ 10 v období 2005 – 2008 a prognóza na roky 2009 – 2010 (v % HDP)



Prameň: Eurostat (2009a); European Commission (2009).

Vlády krajín EÚ 10 prijímajú opatrenia tak na výdavkovej, ako i príjmovej strane štátneho rozpočtu. Viaceré z nich sa usilujú podporiť podnikateľský sektor, najmä malé a stredné podniky. V záujme oživenia ekonomiky a udržania zamestnanosti v stavebníctve niektoré krajiny zvyšujú investície do

budovania infraštruktúry. Osobitná podpora vo forme (diskutabilného) tzv. šrotovného smeruje do automobilového priemyslu, ktorý je kľúčovým odvetvím najmä v stredoeurópskych ekonomikách. Fiškálne stimuly analyzovaných krajín sa však pohybujú na relatívne nízkych úrovniach. V opačnom prípade by v týchto otvorených ekonomikách mohlo dôjsť k nárastu importu, čo by ešte viac zhoršilo vonkajšiu nerovnováhu niektorých z nich. Príliš expanzívna fiškálna politika by oslabilala aj dôveru investorov a skomplikovala tak prístup k zahraničnému kapitálu so silným dopadom na krajiny závislé od externých zdrojov. Estónsko, Lotyšsko a Maďarsko teda siahajú po takých opatreniach, ako je zvyšovanie dane z pridanej hodnoty či znižovanie miezd vo verejnom sektore, čo však ešte viac brzdi domáci dopyt. Navyše, stav verejných financií viacerých ekonomík sám osebe obmedzuje priestor na ďalší nárast ich deficitu, či už z dôvodu nutnosti splnenia úverových podmienok MMF alebo podmienok na prijatie eura, no najmä z dôvodu samotnej potreby udržateľnosti verejných financií.

Rozširovanie eurozóny vo svetle globálnej krízy

Krajiny menovej únie nie sú vystavené riziku menovej krízy, čo je v časoch turbulencií na globálnych finančných trhoch veľkou výhodou. Z členstva v eurozóne profitujú už aj Slovinsko a Slovensko, ktoré sú dnes vnímané ako relatívne stabilné ekonomiky. Oficiálnou menou Slovinska je euro už viac ako dva roky. Rozhodnutie o prijatí Slovenska do eurozóny prišlo evidentne v „správnom“ čase, hoci bilancia prínosov a nákladov tohto kroku nie je úplne jednoznačná. Na jar 2008, keď európske inštitúcie hodnotili pokrok v konvergencii, Slovensko plnilo všetky maastrichtské kritériá. Vysoký rast HDP spolu s reformami verejných financií v predchádzajúcom období umožnili vláde znížiť deficit verejných financií v požadovanej miere, čo by v čase plného prepuknutia globálnej krízy bolo omnoho náročnejšie, resp. nereálne. Ceny ropy nedosahovali v hodnotenom období svoje rekordné úrovne, čo zase uľahčilo splnenie inflačného kritéria. Maastrichtské kritérium dlhodobých úrokových sadzieb plnilo Slovensko s rezervou po celý čas od pristúpenia k EÚ v roku 2004. V čase publikovania konvergenčných správ dosiahla slovenská koruna dĺžku členstva v ERM II v trvaní 29 mesiacov, počas

ktorých došlo dvakrát k revalvácii centrálnej parity, čím sa stal prípad Slovenska precedensom v histórii európskej menovej integrácie. Výmenný kurz sa v tomto období pohyboval prevažne v silnejšej polovici fluktuáčného pásma. Po rozhodnutí o konverznom kurze SKK/EUR, t. j. takmer pol roka pred integráciou krajiny do eurozóny, pomohlo naviazanie slovenskej koruny na euro zachovať stabilitu národnej meny.

Euro ako jedna z najsilnejších mien na svete by malo zmierniť negatívne dopady finančnej krízy a ochrániť pred ňou Slovensko lepšie než koruna. Vďaka tomuto integračnému kroku by mala byť slovenská ekonomika menej zraniteľná a v očiach zahraničných investorov stabilnejšia a predvídateľnejšia v porovnaní s okolitými krajinami, ktoré sa zatiaľ do eurozóny neintegrovali. Jednotná mena by tak mala byť i konkurenčnou výhodou pri získavaní PZI. Členstvo v menovej únii však samo osebe nevyrieši všetky problémy ekonomiky a kladie vysoké požiadavky na jej disponibilné adaptačné mechanizmy. Tie po završení menovej integrácie nezahŕňajú nástroje menovej politiky, keďže členský štát sa podriaďuje jednotnej menovej politike ECB vychádzajúcej zo súhrnnej analýzy eurozóny ako celku a kľúčové úrokové sadzby národnej centrálnej banky sa nahrádzujú kľúčovými sadzbami ECB.

Skúsenosti Slovenska s jednotnou menou budú nepochybne pozorne sledovať ostatné nové členské štáty, ktoré sa na prijatie eura pripravujú, avšak zatiaľ, či už z ekonomických alebo z politických dôvodov, zotrvávajú mimo eurozóny. Globálna finančná kríza sa na jednej strane stáva silnou motiváciou na urýchlené prijatie eura aj v ďalších ekonomikách so zraniteľnými národnými menami, no na druhej strane i faktorom komplikujúcim, resp. až znemožňujúcim splnenie prísnych maastrichtských kritérií, ktoré sú (zatiaľ vo svojej pôvodnej podobe) nevyhnutnou podmienkou prijatia krajiny do eurozóny. V prostredí dezinflácie bude síce pre kandidátske krajiny o niečo jednoduchšie splniť inflačné kritérium, avšak splnenie fiškálnych kritérií a v ekonomikách s pružnými menovými kurzami i kritéria stability výmenného kurzu je pre väčšinu z nich v nedohľadne. Niektoré krajiny, najmä pobaltské, ako aj Maďarsko a Rumunsko, čelia aj relatívne vysokým dlhodobým úrokovým mieram, ktoré sú jedným z kritérií na vstup do menovej únie.

Na úrovni EÚ sa objavujú úvahy o prípadnom uvoľnení fiškálnych kritérií a osobitnom posudzovaní deficitov vyvolaných snahami o hospodárske

oživenie v krízových časoch. V prípade prehĺbenia deficitov verejných financií v dôsledku krízy ide totiž o jednorazovú udalosť, nie o vývojovú tendenciu. Pravdaže, inou otázkou je redukcia štrukturálneho deficitu, ktorá by mala pokračovať i naďalej. Volatilita národných mien niektorých krajín vyvoláva obavy, najmä v Poľsku, zo vstupu do kurzového mechanizmu ERM II, v ktorom je potrebné zotrvať minimálne dva roky, pričom menový kurz by nemal byť vystavený devalvácii vnútri bežného fluktuatívneho pásma ($\pm 15\%$). Vstup do ERM II má pritom pre ekonomiku zmysel až vtedy, keď je známy cieľový dátum prijatia eura.

Diskutuje sa o tom, že najlepšou voľbou v súčasných krízových časoch by mohol byť čo najrýchlejší vstup ostatných nových členských štátov do eurozóny, čo by však vyžadovalo jasnú prístupovú stratégiu vrátane stanovenia dátumu ich vstupu podporovanú dôveryhodnými politikami, ako aj uvoľnenie prísnych (a vo viacerých ohľadoch i ekonomicky nelogických) maastrichtských kritérií. Medzinárodný menový fond dokonca nedávno prišiel s myšlienkou, že členovia EÚ zo strednej a východnej Európy by ako pomoc v kríze mali zvážiť výmenu svojich mien za euro aj bez formálneho vstupu do menovej únie a že eurozóna by mala zmierniť podmienky prijatia týchto krajín. Európske inštitúcie sa však opakovane jednoznačne vyjadrujú proti jednostrannej euroizácii, ktorá by mohla podkopať dôveru voči euru. Túto myšlienku odmieta i väčšina zástupcov nových členských štátov. Aj prípadné uvoľnenie kritérií na vstup do menovej únie vyvoláva zásadný nesúhlas EK, ECB, ako aj členov eurozóny.

Spôsob aplikácie maastrichtských kritérií však kritizuje P. De Grauwe (2009). Považuje ich za omnoho viac politické než ekonomické nástroje, ktoré sa rôznymi spôsobmi používajú na realizáciu politických cieľov. V roku 1998 sa tieto kritériá v záujme vzniku eurozóny ignorovali (čo bolo podľa neho ukážkou ich neopodstatnenosti) a dnes sa prísne aplikujú, aby umožnili spomaliť rozširovanie menovej únie. Bez ich voľnej interpretácie by podľa De Grauweho viac ako polovica súčasných členských štátov nezískala členstvo v eurozóne, a to najmä v dôsledku nesplnenia fiškálnych kritérií.

Vzhľadom na to, že prípadné uvoľnenie maastrichtských kritérií zatiaľ neprichádza do úvahy, súčasný počet jej členských štátov (šestnásť) zostane zrejme minimálne počas najbližších troch rokov nezmenený. Termíny

vstupu do menovej únie sa totiž v krajinách EÚ 10, ktoré ešte neprijali jednotnú európsku menu, v dôsledku tvrdých dopadov krízy a z toho vyplývajúceho neplnenia maastrichtských kritérií posúvajú na neskoršie obdobie.

Záver

Nové členské štáty EÚ zasiahla súčasná globálna kríza s nečakanou intenzitou. Hoci sa už prejavujú určité náznaky stabilizácie, výhľad do budúcnosti zostáva veľmi neistý. Dôležitú úlohu aj naďalej zohrávajú zdravé fiškálne politiky, zabezpečenie makroekonomickej stability a pokračovanie v štrukturálnych reformách. Kríza potvrdila rozdiely medzi ekonomikami EÚ 10, zvýraznila ich zraniteľné miesta a priniesla im, tak ako aj celému svetu, množstvo výziev, a to nielen ekonomického charakteru. Zmenené prostredie vyvoláva požiadavku na kvalitatívne zmeny v ich doterajšom fungovaní a hľadanie nových pilierov hospodárskeho rastu. Tieto krajiny síce ekonomickou veľkosťou nemožno porovnávať s Nemeckom či Francúzskom, no svoj budúci úspech môžu stavať na flexibilitě vyplývajúcej práve z ich malého rozmeru. Či tento potenciál aj využijú a prejavia ochotu k ďalším, na krízu reagujúcim reformám, je však už otázkou nielen ekonomickou, ale i politickou.

1.5. Čína v časoch krízy: výzvy, príležitosti a riziká

Úvod

V dôsledku medzinárodnej finančnej a hospodárskej krízy sa ekonomický rast v jednotlivých krajinách v rôznej miere spomalil. Odhaduje sa, že tento pokles dynamiky medzinárodnej ekonomiky sa zrejme ani v roku 2009 nezmení. Táto situácia vážne ovplyvňuje globálnu ekonomiku a jej prejavy zasahujú aj Čínu, ktorá sa usiluje rázne sa vyrovnáť s touto globálnou krízou, a súčasne stimulovať vlastnú ekonomiku. Významnými faktormi spoluutvárajúcimi vývoj situácie v tejto krajine sú popri čínskych investíciách do amerických cenných papierov aj charakteristické formy spotreby a úspor.

Zraniteľnosť finančných systémov rozvíjajúcich sa trhov odhalila už ázijská finančná kríza v roku 1997. Teraz, o viac ako desať rokov neskôr, musia ázijské krajiny a celý svet opäť reagovať na ďalšiu finančnú krízu prichádzajúcu zo Spojených štátov amerických. Vedie to k situácii, keď sa pozornosť sústreďuje na nedostatky amerického modelu. Hľadajú sa možné alternatívy a vhodné postupy, ako by sa mali ekonomiky vyrovnat' s čoraz komplexnejším vývojom medzinárodných financií. Vo svete sa diskutuje o tom, ako by mala vyzerat' nová finančná architektúra, prostredníctvom ktorej by sa dalo zabrániť podobným krízam. Bez ohľadu na rozsah zmien sa zdá, že bude nevyhnutné, aby v tomto úsilí pomáhali aj rozvíjajúce sa ekonomiky. V tomto širšom kontexte je potrebné vidieť súčasné postavenie Číny a smerovanie jej hospodárskej politiky.

Podľa vyhlásení čínskeho premiéra Wen Jiabao globálna finančná kríza ešte nedosiahla dno a jej dosah sa stále šíri. Čína sa preto snaží razantne sa vyrovnat' s výzvami, ktorým v súčasnosti čelí. V novembri 2008 oznámila, že zavedie dvojročný stimulačný balík v objeme 586 mld USD zameraný prevažne na infraštruktúrne projekty. Premiér prisľúbil, že Čína je pripravená uskutočniť rozhodné a zásadné opatrenia všade tam, kde to bude potrebné. Avšak napriek tomu, že vláda prijíma celý rad opatrení vo finančnej a menovej politike, čínska ekonomika nie je schopná rýchlo rásť v krátkom čase. Nie je ani isté, či Čína prijme úlohu zodpovedného zainteresovaného aktéra, alebo bude aj naďalej pokračovať v súčasnom kurze, keď čínska vláda presadzuje rastovú a exportnú politiku. Iná stratégia by možno mohla lepšie pomôcť obnoviť rast doma a sprostredkovane aj vo svete. Rozvíjajúce sa krajiny, ako sú Čína a India, ponúkajú dokonca aj pri globálnom poklese veľký potenciál pre rast. Úspešné prekonanie tejto globálnej recesie bude závisieť v značnej miere od toho, akým smerom sa Čína rozhodne ísť.

Základné makroekonomické charakteristiky čínskej ekonomiky

Ešte predtým, ako sa negatívne dôsledky súčasnej globálnej finančnej krízy stali zjavnými, prejavilo sa viacero signálov poklesu v tejto ekonomike. Čínsky reálny HDP od januára do septembra 2008 vzrástol o 9,9 %, čo bolo o 2,3 percentuálnych bodov menej, ako bol rast v rovnakom období v roku

2007 (Morrison, 2008). Napriek tomu, že ešte v prvom štvrtroku 2009 rástla čínska ekonomika najpomalším tempom za posledné desaťročie, jedným z dôvodov pre relatívne dobré vyhliadky obnovy jej dynamiky sú dobré východiskové podmienky. Patrí sem najmä skutočnosť, že krajina je, napríklad oproti USA, veľmi málo zadlžená. Dlh krajiny vyjadrený podielom k HDP v jej prípade dosahuje približne len 20 %. To jej dáva dobré predpoklady vyrovnáť sa s negatívnymi dopadmi krízy. Dlh domácností meraný podielom na HDP Číny predstavuje tiež len asi 20 %, čo je oveľa menej ako v prípade USA, kde tento ukazovateľ dosahuje 100 % (USCESRC, 2009). Napriek miernemu optimizmu vo vyhliadkach a skutočnosti, že ešte v októbri 2008 medzinárodná prognostická firma Global Insight predpokladala, že rast HDP Číny by sa mal spomaliť z 11,9 % v roku 2007 na 9,8 % v roku 2008 a len na 8,4 % v roku 2009 (Morrison, 2008), je zjavné, že problém dosiahnuť cieľ 8 % rastu vytýčeného vládou na rok 2009 nebude jednoduchý. Súvisí to so širším kontextom problému rastu. Už pred nástupom globálnej recesie existovali silné dôvody pochybovať o trvalej udržateľnosti rastového modelu Číny. Pretrvávajúci rýchly rast Číny by znamenal dosiahnutie takého veľkého podielu na globálnej ekonomike, že by nemohla udržať svoju doterajšiu vývoznú trajektóriu a posun k vyššiemu domácejmu dopytu by teda bol aj tak nevyhnutný. Globálna recesia tento problém len o niekoľko rokov urýchlila (Rogoff, 2009).

Tabuľka 1.22 zachytáva prehľad hlavných makroekonomických ukazovateľov Číny za obdobie 2005 – 2009 podľa výhľadu Svetovej banky. Je z nej zrejmé, že krajina súčasne zaznamenáva výrazné kladné (nárast devízových rezerv), ako aj záporné (napr. pokles dynamiky vývozu) efekty.

Čína bola veľmi kritizovaná za to, že svoje stimuly zameriava na podporu investícií, a nie na spotrebu, ale v Číne je v krátkodobom horizonte toto najrýchlejší spôsob, ako zrýchliť domáci dopyt. Pritom spotrebiteľský dopyt sa v Číne nezmenšuje, ale naopak stále pomerne rýchlo rastie. V Spojených štátoch amerických sa naproti tomu dopyt nielenže spomaľuje, ale navyše sa aj zmenšuje. Preto čínske domácnosti nemusia znižovať svoje zadlženie tak, ako je to napríklad v prípade amerických domácností. Priemerný pomer pôžičky k hodnote pre hypotéku v Číne, ktorú si dnes berie domácnosť, je asi 50 %. Dokonca aj nákupy dlhodobých statkov, ako sú napríklad automobily,

sa uskutočňujú platbami v hotovosti. Napríklad 90 % automobilov predaných v Číne sa predáva formou hotovostnej transakcie (USCESRC, 2009). Zadĺženie čínskych firiem v posledných rokoch tiež klesalo, čo znamená, že podniky sú v relatívne dobrej situácii. Zrejme preto nebude mať spotrebiteľský dopyt v Číne také problémy, aké bolo vidieť v USA, a bude skôr rásť. Krajina tak má možnosť dostať sa relatívne rýchlo, prinajmenšom skôr ako väčšina iných krajín, späť na svoju dlhodobu vysokú potenciálnu mieru rastu.

Tabuľka 1.22

Čína – hlavné ekonomické ukazovatele (2005 – 2009)

	2005	2006	2007	2008	2009 ¹
Rast reálneho HDP (strana výroby) (v %)	10,4	11,6	11,9	9,0	6,5
Reálny HDP, výdavková strana ²	10,4	11,7	12,5	8,5	–
Spotreba ²	7,3	8,4	10,1	8,0	7,8
Tvorba hrubého kapitálu ²	9,0	10,7	10,3	9,7	8,4
Tvorba fixného kapitálu	11,0	13,0	11,4	8,8	7,7
Vývoz (tovary a služby) ³	24,3	23,3	19,9	7,8	–6,0
Dovoz (tovary a služby) ³	11,4	14,3	13,9	3,6	–4,0
Zvýšenie spotrebiteľských cien (priemer za obdobie)	1,8	1,5	4,8	5,9	0,5
Deflátor HDP	3,8	3,6	7,4	7,2	2,0
Fiškálne účty (v % HDP) ⁴					
Fiškálna bilancia	–1,2	–0,8	0,7	–0,4	–3,2
Celkové príjmy	17,3	18,3	20,6	20,4	19,7
Celkové výdavky	18,5	19,1	19,9	20,7	22,9
Externý účet (v mld USD)					
Bilancia bežného účtu (v mld USD)	161	250	372	416	425
Ako podiel na HDP (v %)	7,1	9,5	11,3	9,6	8,8
Bilancia kapitálového účtu (vrátane chýb a opomenutí)	47	–3	90	33	0
Z toho: PZI (čisté)	68	60,3	122	92,4	60
Zmena v rezervách (zvýšenie = +)	207	247	462	420	425
Devízové rezervy (v mld USD)	819	1 066	1 528	1 951	2 376
Iné					
Rast „širokých“ peňazí (M ₂) koniec obdobia (v %)	17,6	16,9	16,7	17,8	17,0

¹ Výhľad Svetovej banky.² Odhady sú urobené na základe dát z národných účtov.³ Odhady sú založené na obchodných deflátoroch pre tovary publikované colnou správou.⁴ GFS báza, centrálna a miestne vlády vrátane všetkých externých oficiálnych pôžičiek.

V oblasti štátneho rozpočtu Čína síce bude mať v roku 2009 rozpočtový deficit, ale tento deficit bude relatívne nízky. To by znamenalo, že vláda nebude musieť obmedzovať vládne výdavky alebo zvyšovať dane. Rozpočet Číny, ktorý bol publikovaný v marci 2009, ukázal, že táto krajina plánuje mať deficit len 3 % HDP. Nie je isté, do akej miery sa uplatní infraštruktúrny balík zverejnený v novembri 2008, v hodnote 4 bil. jüanov (586 mld USD) – teda v objeme predstavujúcom vyše 10 % HDP. Stimul čínskej vlády je z hľadiska svojho objemu najväčšie protikrizové opatrenie na svete. Spojené štáty americké síce plánujú mať rozpočtový deficit, vyjadrený podielom na HDP, štyrikrát väčší ako Čína, ale to ešte neznamená, že ich dopytový stimul bude väčší. Spojené štáty americké začali rok 2009 s oveľa väčším deficitom a tento deficit sa v tomto roku zvýši o viac ako deficit v Číne. Dôvodom je najmä hlboká recesia v USA, ktorá zrejme zníži daňový príjem (The Economist, 2009c). Snaha prijať opatrenia fiškálnej stimulácie sa všeobecne prejavuje v úsilí reagovať na negatívny dopad ekonomického cyklu zmenou rozpočtového deficitu. V Číne by však tieto opatrenia mohli byť menej účinné, pretože niektoré investície do verejnej infraštruktúry budú realizovať štátne podniky alebo miestne vlády a budú ich financovať banky. Nové infraštruktúrne investície, zníženie daní, spotrebiteľské subvencie a zvýšené výdavky na zdravotnú starostlivosť by mohli viesť v roku 2009 k stimulom centrálnej vlády vo výške asi 3 % HDP. S infraštruktúrnymi výdavkami financovanými bankami sa celkový objem môže zvýšiť až na 4 % HDP. Už dnes v Číne rýchlo rastú investície do železníc, ciest a energetického systému. V prvých dvoch mesiacoch roka 2009 boli celkové fixné investície medziročne v reálnom vyjadrení o 30 % vyššie a investície do železníc sa strojnásobili (The Economist, 2009c).

Kľúčovou otázkou však bude, či čínska vláda zmení rastový model krajiny od stratégie orientovanej na vývoz k stratégii zameranej na vnútorný dopyt. Tento krok chcela urobiť už pred niekoľkými rokmi, ale napokon od neho upustila. Začala znova využívať fiškálne stimuly, prevažne v podobe investícií do infraštruktúry, aby prekonala nedostatky v ekonomickom raste, pričom očakávala obnovenie dynamiky vývozu. K tomu však za súčasnej situácie zrejme rýchlo nedôjde, pretože ekonomika USA, ktorá je hlavným ťahúňom zahraničného dopytu, sa len začína pokúšať o konsolidáciu (Rogoff, 2009). Táto skutočnosť znamená pre čínsku vládu skutočnú výzvu, pretože ak má

Čína stále nízku spotrebu a jej vývozná dynamika sa neobnovuje, je otázne, či sa má zamerať na rozvoj infraštruktúry, alebo skôr na iné typy opatrení. Vďaka devízovým rezervám v objeme asi dvoch biliónov USD má Čína dost prostriedkov na to, aby mohla financovať značný nárast vládnych výdavkov. Aj keby však bola významná orientácia na vládne výdavky krátkodobo úspešná, jej dôsledky sa môžu prejavíť až v priebehu niekoľkých rokov. Nie je teda isté, či stojí za to realizovať okrajové infraštruktúrne projekty, a to vzhľadom na skutočnosť, že Čína už dnes investuje viac ako 45 % príjmov prevažne do infraštruktúry (Rogoff, 2009). Časť čínskeho fiškálneho stimulu sa v podstate skladá z pôžičiek súkromnému sektoru prostredníctvom silne kontrolovanej bankovej sústavy. Navyše, nie je isté, či nové pôžičky pôjdu skôr na kvalitné a potrebné projekty, alebo ich získajú subjekty s politickými konexiami. Úspech Číny až dosiaľ pramenil z udržiavania rovnováhy medzi vládnu expanziou a expanziou súkromného sektora. Prudké zvýšenie už i tak vysokého podielu vlády na ekonomike, domnieva sa Rogoff, túto rovnováhu poruší a v budúcnosti povedie k pomalšiemu rastu. Bolo by výhodnejšie, keby Čína našla spôsob, ako nahradiť americký súkromný spotrebiteľský dopyt dopytom čínskym, no zdá sa, že systém sa týmto smerom nedokáže rýchlo preorientovať. Ak majú byť hlavným akcelerátorom vládne investície, potom by bolo oveľa lepšie budovať skôr potrebné školy a nemocnice. Miestni čínski predstavitelia sa však snažia podporovať rast a orientujú sa na investície do oblastí, ktoré prinášajú rýchle daňové príjmy a rast HDP (Rogoff, 2009).

Ďalším problémom je menová politika, ktorá je aj ďalším nástrojom na zvýšenie domácich výdavkov. O tejto politike sa hovorilo už aj v USA v súvislosti s možnými výraznými negatívnymi dôsledkami pre bilaterálny obchod a finančné vzťahy medzi týmito dvomi krajinami. Čína však zrejme nestojí za problémami ekonomiky USA ani z hľadiska obchodu, ani v oblasti financovania americkej spotreby (USCESRC, 2009). Čína síce má s USA veľkú nerovnováhu v bilaterálnom obchode, ale nákupy uskutočňovali americké domácnosti a firmy. Spojené štáty americké zaznamenali vznik veľkého deficitu bežného účtu s Čínou a Čína sa dostala do prebytku, ale do značnej miery sa to dá pripísať podhodnotenej čínskej mene ako dôležitému prvku vývozne orientovanej rastovej stratégie. V čase, keď bol jüan viazaný na USD, teda v roku 1994, Čína depreciovala svoju menu o 50 %. V roku

2005 Čína zmenila svoju viazanosť z dolára na kôš mien a apreciovala o niečo viac ako 2 %. Podhodnotená mena tak v zásade pomáha vývozným firmám. Dá sa však polemizovať o tom, aká je úroveň tohto podhodnotenia (USCESRC, 2009). Od začiatku roka 2008 Čína znížila svoje úrokové miery len o polovicu toho, o čo znížil sadzbu Federálny rezervný systém v USA. Za prvé dva mesiace roka 2009 spotrebiteľské ceny poklesli o 1,6 %. To ukazuje prvý náznak deflácie, čo by signalizovalo, že Čína neurobila dosť na zvýšenie dopytu. Kým pri deflácii je pokles cien sprevádzaný znižujúcou sa ponukou peňazí a úveru, v tomto prípade v priebehu roka 2008 došlo k situácii, keď bankové pôžičky vzrástli takmer o štvrtinu. Čína je tak jednou z mála krajín vo svete, kde sa poskytovanie úverov od začiatku problému s globálnym nedostatkom úverov zrýchlilo. Niektoré z pôžičiek však usmerňuje štát. Skutočným meradlom peňažného uvoľnenia teda nie je zníženie úrokových mier, ale to, či krajina bude schopná stimulovať nové pôžičky.

Čína v rámci svojej stratégie dlhodobo výrazne intervenovala na peňažných trhoch, aby obmedzila zhodnocovanie svojej meny, a to najmä voči doláru. V dôsledku toho sa stala najväčším vlastníkom devízových rezerv na svete. Značný podiel svojich devízových rezerv investovala do cenných papierov USA, ktoré v júni 2008 dosiahli celkový objem 1 205 mld USD. To urobilo z Číny druhého najväčšieho zahraničného vlastníka cenných papierov USA. Tieto cenné papiere zahŕňajú rôzne formy dlhodobého aj krátkodobého dlhu, ako aj akcií. Vládne cenné papiere USA (U. S. Treasury Securities) sú emitované na financovanie deficitu federálneho rozpočtu. K decembru 2008 vlastnila Čína tieto vládne cenné papiere v objeme 727 mld USD, čo predstavovalo 23,6 % z celkového zahraničného vlastníctva vládnych cenných papierov USA. Čína sa tak stala najväčším zahraničným vlastníkom vládnych cenných papierov USA po tom, keď v septembri 2008 prekonala Japonsko.

Doterajšie a predpokladané ekonomické a sociálne dôsledky krízy v Číne

Hlavným ekonomickým problémom, ktorý doteraz Číne priniesla globálna ekonomická kríza, bol pokles vývozu. Ten firmám znížil zisky, zredukoval vláde príjmy a celkovo sťažil vytváranie pracovných miest. Vývoz vždy

predstavoval dynamickú zložku čínskej ekonomiky. Podiel vývozu čínskej ekonomiky napríklad vzrástol z 20 % v roku 2001 na približne 36 % v roku 2007. Čína rozvíjala svoju exportne zameranú ekonomiku práve v čase, keď globálny obchod rýchlo narastal. V súčasnosti však globálny obchod prechádza od rastu ku kolapsu a Čína tak zaznamenáva značný a rýchly pokles. Naznačuje to aj pohľad na hlavných vývozcov do Číny. Vývoz Taiwanu do Číny zaznamenal v decembri 2008 medziročný pokles o 56 %, vývoz Japonska o 35 % a podobná situácia bola aj v prípade Južnej Kórey (USCESRC, 2009). Podľa čínskeho Národného štatistického úradu (NŠÚ) sú tieto aspekty súčasne kľúčovými faktormi prispievajúcimi k tlaku na ekonomické spomalenie. Podobne vidí hlavný dopad krízy na reálnu ekonomiku krajiny aj čínsky premiér Wen Jiabao. Finančný sektor je naproti tomu podľa neho po vyše desiatich rokoch reforiem relatívne stabilný a zdravý a je schopný krízu prekonať. Silne zasiahnuté boli najmä východné pobrežné oblasti Číny, ktorých ekonomika viac závisí od vývozu a pracovnej sily. Pokles dopytu na medzinárodnom trhu vyvolal aj nezamestnanosť veľkého počtu migračných pracovníkov (Xinhui, 2009a).

V dôsledku toho dnes niektoré kedysi prosperujúce pobrežné oblasti Číny vyzerajú opustene. Desiatitisíce prepustených robotníkov sa vrátili na vidiek. Rovnako tak sa vraj domov vrátila približne polovica z až 300 tisíc obyvateľov kórejskej časti Pekingu – prevažne robotníkov a ich rodín pracujúcich v Číne pre kórejské spoločnosti. V marci 2008 čínsky minister práce a sociálneho zabezpečenia Tian Chengping upozorňoval, že situácia v oblasti zamestnanosti sa v Číne v roku 2008 očakáva ako veľmi kritická a zmienil sa o tom, že mestá budú schopné poskytnúť len 12 mil. nových pracovných miest z celkového počtu 20 mil. uchádzačov o nové pracovné miesta. V prvých siedmich mesiacoch roka 2008 viac ako polovica čínskych vývozcov hračiek údajne skončila či odstavila výrobu a vývoz hračiek od januára do augusta 2008 bol o 20,8 % nižší, ako bol v priebehu rovnakého obdobia v roku 2007. Trh s nehnuteľnosťami v niekoľkých čínskych mestách vykázal znaky praskajúcej bubliny, vrátane spomalenia v stavebníctve, klesajúcich cien a zvyšujúceho sa počtu neobývaných budov. Navyše, hodnota najväčšieho akciového trhu Číny, Shanghai Stock Exchange Composite Index, poklesla za prvé tri štvrtroky 2008 približne o dve tretiny (Morrison, 2008).

Hrubý domáci produkt Číny vzrástol v roku 2008 medziročne o 9 %, čo predstavuje najnižšiu hodnotu od roka 2001, keď sa zaznamenala ročná miera 8,3 % (Xinhua, 2009a). Vo štvrtom štvrtroku 2008 sa ekonomický rast Číny v súvislosti s rozvíjajúcou sa globálnou krízou prudko spomalil, dokonca na medziročných 6,8 %. Podľa prieskumu podnikov publikovaného v marci 2009 brokerskou spoločnosťou CLSA sa vo februári 2009 aktivita čínskeho spracovateľského sektora spomaľovala siedmy mesiac po sebe (USCESRC, 2009). Dynamika spomalenia je však nižšia, ako bola v predchádzajúcich mesiacoch.

Čínske finančné inštitúcie, zrejme našťastie, v minulosti neinvestovali značné objemy svojich finančných prostriedkov do menej kvalitných cenných papierov USA. Je však pravdepodobné, že napriek tomu bude ekonomika Číny postihnutá nepriamo, a to prevažne v dôsledku hospodárskeho poklesu u jej hlavných obchodných partnerov – USA, Európy a Japonska. Tieto ekonomiky by mohli výrazne obmedziť svoj dovoz z Číny, a súčasne by mohla klesnúť aj úroveň ich priamych zahraničných investícií (Morrison, 2008). Prehľbujúca sa depresia v USA zasiahla čínsky vývozný sektor rovnako ako všade inde v Ázii. Bezprostredným problémom je pokles v poskytovaní úverov, a to ani nie tak v Číne, ako skôr v USA a v Európe. Práve v tejto transatlantickej zóne mnoho malých a stredne veľkých dovozcov nemá prístup k obchodným úverom potrebným na nákup zásob zo zahraničia.

Napriek niektorým negatívnym črtám však v Číne prevláda skôr atmosféra optimizmu. Dobrým znamením je aj to, že Čína sa na situáciu snaží rozhodne reagovať. Jej hospodárskopolitické opatrenia sú veľmi silné, a to nielen v porovnaní s USA, ale aj v porovnaní s reakciou Japonska či Európskej únie. Začiatkom roka 2009 známy čínsky ekonóm Li Yining uviedol, že Čína by v tomto roku mohla dosiahnuť svoj plánovaný 8 %, prípadne ešte vyšší ekonomický rast. Li je súčasne aj členom 11. národného výboru Politickej konzultačnej konferencie čínskeho ľudu, ktorý je najvyšším politickým poradným výborom krajiny. Obnova čínskej ekonomiky sa podľa neho zrejme začne skôr, ako to bude v iných veľkých ekonomikách. Tiež uviedol, že ekonomika musí reagovať na krízu veľkými vládnyimi investíciami. Podľa neho rast nemusí byť veľmi vysoký, ale nezostane na 6 % – v roku 2009 by mohol dosiahnuť 8 %, prípadne ešte viac. Od októbra 2008 vláda oznámila

niekoľko rozhodných opatrení na podporu domáceho dopytu a zvýšenie investícií vrátane stimulačného plánu. Ide o plán na rozšírenie spotreby domácich spotrebičov na vidieku a o podporné plány pre kľúčové odvetvia. Dosiahnutie rastu o 8 % by sa malo zabezpečiť dvomi faktormi: 1. rastom domáceho dopytu a 2. zmenami v globálnej ekonomike (Xinhua, 2009b). Uvedené tempo rastu by bolo možné dosiahnuť za predpokladu, ak by sa domáce investície a spotreba zrýchlili a tým podporili celkový rast. Za týchto predpokladov by krajina mala byť schopná zaznamenať pomerne včasnú obnovu.

S tým, ako sa problémy zahraničného dopytu spojili s domácim poklesom, v decembri 2008 sa priemyselný rast zhoršil na medziročných 5,7 %. V rovnakom mesiaci poklesla produkcia elektriny medziročne o 13 % (EIU, 2009). V domácom dopyte badať však isté predbežné náznaky oživenia. Podobne dobré znamenie je aj to, že sa zvýšili investičné a bankové pôžičky, vzrástol predaj automobilov a zvýšila sa aj spotreba elektriny.

Napriek problematickému obdobiu vykazujú malé a stredné podniky aj naďalej snahu inovovať a preukazujú značnú flexibilitu a schopnosť vytvárať nové pracovné miesta. Na druhej strane sú však postihnuté problémami pri získavaní talentov a zabezpečení kapitálu. Účinné finančné a rastové stratégie pre malé a stredné podniky môžu pomôcť čeliť recesii. Firmy stále hľadajú spôsoby, ako prekonať obdobie značnej ekonomickej neistoty. Nevie sa, aké dôsledky však budú mať drastické fluktuácie cien ropy, obilia a železnej rudy na obchod, investície a ekonomiku Číny a ďalších krajín, a takisto sa nevie, ako by podniky a vlády mali na túto situáciu reagovať. Okamžitou reakciou väčšiny firiem na hospodársku krízu je snaha znížiť náklady, aby si uchránili ziskovú maržu a hotovosť. Veľa finančne silných podnikov však napriek problémom vidí túto krízu ako príležitosť prijať strategickejší prístup, umožňujúci im v konečnom dôsledku získať silnejšie a konkurencieschopnejšie postavenie na globálnom trhu. To však vyžaduje najšť a použiť stratégie, ktoré sa majú využívať v priebehu tohto obdobia volatility.

Aluminium Corporation of China sa napríklad snaží získať súhlas investorov na obchod, ktorý môže znamenať investíciu až do výšky 19,5 mld USD v austrálskej ťažobnej firme Rio Tinto. S Ruskom a Brazíliou boli podpísané dva dlhodobé ropné kontrakty, ktoré poskytnú Číne dodávky za 25 mld USD, resp. 10 mld USD. Problémy so suchom v zime ovplyvnili niekoľko

významných regiónov produkujúcich pšenicu, ale ťažkosti so suchom boli zmiernené dažďami vo februári. Vláda poskytuje hospodárskopolitickú a finančnú podporu niekoľkým kľúčovým odvetviam, aby vyriešila problémy súčasného poklesu (EIU, 2009).

Opatrenie čínskej vlády v reakcii na globálnu krízu

V tejto časti si všimame opatrenia, ktoré Čína robí v reakcii na globálny pokles, a poskytujeme hodnotenie ich pravdepodobných dôsledkov. Okrem revitalizácie kľúčových odvetví, ktorá prebieha aj vzhľadom na zvyšovanie konkurenčnej schopnosti krajiny a ktorú bude ťažké špecifikovať z hľadiska obsahu, rozsahu, ako aj účinnosti, tak zostávajú tri dôležité aspekty, ktoré sa týkajú postupov oznámených Čínou. Sú nimi:

1. *Peňažné uvoľnenie*: Bol to jeden z prvých krokov, ktoré čínska vláda uskutočnila. Oznámila ho v septembri 2008. V rámci tohto kroku zrušila kvóty na úvery, znížila úrokové miery a urobila celý rad ďalších opatrení. Na rozdiel od USA, kde banky neboli ochotné požičiavať, došlo v priebehu posledných mesiacov k značnému zvýšeniu čínskych úverov firmám a domácnostiam. Finančný sektor tak doteraz veľmi dobre reaguje na pokles globálneho ekonomického rastu.
2. *Program investícií do infraštruktúry*: Ide o program, ktorý Čína spustila v novembri 2008. Malo by ísť o stimul v objeme niekoľkých percent HDP. Je zameraný na oblasti, v ktorých sa očakávajú vysoké výnosy. Čína zrejme nebude mať problém použiť tieto prostriedky účelne, aj keď názory na to sa líšia.
3. *Sociálne programy*: Čína značne pokročila vo svojich sociálnych programoch a v programoch transferových platieb. Tieto sociálne programy sú veľmi dôležité, pretože prispievajú k vyváženiu ekonomiky, zníženiu potreby úspor a povedú domácnosti k aktívnemu využívaniu väčšieho podielu ich disponibilného príjmu. Príkladom v tomto smere je záväzok, že Čína rozšíri pokrytie zdravotného poistenia tak, aby zahrnulo ďalších 400 mil. Číňanov. Podiel celkových výdavkov na zdravotnícku starostlivosť v Číne platenú štátom by sa tak mal v priebehu budúcich troch rokov zvýšiť viac ako trojnásobne. Podiel výdavkov domácností na tieto účely by následne mal výrazne poklesnúť. Značný pokrok urobila Čína

z hľadiska transferových platieb – zaviedla niektoré programy transferu platieb pre 75 mil. osôb s nízkymi príjmami, ktorí by mali v roku 2009 získať oveľa viac peňazí, ako dostali v predchádzajúcich rokoch (USCESRC, 2009).

Vo všetkých troch uvedených oblastiach zaznamenáva Čína pokrok. Čína teda uprostred globálnej finančnej krízy rýchlo reagovala, aby uvoľnila svoju peňažnú politiku a táto politika teraz zrejme začína účinkovať. Na tlačovej konferencii pri výročnom zasadnutí parlamentu guvernér Čínskej centrálnej banky Zhou Xiaochuan uviedol, že krajina prešla v dôsledku rozšírenia medzinárodnej finančnej krízy v druhej polovici roka 2008 od reštrikčnej peňažnej politiky zavedenej začiatkom roka 2008 k mierne uvoľnenej peňažnej politike. Nárast nových pôžičiek v januári podľa neho prevýšil očakávania centrálnej banky. Mierne prispôsobenie v budúcnosti by to však mohlo udržať v rozumnom rozsahu (Xinhua, 2009c).

Rozsah toho, čo Čína robí v reakcii na globálnu krízu, je, najmä v niektorých oblastiach, značný. Čínsky stimulačný program je dokonca vo vzťahu k veľkosti jej ekonomiky väčší ako program iných krajín vrátane USA. Vo všeobecnosti sa však kroky, ktoré Čína robí v reakcii na krízu, nedoceňujú. Aby sa obmedzil tlak medzinárodnej finančnej krízy, Čína oznámila balík stimulačných plánov pokrývajúci štyri aspekty. Prvým aspektom je oznámenie ekonomického stimulu v objeme 4 bil. jüanov (585 mld USD) a zníženie daní. Druhý aspekt obsahuje revitalizáciu desiatich kľúčových odvetví. Tretím aspektom je technická modernizácia a štvrtým je vytváranie komplexnej siete sociálneho zabezpečenia (Xinhua, 2009a). Úrokové miery boli v októbri 2008 znížené dvakrát a znížila sa aj daň z nehnuteľností. Vláda sľúbila znížiť aj vývozné ciele a posilniť subvencie pre malé a stredné firmy (Morrison, 2008).

Stimulačný program čínskej vlády podporil investície, aby pomohli pôsobiť proti poklesu vývozu, ktorý sa v medziročnom porovnaní v prvom štvrtroku 2009 znížil o takmer pätinu. Čínska ekonomika sa v súčasnosti v značnej miere spolieha na spracovateľský priemysel. Priemyselná výroba v marci 2009 vzrástla o 8,3 % oproti rovnakému obdobiu pred rokom. To je prudký nárast z 3,8 % dosiahnutých v januári a vo februári 2009 (Ho, 2009). Na rok 2009 Čína stanovila svoj minimálny cieľ hospodárskeho rastu vo výške 8 %. Dôvodom optimistických vyhládok je aj to, že Čína nemá žiadne toxické

finančné aktíva, nezískala veľa prostriedkov zo zahraničia a jej regulačné orgány neumožnili zavedenie žiadneho z komplexných derivátových produktov. Centrálna vláda preto pri realizácii svojich protikrizových opatrení nemusela vložiť kapitál do žiadnej finančnej inštitúcie či banky a ani nemusela garantovať záväzky žiadnej banky, prípadne iného typu finančnej inštitúcie (USCESRC, 2009).

Bývalý hlavný štatistik Li Deshui nedávno uviedol, že Čína v súčasnosti nepotrebuje ďalší stimulačný plán v objeme ešte väčšom, ako bol balík 4 bil. jüanov oznámený v novembri 2008. Bola to reakcia na špekulácie niektorých médií o novom stimulačnom balíku v objeme 8 alebo dokonca 10 bil. jüanov. Podľa neho išlo len o chýry a vláda sa o tomto nikdy nezmienila, a navyše, vzhľadom na súčasnú situáciu v Číne ani nie je potrebné realizovať takéto veľké investície. Vysvetlil, že – na rozdiel od európskych krajín a USA – finančný sektor Číny zostáva v dobrom stave a stimulačné opatrenia krajiny sú zamerané na podporu rastu namiesto záchrany problémových bánk. Čína oznámila na rok 2009 rozpočtovaný fiškálny deficit vo výške 950 mld jüanov (139 mld USD), aby dosiahla svoj rastový cieľ na rok 2009. Tento rekordne vysoký deficit vyplýva z pomalšieho rastu príjmov a plánovaných veľkých výdavkov (Xinhua, 2009d).

Čína dosiahla značné fiškálne a peňažné uvoľnenie. Tým, že umožnila jüanu v priebehu posledných 12 mesiacov vzrásť v obchodne váženom vyjadrení o 18 %, vláda časť tohto nárastu prenáša na zvyšok sveta. Skutočnou otázkou je, či stimuly Číny sú dostatočne veľké. Vývoz krajiny poklesol viac, ako sa očakávalo – až o 26 % za prvé dva mesiace roka 2009 a stále hrozí, že môže ešte ďalej klesať. Ročná miera rastu priemyselnej výroby tiež poklesla až na 3,8 % v prvých dvoch mesiacoch roka 2009 a rast maloobchodného predaja sa spomalil na 15 % (The Economist, 2009c). Keďže úverová politika zostala uvoľnená, nové pôžičky v januári 2009 dosiahli objem 1,6 bil. jüanov (230 mld USD), čo je približne dvojnásobok rekordne vysokého objemu z predchádzajúceho mesiaca.

Podľa K. Rogoffa musí Čína nahradiť americký súkromný dopyt dopytom čínskym. Nie je však jasné, ako rýchlo sa dokáže preorientovať (Rogoff, 2009). Nevie sa však ani to, ako bude na niektoré z iniciatív, ktoré čínska vláda zaviedla, reagovať vnútorná súkromná spotreba. Spotrebiteľský dopyt v Číne je veľmi málo rozvinutý. Pomôcť by mohli opatrenia na zníženie

rezervných úspor. Napriek snahe poskytovať zdravotné poistenie, je to len malá časť komplexu celkového zabezpečenia, kde väčšina ďalších prvkov stále chýba. Ide najmä o sociálne zabezpečenie, kde aktíva spravované Národným fondom zabezpečenia predstavujú len asi 74 mld USD. To je objem značne pod úrovňou 100 USD na pracovníka z hľadiska efektov celoživotného sociálneho zabezpečenia v Číne. Naďalej bude zrejme pokračovať vysoká miera preventívnych úspor, ktorá doteraz v Číne brzdila súkromnú spotrebu. To robí z výdavkových iniciatív infraštruktúrneho typu pre Čínu ešte dôležitejší nástroj na poskytovanie dočasnej podpory (Morrison, 2008). Z hľadiska svojich aktuálnych možností Čína uskutočnila pomerne značné množstvo krokov na stimuláciu svojej ekonomiky.

Ako ďalej? Výhľad na roky 2009 – 2010

Tretia najväčšia ekonomika sveta rástla v prvých troch mesiacoch roka 2009 v porovnaní s rovnakým obdobím minulého roka o 6,1 %. Toto číslo znamená pokles oproti 6,8 % z predchádzajúceho štvrťroka a predstavuje najnižšiu štvrťročnú mieru rastu Číny za posledných viac ako desať rokov (Ho, 2009). Čínske úrady však poukazujú na silnú marcovú priemyselnú aktivitu ako znamenie toho, že pokles už mohol dosiahnuť dno. Oproti iným veľkým svetovým ekonomikám má krajina oveľa lepšie vyhliadky, a preto sa očakáva, že by sa mohla odraziť od dna už v druhom štvrťroku 2009 a začať rásť rýchlejšie. Národný štatistický úrad uviedol, že stimulačné opatrenia čínskej vlády viedli k pozitívnym výsledkom a že výkonnosť v prvom štvrťroku 2009 bola lepšia, ako sa očakávalo. Podľa tohto úradu existuje však stále dosť dôvodov na to, aby politici boli opatrní, pokiaľ ide o možnosť rýchlej ekonomickej obnovy. Ekonómovia však veria, že ekonomický rast Číny sa v prvom štvrťroku 2009 oproti poslednému štvrťroku 2008 skutočne zrýchlil. Na potvrdenie optimistického trendu však bude treba ešte nejaký čas počkať. Mnohí čínski experti sú však presvedčení o tom, že vláda urobí čokoľvek, aby udržala rast nad 8 %, čo je už jej spomínaný cieľ na rok 2009. Čínsky premiér Wen Ťia-pao vo svojom vystúpení na Svetovom ekonomickom fóre vo švajčiarskom Davose vysvetlil plán svojej vlády čeliť globálnej hospodárskej kríze verejnými výdavkami a pôžičkami. Uviedol, že rast Číny zostane aj v roku 2009 nad 8 %. Slová premiéra upokojili publikum zložené

z globálnych politických a podnikateľských špičiek. Otázkou však je, či má čínska vláda potrebné nástroje na to, aby udržala svoju ekonomiku natoľko pružnú. Vládny stimul bude zrejme dostatočný na to, aby sa v roku 2009 tento rastový cieľ dosiahol. Navyše, vláda jasne povedala, že ak táto ekonomika zostane slabá, poskytne jej ďalší fiškálny impulz. Takéto stimuly môžu byť schopné udržať rast v tomto roku, ale ak globálny dopyt zostane nízky, nebudú môcť ani ony udržať dynamiku ekonomiky. Čína bude musieť presunúť mix rastu z vývozu na spotrebu a tento krok sa stáva čoraz naliehavejším. Čínski politici hovoria, že bude trvať roky, kým vyššie verejné výdavky na zdravotnú starostlivosť a sieť sociálneho zabezpečenia povedú k zníženiu úspor domácností. Preto by sa mali takéto politiky urýchliť, lebo v opačnom prípade sa dynamika stratí (The Economist, 2009c).

V období najhoršej krízy svetovej ekonomiky posledných čias by sa mala každá krajina – vrátane Číny – podieľať na tom, aby sa znovu oživil globálny dopyt. Americká vláda, ktorá plánuje mať v roku 2009 rozpočtový deficit 12 % HDP, zvolala skupinu svojich 20 partnerov (G 20), aby sa hľadali riešenia. Summit G 20 mal reagovať na skutočnosť, že sa neurobilo dost' opatrení v reakcii na výrazný globálny ekonomický prepad. Napríklad v marci 2009 OECD konštatovala, že globálna produkcia v roku 2009 klesne o 2,7 %, teda oveľa nižšie, ako boli predchádzajúce odhady (The Economist, 2009b). Pessimistické odhady dnes skôr prevládajú a mnohé krajiny prehodnocujú svoje odhady dynamiky rastu smerom do mínusu. Znepokojujúce je, že krajiny skupiny G 20 sa v Londýne v dostatočnej miere nezhodli na tom, ako riešiť pretrvávajúce ekonomické problémy. Snaha skupiny G 20 dosiahnuť konsenzus sa prejavuje skôr vo všeobecnejších vyhláseniach. Výsledky summitu nenaznačujú dostatočnú potenciálnu účinnosť, a to najmä pre názorové rozdiely. Zmarené očakávania pritom môžu dlhodobo zhoršiť dôveru nielen v medzinárodnú komunitu, ale aj vo fungovanie trhu (The Economist, 2009b). V súčasnosti sa globálne spoločenstvo snaží riešiť niekoľko problémov. Možno najmenej kontroverzným problémom bola nedávno potreba rekapitalizovať banky a zaistiť poskytovanie úverov. V tejto oblasti došlo vo všetkých veľkých krajinách s problémovými bankami k pomerne rozhodným krokom, aj keď Spojené štáty americké dlho zaostávali. Teraz je potrebné vyčakať, aby sa zistilo, či nárast pôžičiek, prípadne ďalšie iniciatívy napomôžu stimulovanie ekonomiky.

Pokiaľ ide o potrebu fiškálnych stimulov, tu neexistuje zhoda expertov, ani politikov. Hlboké rozdiely tak pretrvávajú. Spojené štáty americké by chceli svojich partnerov presvedčiť, aby prijali stimulačné balíčky, ale Nemecko a Francúzsko s takýmto prístupom nesúhlasia. Podľa nich ich ekonomiky závisia oveľa viac od automatických stabilizátorov – nástrojov, ako sú platby z poistného v nezamestnanosti, ktoré v recesii automaticky rastú. Nepotrebnú preto toľko cielených výdavkových stimulov, ako napríklad USA, kde platby ekonomickej pomoci ľuďom v núdzi sú menej veľkorysé (The Economist, 2009b).

Zlyhanie možnosti dohodnúť sa na koordinácii fiškálnych plánov otvára dvere formám protekcionizmu v stimulačných balíčkoch. Takéto politiky by mohli sťažiť úsilie G 20 prísť s opatreniami na vyrovnanie sa s globálnou krízou. Svetová banka zistila, že sedemnást' krajín zo skupiny G 20 urobilo v posledných mesiacoch kroky, ktoré brzdia obchod, často prostredníctvom ťažko identifikovateľných prostriedkov. Krajiny by mali dosiahnuť záväzok nepoužívať rôzne nástroje (napr. domáce subvencie a diskriminačné opatrenia pri obstarávaní v stimulačných balíčkoch), a to ani tam, kde im to umožňujú už existujúce medzinárodné obchodné záväzky (The Economist, 2009b). Všeobecné záväzky týkajúce sa voľného obchodu nebudú dostatočné. Pokiaľ ide o finančnú reguláciu, je dobrým signálom, že sa zúžili transatlantické rozdiely s tým, že USA súhlasia s rozšírením regulácie aj na inštitúcie, akými sú napríklad hedžové fondy.

Skupina G 20 sa musí účinne vyrovať so značným zlyhaním finančných tokov do rozvíjajúcich sa a rozvojových ekonomík. Práve najväčšie z týchto ekonomík sú zastúpené v tejto skupine. Pomerne značná zhoda panuje ohľadne záväzkov splniť rozpočty určené na pomoc postihnutým ekonomikám a podporiť poskytovanie väčšieho objemu pôžičiek od Svetovej banky či regionálnych rozvojových bánk. Dalo by sa to uskutočniť tak, že bohaté krajiny by týmto inštitúciám poskytli väčšie pôžičky. Tým by sa zvýšili zdroje MMF a získal by sa tak fond, z ktorého by sa dali rýchlo rozdeľovať peniaze. Rozvíjajúce sa ekonomiky však nemajú na túto otázku jednotný názor. Najvhodnejšie by zrejme bolo presvedčiť Čínu, aby zo svojich rezerv poskytla väčšiu pôžičku MMF, čo je však bez získania príslubu väčšieho zastúpenia v riadení fondu málo pravdepodobný scenár. V Medzinárodnom menovom

fonde dnes dominuje Európa a Amerika a prípadná reforma fondu by znamenala poskytnúť väčší počet hlasovacích akcií aj členským štátom so štátom rozvíjajúcich sa ekonomik. Čína a ďalšie veľké rozvíjajúce sa ekonomiky si síce uvedomujú, že výrazná zmena v doterajšom systéme je rozsiahla a časovo náročná na vyjednávanie, avšak chcú viac než len postupnú reformu a uvítali by aspoň náznak ochoty k zmenám. Tým by bol napríklad záväzok, že o zložení vedenia fondu sa rozhodne bez ohľadu na národnosť. Na tom sa však ministri financií G 20 neboli schopní na stretnutí v marci 2009 dohodnúť (The Economist, 2009b).

Situáciu v Číne treba vidieť aj v kontexte jej vplyvu na globálnu ekonomiku, a najmä vo väzbe na vývoj a postavenie ekonomiky USA. Ekonomika Spojených štátov amerických je kvôli svojej relatívne nízkej miere úspor v značnej miere závislá od prílevu zahraničného kapitálu z Číny a ďalších krajín. Globálna kríza opäť zvýšila obavy USA, že Čína by mohla znížiť svoje vlastníctvo amerických aktív. Niektorí americkí politici však vyjadrili obavu, že Čína by sa mohla pokúsiť využiť svoje veľké objemy vlastnených amerických cenných papierov, vrátane verejného dlhu USA, ako nástroj voči politikám USA, proti ktorým vystupuje. Niektorí čínski politici vraj už skôr odporúčali, aby Čína predala pod cenou veľkú časť svojich držaných cenných papierov, prípadne týmto krokom pohrozila, aby zabránila USA uvaliť obchodné sankcie proti nej kvôli jej menovej politike. Z čínskych kruhov tiež údajne zaznieva, že Čína by mala diverzifikovať svoje investície z devízových rezerv z dolárovo denominovaných aktív k aktívam, ktoré ponúkajú vyššie výnosové miery. Objavujú sa úvahy, že snahy Číny predať veľký podiel z jej vlastníctva cenných papierov USA by mohli mať, prinajmenšom v krátkodobom horizonte, značný negatívny dopad na ekonomiku USA, najmä ak takéto rozhodnutie povedie k prudkej depreciácii dolára na medzinárodných trhoch. To by mohlo vyvolať aj u ďalších zahraničných investorov snahu odpredať svoje podiely v cenných papieroch USA. Prípadný postupný pokles čínskeho vlastníctva amerických aktív by však nemal mať negatívny dopad na ekonomiku USA, pretože by mohol byť kompenzovaný rastom vývozu z USA a nižším obchodným deficitom. Navyše by nebolo ani v ekonomickom záujme Číny náhle predať svoje vlastníctvo investícií v USA. Takýto postup by totiž mohol viesť k finančným stratám pre čínsku vládu,

a prípadné vyvolané negatívne dôsledky pre ekonomiku USA by nakoniec mohli poškodiť aj čínsku ekonomiku (Morrison – Labonte, 2009). Otázka veľkého objemu amerických cenných papierov vlastnených Čínou je súčasťou odbornej diskusie medzi ekonómami ohľadne toho, ako dlho sa dá udržať značné spoliehanie sa USA na zahraničné investície, do akej miery takýto postup vytvára riziká pre ekonomiku a ako sa dajú hodnotiť náklady spojené s požíčianím oproti výhodám, ktoré takéto postupy prinášajú ekonomike (Morrison – Labonte, 2009).

Vývoj situácie čínskej ekonomiky sa dá prognózovať len s problémami. Oproti už skôr uvedeným optimistickejším zámerom čínskej vlády sú tu napríklad odhady renomovanej spoločnosti Economist Intelligence Unit (EIU). Tá očakáva, že v dôsledku značného globálneho hospodárskeho poklesu sa rast reálneho HDP Číny v tomto roku (2009) prudko spomalí a vzrastie len o 6 %. Rast v Číne by sa mal obnoviť až v roku 2010, avšak dynamika rastu by mala dosiahnuť len 7 % (EIU, 2009). Čínska ekonomika bude podporovaná rýchlou expanziou vo výdavkoch do vládnej infraštruktúry a politikách na oživenie investícií do bývania, čo však povedie k značnému zvýšeniu rozpočtového deficitu. V čase klesajúceho dopytu a klesajúcich cien komodít a potravín sa očakáva, že spotrebiteľské ceny poklesnú v priemere o 0,2 % v roku 2009. Napriek zlým vyhladkam vývozu budú klesajúce ceny komodít stláčať hodnotu dovozu. Výsledkom bude, že zostane značný obchodný prebytok. Prebytok bežného účtu sa zmenší v roku 2009 na 6,1 % HDP a v roku 2010 na 4,5 % (EIU, 2009).

Guvernér Zhou sa tiež domnieva, že zmeny v medzinárodnom finančnom systéme budú v budúcnosti zrejme uskutočňovať nielen Spojené štáty americké, ale aj Čína. Sám volá po radikálnej reforme medzinárodného menového systému, v ktorom by dolár ako hlavná rezervná mena bol nahradený nejakou globálnou menou. Je to však citlivá otázka. Návrh guvernéra Zhou naznačuje, že Čína sa obáva, aby reakcia Federálneho rezervného systému USA na túto krízu nepoškodila dolár a nemala tak negatívny dopad na hodnotu značných devízových rezerv Číny, ktoré sú asi z dvoch tretín v dolároch. Naznačuje, že medzinárodný finančný systém, ktorý je založený na jedinej mene, má podľa neho isté nedostatky. Štatút rezervnej meny dolára by napríklad pomohol vytvoriť globálne nerovnováhy. Krajiny s devízovými prebytkami nemajú prakticky inú možnosť voľby ako len umiestniť

väčšinu svojich voľných prostriedkov v tejto rezervnej mene, pretože tá sa využíva na vysporiadanie obchodu a má najlikvidnejší trh obligácií. To umožnilo Spojeným štátom americkým nadmerné pôžičky a napomohlo vznik hypotekárnej krízy. Krajina, ktorá emituje rezervnú menu, tiež čelí dileme medzi domácou a medzinárodnou stabilitou. Zvyšovanie objemu peňazí Federálnym rezervným systémom na podporu ekonomiky má zmysel z národného hľadiska, ale môže poškodiť hodnotu dolára. Rezervný štatút dolára by tak podľa guvernéra Zhou mal byť prenesený na tzv. zvláštne práva čerpania (SDR) – menu vytvorenú MMF, ktorej hodnota je určená ako vážený priemer dolára, eura, jenu a libry.⁵⁶ Nástroj SDR bol vytvorený v roku 1969, v priebehu fungovania brettonwoodskeho systému fixného kurzu, kvôli obavám z nedostatočnej likvidity na podporu globálnej ekonomickej aktivity (The Economist, 2009a). Plán guvernéra Zhou by mohol získať podporu ďalších rozvíjajúcich sa ekonomík, ktoré disponujú veľkým rezervami. V najbližšej budúcnosti je to však nepravdepodobné. Samotnému nástroju SDR trvalo roky, kým bol všeobecne akceptovaný. Navyše, celkový objem držaných SDR predstavuje ekvivalent len asi 32 mld USD, čo je menej ako 2 % devízových rezerv Číny v porovnaní s 11 bil. USD amerických štátnych dlhopisov. Sú tu aj značné politické prekážky. Spojené štáty americké by to odmietli, pretože strata štatútu dolára ako rezervnej meny by zvýšila náklady financovania ich rozpočtového deficitu a deficitu bežného účtu. Samotná Čína by však zrejme mohla mať záujem túto myšlienku prehodnotiť (The Economist, 2009a). Fred Bergsten, riaditeľ Petersonovho ústavu pre medzinárodnú ekonomiu z Washingtonu, nedávno uviedol, že podporuje iný návrh guvernéra Zhou – a to vytvorenie substitučného účtu pri MMF. Na tento účet by Čína a ďalšie krajiny mohli ukladať svoje doláre výmenou za SDR. Tieto transakcie by išli celkom mimo trhu a tým by sa zabránilo kurzovým dôsledkom diverzifikácie čínskej meny, ktorá by ináč bola značne nevhodná pre USA a eurozónu. Išlo by tak o oveľa miernejší krok, ako keby sa dolár nahradil SDR ako globálnou kľúčovou menou. Súčasne by to účinne riešilo riziko konverzie „čínskych“ dolárov, ktorá by ináč vyviedla z kľudu finančné trhy a svetovú ekonomiku (Bergsten, 2009).

⁵⁶ Pôvodne bola zamýšľaná ako rezervná mena, ale dnes sa využíva prevažne v účtoch na transakcie MMF s členskými štátmi; SDR sú rozdelené členom MMF na základe ich príspevku do fondu (The Economist, 2009a).

Analytici diskutujú o tom, akú úlohu môže Čína zohrať v reakcii na globálnu finančnú krízu. Dôvodom diskusií je skutočnosť, že krajina má značné devízové rezervy a nechce sa výraznejšie zapájať do globálnych ekonomických záležitostí. Opatrne narába aj s vlastnými rezervami. Niektorí experti sa domnievajú, že Čína by mala urýchliť nákupy amerických (najmä vládnych) cenných papierov, aby pomohla stabilizovať svojho najdôležitejšieho obchodného partnera – USA. To by vláde USA umožnilo financovať nákupy problémových aktív a programy stimulujúce ekonomiku. Už v septembri 2008 Biely dom oznámil, že prezident George Bush konzultoval s čínskym prezidentom Hu Jintao otázku finančnej krízy a kroky, ktoré plánuje americká vláda uskutočniť. Účelom rozhovoru malo byť požiadanie Číny o pomoc pri vyrovnávaní sa s finančnou krízou. Prezident vtedy údajne naliehal na Čínu, aby nakúpila ešte viac amerických štátnych obligácií a aktív. Vtedy si vraj Čína uvedomila, že má záujem o zdravie americkej ekonomiky. Dôvodom bolo, že Spojené štáty americké sú hlavným trhom pre čínsky vývoz a že z hľadiska ochrany hodnoty amerických aktív držaných Čínou je aj v záujme Číny mať stabilizovanú ekonomiku USA (Morrison, 2008). Diplomatické úsilie a kroky expertov v tomto smere v rôznych podobách pokračujú.

Dôležitá je aj koordinácia makroekonomickej politiky na udržanie rastu. Kým v minulosti bola pozornosť zameraná na podporu dopytu vo vyspelých krajinách, dnes je potrebné koordinovane reagovať na klesajúci dopyt v rozvíjajúcich sa krajinách. Tieto krajiny citlivejšie reagujú na prudké spomalenie dopytu, a navyše sú dnes hlavným akcelerátorom globálneho rastu. Predstavujú teda dôležitý faktor rýchlej obnovy globálnej ekonomiky. Objavujú sa náznaky toho, že v mnohých rozvojových krajinách prudko klesá maloobchodný predaj. Spomaľuje sa rast svetového obchodu i zahraničný dopyt. Rast svetového obchodu by mal byť v roku 2009 po vyše štvrtstoročí negatívny, čo postihne veľa rozvojových krajín, ktoré sa doteraz spoliehali vo svojom raste na vývoz. Ďalším zdrojom poklesu dopytu bude možný prudký pokles investícií. Hybnou silou stojacou za rastom dopytu a produkcie v rozvojových krajinách bol v posledných rokoch trvalý rast investícií. Investičné miery vyjadrené ako podiel na HDP sú v mnohých rozvíjajúcich sa krajinách oveľa vyššie ako vo vyspelých krajinách (Bhattacharya a kol., 2008). Prudký pokles investícií kvôli značnému zvýšeniu neistoty a ťažkostí pri získavaní

kapitálu by mohol viesť k značným negatívnym efektom. Náhle spomalenie dopytu a rastu na rozvíjajúcich sa trhoch by sa negatívne prejavilo nielen v dopade na obyvateľstvo rozvojového sveta, ale aj na globálne vyhliadky. Čína je významná práve z hľadiska veľkosti jej devízových rezerv a prebytku v zahraničnoobchodnej bilancii. Sama nepotrebuje likviditu alebo financovanie investícií, ale, naopak, mohla by časť svojich zdrojov poskytnúť iným rozvojovým krajinám. Každé opatrenie, ktoré urobí na podporu svojho domáceho dopytu a na podporu iných rozvojových krajín, sa premietne nielen do efektov pre ňu, ale aj pre celú svetovú ekonomiku.

Záver

Napriek tomu, že čínska ekonomika má značné ťažkosti, jej vyhliadky súvisiace s krízou sú lepšie ako v niektorých ďalších veľkých ekonomikách. Problémy súvisia najmä s tým, že krajina bola zasiahnutá negatívnymi vplyvmi súvisiacimi s minulým rozhodnutím čínskej vlády zrýchliť ekonomiku. Začiatkom roka 2007 sa ukázala potreba spomalenia ekonomiky, čo sa udialo prostredníctvom prísnej makroekonomickej politiky. Pokiaľ ide o výhľad na roky 2009 – 2010, hlavnou prioritou vlády zostáva podporiť ekonomiku, a to najmä kvôli obavám, že zvyšujúca sa nezamestnanosť by mohla vyvolať nárast sociálnych nepokojov. Aj keby však globálna kríza nenastala, riešenie nedostatkov v hospodárskej sfére by bolo rast čínskej ekonomiky pravdepodobne spomalilo.

Nová štátna tajomníčka USA Hillary Clintonová uskutočnila svoju prvú návštevu Číny vo februári 2009, pričom zdôraznila práve potrebu spolupráce v ekonomických záležitostiach (EIU, 2009). Aktívnejšia úloha Číny v snahe pomôcť USA a ďalším postihnutým ekonomikám by možno pomohla zlepšiť imidž krajiny v zahraničí. Na druhej strane je tu viacero dôvodov, prečo Čína môže odmietnuť výrazne zvýšiť svoje investície v USA. Sem patrí obava z toho, že väčšie čínske investície do ekonomiky USA by nemuseli priniesť dlhodobý ekonomický prospech. Už aj v minulosti niektoré čínske investície do finančných spoločností USA neprinášali očakávané efekty a je možné, že Čína odmietne vložiť ďalšie zdroje do investícií, ktoré sú považované za príliš rizikové. Navyše, prípadný ďalší prudký hospodársky pokles čínskej ekonomiky by zrejme vyvolal potrebu, aby vláda investovala peniaze doma.

Veľa analytikov už skôr spochybňovalo vhodnosť čínskej politiky investovania veľkého objemu devízových rezerv do vládnych cenných papierov USA, ktoré ponúkajú relatívne nízku mieru výnosu, a za situácie, keď Čína má značné rozvojové potreby doma. Podľa W. Morrisona (2008) už v minulosti niekoľko zahraničných ekonómov odporúčalo Číne, aby podporila domáce výdavky a zhodnotila svoju menu, podporila vyváženejší rast, väčšiu ekonomickú efektívnosť a zlepšila životnú úroveň krajiny.

V makroekonomickej oblasti sa globálne ukazuje naliehavá potreba medzinárodne koordinovanej reakcie. Tá by mala zahrnúť nielen vyspelé, ale aj všetky ďalšie krajiny vrátane Číny. Samotná peňažná politika by s ohľadom na obmedzenie poskytovania úverov, okrem Číny, a prevažujúcu náladu investorov zrejme nemohla byť dostatočne účinným stimulom domáceho dopytu. Potrebný je však koordinovaný a účinný fiškálny stimul, ktorý môže kompenzovať pokles v súkromnom dopyte. Schopnosť krajín zvýšiť verejné výdavky sa bude meniť so zreteľom na ich vnútorné ekonomické podmienky. Riziká nerobiť opatrenia vo fiškálnej politike však sú pre svetovú ekonomiku zrejme väčšie ako riziká stimulovať ekonomiku. Zvýšenie rozpočtových výdavkov môže byť zacielené na posilnenie sociálnej ochrany a investície do verejnej infraštruktúry – teda do oblastí dôležitých pre rast alebo dlhodobú udržateľnosť. Podľa K. Rogoffa (2009) je jednou z najväčších úloh, pred ktorými stoja politici, nájdenie spôsobu, ako uviesť úspory Číny a Spojených štátov amerických do vzájomného súladu vzhľadom na obrovskú nerovnováhu obchodu, ktorá podľa mnohých prispela k súčasnej finančnej kríze.

Veľa rozvíjajúcich sa krajín má dnes značné rezervy pri mobilizácii dodatočných domácich financií na pokrytie vlastných rozpočtových deficitov. Dlhodobé externé financovanie však môže zmierniť obmedzenia financovania vo verejnom aj v súkromnom sektore, čím by sa mohla posilniť aj celková dôvera v trh. Verejné externé financovanie môže tiež zohrať dôležitú úlohu v boji proti poklesu dostupnosti komerčného úveru pre vývozcov. Menšia ponuka úverov by mohla spomaliť možnosti krajín dostať sa z krízy. Svetová banka a regionálne rozvojové banky majú ale dosť možností na to, aby rozšírili svoje pôžičky rozvojovým krajinám, a to najmä v dôsledku ich splátok dlhu z posledných rokov. Celkovo môžu uvoľniť asi 200 mld USD na rozšírenie svojich pôžičiek (Bhattacharya a kol., 2008). Multilaterálne rozvojové

banky môžu teda zohrávať dôležitú komplementárnu úlohu pre MMF a centrálné banky pri poskytovaní dlhodobého financovania na posilnenie rozsahu proticyklickej fiškálnej politiky a môžu pomôcť zmierniť sociálne dôsledky krízy. Aby sa to urobilo efektívne, Svetová banka a regionálne rozvojové banky budú musieť byť pripravené rýchlo poskytnúť podporu v rozsahu zodpovedajúcom potrebám a veľkosti týchto ekonomík.

Zástupcovia vyspelých a rozvojových krajín diskutujú o nebezpečenstvách protekcionizmu, význame znižovania obchodných bariér a o tom, ako sa dostať z krízy. Finančná kríza však skomplikovala ďalšie kolá vyjednávani o medzinárodnom obchode z Doha. Nie je isté, či teraz budú krajiny ochotnejšie dohodnúť sa na niektorých dovozných pravidlách a tarifách. Finančná kríza presvedčila krajiny, že následky nezodpovedného požíčavania a nadmerná špekulácia bez účinného dohľadu majú značný vplyv, a to v globálnom meradle. V období globálneho kapitálu musia krajiny a firmy nájsť spôsob, ako sa môžu uchrániť pred regulačným rizikom.

Situáciu v Číne treba posudzovať v širšom kontexte globálnej ekonomiky. Finančná kríza zasiahla silne všetky sektory svetovej ekonomiky. Ázijské kapitálové trhy priťahujú pozornosť globálnych investorov, pretože slúžia ako indikátor ekonomického zdravia v Ázii, aj ako významný zdroj financovania firiem. Nedá sa odhadnúť, kedy sa môžu tieto finančné trhy silne poznamenané finančnou krízou opäť stabilizovať a byť schopné obnovy. Nie je zhoda ani v tom, aké opatrenia, a či vôbec nejaké, by sa mali urobiť na kontrolu rizika. Nedá sa ani predpovedať to, čo možno očakávať od regionálnej spolupráce krajín v Ázii. Nie je isté, ako a do akej miery môžu sociálne a technologické inovácie, informačné technológie a rastové stratégie pomôcť obnoviť dynamiku reálnej ekonomiky v Číne. Pre výhľad do budúcnosti čínskej ekonomiky sa musia zvažovať aj ďalšie okolnosti. Niektoré majú dlhodobý charakter, kríza ich často ani nevyvolala, a nie je zrejmé, v akej miere má na ne vplyv. Za istých okolností však môže prehlbujúca sa kríza vo svete tieto problémy ešte zhoršiť a sťažiť tak vláde situáciu pri hľadaní ich riešenia. V súčasnosti zrejme nie je vhodné využívať ochranárske politiky podobné tým z minulých čias. Obmedzenia, ktoré môžu krátkodobo vyzerat' pre jednotlivé krajiny – a to aj pre Čínu – atraktívne, by mohli mať negatívne dôsledky pre rozvoj svetovej ekonomiky.

1.6. Rast ruskej ekonomiky zastavený globálnou krízou

Ruská ekonomika rástla nepretržite od roku 1999. Ešte pred rokom sme mohli sledovať, ako medzinárodné inštitúcie opakovane revidovali svoje prognózy rastu ruskej ekonomiky smerom nahor – nebol to len prebytok bežného účtu platobnej bilancie, rozpočtový prebytok a významné zásoby devízových rezerv viazaných na rast cien energetických surovín na svetových trhoch, ale i podstatný objem prílevu kapitálu, silný domáci dopyt, priaznivé hodnotenie ratingových agentúr upevňujúce dôveru prichádzajúcich investorov, rast produkcie a pokles nezamestnanosti – tieto faktory vytvárali pozitívnu perspektívu na pokračovanie rastu ruskej ekonomiky aj v nasledujúcom období.

Posledné štyri mesiace roka 2008 a prvý štvrtrok 2009 však po desaťročí kontinuálneho rastu prinášajú zásadný obrat vo vývoji ekonomiky Ruskej federácie (RF). Ak sme pred rokom uvádzali (pozri Workie, 2008), že primárnym zdrojom tendencie rýchleho ekonomického rastu je v prípade RF predovšetkým dynamika rastu domáceho dopytu a prílevu kapitálu (celkový čistý prílev súkromného kapitálu v roku 2007 dosiahol 82,4 mld USD v porovnaní so 41,4 mld USD v roku 2006 a –132,7 mld USD v roku 2008; údaje Centrálnej banky Ruskej federácie (CBR) k 3. aprílu 2009), september 2008 – v znamení prehĺbovania globálnej hospodárskej krízy sprevádzanej výrazným poklesom cien ropy – znamenal pre ruskú ekonomiku práve oslabenie domáceho dopytu a zmenu smeru pohybu kapitálových tokov. Kríza na svetových finančných trhoch a následná globálna recesia zasiahli reálnu ruskú ekonomiku viac, než by kto predpokladal ešte v priebehu roka 2008.

Dôkazom toho je napríklad správa Svetovej banky z marca 2009 o stave ruskej ekonomiky, v ktorej Svetová banka upravuje svoj pôvodný odhad 3 %-ného rastu ruskej ekonomiky v roku 2009 na medziročný pokles HDP na úrovni 4,5 %. Východiskový predpoklad správy Svetovej banky (World Bank, 2008), že silné krátkodobé makroekonomické fundamenty robia ekonomiku Ruskej federácie lepšie pripravenú čeliť globálnej kríze, než je to v ostatných rozvíjajúcich sa ekonomikách, nepotvrdili ani výsledky za prvý štvrtrok 2009, keď mnohé inštitúcie konštatujú, že Ruskú federáciu zasiahla celosvetová recesia silnejšie než iné rozvíjajúce sa trhy (pozri napr. AIECE,

2009; OeNB, 2009b). Podobne analytici WIIW (Viedenský inštitút pre medzinárodné ekonomické porovnávanie) ešte v správe z júla 2008 vyjadrujú presvedčenie, že tak kolaps cien ropy, ako i potenciálne efekty globálnych finančných turbulencií sa v prípade ruskej ekonomiky zdajú byť zvládnuteľné (Havlik – Astrov, 2008).

V prvej fáze svetová finančná kríza zasiahla ruský akciový trh a bankový sektor – nedostatok likvidity v menších bankách dotknutých finančnou krízou už koncom roka 2007 viedol k uvoľneniu fiškálnej politiky a prísunu likvidných zdrojov do bankového sektora s negatívnym dopadom na už i tak silné inflačné tlaky. Podnikový sektor závislý od zahraničného zadlžovania bol vystavený limitovanému prístupu k výhodným úverovým možnostiam, akcie dôležitých strategických podnikov stratili významnú časť svojej hodnoty. Súčasne rýchly pokles cien ropy na svetových trhoch koncom leta 2008 znamenal zníženie príjmov z najvýznamnejšej exportnej komodity Ruska, odlev kapitálu a obmedzený prístup k úverom zastavili investičný rozmach a rast dovtedy silnejúceho domáceho dopytu. Kríza likvidity vyžadovala rozsiahle monetárne a fiškálne stimuly s negatívnym dôsledkom na rezervné fondy a rozpočtový prebytok, devízové rezervy ubúdali s postupujúcimi snahami CBR stabilizovať výmenný kurz rázne sa znehodnocujúcej domácej meny. V poslednej fáze sa kríza prejavila v poklese priemyselnej produkcie a produkcie v stavebníctve s dopadom na rast nezamestnanosti a pokles reálnych miezd.

Výsledkom takéhoto vývoja je medziročný pokles hrubého domáceho produktu na rekordnej úrovni 9,5 % za prvý štvrťrok 2009, vo vyjadrení k poslednému štvrťroku 2008 pokles o 23,2 % (informáciu publikoval ROSSTAT – Federálny štatistický úrad RF v máji, čo vyvolalo prehodnocovanie prognóz vývoja ruskej ekonomiky na rok 2009 aj v zahraničí). U ekonómov sa tak čoraz častejšie objavujú názory, že Rusko čaká v roku 2009 prvá recesia od ruskej krízy v roku 1998. Naopak, niektorí predstavitelia štátnych inštitúcií povzbudení pozitívnejšími dátami z marca 2009 (v porovnaní s vývojom v januári a vo februári) a stabilizáciou cien ropy začiatkom roka 2009 veria, že spomalenie rastu ruskej ekonomiky už dosiahlo svoje dno a očakávajú jej opätovné oživenie. Aprílový rekordný prepád priemyselnej produkcie však naznačuje, že negatívne výsledky domácej ekonomiky v prvom štvrťroku 2009 nemuseli byť poslednými.

September 2008 – pád ruského akciového trhu a cien ropy predznamenávajú príchod krízy

Napriek tomu, že Ruská federácia vlastnila pomerne významnú časť amerických hypotekárnych cenných papierov (ruská vláda priznala investície do akcií amerických hypotekárnych agentúr Fannie Mae a Freddie Mac do leta 2008 vo výške približne 100 mld USD), hypotekárna kríza v USA v roku 2007 zasiahla *ruský akciový trh* len prechodne, po krátkom výpadku pokračoval akciový trh v predošlom raste. Až celosvetová kríza likvidity, strata dôvery na svetových finančných trhoch, a hlavne náhly obrat vo vývoji cien ropy koncom leta 2008 zasiahli ekonomiku Ruskej federácie. Tieto vonkajšie faktory sa práve v lete 2008 a nasledujúcich mesiacoch stretli s niektorými nepriaznivými vnútropolitickými problémami, ktoré definitívne ovplyvnili dôveru investorov. V júli 2008 to bola eskalujúca kauza TNK-BP,⁵⁷ v auguste uznanie suverenity Abcházska a Južného Osetska (celkovo bol rusko-gruzínsky konflikt od začiatku sprevádzaný odchodom investorov) a vyhlásenie ruského premiéra Putina o zbytočnosti vstupu Ruska do WTO, začiatkom roka 2009 plynový konflikt s Ukrajinou. Medzi májom a decembrom 2008 klesol ruský akciový trh o takmer 70 %. Reakcia investorov na zhoršujúcu sa ekonomickú situáciu a politické udalosti v Rusku – odlev kapitálu a pád akciových trhov spolu s krízou likvidity a obmedzením dostupnosti úverov výrazne zasiahli domáci podnikový a bankový sektor. Negatívny vývoj cien ropy, od exportných príjmov z nej je ruský rast a domáci dopyt silne závislý, situáciu ďalej prehĺbil.

Koncom roka 2008 vydala Svetová banka správu (World Bank, 2008), v ktorej identifikovala „štyri hlavné šoky,“ ktorými *globálna kríza v roku 2008* zasiahla ruskú ekonomiku a tak prispela k „ochladeniu“ jej rastu:

- prehĺbenie globálnej krízy zapríčinilo zastavenie, a neskôr obrat v smere kapitálových tokov, čiže dochádza k odlevu kapitálu z RF;
- úverová kríza (útlm úverových aktivít) zasiahla ruský bankový sektor, ktorý už i tak čelil problémom s likviditou v súvislosti so splatnosťou zahraničných krátkodobých záväzkov;

⁵⁷ Spor medzi ruskými a britskými akcionármi o kontrolu v britsko-ruskej ropnej a plynárenskej spoločnosti TNK-BP sa vyhrotil po predošlých kontrolách ruských úradov v moskovskej centrále spoločnosti z dôvodu podozrenia na priemyselnú špionáž a po nepredžení pracovných víz výkonnému riaditeľovi Robertovi Dudleymu.

- prudký pád cien ropy na svetových trhoch ohrozil prebytky ruského rozpočtu i platobnej bilancie, ale i bohaté zásoby devízových rezerv;
- ruský akciový trh zaznamenal výrazný prepád, odrážajúc globálnu stratu dôvery, ale i pád cien ropy (ktorá stratila dve tretiny svojej hodnoty za menej než 5 mesiacov).

Pohľad na dôsledky uvedených skutočností na jednotlivé súčasti reálnej ekonomiky Ruskej federácie a na spôsob, akým sa odrazili na *vývoji makroekonomických ukazovateľov v roku 2008 a začiatkom roka 2009*, detailnejšie priblížia nasledujúce časti textu.

Spomalenie tempa rastu hrubého domáceho produktu a priemyselnej produkcie

Dôsledky poklesu cien ropy a oslabenia globálneho i domáceho dopytu, sprísnenia úverových podmienok a nedostatku likvidity, ale i odlevu kapitálu z domácej ekonomiky sa na vykazovaných makroekonomických dátach prejavili v poslednom štvrťroku 2008. Na porovnanie, zatiaľ čo v rovnakom období roka 2007 *hrubý domáci produkt* dosiahol medziročne 9 % rast, v poslednom štvrťroku 2008 medziročné tempo rastu HDP podľa ROSSTAT-u zaznamenalo hodnotu 1,2 %. Tempo rastu HDP RF sa udržiavalo nad úrovňou 6 % už od roka 2003 a v prvých troch štvrťrokoch 2008 pokračovalo v tomto trende, vďaka čomu rast hrubého domáceho produktu RF za rok 2008 dosiahol vcelku uspokojivú hodnotu 5,6 %.⁵⁸ Detailnejší pohľad na dynamiku vývoja komponentov HDP RF za posledné roky a podrobne podľa jednotlivých štvrťrokov 2008 prináša tabuľka 1.23.

Výrazný útlm exportných a importných aktivít vo štvrtom štvrťroku 2008 bol sprevádzaný poklesom spotreby v dôsledku rastúcej nezamestnanosti, zastavenia rastu príjmov a celkového spomalenia rastu, ale i záporným rastom investícií do fixného kapitálu (-2,0 %), odrážajúcim problémy likvidity v bankovom sektore a následnú stagnáciu úverových príležitostí.

⁵⁸ Po 8,1 %-nom raste ruskej ekonomiky v roku 2007 predpokladalo Ministerstvo hospodárskeho rozvoja RF rast v roku 2008 na úrovni 7,8 %. Po vypuknutí finančnej krízy revidovalo tento odhad na 6 %. Februárové informácie ROSSTAT-u potvrdili, že v skutočnosti rast HDP v roku 2008 dosiahol medziročne 5,6 %.

Tabuľka 1.23

Dynamika reálneho objemu komponentov použitého HDP RF, 2006 – 2008, štvrtroky 2008 (medziročná zmena v %)

	2006	2007	2008	1.Q 2008	2.Q 2008	3.Q 2008	4.Q 2008
<i>HDP</i>	7,7	8,1	5,6	8,7	7,5	6,0	1,2*
Spotreba domácností	11,4	13,7	11,3	12,0	13,3	12,1	7,9
Spotreba verejnej správy	2,4	3,4	2,5	2,7	2,4	2,6	2,4
Tvorba fixného kapitálu	18,0	21,1	10,0	23,5	17,3	12,1	-2,0
Export tovarov a služieb	7,3	6,3	0,5	10,2	0,7	2,4	-8,4
Import tovarov a služieb	21,3	26,5	15,0	21,3	19,7	21,8	1,2

* 1,2 podľa ROSSTAT; 1,0 podľa OeNB; 1,1 podľa World Bank.

Prameň: ROSSTAT (2009); OeNB (2009b); World Bank (2009d).

Z pohľadu vývoja *pridanej hodnoty* podľa vybraných druhov ekonomickej činnosti, spomalenie rastu v porovnaní s predošlým rokom zaznamenali spracovateľský priemysel a veľkoobchod a maloobchod (tab. 1.24). Ako ilustrujú i dáta v tabuľke, väčšina tohto poklesu sa realizovala vo štvrtom štvrtroku 2008. Päť zo štrnástich hlavných odvetví spracovateľského priemyslu – „hnacej sily“ rastu celkovej produkcie v priemysle – vykázalo v roku 2008 pokles produkcie, najviac postihnutými boli výroba elektrických strojov, elektronických a optických zariadení (-7,9 %), výroba textílií a odevov (-4,5 %) a výroba chemikálií (-4,2 %), pričom k najväčšiemu poklesu produkcie došlo práve v novembri – decembri 2008. Vo štvrtom štvrtroku 2008 boli ďalšími zasiahnutými sektormi ekonomiky i ťažba nerastných surovín, výroba a rozvod elektriny, plynu a vody, ale i stavebníctvo. V obchodovateľných sektoroch pritom spomaľovanie rastu bolo rýchlejšie, čo možno pripísať nepriaznivo sa vyvíjajúcemu globálnemu dopytu.

Vývoj *produkcie v prvých mesiacoch roka 2009* je dokonca pesimistickejší – podľa odhadov Ministerstva hospodárskeho rozvoja RF (MER RF) na prvý štvrtrok 2009 došlo vo všetkých zo sledovaných odvetví nie k spomaleniu tempa rastu pridanej hodnoty, ale dokonca k jej poklesu (okrem poľnohospodárstva). Podľa MER RF sektor maloobchodu a veľkoobchodu prestáva byť v roku 2009 jedným z hlavných motorov ekonomického rastu (pokles pridanej hodnoty na úrovni -6,1 %) a ako druhý problém zdôrazňuje MER RF vo svojom monitore vývoj produkcie v sektore stavebníctva, ktorej pokles považuje za výsledok zníženia kapitálových vkladov. Pokles investícií

do fixného kapitálu dosiahol v januári až marci 2009 hodnotu -15% , keď v rovnakom období predošlého roka rástli na úrovni $23,6\%$. Produkcia v stavebníctve tak zaznamenala v prvom štvrťroku 2009 takmer 20% -ný prepád ($-19,3\%$) v porovnaní s 31% -ným rastom v rovnakom období roka 2008. (Práve stavebníctvo a maloobchod boli v roku 2007, ale i v prvej polovici roka 2008 kľúčovými dynamicky sa vyvíjajúcimi sektormi ťahanými silnejším domácim dopytom.)

Tabuľka 1.24

Vývoj tvorby HDP RF a pridanej hodnoty podľa odvetví ekonomickej činnosti, 2007 – 2009 (medziročná zmena v %)

	2007	2008	1.Q 2008	2.Q 2008	3.Q 2008	4.Q 2008	1.Q 2009*
HDP	8,1	5,6	8,7	7,5	6,0	1,2	-9,5
Poľnohospodárstvo, poľovníctvo, lesné hospodárstvo	2,6	8,5	4,3	5,6	9,5	10,1	1,2
Ťažba nerastných surovín	-2,6	0,4	1,7	2,2	1,7	-3,9	-4,1
Spracovateľský priemysel	7,8	1,2	6,6	5,1	4,7	-10,1	-22,5
Výroba a rozvod elektriny, plynu a vody	-0,7	1,0	4,1	5,1	4,0	-7,1	-5,9
Stavebníctvo	9,3	13,2	31,3	18,1	9,5	4,1	-19,3
Veľkoobchod a maloobchod	13,7	8,4	14,2	9,7	5,5	5,4	-6,1
Doprava a spoje	3,4	7,4	10,6	9,5	6,2	3,6	-13,0

* Odhad MER RF.

Prameň: MER RF (2009a); údaje za rok 2007 MER RF (2009b).

Celkovo v roku 2008 rástla *produkcia v priemysle* $2,1\%$ -ným tempom (na porovnanie, v rokoch 2006 a 2007 dosiahlo medziročné tempo rastu priemyselnej produkcie zhodne úroveň $6,3\%$). Pod tento porovnateľne slabší rast sa opäť podpísal vývoj vo štvrtom štvrťroku 2008, keď produkcia v priemysle klesla medziročne o $6,1\%$. Celkovo na rok 2009 Ministerstvo hospodárskeho rozvoja RF (MER RF, 2009c) predpovedá pokles produkcie v priemysle o $7,4\%$, z toho v spracovateľskom priemysle o $9,7\%$ (za prvé 4 mesiace 2009 klesla produkcia v priemysle o $14,9\%$, pričom spracovateľský priemysel klesol o 22%).

Dynamika odlevu kapitálu z ruskej ekonomiky ohrozuje vývoj platobnej bilancie

Hoci saldo *bežného účtu platobnej bilancie* sa medziročne zlepšilo a prebytok bežného účtu PB za rok 2008 dosiahol 102,3 mld USD (aktualizované údaje Centrálnej banky RF k aprílu 2009), v dôsledku prudkého zhoršenia výmenných relácií a poklesu dopytu na hlavných exportných trhoch RF dosiahol prebytok bežného účtu za štvrtý štvrťrok 2008 len 8,6 mld USD, podstatná časť prebytku sa teda realizovala v prvých troch štvrťrokoch 2008. Nárast oproti predošlému roku bol zabezpečený vyšším prebytkom *obchodnej bilancie*, keď hodnota exportu tovarov za rok 2008 dosiahla 471 mld USD (354 mld USD v roku 2007), pričom značná časť hodnotového rastu bola zabezpečená cenovým faktorom, osobitne pri energetických tovaroch (z celkovej hodnoty exportu tovarov 471 mld USD až 310 mld USD pripadá na export ropy, ropných produktov a zemného plynu).

Samozrejme, nielen globálna kríza a oslabenie exportu, ale práve cenový faktor sa podpísal i pod výrazne nižší prebytok bežného účtu PB v poslednom štvrťroku 2008, keď došlo k poklesu cien ropy medzi letom 2008 a koncom roka 2008 o 70 %. Napriek stabilizácii cien ropy v prvých mesiacoch 2009, ich návrat na hodnoty z leta 2008 sa neočakáva, čo spolu s poklesom zahraničného dopytu po tejto komodite a v podmienkach trendu oslabovania celkovej exportnej výkonnosti ruskej ekonomiky vedie k predpokladu, že v roku 2009 by *bežný účet platobnej bilancie* mohol vykázať deficit, k čomu by došlo prvýkrát od roka 1997.

Tabuľka 1.25

Vývoj základných položiek platobnej bilancie RF, 2006 – 2008 (v mld USD)

	2006	2007	2008 *
Bežný účet	94,5	76,2	102,3
<i>Obchodná bilancia</i>	139,2	130,9	179,7
<i>Bilancia služieb</i>	-13,6	-19,6	-25,0
<i>Bilancia výnosov z investícií</i>	-25,3	-23,4	-35,1
Kapitálový a finančný účet	11,9	85,9	-138,8
Chyby a omyly	1,1	-13,2	-8,9
Zmena v rezervných aktívach („-“ nárast, „+“ pokles rezerv)	-107,5	-148,9	45,3

* Za rok 2008 údaje z Centrálnej banky RF <www.cbr.ru> k 1. aprílu 2009.

Prameň: Za roky 2006 – 2007: World Bank (2009d); <www.cbr.ru>.

Výrazný prílev zahraničného kapitálu bol už od polovice roka 2006 označovaný za jeden z motorov rýchleho rastu ruskej ekonomiky. Ešte v roku 2007 bol *kapitálový a finančný účet* tou položkou platobnej bilancie, ktorej podstatné posilnenie kompenzovalo oslabenie prebytku bežného účtu PB, prebytok kapitálového a finančného účtu vtedy dosiahol rekordnú hodnotu 86 mld USD. Naproti tomu, predovšetkým v dôsledku globálnej finančnej a hospodárskej krízy, od septembra 2008 dochádza k masívnemu odlevu kapitálu, len vo štvrtom štvrtroku 2008 predstavoval celkový čistý odlev kapitálu 130,5 mld USD (ten čiastočne odrážal splatnosť krátkodobých záväzkov ruských bánk a podnikového sektora), čo je približne aj hodnota odlevu za celý rok 2008. Okrem celkového nepriaznivého vývoja na svetových kapitálových trhoch stoja za masívnym odlevom kapitálu z ruskej ekonomiky podľa Svetovej banky aj krátkodobé špekulatívne pohyby, zmeny v očakávaniach ohľadne vývoja výmenného kurzu a politické kroky zamerané na zvýšenie štátnej kontroly v strategických sektoroch. Odlev kapitálu podľa údajov za prvé mesiace 2009 sa začiatkom tohto roka spomalil, keď v januári 2009 dosiahol ešte hodnotu 29 mld USD, avšak vo februári už len 5 mld USD (EDC, 2009).

Kríza príležitosťou na ozdravenie ruského bankového sektora

Odlev kapitálu zasiahol predovšetkým štrukturálne slabý *ruský bankový sektor*, vzhľadom na jeho závislosť od zahraničného zadlžovania a previazanosť na krízou postihnuté akciové trhy. Rozsiahly prílev kapitálu zaznamenaný v roku 2007 bol do značnej miery práve odrazom zrýchlenia zahraničného zadlžovania ruských bánk – bankový sektor bol najväčším recipientom zahraničného kapitálu (dotovanie bánk zahraničným kapitálom, ktoré ním financovali operácie na domácom trhu, vyplývalo z priaznivejších podmienok a lepšej dostupnosti úverov v zahraničí než na domácom trhu a v roku 2007 malo nepriaznivý vplyv na vývoj celkového zahraničného dlhu Ruskej federácie).

Väčšina ruských bankových subjektov tak bola ešte pred prepuknutím krízy v Rusku vystavená tlaku splácania rozsiahlych zahraničných záväzkov, žiaden z nich však v tom období nehlásil také výrazné *problémy s likviditou*

alebo so splácaním záväzkov, ktoré by vyžadovali záchranné opatrenia zo strany štátu. Podľa Svetovej banky až pád Lehman Brothers a *bailout* AIG a následná panika na finančných trhoch preniesli krízu na ruský trh v podobe „virtuálneho zamrznutia“ medzibankového trhu v období medzi 15. a 19. septembrom 2008. Ani pokles medzibankových úrokových sadzieb o 100 bá-zických bodov nevedol k oživeniu trhu. Aj keď celkovo objem likvidity v systé-me nebol kritický, z dôvodu eskalácie strachu z rizika protistrany nedochá-dzalo k transferom likvidity medzi niekoľkými veľkými bankami smerom k men-ším bankám (World Bank, 2008). Na oživenie trhu boli nevyhnutné rozsiahle opatrenia Centrálnej banky RF a Ministerstva financií RF. Ešte v septembri, ale i ďalších mesiacoch tak nasledovala striedavo kombinácia *monetárnych* (zvýšenie denných limitov na REPO operácie, znižovanie minimálnych po-vinných rezerv, krátkodobé pôžičky bez zábezpeky a pod.), *fiškálnych* (zni-ženie daňového zaťaženia pre podnikovú sféru, rekapitalizácia vybraných bánk) a *administratívnych stimulov*, a to prevažne z rezerv Centrálnej banky RF a z prostriedkov štátneho rozpočtu. V záujme posilnenia dôvery držiteľov vkladov vláda tiež zvýšila mieru garancie súkromných vkladov. Významná časť prostriedkov bola v prvej fáze vyčlenená pre najväčšie štátom kontrolo-vané banky (Sberbank, VTB, Gazprombank) a nedostala sa ďalej do banko-vého systému. (Nové pôžičky sa realizovali prostredníctvom štátom vlastne-nej banky VEB bez požadovania zábezpeky.) V druhej fáze vláda ohlásila väčšiu časť pomoci i podnikovej sfére, taktiež bojujúcej s vysokou mierou zahraničného zadĺženia a nedostatkom likvidity.

Napriek opatreniam v dôsledku nedostatku likvidity a problémov spoje-ných s finančnou krízou k februáru 2009 stratilo licenciú 18 bánk (Atradius, 2009), kontrolu nad niekoľkými menšími bankami prevzal štát (OECD, 2009c, s. 101 – 103). V máji 2009 zverejnil bankový dohľad výsledky stresového testovania bankového sektora, podľa ktorých od začiatku roka 2009 stúpa *podiel nesplácaných úverov* – podľa oficiálnych odhadov by ich podiel mal naďalej narastať a ku koncu roka 2009 by mohol dosiahnuť 10 – 12 % (pe-simistický variant CBR vychádzajúci z vývoja za posledný štvrtrok 2008). Na porovnanie, podľa agentúry Moody's dosiahol podiel zlých úverov 11 % už ku koncu mája 2009 a agentúra odhaduje jeho zvýšenie do konca roka na 20 % všetkých úverov – na rekapitalizáciu v bankovom systéme tak bude

v roku 2009 potrebných dodatočných 40 mld USD. Podľa oficiálnych odhadov Centrálnej banky RF bude „druhá vlna krízy ruského bankového sektora“ (ako ju niektorí ruskí predstavitelia nazývajú), vychádzajúca z narastajúceho objemu zlých úverov, vyžadovať v roku 2009 kapitál vo výške 16 mld USD. Ozdravenie bankového sektora je pritom nevyhnutné pre implementáciu ďalších protikrízových opatrení a oživenie domácej spotreby na strane podnikov (usilujúcich sa aj o získanie úverov na refinancovanie svojich zahraničných dlhov), ale i domácností poznamenaných poklesom reálnych príjmov. Podľa OECD je v tomto kontexte výzvou aj odvrátenie úverového útlmu a stagnácie bankového systému za minimalizovania morálneho hazardu a nákladov daňových poplatníkov. Keďže doterajšia štátna podpora bola smerovaná prevažne do veľkých strategických štátom vlastnených bánk, očakáva sa ďalšia konsolidácia bankového systému v podobe akvizícií a fúzií v dôsledku oslabených úverových fundamentov menších a stredných bánk neprofitujúcich priamo zo štátnej podpory.

Dôsledky finančnej krízy v Rusku pravdepodobne natrvalo zmenia jeho bankový systém. Prevažne menšie banky budú musieť prehodnotiť doteraz prevládajúci model získavania prostriedkov na úkor zvyšovania zahraničných záväzkov a vrátiť sa od stratégie vysokej miery zadlženia k tradičnejším bankovým modelom. Okamžité opatrenia zo strany štátu cieleňé na stabilizáciu finančného systému a odvrátenie akútneho systémového rizika by mali byť v budúcnosti vystriedané podporou už začatej *konsolidácie bankového systému*. Nie je vylúčené zatvorenie ďalších malých bánk, zoštiehlenie bankového sektora, ale i posilnenie vplyvu štátu v spoločnostiach žiadajúcich štátnu pomoc, čím sa zvýši vplyv štátu aj v tomto sektore ekonomiky.

Dilema centrálnej banky – od vysokej inflácie k devalvujúcej mene a ku kríze likvidity

Reštriktívna monetárna politika v prvých mesiacoch roka 2008 v podobe zvyšovania diskontnej sadzby a povinných minimálnych rezerv odrážala snahu znižovať dvojcifernú infláciu a rýchly rast objemu peňažnej masy v ekonomike (oba ciele pretrvávali ešte z roku 2007; pozri Workie, 2008). Kým spomalenie rastu ponuky peňazí sa skutočne podarilo dosiahnuť (za prvých

9 mesiacov 2008 rast na úrovni 8,3 % v porovnaní s 27,8 %-ným rastom v rovnakom období 2007), k čomu prispel skôr náhly odlev kapitálu a nižšia tvorba rezerv z dôvodu poklesu cien ropy, boj proti dvojciferej inflácii ostával naďalej neúspešný (trend pretrvávajúci z roka 2007). *Inflácia meraná indexom spotrebiteľských cien* (CPI) v roku 2008 dosiahla hodnotu 13,3 % v porovnaní s 11,9 % v roku 2007 (tab. 1.26), pričom najrýchlejšie rástli spotrebiteľské ceny v prvých štyroch mesiacoch roka 2008. Index cien výrobcov naopak výrazne klesal počas posledných štyroch mesiacov roka 2008, aby celkovo za rok 2008 dosiahol hodnotu -7 %.

Tabuľka 1.26

Vývoj inflácie v RF, 2005 – 2008 (medziročná zmena v %)

	2005	2006	2007	2008
Inflácia meraná CPI	10,9	9,0	11,9	13,3
Jadrová inflácia CPI	8,3	7,8	11,0	-
Inflácia meraná PPI	13,4	10,4	25,1	-7,0
Rast peňažného agregátu M ₂	38,5	48,8	47,5	27,2

Prameň: World Bank (2008); World Bank (2009d) – podľa údajov ROSSTAT-u.

Prejavenie sa dôsledkov celosvetovej finančnej krízy aj vo vývoji ruskej ekonomiky v septembri 2008 však obrátilo pozornosť ruskej centrálnej banky iným smerom, a to predovšetkým na dve hlavné oblasti: 1. poskytovanie dodatočnej likvidity bankovému sektoru a zmiernenie úverového útlmu a 2. ochrana domácej meny pred prudkým znehodnocovaním.

Kríza likvidity a stagnácia medzibankových úverových aktivít (ako sme už spomínali) si v septembri – októbri 2008 vyžiadali prísun dodatočnej likvidity v hodnote 15 mld USD (1,2 % HDP). Takáto okamžitá reakcia Centrálnej banky RF znamenala podľa Svetovej banky dočasnú stabilizáciu ruského finančného trhu a odvrátenie krízy dôvery. Tento krok však bol len prvým v sérii mnohých monetárnych opatrení na posilnenie bankového sektora, ktoré reagovali na ďalší vývoj na domácom finančnom trhu.

Zároveň pretrvávajúci odlev kapitálu, pokles príjmov z exportu ropy, kríza likvidity a nárast dolárových záväzkov vyvolávali tlak na *znehodnocovanie* dovtedy sa posilňujúcej *domácej meny*. K týmto okolnostiam došlo po tom, keď CBR zmenila prevažnú časť orientácie svojej politiky z ochrany výmenného kurzu na inflačné ciele, čím došlo k vytvoreniu podmienok nestálosti

a neistoty ohľadne krátkodobých pohybov výmenného kurzu. So zreteľom na uvedený vývoj sa v novembri 2008 CBR rozhodla pre politiku postupných devalvačných krokov, v novembri a decembri 12-krát opakovane rozšírila obchodovacie pásmo rubľa, čím povolila postupné oslabovanie ruského rubľa oproti menovému košu zloženému z dolára (55 %) a eura (45 %). V prvých mesiacoch roka 2009 sa rubel opäť priblížil k hranici rozšíreného obchodovacieho pásma, centrálna banka uvoľňovala ďalšie rezervy na udržanie kurzu rubľa, napokon ale musela menu znova niekoľkokrát postupne devalvovať. Výsledkom takéhoto vývoja bolo oslabenie rubľa v období august 2008 – marec 2009 o približne 40 % voči doláru (hodnota výmenného kurzu voči doláru dosiahla 11-ročné minimum) a 25 % voči euru.

Kým v máji 2008 z obavy pred napredujúcim úverovým boomom (a samozrejme v snahe o zabrzdenie inflácie, ktorá bola v prvej polovici roka 2008 najväčším problémom CBR) centrálna banka zvyšovala povinné minimálne rezervy,⁵⁹ o rok neskôr, v máji 2009, znížila dvakrát po sebe kľúčové úrokové sadzby v snahe motivovať komerčné banky k poskytovaniu lacnejších úverov. K uvoľneniu monetárnej politiky v máji 2009 došlo po tom, keď ešte vo februári CBR sprísňovala monetárne podmienky v záujme stabilizovať menu bez ďalších strát devízových rezerv. Keďže postupne dochádza k zmierňovaniu inflačných tlakov v ekonomike, od centrálnej banky sa očakáva ďalšie znižovanie úrokových sadzieb a *uvoľňovanie monetárnej politiky*. Výmenný kurz je k máju 2009 relatívne stabilný, stále neprekročil chránenú hranicu 41 rubľov oproti euro-dolárovému menovému košu, ohlásenú guvernérom Centrálnej banky RF ešte v januári 2009 (v prvých troch štvrtrokoch 2008 sa pohyboval v intervale 29 – 30 RUB ku košu USD/EUR).

Popri spomalení odlevu kapitálu v prvom štvrtroku 2009, čo spolu so stabilizovaním cien ropy zmiernilo tlak na znehodnocovanie domácej meny, vykazuje známky pozitívneho vývoja v prvých mesiacoch roka 2009 aj *stav devízových rezerv* RF. Klesajúca cena ropy a vyše 100 mld USD vynaložených na intervencie v prospech stabilizácie znehodnocujúcej sa domácej meny, ako aj poskytovanie dodatočnej likvidity znamenali významný pokles

⁵⁹ Povinné minimálne rezervy Centrálna banka Ruskej federácie už v októbri 2008 opäť znížila, zo 4 % na 3 %, a to v snahe pomôcť komerčným bankám prekonať obdobie nízkej likvidity.

devízových rezerv vo štvrtom štvrtroku 2008, keď z hodnoty 596,6 mld USD (maximálna hodnota k 31. 7. 2008) klesali permanentne počas zvyšku roka a k 1. januáru 2009 dosiahli hodnotu 427,1 mld USD (dáta z www.cbr.ru). Pokles devízových rezerv sa zastavil vo februári 2009 na úrovni 386,9 mld USD a až do mája 2009 sa devízové rezervy udržiavali približne na tejto hodnote.

Vývoj cien ropy a protikrizové opatrenia signálmi rozpočtového deficitu

Popri výraznom odleve kapitálu na prelome rokov 2008/2009 v dôsledku krízy zasiahol ruskú ekonomiku ďalší významný „šok“ – ak doteraz boli príjmy federálneho rozpočtu stále viac závislé od príjmov z exportu ropy a zemného plynu, súčasné pohyby vo vývoji cien ropy znamenajú zásadnú výzvu pre vývoj verejných financií v roku 2009.

Rast *cien ropy* na svetových trhoch napredoval rýchlym tempom už od začiatku roka 2007, neskôr po prekonaní psychologickéj hranice 100 USD za barel vykazoval cenový rast až parabolický tvar, čo sa považuje za príznak vzniku bubliny (za príčiny takého vývoja môžeme považovať o. i. oslabujúci sa kurz amerického dolára, rastúci dopyt zo strany ázijských rozvíjajúcich sa ekonomík, ale hlavne špekulatívne obchody). Pred pádom cien ropy a jeho dôsledkami na nedostatočne diverzifikovanú ruskú ekonomiku preto varovali mnohé zahraničné, ale i domáce inštitúcie. Zreálnujúca sa cena ropy koncom leta 2008 (najvyššiu úroveň dosiahla cena ropy v júli 2008) reagovala v septembri na zrejme príznaky celosvetového rozmeru finančnej krízy a od septembra sme sledovali jej prudký prepad, ku koncu roka 2008 až pod úroveň 40 USD za barel (americká ľahká ropa aj ropa Brent) – napätie na finančných trhoch a globálna recesia sa prejavili v poklese dopytu po rope a uzatváraní pozícií investorov obchodujúcich s ropou. Priemerná cena ropy vo štvrtom štvrtroku 2008 bola na úrovni 55 USD/barel, čo je v porovnaní s tretím štvrtkom (115 USD/barel) pokles o 53 %. Rusko sa už v minulosti zabezpečilo proti výkyvom cien ropy vytvorením Stabilizačného fondu, z ktorého sa začiatkom roka 2008 vyčlenil *Rezervný fond* zhromažďujúci exportné príjmy z ropy do výšky 10 % HDP. Prostriedky z tohto fondu plánuje vláda

použiť na vykrytie rozpočtového deficitu už v roku 2009 a existujú obavy, že v roku 2010 sa Rezervný fond definitívne vyčerpá.

Negatívny vplyv na vývoj rozpočtu má nielen pokles príjmov z exportu ropy a zemného plynu, ale i záchrana bankového a podnikového sektora a ďalšie fiškálne opatrenia súvisiace so zmiernením dôsledkov krízy, ktoré vyžadovali rozsiahle finančné stimuly. Revidovaný *federálny rozpočet* na rok 2009, ktorý zverejnilo Ministerstvo financií RF, ráta s deficitom na úrovni 7,4 % HDP (pri poklese HDP na úrovni -2,2 %, cene ropy 41 USD/barel a poklese príjmov rozpočtu z 21,2 % HDP na 16,6 % HDP), čo znamená zásadný obrat vo vývoji rozpočtu, ktorý ešte v roku 2008 zaznamenal prebytok 4,1 % HDP (2,6 % za január – február 2009). Konsolidovaný *rozpočet verejnej správy* predpokladá deficit na úrovni 8 % HDP (pozri tab. 1.27), ktorého krytie by mali z väčšej časti financovať prostriedky naakumulované v spomínanom *Rezervnom fonde* (7 % HDP).

Tabuľka 1.27

Rozpočet verejnej správy RF, 2006 – 2009 (v % HDP)

	2006	2007	2008	2009 ¹
Príjmy verejnej správy	39,7	40,2	38,5	24
Výdavky verejnej správy	31,3	34,1	33,7	32
Saldo (prebytok/deficit)	8,4	6,1	4,8	-8
Saldo v neropných odvetviach	-2,6	-2,7	-5,8	-
Stabilizačný fond ²	8,7	11,7	n/a	n/a
– Rezervný fond	n/a	n/a	9,7	-
– Fond národného blahobytu	n/a	n/a	6,2	-

¹ Odhad Svetovej banky.

² Stabilizačný fond sa začiatkom roka 2008 rozdelil na Rezervný fond a Fond národného blahobytu.

Prameň: World Bank (2009d); podľa údajov MF RF.

Úverový útlm na medzinárodných trhoch spôsobil nedostatok likvidity v ruskom bankovom sektore, hlavná časť prvých vládnych *balíčkov opatrení proti kríze* tak bola smerovaná na stabilizovanie bankového sektora a, ako sme už uviedli, na záchranu niektorých bánk. Fiškálne výdavky určené na posilnenie finančného systému dosiahli takmer 3 % HDP. Ďalšie výdavky budú smerovať do podnikového sektora a na podporu nízkopříjmových domácností. Vláda už zverejnila na svojej internetovej stránke rozsiahly zoznam strategických a regionálne dôležitých firiem oprávnených získať priamu

štátnu podporu. Ďalších 5,5 % HDP teda predpokladá ruská vláda vyčleniť z rozpočtu na protikrizové balíčky v roku 2009 (OeNB, 2009b). Zároveň by však rozpočtové príjmy v dôsledku krízy mali v roku 2009 klesnúť o takmer 40 %, pričom prevažnú časť Rezervného fondu minie vláda na krytie rozpočtového deficitu. Predpokladá sa teda, že v roku 2010 – 2011 dôjde k zvýšeniu zahraničného dlhu (celkový hrubý zahraničný dlh Ruskej federácie klesol z 36 % HDP v roku 2007 na 29 % HDP ku koncu roka 2008; pozri OeNB, 2009b).

Trh práce v znamení rastu nezamestnanosti a spomalenia rastu miezd

Ešte pred rokom bol hlavným problémom súvisiacim s vývojom na ruskom trhu práce rýchly (dvojciferný) rast miezd predstihujúci rast produktivity, ktorý spolu so zhodnocovaním domácej meny negatívne ovplyvňoval konkurencieschopnosť obchodovateľných sektorov. Globálna kríza však zanechala dôsledky aj v oblasti vývoja na trhu práce RF, a to tak na strane vývoja zamestnanosti, ako aj na strane rastu miezd.

Dlhodobý priaznivý trend poklesu nezamestnanosti, ktorý pretrvával počas niekoľkých rokov, vyvrcholil v máji 2008, keď *mera nezamestnanosti* (podľa ILO definície) dosiahla úroveň 5,4 %. Priemerná hodnota miery nezamestnanosti celkovo za rok 2008 bola 6,3 %; čo je stále v línii s dlhodobým vývojom; avšak už v januári 2009 dosiahla nezamestnanosť 8,1 % a vo februári 2009 dokonca 8,5 % (World Bank, 2008). Nárast nezamestnanosti, ku ktorému dochádza od leta 2008, sa pripisuje poklesu produkcie v sektorech náročných na prácu (stavebníctvo a obchod), v ktorých dobiehali existujúce projekty, ale počet nových klesal v nadväznosti na zvyšovanie nákladov na získanie úverov, obmedzený prístup k likvidite, pokles dopytu a nižšie marže. Ďalší vplyv na rast nezamestnanosti by mohla mať očakávaná reštrukturalizácia bankového sektora (World Bank, 2008), ale i pokračovanie trendu negatívneho vývoja produkcie.

Reálne príjmy obyvateľstva výrazne poklesli koncom roka 2008 a v prvých mesiacoch roka 2009 tento trend pokračoval, najmä v dôsledku zhoršenia finančnej situácie podnikov a nárastu nezamestnanosti. Reálny disponibilný príjem poklesol vo štvrtom štvrtroku 2008 o 5,8 % v porovnaní s rovnakým

obdobím roka 2007 a v januári 2009 dokonca o viac ako 10 % (tab. 1.28). Rast reálnych miezd sa zastavil vo februári 2009. Počet nevyplatených miezd sa ku koncu roka 2008 strojnásobil v porovnaní s letom 2008, za prvé dva mesiace 2009 dosiahli mzdové nedoplatky hodnotu 240 miliónov USD (najvyššia hodnota od decembra 2005; len vo februári ich hodnota vzrástla o 16 %), z toho najviac v priemysle, doprave a stavebníctve. Mzdové nedoplatky sa podľa odhadov ROSSTAT-u týkajú približne pol milióna zamestnancov. Vyše 90 % nevyplatených miezd bolo z dôvodu nedostatku hotovosti podnikov, zvyšok zodpovedá nevyplateným mzdám z verejných rozpočtov.

Tabuľka 1.28

Vývoj základných ukazovateľov na trhu práce v RF (2007 – 2009)

	2007	2008	4. Q 2008	01/2009	02/2009
Počet zamestnaných, v mil. osôb	70,5	71,0	70,6	69,6	69,2
Rast zamestnanosti, v %	2,4	0,6	-0,3	-0,4	-0,4
Rast produktivity práce, v %	5,6	5,0	1,4	n/a	n/a
Reálny disponibilný príjem, medziročne, v %	12,1	2,7	-5,8	-10,2	-4,7
Rast reálnych miezd, v %	17,2	10,3	5,0	1,9	0,1
Priemerná mesačná mzda, v USD	532	694	668	544	524
Miera nezamestnanosti (ILO), v %	6,1	6,3	7,1	8,1	8,5

Prameň: World Bank (2009d) – podľa údajov z ROSSTAT-u.

Ministerstvo hospodárskeho rozvoja RF predpokladá v roku 2009 mieru nezamestnanosti na úrovni 8,2 %, pokles reálnych miezd o 4,1 % a pokles reálneho disponibilného príjmu o 8,3 %, čo bude mať negatívny vplyv na výdavky i úspory obyvateľstva (odhad z konca marca 2009). Odhad MER RF ohľadne miery nezamestnanosti by však mohol byť príliš optimistický v porovnaní s reálnym vývojom⁶⁰ (od októbra 2008 ohlásilo prepúšťanie z dôvodu finančnej krízy viac ako 32 tisíc spoločností) – ROSSTAT sa v apríli 2009 rozhodol nezverejniť pravidelnú informáciu o mesačnom vývoji nezamestnanosti a zverejnil len dáta za prvý štvrťrok: počet nezamestnaných vzrástol za január – marec 2009 o 1,8 milióna a dosiahol 7,1 milióna (podľa ILO definície; pritom len 2,2 milióna je oficiálne registrovaných), čo predstavuje mieru nezamestnanosti na úrovni 9,5 % ekonomicky aktívnej populácie

⁶⁰ Napríklad Svetová banka predpovedá nárast nezamestnanosti v RF v roku 2009 na úroveň 12 % a v roku 2010 stabilizovanie miery nezamestnanosti okolo hodnoty 10 % ekonomicky aktívneho obyvateľstva.

(10 %-nú hranicu prekročila miera nezamestnanosti v piatich federálnych kruhoch RF). Ide o najvyššiu hodnotu za posledných 8 rokov. Za rozhodnutím nezverejňovať mesačné informácie o náraste nezamestnanosti by mohla byť obava z narušenia sociálnej stability a hrozba sociálnych nepokojov. Rovnaké dôvody viedli vládu RF v apríli 2009 k zverejneniu informácie, že vláda zabezpečí v priebehu 12 mesiacov vytvorenie vyše milióna dočasných pracovných miest.

Revidované prognózy vývoja základných ukazovateľov Ruskej federácie na roky 2009 – 2010

Prelomovým obdobím v súčasnom vývoji ruskej ekonomiky sa stal koniec roka 2008 a začiatok roka 2009, s výrazným vplyvom na vývoj sledovaných ukazovateľov práve v prvých mesiacoch roka 2009. Ministerstvo hospodárskeho rozvoja Ruskej federácie zverejnilo 27. apríla 2009 pravidelný *Monitoring súčasnej situácie v ekonomike Ruskej federácie* podľa výsledkov za prvý štvrtrok 2009 (MER RF, 2009a). Súhrnný pohľad na vybrané aspekty sociálno-ekonomického vývoja v Ruskej federácii v prvom štvrtroku 2009 v porovnaní s rovnakým obdobím predošlého roka prináša tabuľka 1.29.

Tabuľka 1.29

**Základné ukazovatele sociálno-ekonomického vývoja v RF, 1.Q 2008 a 1.Q 2009
(ak nie je uvedené inak, zmena k príslušnému obdobiu predošlého roka, v %)**

	2008		2009	
	marec	1.Q	marec	1.Q
HDP	8,6	8,7	-9,5	-9,5
Index priemyselnej produkcie	6,5	6,2	-13,7	-14,3
Investície do fixného kapitálu	23,1	23,6	-15,4	-15,0
Inflácia, CPI (% prírastok za obdobie)	1,2	4,8	1,3	5,4
Inflácia, PPI (% prírastok za obdobie)	0,7	3,0	4,1	5,1
Rast reálnych miezd	12,8	13,4	-5,7	-2,3
Reálny disponibilný príjem	5,1	8,0	-0,1	-2,3
Prírastok peňažnej zásoby M ₂ (zmena za obdobie v %)	2,3	0,8	0,5	-10,5
Výmenný kurz (RUB/USD)	23,76	24,27	34,68	33,99
Index reálneho kurzu RUB/USD (v %)	3,6	6,5	4,3	-15,4
Export tovarov (v mld USD)	39,9	110,1	23,4	60,1
Import tovarov (v mld USD)	23,4	60,2	14,6	38,4
Devízové rezervy (zmena v mld USD)	17,65	33,82	-0,19	-43,19

Prameň: MER RF (2009a).

Ako spomíname aj v úvode, na dáta zverejnené ROSSTAT-om a Ministerstvom hospodárskeho rozvoja RF v apríli – máji 2009 zareagovali aj zahraničné inštitúcie, ktoré na základe nových informácií revidovali svoje prognózy ďalšieho vývoja ekonomiky RF. Spoločným znakom týchto odhadov je však, vzhľadom na značný vplyv externého prostredia, upozornenie na vysokú mieru neistoty pri vypracúvaní odhadov, o čom svedčia i samotné pomerne veľké rozdiely v odhadoch rastu, resp. poklesu ruskej ekonomiky. Kým WIIW (Havlik, 2009) predpokladá, že vplyv finančnej krízy na vývoj ruskej ekonomiky bude krátkodobý (akciové trhy sa zotavujú a aj keď investičná klíma ostane komplikovaná, spotreba domácností a investície budú rásť rýchlejšie ako HDP a zatiaľ čo export bude ďalej stagnovať, import bude rásť ťahaný domácim dopytom), OECD (2009c, s. 101 – 103) vychádza z predpokladu, že návrat k rýchlemu rastu je nepravdepodobný a zotavenie by mohlo prísť najskeôr v roku 2010. Preto kým WIIW prognózuje Rusku na rok 2009 medziročne *tempo rastu HDP* na úrovni 1,1 % a v roku 2010 dokonca 3,7 %, OECD ráta s poklesom HDP na úrovni –5,6 % v roku 2009 a s miernym oživením rastu v roku 2010 (0,7 %). Asociácia AIECE (Association of European Conjuncture Institutes), na rozdiel od WIIW taktiež predpovedá ruskej ekonomike ďalší pokles investícií a pokles exportnej výkonnosti s negatívnym vplyvom na vývoj súkromnej spotreby. Jej odhad poklesu HDP na rok 2009 na úrovni –2,3 % a oživenia rastu v roku 2010 (1,6 %) je však stále optimistickejší než prognóza MMF, ktorý predpovedá Rusku pokles HDP o 6 % v roku 2009 a 0,5 %-ný rast v roku 2010. Svetová banka v prognóze z marca 2009 revidovala svoj odhad HDP na pokles o 4,5 % v roku 2009 po tom, keď ešte v novembrovej analýze rátala s rastom na úrovni 3 %. Najpesimistickejšiu prognózu vývoja ruskej ekonomiky zverejnila americká investičná banka Goldman Sachs, ktorá po výsledkoch za prvý štvrtrok 2009 publikovaných ROSSTAT-om v máji zhoršila svoj odhad kontrakcie rastu až na úroveň –7,5 % na rok 2009 (z pôvodného odhadu –5,5 %).

Na porovnanie, „domáca“ oficiálna prognóza vývoja ruskej ekonomiky zverejnená MER RF v marci 2009 obsahuje predpoklad poklesu HDP v roku 2009 na úrovni –2,2 % (pokles priemyselnej výroby o 7,4 % a pokles investícií o 14 %) a v roku 2010 rast na úrovni 2 – 3 %, v prípade pesimistického scenára 1 %. Prognóza Consensus Economics (CE, 2009), vypracovaná na základe odhadov inštitúcií a bánk pôsobiacich na domácom trhu, ráta

s poklesom domáceho produktu medziročne o 4,6 % v roku 2009 a jeho rastom na úrovni 2,3 % v roku 2010 (na rok 2009 ráta s poklesom domácej spotreby o 4,2 %, poklesom investícií o 12,6 % a poklesom priemyselnej produkcie o 8 %).

Vývoj ruskej ekonomiky na prelome rokov 2008/2009 sa odrazil aj na hodnotení jej *investičného rizika*. Prvou ratingovou agentúrou, ktorá znížila dlhodobý rating Ruska, bola agentúra Standard & Poor's. Urobila tak ešte v decembri 2008 (po desiatich rokoch od posledného zníženia), vo februári ju nasledovala agentúra Fitch. Obe znížili dlhodobý úverový rating na druhý najnižší investičný stupeň BBB (len dva stupne od špekulatívneho pásma) s negatívnym výhľadom (hodnotenie Moody's ostáva na Baa1, čo je o 1 investičný stupeň vyššie).

Hlavné tendencie predpokladaného vývoja v Rusku v roku 2009

Aj napriek spomínanej vysokej miere neistoty odhadov ďalšieho vývoja ruskej ekonomiky je možné, predovšetkým na základe výsledkov za prvých 5 mesiacov roka 2009, ale i na základe aktuálneho vývoja externého prostredia, predpovedať niektoré možné hlavné tendencie vývoja v najbližšom roku.

Pokles cien ropy, nižší prebytok bežného účtu, odlev kapitálu, a teda menší objem peňažnej masy v ekonomike zmiernili silné *inflačné tlaky* z roku 2007, čo sa prejavilo na spomalení inflácie (CPI) už v posledných mesiacoch roka 2008. Ani devalvujúci rubel a prísuny dodatočnej likvidity nezastavili tento trend podporovaný aj poklesom cien potravín a spomalením domáceho dopytu. Ustálenie inflačného vývoja umožnilo centrálnej banke sústrediť svoju politiku na ochranu domácej meny. Zároveň v prvých mesiacoch roka 2009 spomalenie odlevu kapitálu a stabilizovanie cien ropy zmiernili tlak na znehodnocovanie domácej meny. Okrem *stabilizovania vývoja inflácie a kurzu rubľa* vykazuje známky pozitívneho vývoja v prvých mesiacoch roka 2009 aj stav *devízových rezerv*. Po uvoľnení monetárnej politiky v druhom štvrtroku 2009 a príprave meny na plánovaný prechod na voľne plávajúci kurz (CBR zatiaľ uplatňuje riadený *floating*) by sa pozornosť centrálnej banky mala opäť presunúť na boj proti inflácii. Aj keď inflačné tlaky v období 2009 – 2010 by nemali byť také silné ako v minulosti, v prípade, že CBR a MF RF navýšia

v rámci protikrizových opatrení objem finančnej hotovosti v ekonomike nepomerne viac, než to bude vyžadovať dopyt po likvidite, inflačné riziko sa opäť zvýši.

Rozhodujúci bude aj *vývoj produkcie* v priemysle a stavebníctve, ktorá zatiaľ vykazuje negatívny trend, ako i *vývoj zamestnanosti*. Rekordné znížovanie zamestnanosti signalizuje, že oslabenie spotrebiteľského dopytu pretrvá dlhšie obdobie. Úspešnosť modernizácie a oživenia finančného sektora by však mohli čiastočne prispieť k pozitívnejšiemu vývoju domáceho dopytu. Reštrukturalizácia fragmentovaného *bankového sektora* s dominanciou štátu však bude vyžadovať značné dodatočné prostriedky a môže sa stať jednou z najvýznamnejších výziev najbližších mesiacov; keďže dôjde k nárastu nespĺčaných úverov a zániku ďalších malých bánk, krátkodobý výhľad pre ruský bankový sektor je negatívny.

Pre rok 2009 platí, že kým *deficit bežného účtu platobnej bilancie* nie je nevyhnutný a bude závisieť predovšetkým od vývoja importu (predpokladá sa ďalší pokles exportu, ceny ropy a kapitálové toky sa stabilizovali, avšak poznáme dva rôzne scenáre vývoja importu),⁶¹ riziko *rozpočtového deficitu* je veľmi vysoké, vzhľadom na ceny komodít a plánované protikrizové fiškálne opatrenia. Otáznym je reálny vplyv fiškálnych opatrení na oživenie domáceho dopytu. Ďalšiu časť prostriedkov bude vyžadovať spomínaná extrémne vysoká miera zahraničnej zadĺženosti bankového a podnikového sektora, ktoré nebudú schopné splácať svoje zahraničné záväzky splatné v roku 2009 a budú žiadať pomoc štátu. Napriek týmto okolnostiam by však deficit verejných financií nemusel dosiahnuť predpokladaných 8 % HDP (odhad MF RF), pretože cena ropy sa pravdepodobne stabilizuje na vyššej úrovni, než je zahrnutá v oficiálnej prognóze rozpočtového vývoja.

Protikrizové opatrenia ohlásené vládou by mali v roku 2009 zahŕňať podporu finančného systému, zníženie dane z príjmu pre právnické osoby, zvýšenie dávok v nezamestnanosti a priamu podporu vybraným podnikom. Ohlásená priama štátna pomoc vybraným podnikom a nejasné pravidlá jej uplatňovania vyvolávajú obavu zo zneužitia štátnej pomoci, netransparentnosti

⁶¹ Kým niektoré inštitúcie vychádzajú v prognózach z oživenia domácej spotreby a investícií (napr. Havlik, 2009), iné predpokladajú ďalší pokles importu z dôvodu vysokej príjmovej elasticity a devalvovaného rubľa (OECD, 2009c, s. 101 – 103).

a zvýšenia korupcie. (Podľa *Indexu vnímania korupcie* vypracúvanom každoročne Transparency International kleslo Rusko v roku 2008 zo 143. na 147. miesto, na ktorom sa umiestnilo so štátmi ako Bangladéš, Keňa a Sýria.) Väčšina pomoci je tiež cielená na podporu existujúcej priemyselnej štruktúry, a nie do rozvoja nových sektorov či pomoci malým a stredným podnikom, pričom platí, že ruská ekonomika potrebuje stále výraznejšiu diverzifikáciu. (V čase prepuknutia krízy v Rusku bola ruská ekonomika závislá od príjmov z exportu energetických komodít viac ako kedykoľvek predtým.) Podľa OECD je badať tendencia siahať po protekcionistických opatreniach vrátane zvyšovania importných taríf na vybrané druhy tovarov, dotácií domácim podnikom a preferenčných prístupov vo verejných zákazkách (OECD, 2009c, s. 101 – 103).

V strategických sektoroch ekonomiky v podstate neexistuje rozdiel medzi obchodnými a politickými záujmami. Vláda si už počas Putinovho prezidentského obdobia legislatívnymi úpravami, ale aj *štátnym vlastníctvom* v dôležitých spoločnostiach (Gazprom, Rosneft) zabezpečila vysokú mieru kontroly nad aktivitami v *strategických sektoroch*. Pád akciových trhov a následná hospodárska recesia prispeli k obrovským stratám niektorých ruských oligarchov a k problémom v ich spoločnostiach, čo otvorilo štátu nové možnosti k získaniu podielov v ďalších kľúčových podnikoch. Rovnako tak nové legislatívne kroky upevnili pozíciu štátu v rozhodujúcich sektoroch (napr. v máji 2008 zákonná úprava zavádzajúca limity zahraničného vlastníctva v ruských podnikoch v 42 sektoroch ekonomiky – EDC, 2009).

Zatiaľ čo vonkajšie vzťahy Ruskej federácie (predovšetkým s EÚ, USA a NATO) ohrozuje prevažne vládna politika a rôzne konflikty a spory (vojna v Gruzínsku, plynová kríza s Ukrajinou, americký protiraketový systém), kredibilitu hospodárskeho prostredia svojské štátne zásahy a kauzy (už spomínaná kauza TNK-BP, ale aj kauza Putin verzus oceliarska spoločnosť Mechel), domáce spoločenské prostredie vykazuje určité potenciálne rizikové špecifiká, ktoré by mohli viesť k stupňovaniu *sociálneho napätia* v krajine. V období 2000 – 2007 mal rýchly hospodársky rast priaznivý vplyv aj na vývoj *miery chudoby*, ktorá klesla z takmer 30 % na 13,4 %. Dopady hospodárskej krízy na ďalší vývoj ruskej ekonomiky zahŕňajú aj zníženie príjmov domácností a zvýšenie nezamestnanosti, s negatívnym dôsledkom na vývoj miery chudoby. Svetová banka (ktorá ruskej vláde vyčíta, že svoje protikrizové

opatrenia zameriava prevažne na finančný a podnikový sektor, a nie na domácnosti a trh práce) varuje, že bez príslušných vládnych opatrení sa v dôsledku krízy dostane v roku 2009 pod hranicu chudoby 4,7 milióna ruských obyvateľov, čo spolu s 1,1 milióna z roku 2008 znamená zvýšenie miery chudoby na 15,5 %. Ak po minulé roky rýchleho rastu ruskej ekonomiky platilo, že ruskí občania sa „vzdávali časti svojej slobody v prospech rastúceho celkového blahobytu,“ resp. obyvateľstvo tolerovalo autoritatívne tendencie a porušovanie ľudských práv práve z dôvodu pozitívnych efektov dlhodobej stability (po skôr turbulentnej Jel'cinovej ére) a z dôvodu profitovania z ekonomického „boomu“ (Atradius, 2009), očakávané spomalenie rastu, alebo dokonca recesia môžu byť skúškou sily *sociálneho zmiernu* v krajine a skúškou dôvery obyvateľstva voči štátu, predovšetkým voči vládnucemu tandemu Putin – Medvedev.

Odlev kapitálu a pád cien ropy môžeme označiť za dva najvýznamnejšie negatívne faktory, ktoré v dôsledku globálnej krízy ovplyvnili vývoj ruskej ekonomiky na prelome rokov 2008/2009. A predovšetkým od vývoja týchto dvoch faktorov bude závisieť aj ďalší vývoj ruskej ekonomiky. Ak sa z krátkodobého hľadiska ich vplyv negatívne odrazí na znehodnotení rubľa, znížení reálnych príjmov, miernom zvýšení nezamestnanosti, nútenom obmedzovaní výdavkov podnikovej sféry a rozpočtovom deficite, v strednodobom horizonte ruská ekonomika čelí skôr problémom s neúspešnou diverzifikáciou, netransparentnosťou, nezdravým hospodárskym prostredím a silnou kontrolou štátu v čoraz vyššom počte odvetví ekonomiky. V krátkodobom horizonte bude Rusko hľadať spôsob, ako si znovu získať dôveru investorov a vyrovať sa s akútnymi problémami vo finančnom sektore, hlavnou výzvou v stredno- a dlhodobom horizonte však ostáva, do akej miery sa ruská ekonomika odpúta od závislosti od príjmov z exportu ropy a zemného plynu a bude rozvíjať ďalšie odvetvia ekonomiky a do akej miery bude ruský „štátny kapitalizmus“ tolerovať rozvoj trhovej konkurencie. Rok 2009 by tak mal byť pre ruskú ekonomiku rokom prekonania následkov globálnej finančnej krízy, a aj keď recesia bude v tomto roku v Rusku hlbšia, než sa pôvodne predpokladalo, makroekonomická stabilita by nemala byť výrazne narušená. Krízové obdobie však vytvára priestor na prehĺbenie aspektov nezdravého hospodárskeho prostredia a ďalšiu koncentráciu ekonomickej sily v rukách štátu.

2. ZMENY V DYNAMIKE ZAHRANIČNÉHO OBCHODU A V MOBILITE GLOBÁLNEHO KAPITÁLU V DÔSLEDKU FINANČNEJ A HOSPODÁRSKEJ KRÍZY

2.1. Vplyv finančnej krízy na vývoj svetového obchodu

Značný kolaps vo svetovom dopyte následkom globálnej finančnej krízy a následne ekonomickej recesie v globálne významných ekonomikách (USA, EÚ a Japonska) viedol už v roku 2008 k poklesu svetového exportu.

Znaky prudkého poklesu obchodu boli evidentné už v druhej polovici roka 2008, ba dokonca bol zaznamenaný už v druhom štvrtroku 2008, keď došlo k poklesu svetového exportu zo 6,8 % na menej ako 5,8 % v dôsledku nízkeho dopytu a následne nízkej produkcie.

Motorom rastu svetového exportu v roku 2008 boli rozvojové krajiny, hlavne krajiny exportujúce ropu, a to vďaka enormnému rastu cien komodít, najmä ropy na svetových trhoch. Nemenej dôležitú pozíciu v exporte zaznamenali novotrhové ekonomiky, najmä Čína a India.

Podľa správy WTO reálny svetový export tovarov dosiahol v roku 2008 len 2 % rast, čo je prepád o 4 percentuálne body (p. b.) v porovnaní s predchádzajúcim rokom. Tento prepád bol spôsobený značným poklesom hodnoty amerického dolára (hlavne v prvej polovici roka) voči svetovým, ale najmä voči európskym menám. Vzhľadom na túto skutočnosť reálna hodnota svetového exportu bola znížená o 13 p. b., čo je 3 % nárast inflácie oproti predchádzajúcemu roku. Hodnota svetového exportu v bežných cenách v roku 2008 dosiahla 16 120 mld USD, čo je o 15 % väčší nárast v porovnaní s predchádzajúcim rokom.

Vývoj svetového obchodu v roku 2008

Svetový obchod v roku 2008 kopíroval vývoj celkového svetového outputu. V dôsledku spomalenia ekonomických aktivít v kľúčových ekonomikách rozvinutých krajín došlo k poklesu tempa rastu svetového obchodu. V bežných cenách svetový obchod s tovarmi zaznamenal celkove vysoký nárast, keď dosiahol 15 %, v nominálnom vyjadrení 15 675 mld USD, čo je len

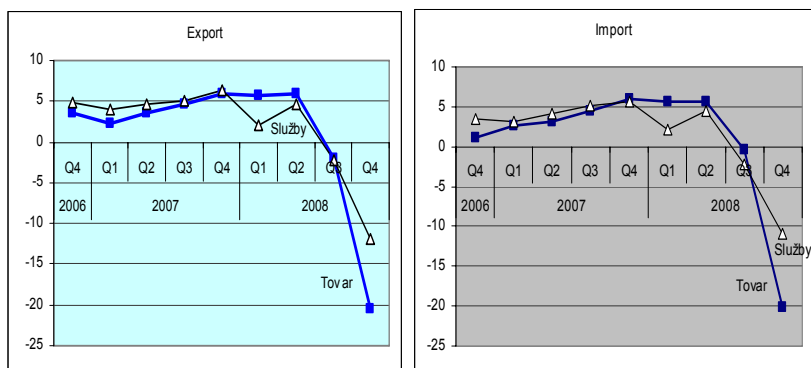
o 1 p. b. menej ako v predchádzajúcom roku. Svetový obchod so službami zaznamenal v rovnakom roku oveľa väčší pokles v tempe rastu, keď dosiahol rast 11 %, v nominálnom vyjadrení 3 730 mld USD (WTO, 2009), čo je o 7 p. b. menej ako v predchádzajúcom roku.

V roku 2008, rovnako ako v roku 2007, ťahúňom rastu svetového obchodu boli rozvojové krajiny. Podiel rozvojových krajín na svetovom exporte tovarov v roku 2008 dosiahol 38 % rast. Pod tento rast sa podpísali viaceré faktory. Po prvé, pokračujúci rast cien (zhruba v prvých troch štvrtrokoch) niektorých komodít, najmä ceny ropy. Kým ceny energie dosiahli nárast v priemere za rok 2008 okolo 40 %, ceny potravín a nápojov vzrástli o 28 %. Po druhé, vďaka vysokému dopytu minimálne v prvom polroku v USA a EÚ, mnohé novotrňové ekonomiky rozvojových krajín pokračovali v exportnej expanzii.

Sľubný pozitívny vývoj svetovej ekonomiky v prvých troch štvrtrokoch 2008 sa následne prudko spomalil v záverečnom štvrtroku, čo rezultovalo do zníženia celkového rastu svetového outputu v roku 2008 na 1,7 % v porovnaní s 3,5 % v predchádzajúcom roku. Najväčší podiel na tomto poklese mali rozvinuté ekonomiky.

Graf 2.1

Vývoj zahraničného obchodu OECD v roku 2008 (štvrtročná zmena v %)



Prameň: Vlastné spracovanie na základe údajov z online OECD International Trade Statistics (April 2009).

Na grafe 2.1 možno jednoznačne vidieť prudký pokles tak exportu, ako aj importu krajín OECD už v treťom štvrtroku 2008, ktorý pokračoval vo väčšej

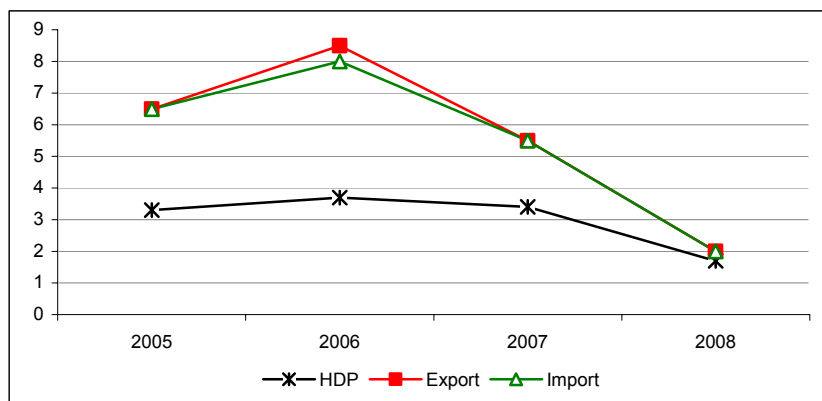
intenzite aj vo štvrtom štvrtroku. Export tovarov týchto krajín klesol v treťom štvrtroku na -2% v porovnaní s predchádzajúcim štvrtkom a vo štvrtom štvrtroku sa prepadol až na $-20,5\%$. Podobný vývoj mal ich import, ktorý klesol v treťom štvrtroku na -3% a pokračoval v prudkom páde na $-20,2\%$ vo štvrtom štvrtroku.

Keďže krajiny OECD sa podieľajú na celkovom svetovom obchode okolo 66% (podľa údajov z roka 2007), možno jednoznačne konštatovať, že pokles svetového obchodu sa začal už v treťom štvrtroku 2008 a prehĺbil sa vo štvrtom štvrtroku.

Dá sa povedať, že celkový svetový obchod v roku 2008 kopíroval vývoj celkového svetového outputu. Pokles domáceho dopytu v rozvinutých krajinách sa prejavil aj v znížení importu týchto krajín, čo ovplyvnilo aj celkový svetový obchod.

Graf 2.2

Vývoj celkového svetového outputu a svetového obchodu v posledných rokoch (v %)



Prameň: Vlastné spracovanie na základe online údajov WTO (2009).

Z grafu 2.2 je evidentné, že dynamika rastu svetového obchodu z hľadiska objemu v roku 2008 sa priblížila k dynamike rastu svetového outputu (rozdiel bol $0,3\%$). Naopak, v predchádzajúcom roku bol rozdiel v dynamike rastu obidvoch ukazovateľov markantnejší (pozri graf 2.2). Vývoj obchodu v regiónoch mimo svetovej triády bol v porovnaní s ich celkovým outputom

diferencovaný. Južná a Stredná Amerika zaznamenali v roku 2008 rast v exporte 1,5 %, čo je o 3,8 p. b. viac ako rast ich celkového outputu, pričom import zaznamenal 15,5 % rast. Pokiaľ ide o región Stredného východu, ten vďaka enormne vysokým cenám ropy v prvej polovici roka 2008 zaznamenal len 3 % rast objemu exportu v porovnaní s 5,7 % rastom outputu. Najrýchlejší rast v exporte zaznamenali krajiny Spoločenstva nezávislých štátov (SNŠ), ktoré dosiahli spoločne 6 % rast, čo je o 0,5 p. b. viac ako rast ich outputu. Táto skupina krajín dosiahla druhý najrýchlejší rast v importe, keď dosiahla 15 % v porovnaní s 20 % v predchádzajúcom roku.

Tabuľka 2.1

Hrubý domáci produkt a obchod s tovarmi podľa regiónov v % (2006 – 2008)

	HDP			Export			Import		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Svet	3,7	3,4	1,7	8,5	5,5	2,0	8,0	5,5	2,0
Severná Amerika	3,0	2,3	1,1	8,5	5,5	1,5	6,0	2,5	-2,5
Spojené štáty americké	2,9	2,2	1,1	10,5	7,0	5,5	5,5	1,0	-4,0
Južná a Stredná Amerika ¹	6,0	6,3	5,3	4,0	5,0	1,5	15,0	20,0	15,5
Európa	2,9	2,8	1,0	7,5	3,5	0,5	7,5	3,5	-1,0
EÚ 27	3,0	2,7	1,0	7,5	3,0	0,0	7,0	3,0	-1,0
Spoločenstvo nezávislých štátov	7,5	8,4	5,5	6,0	6,0	6,0	21,5	18,0	15,0
Afrika	5,7	5,8	5,0	1,5	4,5	3,0	10,0	14,0	13,0
Stredný východ	5,2	5,5	5,7	3,0	4,0	3,0	5,5	14,0	10,0
Ázia	4,6	4,9	2,0	13,0	11,5	4,5	8,5	8,5	4,0
Čína	11,6	11,9	9,0	22,0	19,5	8,5	16,5	13,5	4,0
Japonsko	2,0	2,4	-0,7	10,0	9,0	2,5	2,5	1,0	-1,0
India	9,8	9,3	7,9	11,0	10,5	7,0	9,5	13,0	12,5
Novoindustrializované krajiny (4) ²	5,6	5,6	1,7	12,5	8,5	3,5	8,5	7,0	3,5

¹ Zahŕňa Karibik.

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

Prameň: WTO (2009).

Pokiaľ ide o región Afriky, ten v roku 2008 tiež zaznamenal spomalenie rastu tak v exporte, ako aj v importe. Tento región v roku 2008 totiž dosiahol pri 1 % raste outputu 0,60 % rast exportu v porovnaní s vyše 0,77 % rastom v predchádzajúcom roku. Na druhej strane, pri 1 % raste outputu zaznamenal 2,6 % rast importu v porovnaní s 2,4 % rastom v predchádzajúcom roku.

Posledne uvedené sledované regióny vďaka ich prevažnej špecializácii na export surovín profitovali z vysokých cien komodít na svetových trhoch, čo prispelo k nárastu hodnoty ich celkového exportu, ako aj celkového importu.

Ázijský región, ktorého ekonomiky sú orientované prevažne exportne, zaznamenal v roku 2008 prudké spomalenie v tempe rastu exportu z hľadiska objemu, ako aj z hľadiska hodnotového, keď dosiahol 4,5 % rast v porovnaní s 11,5 % rastom v predchádzajúcom roku, čo je vyše 2,5-násobný pokles. Podobný vývoj bol aj v importe, kde došlo k 2-násobnému poklesu v raste importu v porovnaní s rokom 2007. Jediná krajina z veľkých ekonomík v regióne, ktorá zaznamenala negatívny rast importu, bolo Japonsko. Tento negatívny rast možno pripísať klesajúcemu dopytu po surovinách a spotrebnom materiáli v dôsledku poklesu domáceho dopytu.

Dosah finančnej a hospodárskej krízy na zahraničný obchod Číny

Prípadová štúdia

Čína sa stala exportne orientovanou krajinou; jej celkový export je na úrovni 40 % HDP. Je to signifikantný podiel, najmä pre takú gigantickú krajinu s gigantickým spotrebiteľským trhom. Tento podiel je takmer dvojnásobkom podielu približne rovnako veľkej ekonomiky s obrovským spotrebiteľským trhom, akou je India, ktorej celkový export tvorí okolo 25 % HDP, a viac ako štvornásobkom podielu rozvinutej ekonomiky USA, ktorej celkový export tvorí len okolo 9 % HDP.

Politika otvorenia sa svetu, ktorá v posledných dekádach bola hlavnou ekonomickou agendou Čínskej ľudovej republiky, stála do veľkej miery za ekonomickým boomom v tejto krajine. Pravda, výhodou tejto krajiny je to, že nie je exportne orientovaná na úzko špecializovaný profil výrobkov. Avšak dynamika rastu jej ekonomiky je do veľkej miery závislá od zahraničného dopytu, čo ohrozuje udržateľnosť ekonomického rozvoja a následne ambíciu Číny stať sa najväčšou ekonomikou sveta v najbližších dvoch či troch dekádach.

Práve terajšia finančná a hospodárska kríza ukázala zraniteľnosť čínskeho ekonomického rastu, keď v dôsledku prudkého poklesu dopytu v západných krajinách, najmä USA a EÚ, ako najväčších obchodných partnerov Číny, došlo k poklesu celkového exportu, ako aj HDP krajiny, najmä od posledného štvrt'roka 2008.

Celková hodnota zahraničného obchodu Číny v roku 2007 dosiahla 2 174 mld USD, čo je nárast o 23,5 % oproti predchádzajúcemu roku. Hodnota exportu

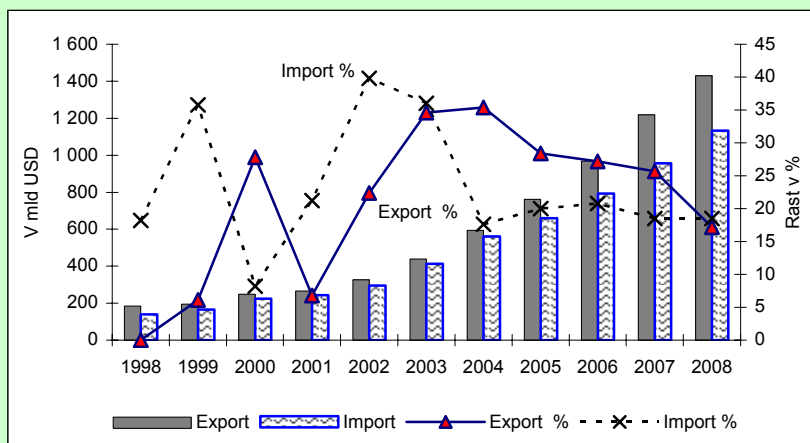
z toho predstavovala 1 218 mld USD, čo je nárast o 25,7 % a hodnota importu dosiahla 956 mld USD s nárastom o 20,8 %. Čína dosiahla obchodný prebytok 262 mld USD, ktorý vzrástol o 84 mld USD oproti predchádzajúcemu roku (National Bureau of Statistics of China, 2008).

Keď porovnáme údaje zahraničného obchodu Číny za rok 2008 s údajmi predchádzajúceho roka uvedenými v grafe 2.3, môžeme pozorovať nižší rast tak exportu, ako aj importu, a teda aj celkového objemu zahraničného obchodu oproti roku 2007. Čínsky export zaznamenal v roku 2008 najnižší rast od roka 2001, avšak rast importu bol približne na úrovni roka 2004.

Na čínskom exporte aj importe sa v roku 2008 najviac podieľali podniky financované zo zahraničia. Hodnota exportu týchto podnikov dosiahla 3-násobok hodnoty exportu štátnych podnikov, v importe išlo o 1,75-násobok (National Bureau of Statistics of China, 2009a).

Graf 2.3

Zahrančný obchod Číny v období 1998 – 2008 (v mld USD)



Poznámka: Krivky – pravá os a stĺpce – ľavá os.

Prameň: Vlastné výpočty na základe údajov China's Customs Statistics (2008); National Bureau of Statistics of China (2009b).

Na základe údajov z grafu 2.3 možno ďalej poznamenať, že tak export, ako aj import Číny od roka 1998 až po rok 2008 mali rastúcu tendenciu, avšak s prebytkom obchodnej bilancie. Čínsky export dosiahol v roku 2004 najvyšší rast za celú sledovanú dekádu, následkom čoho Čína predstihla Japonsko ako

tretieho najväčšieho exportéra na svete za Nemeckom a USA. Príčiny tohto fenomenálneho rastu exportu možno hľadať v sofistikácii exportu, diverzifikácii produktového mixu a v nových druhoch exportovaných produktov (Amiti – Freund, 2007).

Výskumy dokázali aj silnú koreláciu medzi počtom exportovaných produktov a úrovňou príjmu. Rast príjmu vedie k vývoju nových druhov produktov a počet tovarov produkovaných v ekonomike rastie s veľkosťou ekonomiky. Rozširovanie nových druhov produktov je užitočné pre exportérov, pretože kompenzuje tlaky na pokles exportných cien z rastúcej svetovej zásoby tovarov.

Slabnutí zahraničný a domáci dopyt v čase finančnej krízy sa odrazil vo výkonnosti zahraničného obchodu Číny. Export a import poklesli v novembri aj v decembri 2008. Export klesol v decembri 2008 o 2,8 % oproti predošlému roku na 111,16 mld USD, zatiaľ čo import klesol o 21,3 % na 72,18 mld USD. V novembri 2008 poklesol export o 2,2 %. Išlo o prvý mesačný pokles od júna 2001. Oslabenie exportu prinútilo výrobné podniky k redukcii importu materiálov (Xinhuanet, 2009).

V roku 2009 bude mať na objem exportu Číny negatívny vplyv pokles dopytu na svetových trhoch a celkový pokles globálneho obchodovania. Na vývozcov má značný vplyv aj posilňovanie čínskeho jüanu voči doláru. Import by mal v tomto roku rásť, keďže vláda sa rozhodla zvýšiť výdavky na infraštruktúru, čo podporí import surovín a strojov, ktorý môže viesť k poklesu prebytku obchodnej bilancie Číny v roku 2009.

Dôsledkom nízkeho dopytu import do Číny v januári 2009 klesol o 43,1 % v porovnaní s predchádzajúcim rokom. Čínsky obchodný prebytok vo výške 39,1 mld USD patrí k najvyšším vďaka tomu, že pokles exportu o 17,5 % bol zanedbateľný oproti poklesu importu (The Economist, 2009).

Pokles importu bol odrazom nedostatočného dopytu a nízkej spotreby v Číne, čo znamená, že efekt vládných opatrení na podporu dopytu a spotreby v tomto období sa ešte nedostavil.

Teritoriálna štruktúra zahraničného obchodu

Európska únia zostala v roku 2008 najväčším obchodným partnerom Číny s bilaterálnym obchodom vo výške 425,6 mld USD, ktorý vzrástol o 19,5 % oproti roku 2007. Obchod medzi Čínou a USA, jej druhým najväčším obchodným partnerom, vzrástol o 10,5 % na 333,7 mld USD. Japonsko zostalo tretím najväčším

obchodným partnerom Číny s objemom bilaterálneho obchodu 266,8 mld USD. Ten vzrástol o 13 % (Xinhuanet, 2009).

Ak porovnáme percentuálny rast obchodu v roku 2008 oproti roku 2007 a v roku 2007 oproti roku 2006 (tab. 2.2), môžeme si všimnúť pokles rastu obchodu s Európskou úniou a USA.

Pri porovnaní teritoriálnej štruktúry zahraničného obchodu Číny v rokoch 2007 a 2008 podľa krajín a regiónov Čína v oboch rokoch najviac exportovala do Európskej únie a najviac importovala z Japonska. Partneri, s ktorými Čína zaznamenala obchodný prebytok a deficit, sa v oboch porovnávaných rokoch taktiež zhodujú. Najvyšší obchodný prebytok dosiahla Čína v roku 2008, a to s Hongkongom v hodnote 177,8 mld USD (171,6 mld USD v roku 2007) a s USA vo výške 170,9 mld USD (163,3 mld USD v roku 2007). Najvyšší obchodný deficit bol zaznamenaný v roku 2008 s Taiwanom vo výške 77,4 mld USD (77,5 mld USD v roku 2007) a s Južnou Kóreou vo výške 38,2 mld USD (47,7 mld USD v roku 2007). Tieto údaje potvrdzuje tabuľka 2.2.

Tabuľka 2.2

Zahranický obchod Číny podľa krajín a regiónov v roku 2007 a 2008 (v mld USD)

Krajina/región	Export		% zmena		Import		% zmena		Saldo	
	2007	2008	oproti roku 2006	oproti roku 2007	2007	2008	oproti roku 2006	oproti roku 2007	2007	2008
Európska únia	245,2	292,9	29,2	19,5	111,0	132,7	22,4	19,6	134,2	160,2
USA	232,7	252,3	14,4	8,4	69,4	81,4	17,2	17,4	163,3	170,9
Hongkong, Čína	184,4	190,7	18,8	3,4	12,8	12,9	18,9	0,9	171,6	177,8
Japonsko	102,1	116,1	11,4	13,8	134,0	150,7	15,8	12,5	-31,9	-34,6
ASEAN	94,2	114,1	32,1	20,7	108,4	117,0	21,0	7,9	-14,2	-2,9
Južná Kórea	56,1	74,0	26,1	31,0	103,8	112,2	15,6	8,1	-47,7	-38,2
Rusko	28,5	33,0	79,9	15,9	19,7	23,8	12,1	21,0	8,8	9,2
India	24,0	31,5	64,7	31,2	14,6	20,3	42,4	38,7	9,4	11,2
Taiwan, Čína	23,5	25,9	13,1	10,3	101,0	103,3	16,0	2,3	-77,5	-77,4

Prameň: Vlastné výpočty na základe údajov National Bureau of Statistics of China (2008; 2009a).

Ak teda porovnáme obchod Číny s jej najvýznamnejšími obchodnými partnermi v rokoch 2007 a 2008, v tomto období vzrástol obchodný prebytok s Hongkongom aj s USA a klesol obchodný deficit s Taiwanom a Južnou Kóreou. To ukazuje pozitívny vývoj zahraničného obchodu Číny s krajinami, s ktorými má najvyšší obchodný prebytok aj deficit.

Ak sa na teritoriálnu štruktúru zahraničného obchodu Číny pozeráme odhliadnuc od regiónov, Čína exportuje najviac do USA, Hongkongu, Japonska, Južnej Kórey a Nemecka. Najvyšší rast exportu z desiatich najvýznamnejších exportných trhov sa zaznamenal do Ruska, nasledovali India a Holandsko. Hodnota exportu do týchto krajín je však zanedbateľná oproti hodnote exportu na tri najväčšie exportné trhy. Na prvých pozíciách v dovoze sa umiestnili ázijské krajiny Japonsko, Južná Kórea a Taiwan, nasledovali USA a Nemecko. Import vzrástol najviac z Austrálie, Filipín a Thajska (pri porovnaní 10 destinácií s najvyššou hodnotou importu).

Tabuľka 2.3

Export a import podľa destinácií za rok 2007 (v mld USD)

Poradie	Exportná krajina/región	Hodnota	% zmena *	Importná krajina/región	Hodnota	% zmena *
1.	USA	232,7	14,4	Japonsko	134,0	15,8
2.	Hongkong	184,4	18,8	Južná Kórea	103,8	15,6
3.	Japonsko	102,1	11,4	Taiwan	101,0	16,0
4.	Južná Kórea	56,1	26,1	USA	69,4	17,2
5.	Nemecko	48,7	20,8	Nemecko	45,4	19,8
6.	Holandsko	41,4	34,2	Malajzia	28,7	21,8
7.	Anglicko	31,7	31,0	Austrália	25,9	33,8
8.	Singapur	29,6	27,8	Filipíny	23,1	30,8
9.	Rusko	28,5	79,9	Thajsko	22,7	26,2
10.	India	24,0	64,7	Rusko	19,7	12,1

* Percentuálna zmena oproti roku 2006.

Prameň: China's Customs Statistics (2008).

Komoditná štruktúra zahraničného obchodu

Pri komparácii komoditnej štruktúry zahraničného obchodu Číny za roky 2007 a 2008 zistíme, že kým v roku 2007 komoditná štruktúra exportu a importu bola relatívne podobná (pozri tab. 2.4 a 2.5), v roku 2008 bola odlišná, najmä čo sa týka prvých desiatich najobchodovanejších tovarových skupín.

V roku 2007 sa na prvých dvoch miestach, tak v exporte, ako aj v importe, umiestnili elektrické stroje a zariadenia a zariadenia na výrobu energie. Okrem toho sa v exporte aj v importe na prvých desiatich miestach umiestnili železo a oceľ, optické a zdravotnícke zariadenia, vozidlá okrem železničných, organické a anorganické chemikálie a plastické látky a výrobky z nich.

V roku 2007 najviac vzrástol import rudy, škváry a popola (68 %), nasledovala meď a výrobky z nej (58,1 %). V exporte zaznamenalo najvyšší rast železo a oceľ (47,5 %) a vozidlá okrem železničných (42,2 %).

Tabuľka 2.4

Desať najobchodovanejších tovarových skupín exportu a importu Číny v roku 2007 (v mld USD)

Export	Hodnota	% zmena *	Import	Hodnota	% zmena *
Elektrické stroje a zariadenia	300,3	32,0	Elektrické stroje a zariadenia	256,8	17,3
Zariadenia na výrobu energie	228,6	22,5	Zariadenia na výrobu energie	124,2	13,8
Odevy	108,7	22,6	Minerálne palivá a oleje	104,9	17,7
Železo a oceľ	76,6	47,5	Optické a zdravotnícke zariadenia	69,5	18,1
Optické a zdravotnícke zariadenia	37,1	13,7	Rudy, škvára a popol	54,0	68,0
Nábytok	35,9	28,6	Plastické látky a výrobky z nich	45,3	19,8
Vozidlá okrem železničných	31,8	42,2	Organické a anorganické chemikálie	44,8	24,0
Organické a anorganické chemikálie	30,3	30,7	Železo a oceľ	31,1	15,1
Hračky a hry	27,1	19,7	Meď a výrobky z nej	27,2	58,1
Plastické látky a výrobky z nich	26,4	18,8	Vozidlá okrem železničných	22,1	29,8

* Percentuálna zmena oproti roku 2006.

Prameň: China's Customs Statistics (2008).

Podľa údajov v tabuľke 2.5 najobchodovanejšími komoditami v roku 2008 z hľadiska exportu Číny boli – okrem komodít z tradičného priemyslu orientovaného na odevy, textil, obuv a nábytok – dominantné elektrotechnický priemysel a elektronika. Pozitívny vplyv na tento vývoj mal práve prílev zahraničných firiem, ktoré do Číny priniesli *know-how* v tejto oblasti. To naštartovalo produkčný boom televízorov, počítačov, mobilných telefónov a iných produktov, ktoré zahraničné firmy produkujú v Číne a následne exportujú do zahraničia. Pri podrobnejšom pohľade na štruktúru exportovaných komodít sa na prvom mieste umiestnili prístroje na automatické spracovanie údajov, nasledovali odevy a textilné vlákna a textilné výrobky. Najvyšší rast exportu oproti roku 2007 sa dosiahol v sektore valcovanej ocele (43,8 %).

Tabuľka 2.5

Desať najobchodovanejších tovarových skupín exportu a importu Číny v roku 2008 (v mld USD)

Export	Hodnota	% zmena *	Import	Hodnota	% zmena *
Pristroje na automatické spracovanie údajov a súčiastky	135,0	9,1	Ropa	129,3	62,0
Odevy spolu s doplnkami	119,8	4,1	Železná ruda	60,5	79,1
Textilné vlákna a textilné výrobky	65,4	16,6	Umelá hmota v primárnej forme	34,1	5,3
Valcovaná oceľ	63,4	43,8	Rafinované ropné produkty	30,0	82,7
Mobilné telefóny a telefóny do auta	38,5	8,2	Valcovaná oceľ	23,4	14,0
Obuv	29,7	17,2	Sójové zrná	21,8	90,1
Nábytok	26,9	21,5	Meď a zliatiny medi	19,2	-2,3
Integrované obvody	24,3	3,3	Jedlý rastlinný olej	9,0	44,0
LCD panely	22,4	13,9	Papierovina	6,7	20,9
Kontajnery	9,1	3,6	Prírodný kaučuk	4,3	32,0

* Percentuálna zmena oproti roku 2007.

Prameň: National Bureau of Statistics of China (2009a).

Pri pohľade na štruktúru importovaných komodít v roku 2008 vidíme, že bola odrazom vysokého dopytu Číny po surovinách. Dominujú v nej ropa, železná ruda a umelé hmoty, ktoré Čína nevyhnutne potrebuje na zachovanie svojej produkčnej kapacity a na priemyselnú expanziu. Najvýznamnejší rast sa však zaznamenal v importe sójových zŕn (90,1 %). Import tejto komodity výrazne rástol už aj v predošlých rokoch, čo potvrdzuje rastúcu závislosť Číny od importu potravín.

Záver

Zahraničný obchod významne prispieva k ekonomickému rastu Číny prostredníctvom transferu *high-tech* technológie. Tento fakt však charakterizoval čínsku ekonomiku v počiatočných štádiách reforiem, keď Čína mala nedostatok domáceho technologického *know-how* a musela sa spoliehať na import pomocných produktov a kapitálových tovarov pre vlastnú produkciu a na export. Domáca kapacita čínskych exportov vzrástla a produkty sa stali sofistikovanejšie. Konvenčný pohľad na Čínu v medzinárodnom obchode ako na montážnu dielňu v súčasnosti už teda nie je správny. Domáce investície do kapitálových tovarov, prílev priamych zahraničných investícií (PZI) a technologické zlepšenia zmenili štruktúru obchodovaných produktov. Import súčastí a komponentov má priamo úmerný vzťah s exportom finálnej produkcie toho istého priemyslu, čo je však

charakteristické len pre prvú polovicu poslednej dekády. V poslednom období sa importované inputy vo väčšej miere používajú na pokrytie domácich produkčných potrieb (Cui, 2007).

Čína v posledných rokoch veľmi intenzívne rozširuje svoj ekonomický a politický vplyv nielen v Ázii, ale aj v Afrike a Latinskej Amerike. Snaží sa zabezpečiť jednak suroviny potrebné na expandujúcu produkciu, jednak diverzifikovať exportné trhy. Tie sú v súčasnej hospodárskej recesii a v čase nízkeho dopytu v západných krajinách čiastočným, resp. alternatívnym riešením pre nadbytočnú čínsku produkciu. Diverzifikáciou dodávateľov ropy sa snaží riešiť svoju energetickú bilanciu, čím dochádza k poklesu teritoriálnych a ekonomických rizík. Čína v Afrike a Latinskej Amerike a na Strednom východe uzatvára kompenzačné obchody, čo je pre ňu veľmi výhodné, pretože na jednej strane získava prístup k rope ako strategickej surovine za dobré ceny a na druhej strane získava v Afrike ekonomický vplyv uzatvorením dlhodobých kontraktov.

Vývoj svetového nominálneho obchodu podľa regiónov

Svetový obchod s tovarmi

Vývoj svetového obchodu s tovarmi v bežných cenách zaznamenal v roku 2008 celkovo vysoký rast dosahujúci 15 %, čo je len o 1 p. b. menej ako v predchádzajúcom roku. V nominálnej hodnote amerického dolára svetový obchod s tovarmi dosiahol v roku 2008 hodnotu 15 775 mld USD, čo je o 2 205 mld USD viac ako v predchádzajúcom roku.

Región Severnej Ameriky (NAFTA) dosiahol v roku 2008 spomedzi sledovaných regiónov najnižší rast tak exportu, ako aj importu, pričom z hľadiska celkovej hodnoty bol tretím najväčším regiónom dosahujúcim v exporte hodnotu 2 bil. USD a v importe 2,9 bil. USD (pozri tab. 2.6).

Európska únia, ako najväčší región tak z hľadiska hodnoty exportu, ako aj importu, zaznamenala druhý najnižší rast v exporte 11 % a v importe 12 % spomedzi sledovaných regiónov. Niet pochyb, že vplyv finančnej a hospodárskej krízy v týchto dvoch spomínaných regiónoch bol markantnejší ako v ostatných regiónoch, najmä v treťom štvrtroku 2008. Dokonca v USA sa začala recesia prejavovať už v decembri 2007 (podľa National Bureau of Economic Research), a to v slabom zahraničnoobchodnom výkone.

Tabuľka 2.6

Svetový obchod s tovarmi podľa regiónov a vybraných krajín v rokoch 2000 – 2008 (v mld USD a v %)

	Export					Import				
	hod- nota	ročná zmena v %				hod- nota	ročná zmena v %			
	2008	2000 – 2008	2006	2007	2008	2008	2000 – 2008	2006	2007	2008
<i>Svet</i>	15 775	12	16	16	15	16 120	12	15	15	15
<i>Severná Amerika</i>	2 049	7	13	11	10	2 909	7	11	6	7
USA	1 301	7	15	12	12	2 166	7	11	5	7
Kanada	456	6	8	8	8	418	7	11	9	7
Mexiko	292	7	17	9	7	323	7	15	10	9
<i>Južná a Stredná Amerika</i> ¹	602	15	21	14	21	595	14	22	25	30
Brazília	198	17	16	17	23	183	15	23	32	44
Ostatná Južná a Stredná Amerika	404	14	23	13	20	413	14	21	23	24
<i>Európa</i>	6 456	12	13	16	12	6 833	12	15	16	12
EÚ 27	5 913	12	13	16	11	6 268	12	14	16	12
Nemecko	1 465	13	14	19	11	1 206	12	17	16	14
Francúzsko	609	8	7	11	10	708	10	7	14	14
Holandsko	634	13	14	19	15	574	13	15	18	16
Taliansko	540	11	12	18	10	556	11	15	14	10
Veľká Británia	458	6	16	-2	4	632	8	17	4	1
SNŠ	703	22	25	20	35	493	25	30	35	31
Rusko	472	21	25	17	33	292	26	31	36	31
<i>Afrika</i>	561	18	19	18	29	466	17	16	24	27
Južná Afrika	81	13	13	20	16	99	16	26	12	12
Afrika bez Južnej Afriky	481	19	20	17	32	367	18	13	28	31
Exportéri ropy ²	347	21	21	18	36	137	21	9	31	37
Ostatní	133	15	18	15	22	229	16	15	27	28
<i>Stredný východ</i>	1 047	19	22	16	36	575	17	12	25	23
<i>Ázia</i>	4 355	13	17	16	15	4 247	14	16	15	20
Čína	1 428	24	27	26	17	1 133	22	20	21	19
Japonsko	782	6	9	10	10	762	9	12	7	22
India	179	20	21	22	22	292	24	21	25	35
Novoindustrializované krajiny (4) ³	1 033	10	15	11	10	1 093	10	16	11	17
Rozvojové krajiny	6 025	15	20	17	20	5 494	15	17	18	21
MERCOSUR	279	16	16	18	25	259	14	24	31	41
ASEAN	990	11	17	12	15	936	12	14	13	21
EÚ 27 extraregionálny obchod	1 928	12	11	17	13	2 283	12	16	16	16
Menej rozvinuté krajiny (LDCs)	176	22	25	24	36	157	17	15	24	27

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 (2009).

Ázijský región, ktorý je z hľadiska hodnoty druhý najväčší po EÚ, tak v exporte, ako aj v importe, v roku 2008 zaznamenal 15 % rast exportu, ktorý je rovnaký ako celosvetový priemer, a 20 % rast importu. Najväčší prepád v raste exportu v rámci tohto regiónu zaznamenala Čína, a to z 26 % v roku 2007 na 17 % v roku 2008. Možno to pripísať neustálej apreciácii RMB voči USD, ale aj poklesu dopytu po čínskych výrobkoch zo strany hlavných obchodných partnerov, najmä v USA a EÚ. Najväčší rast exportu zaznamenal región Stredného východu, ktorý dosiahol 36 %, čo je 2,25-násobný nárast v porovnaní s predchádzajúcim rokom. Nasledoval ho región SNŠ s 35 % rastom exportu a 31 % rastom importu. Týmto sa tento región podpísal pod najväčší rast importu spomedzi sledovaných regiónov.

Africký región tiež zaznamenal signifikantný rast exportu, keď dosiahol 29 %. Tento región, ako aj dva predchádzajúce sledované regióny profitovali v roku 2008 z vysokých cien ropy, dôsledkom čoho bol nárast ich celkového exportu, čo im na druhej strane umožnilo zvýšenie importu.

Svetový obchod s komerčnými službami

Svetový obchod s komerčnými službami zaznamenal v roku 2008 väčší pokles rastu v porovnaní so svetovým obchodom s tovarmi. Kým rast svetového obchodu s tovarmi sa medziročne znížil o 1 p. b., rast svetového obchodu s komerčnými službami o 8 p. b. Najväčší podiel na tomto slabšom raste v porovnaní s predchádzajúcim rokom má kategória „ostatné komerčné služby“, ktorá v roku 2008 zaznamenala 10 % rast v porovnaní s 22 % rastom v predchádzajúcom roku (pozri tab. 2.7). Dosah globálnej finančnej krízy bol v tejto kategórii evidentný vzhľadom na to, že uvedená kategória zahŕňa aj finančné služby, a to najmä pri exportnej výkonnosti kľúčových exportérov komerčných služieb.

Tabuľka 2.7

Svetový export komerčných služieb podľa kategórií (2000 – 2008)

	Hodnota v mld USD	Ročná percentuálna zmena			
	2008	2000 – 2008	2006	2007	2008
<i>Komerčné služby</i>	3 730	12	13	19	11
Transport	875	12	10	20	15
Cestovanie	945	9	10	15	10
Ostatné komerčné služby	1 910	14	16	22	10

Prameň: WTO (2009).

Negatívny dosah finančnej krízy na celkový export komerčných služieb bol veľmi evidentný pri sledovaní štvrtročných dát obchodných tokov regiónu Severnej Ameriky. Tento región ako najväčší exportér a importér komerčných služieb na svete dosiahol počas prvých deviatich mesiacov roka 2008 vysoký rast (13 % v exporte a 10 % v importe). Následne zaznamenal v poslednom štvrtroku prudký pokles až -2 % v exporte a -3 % v importe (WTO, 2009).

Tabuľka 2.8

Svetový export komerčných služieb v období 2000 – 2008 podľa regiónov (v mld USD, v %)

	Export					Import				
	hodnota	ročná zmena v %				hodnota	ročná zmena v %			
	2008	2000	2006	2007	2008	2008	2000	2006	2007	2008
<i>Svet</i>	3 730	12	13	19	11	3 470	12	12	18	11
<i>Severná Amerika</i>	603	8	12	14	9	473	7	12	9	6
<i>USA</i>	522	8	13	16	10	364	7	12	9	7
<i>Južná a Stredná Amerika¹</i>	109	11	14	18	16	117	10	14	21	20
<i>Brazília</i>	29	16	21	26	27	44	14	21	28	28
<i>Európa</i>	1 919	13	12	21	11	1 628	12	10	19	10
<i>EÚ 27</i>	1 738	13	12	21	10	1 516	12	10	19	10
<i>Nemecko</i>	235	15	16	16	11	285	10	8	15	11
<i>Spojené kráľovstvo</i>	283	12	13	20	2	199	9	8	16	1
<i>Francúzsko</i>	153	9	3	15	6	137	11	8	15	6
<i>Ľaliano</i>	123	10	11	13	12	132	12	11	21	12
<i>Španielsko</i>	143	13	13	21	11	108	16	17	26	10
<i>SNŠ</i>	83	22	23	27	26	114	22	17	30	25
<i>Rusko</i>	50	23	25	27	29	75	21	16	32	29
<i>Afrika</i>	88	14	13	22	13	121	16	16	31	15
<i>Egypt</i>	25	12	10	24	26	16	11	8	27	25
<i>Južná Afrika</i>	13	13	7	13	-	17	15	18	16	-
<i>Stredný východ</i>	94	14	18	13	17	158	16	21	29	13
<i>Izrael</i>	24	6	10	10	13	20	7	8	20	11
<i>Ázia</i>	837	13	16	20	12	858	11	14	18	12
<i>Japonsko</i>	144	10	13	10	13	166	6	9	11	11
<i>Čína</i>	137	-	24	33	-	152	-	21	29	-
<i>India</i>	106	-	35	22	-	91	-	33	23	-
<i>Štyri východoázijské krajiny²</i>	271	11	14	17	10	247	10	12	15	7

¹ Zahŕňa Karibik.

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

Prameň: WTO (2009).

Druhý najväčší exportér komerčných služieb, zasiahnutý krízou, bola EÚ. Tento región zaznamenal v prvých deviatich mesiacoch roka 2008 až 19 % rast, no následne začal prudko klesať. Tento pokles možno čiastočne pripísať posilneniu eura voči doláru a iným menám.

Keď sa pozrieme na vývoj obchodu s komerčnými službami v ostatných regiónoch v roku 2008, zistíme, že takmer všetky regióny zaznamenali vysoký rast tak exportu, ako aj importu.

Najvyšší rast exportu aj importu dosiahol región Spoločenstva nezávislých štátov s 26 % a 25 % v danom poradí. Najnižší rast spomedzi regiónov rozvojového sveta zaznamenal ázijský región, a to exportu aj importu s rovnakou hodnotou 12 %.

Na záver treba zdôrazniť, že napriek tomu, že finančná kríza vypukla v USA, ich pozícia najväčšieho exportéra a importéra nebola v roku 2008 ohrozená.

Takisto pozície Spojeného kráľovstva, ako druhého najväčšieho exportéra, a Nemecka, ako druhého najväčšieho importéra komerčných služieb, neboli ohrozené.

Vplyv finančnej a hospodárskej krízy na vývoj cien komodít

Po cenovom boome v posledných troch rokoch ceny komodít zaznamenali v poslednom štvrťroku 2008 a v prvom štvrťroku 2009 dramatický pád. Cenový index komodít Medzinárodného menového fondu už v decembri 2008 zaznamenal pokles o 55 % oproti júlu toho istého roka, čo je bezprecedentná úroveň pre viaceré komodity v takom krátkom čase (pozri IMF, apríl 2009).

Ceny niektorých komodít začali klesať už začiatkom druhého štvrťroku 2008, najmä po uverejnení vyhládok západných ekonomík, keď sa predpokladalo zníženie ekonomických aktivít.

Na druhej strane, prvý pokles cien komodít sa dostavil súčasne s vyhlídkami rozvojových a novotrhových ekonomík, ktoré predpokladali odolnosť svojich ekonomík voči finančným a ekonomickým turbulenciám v západných krajinách.

Tabuľka 2.9

Komparácia cenovej volatility komodít (týždenne v %)

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

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

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

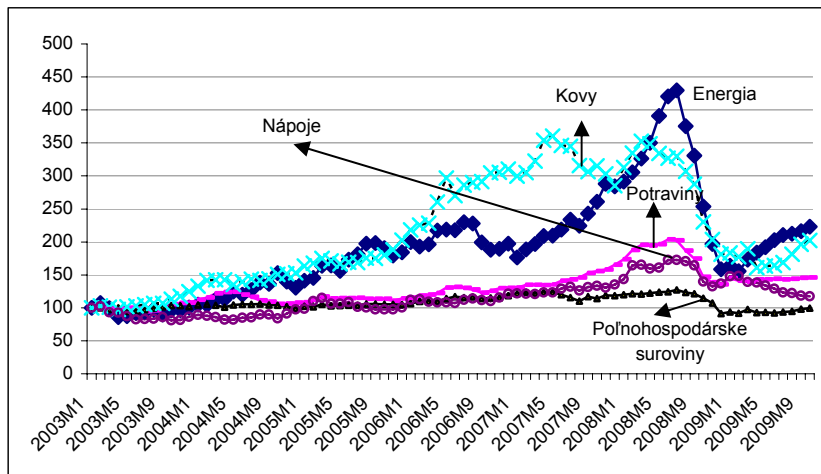
³ WTI – West Texas Intermediate.

Prameň: IMF (Apríl 2009).

Ako je vidieť v tabuľke 2.9, pokles cien jednotlivých komodít bol v roku 2008 diferencovaný. Najväčší pokles počas šiestich mesiacov roka 2008 zaznamenali ropa a obilie okolo 77 % a 68 % v danom poradí. Najmenší pokles, vyše 25 %, zaznamenalo zlato. Keď porovnáme pokles počas prvých šiestich mesiacov roka 2008 s najväčším poklesom v období 1970 – 2007, zistíme, že pokles cien komodít v roku 2008 bol jednoznačne väčší, s výnimkou jednej komodity (zlato) spomedzi ôsmich sledovaných komodít.

Ešte v roku 2008 sa predpokladalo, že cenový boom komodít pretrvá dlhšie ako predchádzajúce cenové boomy, čo potvrdilo aj jeho trvanie v počte mesiacov, resp. rokov. Nebyť finančnej a následne hospodárskej krízy cenový cyklus by bol ešte v štádiu rozmachu, najmä pri niektorých komoditách. Keďže ceny komodít nie sú ovplyvňované priamo len trhovými fundamentmi, ale inými faktormi, akými sú napríklad prudko rastúca populácia, rast životnej úrovne obyvateľstva, špekulácie na komoditných burzách atď. Preto sa očakáva, že v prípade rýchleho ekonomického oživenia by sa ceny komodít znovu dostali do rastúceho trendu takým prudkým tempom, ako keď klesali.

Graf 2.4

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

Prameň: Vlastné výpočty na základe údajov IMF (April 2009).

Vývoj cien ropy a trh s ropou

Ako sme už uviedli, ceny ropy v druhej polovici roka 2008 zaznamenali najväčší prepád spomedzi sledovaných kľúčových komodít (pozri tab. 2.9). Kým cena barelu ropy dosiahla v júli 2008 historicky najvyššiu nominálnu aj reálnu cenu okolo 147 USD, koncom decembra toho istého roka bola len 38 USD. Tento cenový kolaps bol zapríčinený hlavne dvomi faktormi:

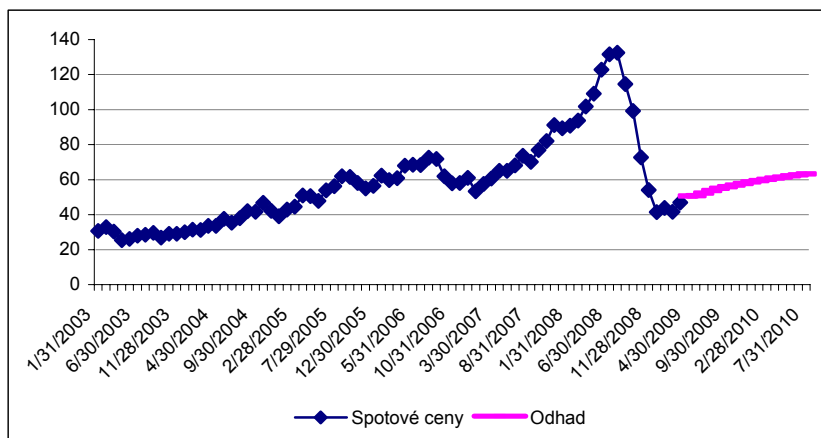
1. Nízky globálny dopyt po rope, ktorý sa prevratne prejavil v treťom štvrtroku 2008. Napriek rastu globálnej spotreby, ropa, ktorej produkcia rástla v prvom polroku okolo 0,8 miliónov barelov za deň (mb/d), v treťom štvrtroku klesla o 2,2 mb/d v porovnaní s rovnakým obdobím predchádzajúceho roka. Celkovo globálny dopyt po rope klesol v roku 2008 o 0,4 mb/d, čo je prvý pokles od začiatku 80. rokov. Pokles globálneho dopytu po rope bol jednoznačne atribúovaný poklesom dopytu v rozvinutých krajinách, najmä v USA (1,2 mb/d) a Japonsku (0,4 mb/d). K zastaveniu pádu cien ropy nepomohol ani pokračujúci (i keď v slabšom tempe) rast dopytu po rope v novotržových a rozvojových krajinách.

2. Produkcia ropy bola v treťom štvrtroku 2008 vyššia ako v rovnakom období roka 2007 vďaka vysokej produkcii ropy v štátoch OPEC-u. Produkcia OPEC-u bola v treťom štvrtroku o 1,2 mb/d vyššia v porovnaní s rovnakým obdobím predchádzajúceho roka. Napriek tomu, že v októbri sa táto organizácia dvakrát rozhodla znížiť produkciu (v októbri o 1,5 mb/d a v decembri o 4,2 mb/d zo septembrovej úrovne), implementácia týchto rozhodnutí bola veľmi nízka vzhľadom na nedisciplinovanosť členov kartelu, čo sa nakoniec prejavilo v celkovom znížení, ktoré v novembri dosiahlo úroveň len $-0,6$ mb/d.

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

Graf 2.5

Spotové ceny americkej ľahkej ropy (v USD/b)



Prameň: Vlastné výpočty na základe údajov IMF (Apríl 2009).

Historický pád cien ropy z ich najvyššej úrovne v júli 2008 (147 USD/b) na 32 USD/b v januári 2009 bol sprevádzaný signifikantným poklesom dopytu

po tejto komodite hlavne v priemyselne vyspelých ekonomikách. Tento cenový pád sa napriek jeho relatívnej veľkosti nedostal ani na úroveň ceny z apríla 2004.

Vzhľadom na to, že na vývoj ceny ropy nevplývajú len tržové faktory,⁶² ceny tejto komodity sa oživilí, i keď pomalým tempom, a predpokladá sa ich ďalší rast, avšak nie na úroveň roka 2008.

Predpokladaný vývoj svetového obchodu v roku 2009

Podľa doterajších dostupných informácií a dát, k dosiahnutiu pozitívneho, i keď nízkeho rastu svetového obchodu v roku 2009 nepomôže ani predpokladaný, aj tak veľmi nízky rast v niektorých rozvojových krajinách. Podľa správy WTO svetový obchod v roku 2009 zaznamenáva prudký pokles z hľadiska objemu, a to približne 9 %, čo je najvyšší pokles od druhej svetovej vojny (pozri správy WTO, 2009). Najväčší prepád zaznamenávajú ekonomiky priemyselne rozvinutých krajín, kde sa predpokladá, že dosiahnu rovnaký 10 % pokles exportu. Menší pokles exportu sa predpokladá v rozvojových krajinách, a to okolo 2 – 3 %.

Avšak, vzhľadom na neistú a turbulentnú situáciu na svetových finančných a komoditných trhoch, vývoj svetového obchodu v roku 2009, ani v ďalšom roku sa nedá jednoznačne predpokladať. Napokon, aj renomované medzinárodné inštitúcie doslova zlyhali v ich prognózach v roku 2008 o vývoji svetového hospodárstva.

Vývoj svetového obchodu v roku 2009 totiž závisí od viacerých faktorov a prvým je oživenie ekonomík rozvinutých krajín a úspešnosť ekonomických stimulov podporujúcich ich domáci dopyt. Napríklad prvé signály podporené prvými odhadmi o celkovom svetovom outpute hovoria o veľmi miernom spomalení poklesu a o optimistickom výhľade v treťom a vo štvrtom štvrtroku 2009. Dokonca vo veľkých ekonomikách rozvojových krajín (India a Čína) zaznamenali pozitívny ekonomický rast prekračujúci očakávania všetkých inštitúcií a je veľká pravdepodobnosť, že dôjde k spomaleniu poklesu svetového obchodu.

⁶² Terminované kontrakty (ceny *future*) sú často založené na odhadoch budúceho vývoja na ropnom trhu a celkového globálneho outputu. Preto niekedy slúžia ako spoľahlivý indikátor odhadovania budúceho vývoja svetovej ekonomiky.

2.2. Vývoj priamych zahraničných investícií vo svete v podmienkach globálnej finančnej krízy

Úvod

Turbulencie na svetových finančných trhoch sa začali prejavovať už v priebehu roka 2007 a ovplyvnili aj aktivity v oblasti priamych zahraničných investícií. V prognózach vývoja PZI, ktoré sa koncom roka 2007 sformulovali na budúce roky, sa už bral do úvahy možný negatívny vplyv týchto turbulencií v rokoch 2008 a 2009 a očakávalo sa spomalenie rastu PZI (Šestáková, 2008a, s. 190). No globálna finančná kríza sa naplno prejavila v druhej polovici roka 2008 a jej vplyv na svetové toky PZI bol oveľa silnejší, než sa pôvodne očakávalo. Aj prognózy na rok 2009 sú značne pesimistické.

Štruktúra príspevku je nasledujúca: V prvej časti charakterizujeme hlavné trendy vo vývoji PZI vo svete za rok 2007, ktorý bol rokom boomu pre priame zahraničné investície. V druhej časti analyzujeme vývoj PZI vo svete v roku 2008 (pokiaľ to umožňujú publikované štatistické údaje). V roku 2008 sa už výrazne prejavil dopad globálnej finančnej krízy. V tretej časti stručne uvádzame vývoj PZI do krajín strednej a východnej Európy za posledné roky a zamýšľame sa nad možnými budúcimi tendenciami. Napokon v poslednej časti sa pokúsime zhrnúť, ako v súčasnosti, v podmienkach globálnej finančnej a hospodárskej krízy, vyzerá atraktivnosť Slovenska pre zahraničné investície.

Hlavné tendencie vo vývoji svetových tokov priamych zahraničných investícií v roku 2007

Rok 2007 bol v poradí už štvrtým rokom nepretržitého rastu tokov PZI vo svete. Globálne toky PZI sa v roku 2007 medziročne zvýšili o 30 % a dosiahli 1 833 mld USD, čo je asi o 400 mld USD vyššia suma než pri predchádzajúcom vrchole tokov PZI v roku 2000 (UNCTAD, 2008, s. 3). Tento rast sa dosiahol napriek tomu, že už v druhej polovici roka 2007 sa prejavovali niektoré vplyvy finančnej a úverovej krízy a zvýšenie rizika s tým spojené. Toky PZI rástli do všetkých hlavných skupín krajín: vyspelých ekonomík, rozvojových

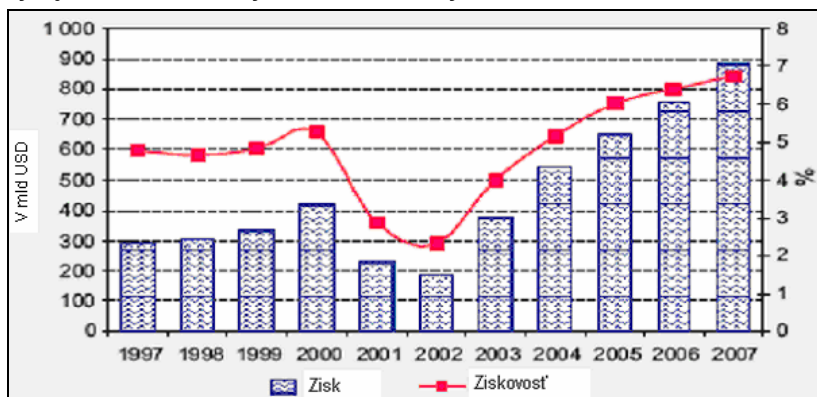
krajín, transformujúcich sa ekonomík strednej a východnej Európy a do krajín Spoločenstva nezávislých štátov.

Keďže toky PZI v dokumente World Investment Report, ktorý pravidelne publikuje UNCTAD, sú vyjadrené v USD, vývoj kurzu USD mohol ovplyvniť relevantnosť údajov. Pokiaľ by miera rastu prílevu PZI bola vyjadrená v menách hostiteľských krajín, bola by o niečo nižšia. Napríklad prílev PZI do krajín EÚ vyjadrený v USD sa v roku 2007 zvýšil o 43 %, kým pri vyjadrení v EUR iba o 31,6 % (UNCTAD, 2008, s. 4).

Vysoký rast PZI do značnej miery odzrkadľoval pomerne vysoký rast HDP a vysoké zisky korporácií. Vysoké zisky transnacionálnych korporácií (TNK) dosahované zo zahraničných investícií im umožnili financovať zahraničné operácie aj v podmienkach finančnej a úverovej krízy. Vývoj ziskov a rentability tržieb TNK za posledných 10 rokov ukazuje graf 2.6.

Graf 2.6

Vývoj ziskov a rentability tržieb TNK za roky 1997 – 2007



Prameň: UNCTAD (2008), s. 4.

Globálne rástol objem reinvestovaných ziskov a v roku 2007 dosiahol cca 30 % svetových tokov PZI. Navyše aj podmienky financovania z úverov boli pomerne priaznivé. Dôležitým motívom rastu zahraničných investícií bol aj konkurenčný tlak, ktorý TNK nútil upevňovať si svoje pozície globálnych hráčov.

Prvé príznaky finančnej a úverovej krízy neovplyvnili negatívne ani intenzitu medzinárodných fúzií a akvizícií. V druhom polroku 2007 dosiahol objem

cezhraničných fúzií a akvizícií 879 mld USD a uskutočnili sa viaceré mega-transakcie. No kríza likvidity na trhoch viacerých vyspelých krajín viedla k tomu, že už na začiatku roka 2008 intenzita medzinárodných fúzií a akvizícií poklesla, pričom poklesli najmä transakcie uskutočňované spoločnosťami *private equity*.

Aj keď toky PZI rástli v roku 2007 do všetkých skupín krajín, miera rastu PZI do vyspelých krajín bola vyššia než miera rastu PZI do rozvojových krajín a podiel rozvojových krajín na globálnom príleve PZI poklesol z 29 % na 27 % (UNCTAD, 2008, s. 7). Tok PZI do transformujúcich sa ekonomík sa zvýšil o 50 % (bol to už siedmy rok nepretržitého rastu PZI) a dosiahol úroveň 86 mld USD (UNCTAD, 2008, s. 9). Rástol však aj export PZI z tejto skupiny krajín. Medziročne sa zvýšil viac ako dvojnásobne.

Z hľadiska sektorovej štruktúry sa v roku 2007 zvýšil prílev PZI do ťažobných odvetví, ktorých podiel na celkovom objeme PZI sa dostal na úroveň, ktorú mal v 80. rokoch dvadsiateho storočia. Pokračoval rast PZI do oblasti služieb a mierne poklesol podiel PZI do spracovateľského priemyslu. Na spracovateľský priemysel pripadala v roku 2006 zhruba 1/3 celkového objemu PZI vo svete, ale iba 1/4 nových tokov PZI v roku 2007 (UNCTAD, 2008, s. 9). No objem medzinárodných fúzií a akvizícií v spracovateľskom priemysle, ktoré v podstate nemali odvetvový profil zúčastnených firiem, sa zvýšil výrazne – o 86 %. Svedčí to o pokračujúcej koncentrácii v priemysle.

V súvislosti s globálnym rastom PZI pokračoval aj *rast medzinárodnej výroby*, t. j. rástol podiel výroby, tržieb, pridanej hodnoty, exportu a zamestnanosti v zahraničných dcérskych spoločnostiach na celkových svetových ukazovateľoch. V roku 2007 zhruba 79 000 TNK kontrolovalo vcelku 790 000 zahraničných dcérskych spoločností v rozličných častiach sveta. Aktivity týchto dcérskych spoločností naďalej rástli. Napríklad pridaná hodnota v týchto spoločnostiach tvorila 11 % svetového HDP (UNCTAD, 2008, s. 9). Tržby zahraničných dcérskych spoločností dosiahli zhruba 31 bil. USD, pričom 1/5 z nich bola určená na export.

V stupni internacionalizácie boli, samozrejme, rozdiely medzi krajinami a aj dopad PZI na jednotlivé národné ekonomiky bol rozdielny. Už v predchádzajúcej správe sa UNCTAD (2007) zamerával na jeden z ukazovateľov tohto vplyvu – podiel zamestnanosti v dcérskych spoločnostiach zahraničných firiem na

celkovej zamestnanosti v krajine. Ukázalo sa, že objem PZI rástol celkove vo svete rýchlejšie než zamestnanosť. V správe za rok 2008 sa analyzujú ďalšie ukazovatele – podiel tržieb zahraničných dcérskych spoločností na objeme PZI v krajine a podiel pridanej hodnoty v týchto spoločnostiach na celkovom objeme PZI v krajine. Údaje sa pritom členia aj podľa sektorov – ťažobný priemysel, spracovateľský priemysel a služby.

Keďže otázka tvorby pridanej hodnoty v podnikoch pod zahraničnou kontrolou sa stala predmetom diskusií aj u nás, uvádzame podrobnejšie tabuľku 2.10 o podiele tržieb a pridanej hodnoty v dcérskych spoločnostiach zahraničných firiem na celkovom objeme PZI vo vybraných tranzitívnych a rozvíjajúcich sa ekonomikách. Tieto údaje fakticky ukazujú, koľko USD tržieb a pridanej hodnoty zahraničné podniky produkujú na 1 USD objemu PZI.

Stupeň závislosti ekonomiky od zahraničných investícií UNCTAD už po niekoľko rokov definuje tzv. *indexom transnacionálnosti*, ktorého zloženie sme už charakterizovali v predchádzajúcich prácach (Šestáková, 2008a, s. 175). Za posledný rok nenastali v poradí krajín podľa tohto indexu závažné zmeny. V najnovšie publikovaných údajoch (UNCTAD, 2008, s. 12) sa Slovensko nachádza na 5. mieste medzi vyspelými štátmi, čo svedčí o jeho veľkej závislosti od zahraničných investícií.

V dôsledku rastu medzinárodnej výroby sa zvýšili aj niektoré ukazovatele aktivít zahraničných dcérskych spoločností. V roku 2007 sa zvýšili tržby týchto spoločností o 20,7 %, aktíva o 23,1 % a export o 15,4 %, čím zároveň vzrástol ich podiel na svetových ukazovateľoch. Je jasné, že tieto komplexy zohrávajú čoraz významnejšiu úlohu vo svetovej ekonomike.

K intenzite PZI prispela aj politika hostiteľských štátov, ktoré sa snažia zvýšiť atraktivnosť svojich ekonomik pre zahraničné investície. Mnohé krajiny ovplyvňovali prílev PZI poskytovaním rozličných investičných stimulov, vytváraním špeciálnych ekonomických zón, daňovou politikou a pod. V priebehu roka 2007 sa vplyv hypotekárnej krízy v USA ešte neprejavil citeľne vo vývoji svetových tokov PZI. Aj keď sa zhoršili podmienky poskytovania úverov investorom, TNK mali dostatok vnútorných zdrojov na financovanie investícií. V prieskume, ktorý v polovici roka 2008 uskutočnil UNCTAD medzi poprednými zahraničnými investormi, 50 % respondentov neočakávalo negatívny vplyv finančných turbulencií na ich investície (UNCTAD, 2008, s. 18).

Tabuľka 2.10

Tržby a pridaná hodnota v zahraničných dcérskych spoločnostiach v pomere k celkovému objemu PZI v krajine za rok 2004 alebo 2005 (posledný rok, keď sú k dispozícii údaje)

Krajina	Rok	Sektor	Pomer tržieb k objemu PZI	Pomer pridanej hodnoty k objemu PZI
Bulharsko	2004	Celkove	1,8	0,3
		Ťažobný priemysel	–	–
		Spracovateľský priemysel	3,3	0,5
		Služby	1,3	0,2
Čína	2004	Celkove	2,8	n. a.
		Ťažobný priemysel	0,3	
		Spracovateľský priemysel	4,1	
		Služby	0,3	
ČR	2005	Celkove	1,9	0,4
		Ťažobný priemysel	1,0	0,3
		Spracovateľský priemysel	2,5	0,5
		Služby	1,5	0,3
Estónsko	2004	Celkove	0,8	0,2
		Ťažobný priemysel	0,4	0,1
		Spracovateľský priemysel	1,9	0,5
		Služby	0,6	0,1
Maďarsko	2005	Celkove	1,7	0,3
		Ťažobný priemysel	–	0,2
		Spracovateľský priemysel	2,5	0,5
		Služby	1,5	0,2
Litva	2005	Celkove	1,7	0,3
		Ťažobný priemysel	–	–
		Spracovateľský priemysel	2,0	0,4
		Služby	2,1	0,2
Rumunsko	2005	Celkove	1,5	0,3
		Ťažobný priemysel	–	–
		Spracovateľský priemysel	1,9	0,4
		Služby	1,6	0,3
Slovensko	2005	Celkove	3,2	0,5
		Ťažobný priemysel	–	–
		Spracovateľský priemysel	5,1	0,9
		Služby	2,0	0,3
Slovinsko	2005	Celkove	2,1	0,2
		Ťažobný priemysel	1,8	0,0
		Spracovateľský priemysel	2,4	0,8
		Služby	1,9	0,0

Prameň: UNCTAD (2008), s. 11.

Vcelku bol rok 2007 veľmi pozitívny z hľadiska vývoja PZI. Objem svetových tokov PZI dosiahol svoje historické maximum. Tento rast bol ovplyvnený dvoma hlavnými faktormi:

- hospodárskym rastom v krajinách, ktoré zohrávajú kľúčovú úlohu ako exportéri PZI i hostiteľské krajiny zahraničných investícií;
- vysokými ziskami transnacionálnych korporácií, ktoré umožnili financovať zahraničné investície.

Vývoj svetových tokov priamych zahraničných investícií v roku 2008

Už v niektorých prognózach vývoja PZI, rozpracovaných ešte v roku 2007, sa predpokladalo spomalenie rastu PZI v nasledujúcich rokoch. Napríklad podľa odhadov The Economist Intelligence Unit (EIU, 2007, s. 30) sa v roku 2008 mali svetové toky PZI znížiť o 4,6 % v porovnaní s predchádzajúcim rokom, v roku 2009 sa mal pokles zastaviť a v nasledujúcich rokoch obnoviť dynamika rastu PZI, no nemalo sa už zopakovať tempo rastu charakteristické pre predchádzajúce roky.

Svetové toky PZI v podstate vždy kopírovali cykly vývoja svetového HDP (s určitými odchýlkami, ktoré boli vyvolané cezhraničnými fúziami a akvizíciami), no očakávaný útlm v roku 2008 nevyplýval iba z cyklického vývoja reálnej ekonomiky. Dôležitú úlohu v týchto odhadoch zohrali turbulencie na finančných trhoch, ktoré sa prejavili už v roku 2007.

Už v správe o vývoji PZI za rok 2007 (UNCTAD, 2008, s. 18 – 19) sa konštatovalo, že hypotekárna kríza v USA a turbulencie na finančných trhoch negatívne ovplyvnili intenzitu cezhraničných fúzií a akvizícií v prvej polovici roka 2008. Prejavilo sa to najmä v USA a v EÚ, kde bol podiel týchto transakcií na celkových tokoch PZI veľmi vysoký. Spoločnosti *private equity* a hedgeové fondy mali problémy pri získavaní zdrojov na cezhraničné akvizície, čo sa prejavilo v poklese počtu i hodnoty týchto transakcií v prvých dvoch štvrtrokoch 2008 v porovnaní s rovnakým obdobím roka 2007 (UNCTAD, 2008, s. 6).

Negatívny dopad globálnej finančnej krízy na svetové toky PZI sa však prejavil predovšetkým v druhom polroku 2008 a v prvých mesiacoch roka 2009. Od októbra 2008 bolo jasné, že turbulencie na finančných trhoch sú prejavom hlbších problémov v globálnom finančnom systéme a súvisia aj

s nedostatkami v regulácii finančného sektora. Kríza potom rýchle prekročila hranice finančného sektora a prerástla do recesie v reálnej ekonomike.

Ešte v septembri 2008 UNCTAD odhadoval, že svetové toky PZI poklesnú za rok 2008 asi o 10 % v porovnaní s predchádzajúcim rokom, pričom cezhraničné fúzie a akvizície mali poklesnúť o 29 % (UNCTAD, 2008, s. 33). Ohrozené mali byť najmä perspektívy vzájomných tokov PZI medzi vyspelými štátmi.

Reálny vývoj však bol horší než tieto odhady. Vo februári 2009 publikoval UNCTAD predbežné údaje o vývoji svetových tokov PZI za celý rok 2008 (UNCTAD, 2009). Podľa tejto predbežnej správy znamenal rok 2008 koniec cyklu rastu zahraničných investícií, ktorý sa začal v roku 2004. Svetové toky PZI poklesli v roku 2008 o 21 % v porovnaní s predchádzajúcim rokom. Príčiny tohto vývoja možno vidieť v troch hlavných faktoroch:

- Schopnosť firiem investovať sa znížila v dôsledku poklesu ziskov.
- Sťažil sa prístup k externým zdrojom financovania a zvýšili sa náklady kapitálu.
- Recesia, najmä vo vyspelých krajinách, obmedzila možnosti perspektívnych investičných projektov.

Navyše, v podmienkach globálnej finančnej krízy sa zvýšila averzia podnikateľských subjektov voči riziku a firmy obmedzujú svoje investičné plány, ak sú spojené s vysokým rizikom.

Pokiaľ ide o jednotlivé formy PZI, kríza sa najviac dotkla cezhraničných fúzií a akvizícií. Vplyv na investície na zelenej lúke bol menej citeľný. No v roku 2009 bolo aj mnoho takýchto projektov zrušených alebo odložených a môže k tomu dochádzať aj v ďalšom období.

Pokles prílevu PZI sa v rozdielnej miere dotkol jednotlivých krajín a regiónov. V skupine vyspelých krajín sa toky PZI znížili asi o 33 %. Najväčší pokles zaznamenali investície orientované na rozšírenie trhu, najmä ak išlo o snahu preniknúť na trhy vyspelých krajín. Investície do rozvojových krajín a rozvíjajúcich sa ekonomík (ktoré majú do značnej miery charakter investícií znižujúcich náklady) nepoklesli až natoľko, no očakáva sa, že dopad krízy sa v týchto krajinách intenzívnejšie prejaví v roku 2009.

Mieru, v akej jednotlivé krajiny alebo regióny zaznamenali pokles prílevu PZI (alebo či vôbec k tomuto poklesu došlo) v roku 2008, ilustruje tabuľka 2.11.

Tabuľka 2.11

Prílev priamych zahraničných investícií v rokoch 2007 – 2008 do vybraných krajín a skupín krajín (v mil. USD)

Región/krajina	Prílev PZI 2007	Prílev PZI 2008	Zmena v %	Región/krajina	Prílev PZI 2007	Prílev PZI 2008	Zmena v %
Vyspelé štáty	1 247,6	840,1	-32,7	Japonsko	22,5	17,4	-22,6
USA	232,8	220,0	-5,5	Rozvojové a rozvíjajúce sa krajiny	499,7	517,7	3,6
Európa	848,5	562,3	-33,7	Afrika	53,0	61,9	16,8
EÚ	804,3	557,4	-30,7	Latinská Amerika	126,3	142,3	12,7
Rakúsko	30,7	12,9	-57,9	Argentína	5,7	7,3	27,9
Belgicko	40,6	17,1	-58,0	Brazília	34,6	41,7	20,6
ČR	9,1	11,4	24,8	Čile	14,5	17,8	23,2
Dánsko	11,2	14,7	31,3	Mexiko	24,7	20,7	-16,0
Fínsko	8,5	-6,3	-173,9	Ázia a Oceánia	320,5	313,5	-2,2
Francúzsko	158,0	114,3	-27,6	Západná Ázia	71,5	56,3	-21,3
Nemecko	50,9	26,0	-48,9	Turecko	22,0	16,4	-25,5
Maďarsko	5,6	3,4	-39,5	Čína	83,5	92,4	10,6
Írsko	30,6	-6,1	-120,1	Hongkong	59,9	60,7	1,3
Taliano	40,2	2,3	-94,3	India	23,0	36,7	59,9
Holandsko	99,4	29,5	-70,4	Juhovýchodná Európa a SNŠ	85,9	91,3	6,2
Poľsko	17,6	16,2	-7,7	Rusko	52,5	61,7	17,6
Rumunsko	9,8	10,6	8,6	Ukrajina	9,9	9,7	-1,5
Španielsko	53,4	57,3	7,3				
Švédsko	21,0	36,5	74,3				
Veľká Británia	224,0	109,4	-51,1				

Prameň: UNCTAD (2009).

Aj keď nie všetky štáty, dôležité z hľadiska prílevu PZI, sú v tabuľke 2.11 zahrnuté, jasné sú niektoré tendencie. Pokles tokov PZI sa najviac prejavil v Európskej únii a v rámci nej najviac poklesol prílev PZI do Veľkej Británie, Írska, Rakúska, Talianska, Fínska, Francúzska a Nemecka. Pokles prílevu PZI do Holandska a Belgicka nepokladáme za relevantný, pretože tieto štáty sú do značnej miery „prestupnou stanicou“ investícií do tretích krajín a ak poklesli investície v týchto štátoch, prejavilo sa to aj v nižšom objeme investícií do holdingových spoločností v Belgicku a Holandsku.

Mnohé rozvojové a rozvíjajúce sa krajiny zaznamenali v roku 2008 zvýšenie prílevu PZI – aj keď nie v takej miere ako v predchádzajúcom roku. UNCTAD však očakáva, že prílev PZI do týchto krajín sa v roku 2009 zoslabí v dôsledku dopadu globálnej finančnej krízy a recesie. Zníži sa export z týchto krajín a aj kúpyschopnosť na lokálnom trhu.

Rozdiely medzi krajinami môžu vyplývať z mnohých faktorov. Mohla sa tu prejavíť vnútorná situácia v príslušnej ekonomike a miera, v akej bola postihnutá recesiou. Dôležitým faktorom mohol byť podiel cezhraničných fúzií a akvizícií na celkových tokoch PZI, pretože tento typ PZI poklesol najvýraznejšie. No pokles tokov PZI mohol vyplývať aj z vývoja konjunktúry v krajinách, odkiaľ prichádzajú kľúčoví zahraniční investori, a z odvetvovej štruktúry zahraničných investícií (podielu tých odvetví, ktoré boli najviac postihnuté recesiou).

Zaráža trochu, že pokles prílevu PZI do USA bol taký nízky napriek tomu, že práve v tejto krajine sa finančná kríza začala. Možno sa tu prejavili niektoré dlhodobé výhody ekonomiky USA ako lokality pre zahraničné investície. Možno na to vplývala pomerne diverzifikovaná skladba zahraničných investorov, takže pokles exportu PZI z krajín EÚ sa tu neprejavil tak výrazne. Cezhraničné fúzie a akvizície ako súčasť PZI však v USA poklesli silnejšie než celkové toky PZI (poklesli o 17 %) a práve tu sa asi najviac prejavil negatívny dopad finančnej krízy.

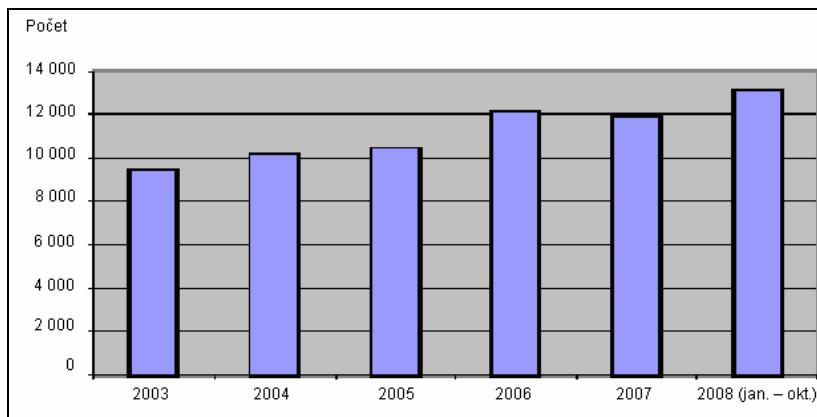
Zmienili sme sa už o tom, že dopad globálnej krízy sa najviac prejavil pri investíciách orientovaných na rozširovanie trhu (*market-seeking investment*). Pokiaľ ide o investície orientované na znižovanie nákladov a zvyšovanie efektívnosti, pôsobili tu rozdielne faktory. Na jednej strane pokles ziskov (vnútorných zdrojov financovania) TNK obmedzoval ich možnosti zavádzať efektívnejšie technológie a inovácie. Na druhej strane konkurenčný tlak mnohé firmy núti uskutočňovať reštrukturalizáciu a relokáciu aktivít do krajín s nižšími nákladmi. V tomto smere sa hovorí najmä o perspektívach investícií v rozvíjajúcich sa ekonomikách.

Investície na zelenej lúke boli pomerne najslabšie ovplyvnené finančnou krízou a počet projektov tohto typu sa v roku 2008 zvýšil – ako to ukazuje graf 2.7.

Vyskytli sa však aj prípady, keď projekty investícií na zelenej lúke boli odložené alebo zrušené. Napríklad spoločnosť Hutchison Whampoa, pochádzajúca z Hongkongu (najväčšia TNK z rozvíjajúcich sa krajín), zastavila realizáciu všetkých svojich nových projektov vo svete. Mnohé spoločnosti v automobilovom priemysle, oceľarskom priemysle, vo výrobe stavebných materiálov a pod. obmedzujú svoje investičné plány.

Graf 2.7

Počet projektov investícií na zelenej lúke realizovaných vo svete za roky 2003 – 2008



Prameň: UNCTAD (2009), s. 10.

Podľa hodnotení UNCTAD-u sú krátkodobé vyhliadky svetových tokov PZI nepriaznivé, čo sa prejaví najmä v roku 2009.

Keďže strednodobý výhľad svetových tokov PZI je veľmi ťažké sformulovať, UNCTAD navrhuje tri možné scenáre budúceho vývoja:

- rýchle oživenie tokov PZI už v priebehu roka 2010;
- pomalé oživenie, ktoré sa začne až v roku 2011;
- pesimistický scenár, podľa ktorého oživenie nastane až v roku 2012.

Negatívny dopad globálnej finančnej krízy sa aj v najbližšej budúcnosti prejaví v pomalšom raste dopytu (alebo jeho znížení) a tým aj v zhoršení perspektív pre rentabilné investičné projekty a v zhoršení možností financovania investícií. To, spolu s vysokou averziou voči riziku, môže negatívne vplývať na toky PZI.

Pozitívny vplyv na vývoj svetových tokov PZI môžu mať nasledujúce faktory:

- Rozvíjajúce sa ekonomiky si zatiaľ udržali pomerne vysokú mieru rastu a poskytujú viaceré príležitosti pre rentabilné zahraničné investície.
- V podmienkach finančnej krízy vzniká príležitosť kúpiť podniky za nízku cenu a uplatniť vo väčšom rozsahu konsolidáciu v rámci určitých odvetví a odborov.

- Konkurenčný tlak stále núti firmy zvyšovať internacionalizáciu svojich aktivít. Kríza síce ovplyvnila toky nových PZI vo svete, no naakumulovaný objem PZI a tzv. medzinárodná výroba sa v podstate nezmenili. Stupeň internacionalizácie je stále veľmi vysoký.
- Objavujú sa nové zdroje PZI, predovšetkým z rozvíjajúcich sa ekonomík a krajín bohatých na surovinové zdroje.
- Niektoré rýchlo rastúce odbory vykazujú dynamiku rastu aj počas krízy (biotechnológie, bioprodukty, alternatívne zdroje energie, nové potravinové produkty, niektoré druhy poznatkov náročných služieb, produkty spojené s ochranou životného prostredia a pod.).

Politika štátov a nadnárodných zoskupení môže pozitívne ovplyvniť vývoj PZI (napr. fiškálne stimuly investícií, opatrenia na zvýšenie finančnej stability, zlepšovanie podnikateľského prostredia a pod.), no na druhej strane hrozí nebezpečenstvo protekcionizmu. Závery z rokovania G 20 vyznievajú v prospech otvorenej globálnej ekonomiky, čo môže prispieť k rozvoju medzinárodných investícií. Avšak na druhej strane opatrenia niektorých národných štátov v oblasti finančného sektora – napríklad získanie vlastníckeho podielu štátu v bankách a iných finančných inštitúciách – môže podľa názoru UNCTAD-u nepriaznivo ovplyvniť záujem zahraničných investorov. Pritom práve finančný sektor je dôležitou oblasťou zahraničných investícií.

To, či sa v strednodobom časovom horizonte bude realizovať druhý alebo tretí scenár (prvý scenár sa pokladá za dosť nereálny), bude závisieť od vzájomného pôsobenia negatívnych i pozitívnych faktorov, ovplyvňujúcich toky PZI a od vývoja globálnej recesie. Hospodárskopolitické opatrenia štátov, ktorými reagovali na globálnu finančnú krízu a recesiu, zatiaľ nenaznačujú ani pozitívny, ani negatívny vplyv na svetové toky PZI (UNCTAD, 2009, s. 18).

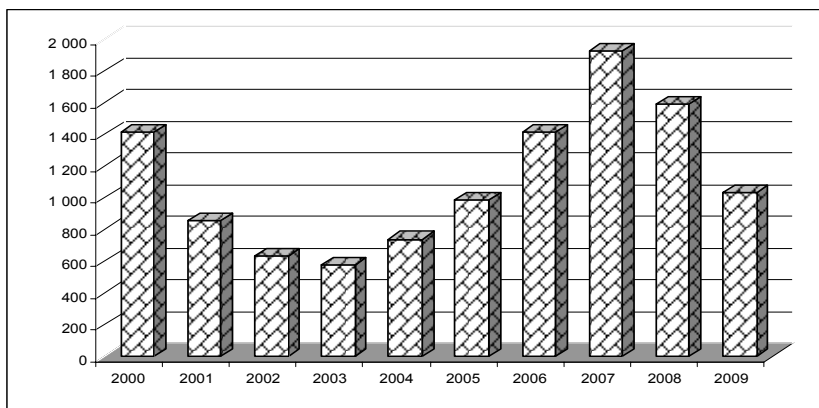
Podľa odporúčaní UNCTAD-u by vlády mali vo väčšej miere uplatňovať opatrenia, zamerané na stimulovanie investícií a inovácií a formovanie priaznivého podnikateľského prostredia. Agentúry na podporu zahraničných investícií by mali zintenzívniť *after-care* starostlivosť o doterajších zahraničných investorov a cieľovo podporovať nové programy dôležité z hľadiska rozvoja príslušných ekonomík.

Vývoj tokov PZI v najbližšej budúcnosti je teda veľmi nejasný, môže sa tu prejavíť vplyv mnohých, často protikladne pôsobiacich faktorov. Nech už bude konkrétny vývoj svetových tokov PZI v strednodobom časovom horizonte

akýkoľvek, niektoré údaje o doterajšom vývoji svetových tokov PZI (za posledné roky) a o predpokladanom útlme v roku 2009 sú v zásade jasné. Ilustruje to graf 2.8.

Graf 2.8

Svetové toky priamych zahraničných investícií za roky 2000 – 2009 (odhad) v mld USD



Prameň: EIU (2008), s. 10.

Vývoj priamych zahraničných investícií do krajín strednej a východnej Európy za posledné roky

Za posledných zhruba 10 rokov, až do roku 2007, PZI do krajín strednej a východnej Európy trvale rástli vysokým tempom. Ani počas globálneho poklesu tokov PZI v rokoch 2001 – 2003 zahraničné investície do týchto krajín nepoklesli.

V roku 2007 dosiahol objem PZI v tranzitívnych ekonomikách strednej a východnej Európy 1 046 mld USD a tvoril 35,4 % HDP týchto štátov (EIU, 2008, s. 17). Základné motívy rastu PZI do týchto krajín boli nasledujúce:

- privatizácia poskytovala rozsiahle možnosti pre akvizície;
- priaznivý vývoj HDP v týchto štátoch vytváral vhodné príležitosti pre investície a motivoval k reinvestíciám dosiahnutých ziskov;
- bola možnosť dosahovať úspory v nákladoch, najmä v súvislosti s nižšími mzdovými nákladmi;

- zisky TNK boli vysoké a bol dostatok fondov na investovanie;
- investície smerovali do krajín bohatých na surovinové zdroje;
- významnú úlohu zohrávala poloha krajiny a veľkosť trhu, celkové politické a inštitucionálne prostredie.

Miera penetrácie zahraničných investícií do niektorých ekonomík bola veľmi vysoká. Napríklad koncom roka 2007 bol podiel objemu PZI na HDP v Bulharsku 77,8 %; v Estónsku 79,8 %; v Maďarsku 70,8 %; v ČR 57,8 % a v SR 54,2 %. Priemer za skupinu tranzitívnych ekonomík, ktoré sa stali členmi EÚ, bol 48,8 % (EIU, 2008, s. 20). Komplexnejšie sa miera penetrácie zahraničných investícií prejavuje v indexe transnacionálnosti. V tomto indexe sa odzrkadľuje aj podiel PZI na hrubej tvorbe fixného kapitálu, celkovej zamestnanosti a tvorbe pridanej hodnoty. Najvyšší je tento index pre Estónsko (49,5 %), potom pre Bulharsko (39,6 %), nasleduje Slovensko (37,1 %), Maďarsko (33,5 %) a ČR (33 %) (UNCTAD, 2008, s. 12).

Uplynulé desaťročie sa často charakterizuje ako „boom PZI“ do strednej a východnej Európy. Mnohé výhody PZI pre hostiteľské ekonomiky v tomto regióne sú všeobecne známe: rast produktivity, zavádzanie nových technológií a výrobkov, zvýšenie exportu, vytváranie pracovných miest a pod. Kým tieto prínosy sú merateľné, PZI významne prispeli aj k rozvoju mnohých *soft* stránok celkového ekonomického prostredia v krajinách: rozvoj finančnej infraštruktúry, zvýšenie kvality ľudských zdrojov, rozšírenie moderného manažérskeho *know-how* a pod. Zahraničné investície mali významný multiplikačný efekt v mnohých krajinách predovšetkým rozvíjaním dodávateľsko-odberateľských vzťahov. No kľúčovú úlohu medzi dodávateľmi špičkových zahraničných investorov zohrávajú ďalší zahraniční investori, ktorí prišli do krajiny za svojimi zákazníkmi.

Takzvaný *spillover* efekt do domácej ekonomiky je často nízky a je ťažké ho kvantifikovať. Väčšinou sa formuje tzv. duálna ekonomika – s moderným, vysoko produktívnym sektorom zahraničím kontrolovaných firiem a zaostávajúcím domácim podnikateľským sektorom. Z hľadiska dlhodobého rozvoja krajín strednej a východnej Európy je problémom aj nízky (prakticky zanedbateľný) podiel výskumu a vývoja v zahraničných dcérskych spoločnostiach, pôsobiacich na ich území.

Medzi zahraničnými investormi v nových členských štátoch EÚ tvoria vyše 80 % investori z iných štátov EÚ, predovšetkým EÚ 15. Pôvodne PZI

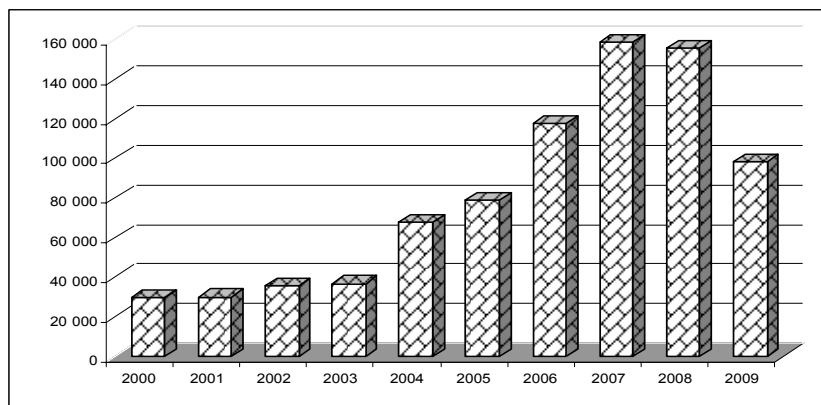
smerovali predovšetkým do priemyslu – a to do odvetví, kde príslušné krajiny majú tradície. V posledných rokoch sa zvyšovali aj investície do služieb, na ktoré v súčasnosti pripadá cca 50 % PZI.

V priebehu roka 2008 sa prílev PZI do tejto skupiny krajín výrazne neznižil, no pokles sa očakáva v roku 2009. Súvisí to s vývojom konjunktúry v EÚ, kde sú kľúčové exportné trhy, ako aj s vývojom finančnej situácie zahraničných investorov. V niektorých krajinách regiónu sa ukázali vyššie makroekonomické riziká, než sa pôvodne očakávalo. Nastali aj niektoré zmeny v podnikateľskom prostredí, ktoré nepriaznivo vplyvajú na zahraničné investície. V niektorých krajinách sa prejavil aj nedostatok pracovných síl požadovanej kvalifikácie.

Relokácia aktivít z krajín EÚ 15 do štátov s lacnejšou pracovnou silou môže síce nastať, no podľa názoru EIU ju netreba preceňovať (EIU, 2008, s 18). Celkovo sa hovorí o „konci boomu“ PZI do strednej a východnej Európy. Vývoj PZI do tohto regiónu a aj odhad vývoja na rok 2009 ilustruje graf 2.9.

Graf 2.9

Vývoj priamych zahraničných investícií do krajín strednej a východnej Európy za roky 2000 – 2009 (v mld USD)



Prameň: EIU (2008), s. 22.

Pokiaľ ide o toky PZI do nových členských štátov EÚ (skutočnosť za rok 2007, predbežný odhad za rok 2008 a očakávaná výška v roku 2009), ilustruje to nasledujúca tabuľka.

Tabuľka 2.12

Vývoj prílevu PZI do nových členských štátov EÚ (2007 – 2009) v mld USD

Krajina	Prílev PZI (2007)	Prílev PZI (2008)	Prílev PZI (2009)
Bulharsko	9,0	6,7	4,0
ČR	9,3	6,5	3,5
Estónsko	2,7	2,4	1,3
Litva	1,9	1,3	0,8
Lotyšsko	2,2	1,5	0,5
Maďarsko	6,1	4,4	3,5
Poľsko	23,0	21,0	15,0
Rumunsko	9,4	12,0	7,5
Slovensko	3,3	2,4	1,2
Slovinsko	1,5	1,3	0,4

Prameň: EIU (2008), s. 24.

Ako vidno z tabuľky 2.12, vo všetkých štátoch sa predpokladá zníženie prílevu PZI. Niektoré tendencie naznačujú, že skutočný vývoj môže byť horší ako tieto odhady.

V súčasnosti sú krajiny Ázie atraktívnejšie pre zahraničné investície než stredná a východná Európa. V rámci strednej Európy je zrejme najväčší záujem zahraničných investorov o Poľsko – vzhľadom na veľkosť trhu, ale aj nižšie náklady v súvislosti so znížením hodnoty poľskej meny voči euru.

V prieskume, ktorý uskutočnila EIU medzi zahraničnými investormi, sa ako hlavné bariéry investícií v krajinách strednej a východnej Európy uvádzajú: ekonomická nestabilita, politická nestabilita, byrokracia, korupcia, nedostatočne rozvinutá infraštruktúra, problémy s financovaním, nedostatok pracovných síl potrebnej kvalifikácie (EIU, 2008, s. 32 – 33).

Slovensko ako lokalita pre zahraničné investície – čo sa zmenilo v podmienkach globálnej finančnej krízy?

Otázkou, ktoré faktory ovplyvňujú atraktívnosť Slovenska ako lokality pre zahraničné investície, sme sa zaoberali už v predchádzajúcich prácach (Šestáková, 2008a; 2008b). Mnohé z týchto faktorov sú dlhodobé a pôsobia aj dnes. Niekde v dôsledku krízy a zmien menových kurzov susedných krajín nastali zmeny.

Roky 2006 a 2007 boli z hľadiska celkového vývoja slovenskej ekonomiky a aj z hľadiska prílevu zahraničných investícií veľmi úspešné. Prvé turbulencie na svetových finančných trhoch, ktoré nastali už v roku 2007, sa

v zahraničných investíciách v SR neprejavili. Ako to bolo v roku 2008, keď sa už finančná kríza naplno prejavila (najmä v poslednom štvrtroku) a keď sa prejavili aj náznaky recesie v krajinách EÚ, kde sú kľúčové exportné trhy pre podniky zahraničných investorov na Slovensku?

Údaje o výške PZI v jednotlivých krajinách, poskytované rozličnými inštitúciami, sa rôznia – najmä ak ide o predbežné údaje. Budeme preto vychádzať z metodiky NBS a opierať sa údaje publikované v štatistike platobnej bilancie, ktorá už je dostupná aj za celý rok 2008 (NBS, 2009). Prílev priamych zahraničných investícií budeme chápať ako sumu zahŕňajúcu tak zvýšenie majetkovej účasti zahraničných investorov v podnikoch na Slovensku (investície do *equity*), ako aj reinvestície ziskov a ostatné formy kapitálu (do ktorých patria vnútrokocernové pôžičky). Vývoj prílevu PZI do SR za roky 2007 a 2008 ukazuje tabuľka 2.13.

Tabuľka 2.13

Prílev PZI do SR v rokoch 2007 a 2008 (v mil. Sk)

Forma financovania	Prílev PZI (2007)	Prílev PZI (2008)
Majetková účasť	27 359	28 672
Reinvestovaný zisk	24 500	18 000
Ostatný kapitál	28 828	26 202
Spolu	80 687	72 874

Prameň: NBS (2009).

Ukazuje sa, že zníženie prílevu PZI v roku 2008 (v porovnaní s rokom 2007) nebolo také vysoké. Prílev PZI sa znížil o 10,7 %, pričom vo svetovom meradle toky PZI poklesli o 21 %. Väčší pokles prílevu PZI zaznamenala napríklad aj ČR a Maďarsko. Ak prílev PZI, uvedený v údajoch NBS, prepočítame podľa priemerného kurzu USD/SKK, zistíme, že hodnota prílevu v USD za rok 2008 bola síce nižšia než odhady EIU, no v podstate zodpovedala očakávanej hodnote prílevu za rok 2009, do ktorého sa už plne premietli podmienky krízy.

Nastali však zmeny v štruktúre PZI z hľadiska jednotlivých foriem financovania. Zvýšil sa dokonca prílev vo forme majetkovej účasti, zhruba na rovnakej úrovni ostal ostatný kapitál, no výrazne sa znížil nerozdelný zisk. Pokles reinvestovaného zisku je výrazne ovplyvnený vývojom konjunktúry a vyplýva z celkového poklesu rentability podnikov. Znížili sa aj odvody dividend materským spoločnostiam (Furka – Kyjac, 2009, s. 11). Zvýšenie

majetkovej účasti pravdepodobne vyplývalo z realizácie niektorých už rozbehnutých projektov, prípadne vopred plánovaných projektov. Financovanie vnútrokoncernovými úvermi je na Slovensku zrejme bežnou formou financovania prevádzkovej činnosti dcérskych spoločností zahraničných firiem a mierny pokles hodnoty týchto úverov môže vyplývať z celkového zníženia výroby.

Niektoré tradičné komparatívne výhody Slovenska zrejme stále platia.

K základným dlhodobým *komparatívnym výhodám* Slovenska ako lokality pre zahraničné investície patrí jeho *poloha* v srdci strednej Európy, ktorá umožňuje efektívne zásobovať okolité európske trhy, a tým prekonávať menší rozsah domáceho trhu. Pravda, existuje tu konkurencia medzi susediacimi štátmi. V podmienkach globálnej krízy nastali určité (dúfajme, že dočasné) zmeny vo význame tejto komparatívnej výhody. Na jednej strane došlo k poklesu dopytu na tých trhoch v EÚ, ktoré sa z podnikov na území SR zásobujú. Na druhej strane vývoj menových kurzov susedných štátov (najmä zníženie hodnoty maďarského forintu a poľského zlotého) viedlo k zlacneniu v týchto štátoch, vrátane miezd, ktoré sú v súčasnosti v SR vyššie vo vyjadrení v EUR než v Poľsku a Maďarsku. Oslabuje sa tým prechodne aj komparatívne výhoda lacnejšej pracovnej sily. No z dlhodobého hľadiska je prijatie eura nesporne komparatívnou výhodou Slovenska v porovnaní s inými štátmi stredoeurópskeho regiónu.

Dôležitým kritériom alokačných rozhodnutí zahraničných investorov je vývoj HDP v hostiteľskej krajine. V tomto smere bolo Slovensko vysoko atraktívnou krajinou. Táto komparatívna výhoda sa oslabilá v prvých mesiacoch roka 2009 a veľa bude závisieť od toho, či a kedy sa dynamika rastu obnoví.

Dôležitou oblasťou konkurencie medzi štátmi v oblasti udržania a získavania zahraničných investícií je *celkový vývoj podnikateľského prostredia v krajine*. To sa prejavuje aj v širšom meradle, nielen medzi štátmi príslušného regiónu. Podnikateľské prostredie na Slovensku bolo väčšinou hodnotené pozitívne (Šestáková, 2008a, s. 193 – 194). Určité zhoršenie nastalo v makroekonomickom prostredí, čo súvisí s globálnou krízou. V rámci legislatívnych podmienok sa ako prekážka často spomína novelizácia Zákonníka práce. V rozličných zahraničných ratingoch podnikateľského prostredia na Slovensku sa upozorňovalo na potrebu zvýšiť efektívnosť fungovania trhu práce, odbúrať byrokráciu a zvýšiť transparentnosť vo verejnom obstarávaní. Na druhej strane, daňový systém v SR sa hodnotí pozitívne a prakticky všetky

zahraničné ratingy pozitívne hodnotia stabilitu a efektívnosť finančného sektora v SR (WEF, 2008a; 2008b), čo je dôležité pre atraktivnosť podnikateľského prostredia.

Za kľúčovú komparatívnu výhodu Slovenska sa tradične pokladá *relatívne lacná, no kvalifikovaná pracovná sila*. Zdá sa, že hospodárska kríza zabrzdí rast miezd a mzdy sa budú zvyšovať iba vtedy, ak sa zvýši produktivita. Je síce pravda, že v dôsledku poklesu mien ostatných štátov V4 Slovensko už nemá najnižšie mzdy v tomto zoskupení, môže to však byť iba krátkodobá zmena v relatívnej cene práce. Navyše, pre zahraničných investorov nie je dôležitá iba výška miezd, ale predovšetkým vzťah medzi výškou miezd a produktivitou. A z tohto hľadiska slovenská pracovná sila má zrejme komparatívnu výhodu. V správe o globálnej konkurenčnej schopnosti na obdobie 2008 – 2009, ktorú pripravilo Svetové ekonomické fórum (WEF, 2008a), je SR z hľadiska vzťahu medzi výškou miezd a produktivitou na 3. mieste v rebríčku 134 krajín sveta. Je síce možné, že v dôsledku už spomínaných zmien vo vývoji miezd vo vzťahu k euru sa poradie SR v tomto ukazovateli trochu zhorší, no aj tak ostáva vzťah medzi výškou miezd a produktivitou v SR najlepší v skupine V4. Stále je tu výrazná komparatívna výhoda. Navyše si zahraniční investori veľmi cenia aj adaptabilitu, schopnosť učiť sa a kultúrnu blízkosť pracovnej sily na Slovensku (ktorá osobitne vystupuje do popredia v súvislosti s PZI nemeckých firiem).

V posledných rokoch si zahraniční investori v SR sťažovali na nedostatok pracovných síl potrebnej kvalifikácie (niektoré robotnícke profesie, nedostatok absolventov vysokých škôl technického zamerania, informatikov a pod.). Tento nedostatok sa prejavoval predovšetkým v bratislavskom regióne, kde sú najviac sústredené PZI. Ukazuje sa však, že v súvislosti s hospodárskou krízou, a prípadne aj návratom niektorých pracovníkov zo zahraničia sa práve táto bariéra zahraničných investícií (možno dočasne) znižuje a znižuje sa aj fluktuácia zamestnancov (tzv. zamestnanecká turistika), na ktorú si najmä investori v bratislavskom kraji sťažovali. Pri riešení nedostatku niektorých profesií a odborníkov musí pomôcť štát svojou politikou v oblasti vzdelávacieho systému, avšak do procesu odborného vzdelávania treba zapojiť aj zamestnávateľov, predovšetkým veľké firmy, a nadviazať v tomto smere na pozitívne tradície.

Na druhej strane často spomínanou *komparatívnou nevýhodou Slovenska* (aj v porovnaní so susednými štátmi) je *nedostatočný rozvoj národného*

inovačného systému v širokom zmysle. Národným inovačným systémom chápeme nielen systém výskumu a vývoja v príslušnej krajine, ale aj vzdelávací systém (t. j. prípravu kvalifikovaných pracovných síl na tvorbu a realizáciu inovácií), rozličné formy spolupráce výskumných inštitúcií s podnikovou sférou, celkovú absorpčnú schopnosť ekonomiky na inovácie vrátane vhodných foriem financovania inovácií. Všetky zahraničné ratingy poukazujú na výrazné nedostatky v SR v tejto oblasti. Ide o nedostatočné financovanie vzdelávacieho systému a systému výskumu a vývoja, nevhodnú štruktúru absolventov, nedostatočnú orientáciu vysokých škôl a výskumných inštitúcií na potreby praxe, roztrieštenosť výskumných kapacít, nedostatok výskumníkov v niektorých kľúčových oblastiach, nedostatočnú dostupnosť rizikového kapitálu a pod. K nedostatkom slovenského inovačného systému patrí aj veľmi nízky podiel podnikového výskumu, nedostatočný rozvoj celoživotného vzdelávania, takmer absencia inovačnej aktivity malých a stredných podnikov a pod.

Ukazuje sa, že nedostatočný rozvoj národného inovačného systému je nielen brzdou v želanom smerovaní Slovenska k znalostnej spoločnosti, ale aj prekážkou toho, aby sami zahraniční investori orientovali svoje aktivity na oblasti vysokej technológie a umiestňovali na Slovensku aj výskumno-vývojové pracoviská. Pravda, v podmienkach súčasnej globálnej krízy aj mnohé popredné TNK obmedzujú výdavky na výskum a vývoj a nemajú jasnú inovačnú (a aj celkovú) stratégiu. Za takýchto podmienok je ťažké presadzovať v rokovaníach so zahraničnými investormi vyšší podiel lokálneho výskumu a vývoja. V strednodobom časovom horizonte však takúto požiadavku treba presadzovať.

Dôležitou komparatívnou výhodou krajiny ako lokality pre zahraničné investície je *dopravná infraštruktúra*. Práve rozvinutosť dopravnej infraštruktúry môže pomôcť lepšie využiť výhody dané polohou krajiny. Zdá sa, že z tohto hľadiska Slovensko nemá ani výraznú komparatívnu výhodu, ani komparatívnu nevýhodu v porovnaní s inými štátmi regiónu.⁶³ Globálna finančná kríza zabrzдила investičné zábery štátu v oblasti rozvoja infraštruktúry.

⁶³ Z hľadiska celkovej kvality infraštruktúry má podľa Global Competitiveness Report (WEF, 2008a, s. 384 – 390) SR skóre 4,2 bodu z maximálne možného skóre 7 bodov; ČR má rovnaký počet bodov; Slovinsko 4,0; Poľsko 4,3; Maďarsko 4,6. Na porovnanie, Švédsko, ktoré je na 1. mieste v rebríčku 134 krajín sveta podľa kvality infraštruktúry, má 6,1 bodu. Najvyššie hodnotenie má SR v železničnej doprave (29. miesto na svete).

Komparatívne výhody či nevýhody určitej krajiny ako lokality pre investície nie sú však dané len polohou, prírodou či formované politikou príslušného štátu. *Zahraniční investori sami svojimi aktivitami formujú určité komparatívne výhody pre ďalšie investície.* To platí najmä vtedy, ak stupeň penetrácie zahraničných investícií je vysoký. Prejavilo sa to aj v podmienkach Slovenska.

Zahraniční investori napríklad svojimi tréningovými aktivitami, školeniami, ale aj celkovou atmosférou pre podnikanie a šírením moderného manažérskeho *know-how* nesporne prispeli ku *kultivácii ľudského kapitálu na Slovensku.* Zahraniční investori majú kľúčový podiel aj na formovaní *moderného finančného, a najmä bankového systému,* ktorý sa pokladá za dôležitú súčasť podnikateľského prostredia.

Ďalším ich prínosom v oblasti formovania komparatívnych výhod je *vytváranie dodávateľsko-odberateľských sietí,* ktoré sú dôležitou súčasťou atraktívnosti podnikateľského prostredia. Je síce pravda, že mnohé dodávateľské podniky špičkových zahraničných investorov sú tiež zahraniční investori, ktorí prišli na Slovensko za svojimi odberateľmi. No v týchto sieťach sa môžu uplatniť (a v budúcnosti by sa mali efektívnejšie uplatniť) aj domáce podniky. Štát by mal zohrať aktívnejšiu úlohu pri podpore formovania a orientovania podnikateľských sietí (informačná, prípadne finančná pomoc domácim podnikom, ktoré majú perspektívy uplatniť sa v tomto kontexte, motivácia zahraničných investorov na využívanie lokálnych dodávateľov a pod.).

Je logické, že vzhľadom na vysoký stupeň penetrácie zahraničného kapitálu do slovenskej ekonomiky *zahraniční investori významne ovplyvňujú aj formovanie odvetvovej a sektorovej štruktúry hospodárstva.* To môže byť komparatívnou výhodou pre ďalších investorov, no na druhej strane aj komparatívnou nevýhodou ekonomiky v krízových situáciách.

Významným motorom hospodárskeho rastu na Slovensku sa stal *automobilový priemysel,* na ktorý nadväzovalo množstvo podnikateľských aktivít nielen v strojárstve, hutníctve, elektrotechnickom priemysle, ale aj v oblastiach na prvý pohľad vzdialených od automobilovej výroby. Technologické *know-how,* ktoré sa v tejto oblasti naakumulovalo, ako aj rozvoj ľudského kapitálu, môžu byť dôležitou živnou pôdou pre ďalší rozvoj, po prekonaní hospodárskej krízy.

Kým v období intenzívneho hospodárskeho rastu sa prejavil pozitívny multiplikačný efekt investícií do automobilového priemyslu, v situácii krízy sa prejavuje opačný efekt. Obmedzovanie výroby v automobilkách vedie ku kríze mnohých dodávateľských firiem, k prepúšťaniu zamestnancov a pod. Náznaky nadmerných výrobných kapacít v automobilovom priemysle sa objavovali už skôr a prejavovalo sa to aj vo vývoji niektorých finančných ukazovateľov automobilových firiem na Slovensku (Zalai, 2009, s. 16). Aj tieto tendencie môžu naznačovať zvýšenú citlivosť tohto odvetvia na globálnu finančnú krízu. Vysoká závislosť od automobilového priemyslu môže byť v súčasných podmienkach *komparatívnou nevýhodou*.

Na druhej strane však automobilový priemysel má aj niektoré špecifické črty, ktoré spôsobujú, že *lokalizácia investícií* v tomto odvetví má *dlhodobý charakter*. Vzhľadom na vysoký objem investícií do hmotného investičného majetku i ľudského kapitálu nie je pre investorov v tomto odvetví výhodné presúvať výrobné kapacity, ak sa dočasne zmenia niektoré podmienky podnikania. To, pravda, nemusí platiť o dodávateľských firmách. Pokiaľ ide o domácich (slovenských) dodávateľov automobilového priemyslu, mnohí z nich možno neprežijú krízu.

Aj keď prílišná závislosť ekonomiky od jedného odvetvia môže byť problémom v podmienkach hospodárskej krízy a z dlhodobého hľadiska by bola žiaduca viac diverzifikovaná odvetvová štruktúra zahraničných investícií, opatrenia na oživenie automobilového priemyslu majú zmysel. Po obnovení dopytu je možné v tomto odvetví pomerne rýchlo naštartovať novú výrobu a zapojiť aj lokálnych subdodávateľov. Multiplikačný efekt automobilového priemyslu sa môže opäť prejaviť. Zníženie výrobných kapacít v automobilovom priemysle, ku ktorému zrejme v globálnom meradle dôjde, nemusí výrazne ovplyvniť výrobu na Slovensku – vzhľadom na komparatívne výhody, ktoré Slovensko už v tejto oblasti má. Navyše, pri prekonávaní krízy bude musieť automobilový priemysel klásť väčší dôraz na aktivity s vyššou pridanou hodnotou a vyššou kvalitou, čo môže byť pre slovenskú ekonomiku prínosom.

Na druhej strane budovanie niektorých perspektívnych odborov „od nuly“ si vyžiada určitý čas a Slovensko iba musí ukázať, že dokáže vytvárať komparatívne výhody v týchto oblastiach. Dôležitá bude predovšetkým príprava kvalifikovaných pracovných síl a zvýšenie absorpčnej schopnosti ekonomiky na inovácie.

Aké budú perspektívy ďalšieho vývoja PZI do slovenskej ekonomiky, je ťažké predvídať. Závisí to nielen od budúceho makroekonomického vývoja v krajine a uplatňovania rozličných foriem politiky na podporu zahraničných investícií (a investícií vôbec), ale aj od stratégie zahraničných investorov. A práve strategické smerovanie zahraničných investícií je v podmienkach globálnej krízy veľkou neznámou. Mnohé TNK dnes nemajú jasnú predstavu o tom, ako krízu nielen prežiť, ale vytvárať si aj konkurenčné výhody v nových podmienkach. Väčšinou len vyčkávajú, ako situácia na trhoch dopadne.

Dá sa predpokladať, že v krátkodobom časovom horizonte budú zahraniční investori preferovať predovšetkým úsporné opatrenia a budú sa snažiť využiť všetky – aj krátkodobé – komparatívne výhody v nákladoch, dostupné (najmä) v stredoeurópskom regióne. Tlak na úspory bude tým citeľnejší, čím ťažšia je finančná situácia globálneho koncernu ako celku. Či dôjde k relokácii niektorých aktivít do iných štátov, bude závisieť od viacerých faktorov. Jedným z nich je kapitálová, resp. pracovná náročnosť aktivity. Je pravdepodobné, že aktivity s vysokou kapitálovou náročnosťou, kde sa iba nedávno uskutočnili významné investície, sa presúvať nebudú a spoločnosti budú chcieť využiť tieto kapacity pri oživení výroby. V aktivitách s vysokými nárokmi na menej (prípadne stredne) kvalifikovanú prácu môže dôjsť k presunom do susedných štátov, ak tam už firma má nejaké prevádzky. Je však málo pravdepodobné, že by sa v menej známom prostredí uskutočňovali investície na zelenej lúke.

Je nanajvýš pravdepodobné, že v súvislosti s celkovým poklesom tokov PZI vo svete sa aj prílev PZI do slovenskej ekonomiky spomalí a skutočné hodnoty budú nižšie než pôvodne očakávané. V krátkodobom časovom horizonte sa ešte viac zredukuje suma reinvestovaných ziskov, pretože celkovo je podnikový sektor stratový. Hlavnou formou financovania PZI budú pravdepodobne vnútropodnikové úvery, prípadne zvýšenie majetkovej účasti v niektorých prípadoch.

V strednodobom časovom horizonte však môže dôjsť k zvýšeniu tokov PZI, pretože niektoré komparatívne výhody slovenskej ekonomiky majú dlhodobý charakter a môžu byť relevantné pre investorov aj pri hľadaní východiska z krízy. Z dlhodobého hľadiska bude dôležité, ako politika štátu (a iných subjektov) prispeje k formovaniu takých komparatívnych výhod pre investície, ktoré by prispievali k budovaniu znalostnej spoločnosti.

3. NIEKOTRÉ SÚVISLOSTI FINANČNEJ A HOSPODÁRSKEJ KRÍZY A REAKCIA HOSPODÁRSKEJ POLITIKY

3.1. Kritická miera rozporov civilizácie a globálna ekonomická kríza

Kritický hodnotiaci prístup k súčasnej finančnej, resp. hospodárskej kríze sa prevažne odvíja od krachu dvoch hedžových fondov investičnej banky Bear Stearns v lete 2007. Paul Krugman koncom roka 2008 naznačil, že by mohlo dokonca „ísť o druhú Veľkú hospodársku krízu“ (New York Times, 26. 10. 2008). Dodnes sa najväčšia pozornosť sústreďuje na konkrétne prejavy krízy a ich bezprostredné príčiny, čo je sprevádzané striedaním zhoršujúcich sa prognóz jej dôsledkov a trvania na jednej strane a úporným poukazovaním na domnelé „svetielka na konci tunela“ na druhej strane.

Domnievame sa však, že na reálne odhalenie príčin a skutočného charakteru prebiehajúcej krízy nestačia prístupy finančných analytikov, ale že to vyžaduje prístup z pozícií politickej ekonómie identifikovať historické korene príčinných súvislostí, ich genézu do súčasnosti a usilovať sa o pohľad na možné scenáre budúcnosti. V tomto zmysle je potrebné vrátiť sa do 30. rokov a začať retrospektívnym pohľadom na Veľkú hospodársku krízu. Príčiny sa i desaťročia po nej prevažne nehľadali v monetárnej sfére a aj východiská z nej prostredníctvom monetárnej politiky sa považovali za neúčinné. Vysvetlenie sa hľadalo skôr v prehnanej investičnej aktivite, ktorá viedla ku krachu, keď návratnosť investícií nespĺnila očakávania. Pravda, v súvislosti s krízou sa hovorilo aj o reforme finančného systému a existovalo vyše 2 000 rôznych návrhov, ktoré mali spoločné to, aby nebol založený na dlhu (Rowbotham, 1998). Práve táto požiadavka odhalila jadro problému. Na začiatku 20. storočia, keď USA začali zaujímať pozíciu vedúcej mocnosti, ich Federálna rezervná banka (FRB) za 16 rokov po svojom založení rozpožičala nie 10-krát, ale mnohonásobne viac peňazí, než predstavovali úspory. Peniaze založené na úsporách sa tým zmenili na peniaze založené na dlhu, čo vyústilo do dovtedy najväčšej finančnej a hospodárskej krízy v dejinách. Prezident Roosevelt to pochopil a prezieravo poveril kongresmanov C. Glassa a H. Steagala vypracovaním zákona, ktorý oddelil komerčné a investičné bankovníctvo. Vzhľadom na to, že investiční bankári mali tendenciu preinvestovať

aj komerčné depozity, zakázal, aby banky vykonávali obchodné, investičné a poisťovacie operácie súčasne. Tento zákon síce nevrátil peniazom pôvodný charakter, no fungovaniu dlhových peňazí dal únosný kontrolovateľnejší rámec. To bol však zároveň dôvod, prečo Wall Street 65 rokov bojoval za jeho zrušenie. V roku 1999 bol na nátlak investičných bankárov za vlády prezidenta Clintona Glassov-Steagalov zákon zrušený. Ešte predtým bol dôležitým medzníkom rok 1971, keď prestal fungovať brettonwoodskeý menový systém vytvorený v roku 1945. Bol založený na pevných kurzoch mien členských štátov naviazaných na americký dolár, ktorý bol vymeniteľný za zlato.⁶⁴

Zrušením brettonwoodskeho systému a Glassovho-Steagalovho zákona sa odstránili dve kľúčové prekážky expanzie finančného sektora. Analýzy dlhodobých trendov fungovania kapitalistickej ekonomiky celkove, a osobitne v USA, kde nadobudla najrozvinutejšiu a najvplyvnejšiu podobu, odhalili, v čom spočíva enormný záujem a tlak na rastúcu expanziu finančného sektora, ktorá najmä v súvislosti s globalizáciou nadobudla nielen kolosálne rozmery, ale aj extrémnu rozpornosť. Hlavný prúd ekonómov to spája s americkou závislosťou od vysokej spotreby, s chronickým zadlžovaním a s utrácaním individuálnych úspor, čo je umožnené prísunom kapitálu zo zahraničia vďaka hegemonii amerického dolára (Foster – Magdoff, 2009, s. 100). Uvedené okolnosti sú síce dôležitými sprievodnými procesmi, no skutočné príčiny sú hlbšie – v štruktúrnych premenách procesu akumulácie kapitálu, ktoré sa intenzívne presadzujú v posledných dekádach 20. a prvej dekáde 21. storočia ako financIALIZÁCIA kapitálu.⁶⁵ Už Keynes upozorňoval na to, že štruktúrally charakter moderných financií vedie k periodickému narušovaniu väzieb medzi trhom a výrobou a zvyšuje riziko destabilizácie celého systému vznikom špekulatívnych bublín a ich nevyhnutným kolapsom. „Špekulanti nespôsobujú žiadnu škodu, pokiaľ sú ich aktivity bublinami v plynulom toku podnikania. Situácia sa ale stáva kritickou, keď sa z podnikania stáva bublina vo víre špekulácií.“ (Keynes, 1973) Rozvinutie Keynesových myšlienok v prácach Minského (1986), Magdoffa a Sweezyho (1975) ukázalo posun ťažiska

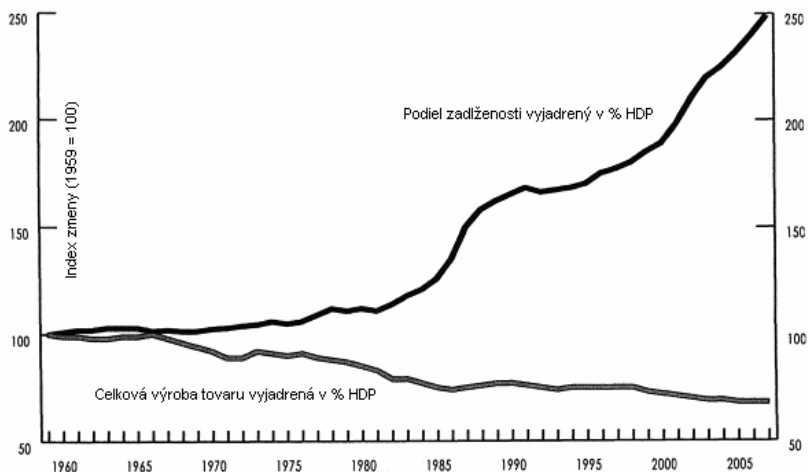
⁶⁴ Výmenný pomer bol 35 dolárov za trójsku uncu 31,1 g. Systém mal zabrániť výkyvom menových kurzov. Centrálné banky mali povinnosť intervenciami udržiavať kurz s maximálnou odchýlkou od parity.

⁶⁵ O zavedenie pojmu *financIALIZÁCIA* sa zaslúžil K. Phillips (1993; 1994), keď ju definoval ako prehlbujúcu sa trhlinu medzi rozbiehajúcou sa reálnou a finančnou ekonomikou.

ekonomiky z produktívnych odvetví do finančnej sféry a nastolilo problémy destabilizujúcej tendencie vyplývajúcej z rastúceho zadlžovania vo vzťahu k produktívnej ekonomike. Pravda, to je rozporuplný proces, lebo od konca 60. rokov sa vyspelým kapitalistickým štátom pomocou rastúceho zadlžovania a špekulácie do určitej miery darilo unikať hlbokému hospodárskemu poklesu. Z hľadiska charakteru súčasnej finančnej krízy dospeli Foster a Magdoff (2009, s. 19) k zásadnému záveru, že: „... po prvé, financilizácia, prejavujúca sa v raste podielu zadlženia na HDP je dlhodobým trendom, ktorý od začiatku 80. rokov naberá na rýchlosti. Dlhodobý previs v tomto období teda nepredstavuje len krátkodobý jav objavujúci sa na vrchole ekonomického cyklu, ako to bolo v prípade väčšiny doterajších špekulatívnych bublín. Po druhé, stagnácia v produkcii tovarov vo vzťahu k HDP sa neustále prehľbuje, a to i navzdory nesmiernej ekonomickej vzpruhy, ktorej sa jej dostalo zásluhou nedávneho explozívneho rozvoja finančnictva.“

Graf 3.1

Vývoj zadlženosti voči výrobe tovaru v % HDP (1959 = 100)



Prameň: Foster – Magdoff (2009), s. 19.

Z toho vyplýva, že súčasná kríza znamená kvalitatívne nový jav, v ktorom sa do krízy dostal aj samotný proces financilizácie. Ide o globálnu ekonomickú

krízu, ktorá je výsledkom toho, že rozpory zhodnocovacieho procesu kapitálu a jeho akumulácie dosahujú kritickú mieru. Foster s Magdoffom (2009, s. 20) nebudú asi ďaleko od pravdy, keď konštatujú, že „najpravdepodobnejšiu vyhladku do budúcnosti teda predstavuje vleklá a hlboká stagnácia“.

V nadväznosti na poznatky z *Dlhodobej vízie rozvoja slovenskej spoločnosti* chápeme globálnu ekonomickú krízu ako bezprecedentný jav, ktorého hlbšie príčinné súvislosti sa koncentrujú do nazretých rozporov civilizácie. Primárny význam a určujúci vplyv majú dva najzávažnejšie rozpory: medzi ekonomikou a človekom, resp. spoločnosťou, a medzi ekonomikou a prírodou, resp. životným prostredím.

Rozpor ekonomika – človek sa prejavuje v neúnosnej disproporcii medzi rastúcou produkciou bohatstva a prehlbujúcou nerovnomernosťou jeho rozdeľovania. Najbohatšie 2 % obyvateľstva vlastní viac ako polovicu svetového bohatstva, zatiaľ čo chudobná polovica len 1 %. Príjmy 225 najbohatších sa rovnajú príjmom 2,7 miliardám najchudobnejších (t. j. 40 % svetovej populácie) (Glenn – Gordon, 2007, s. 10); 358 najbohatších ľudí planéty vlastní približne rovnaký majetok ako najchudobnejšia polovica ľudstva. Ročný objem pomoci rozvojovým krajinám je 7-krát menší ako ročné splátky ich úverov. Tieto krajiny od začiatku 70. rokov už viacnásobne (cca 11-krát) splatili svoje dlhy, no ich zadlženosť sa zvýšila cca 5-násobne. Do roku 2030 hrozí, že počet ľudí, ktorí budú musieť vyžiť z 1 – 2 dolárov na deň, sa zvýši z 2 na 4 miliardy. Ešte vyhrtenejší a antihumánnejší aspekt tohto rozporu je v tom, že zväčšovanie bohatstva tvorí rastúci podiel produktov vyrábaných a spotrebúvaných vplyvom umelo vyvolaných potrieb agresívnou reklamou, zbrojením a pod., teda rastúcim mrhaním a plytvaním zdrojmi. Vojenské výdavky v roku 2007 prekročili 1,2 bilióna USD a tým výrazne aj úroveň, ktorú dosahovali v rokoch studenej vojny (Krejčí, 2009, s. 376 – 377).

Rozpor ekonomika – príroda, resp. životné prostredie hrozí apokalyptickým vyústením. Mnohonásobné zvyšovanie intenzity koristníckeho čerpania prírodných zdrojov ignorujúce ekologické náklady je v hlbokom rozpore s racionálnym hospodárením. Narastajú zjavné a skryté konflikty a boj o ovládnutie energetických a vodných zdrojov, obývatel'ného územia atď. Na prelome 80. a 90. rokov nastal nebezpečný zvrät. Ekologická stopa na obyvateľa začala prekračovať biokapacitu Zeme, globálna výroba a spotreba o 25 %

prekračuje reprodukčnú schopnosť planéty, pričom 1/5 obyvateľov spotrebuje 90 % prírodných zdrojov. Klimatické zmeny postupne nadobúdajú hrozivé rozmery, absorpčná kapacita lesov a oceánov na CO₂ je 3 – 3,5 mld ton, no ľudstvo ho produkuje 7 mld ton. Hroziace oteplenie o 3° C bude znamenať zmenu hraníc more – zem, hladomor pre 400 mil. ľudí, ročné škody 150 – 300 mld USD a pod. (Glenn – Gordon, 2007, s. 18).

Údaje ilustrujúce mimoriadnu závažnosť uvedených rozporov navodzujú zásadnú otázku, aké spoločensko-ekonomické procesy ich generujú, že výsledne mohli vyústiť do globálnej ekonomickej krízy. Na rozdiel od široko prezentovaných značne povrchných interpretácií sa pokúsime ukázať, že to môžu spôsobiť len hlbinné, dlhodobé nazrievajúce a vzájomne podmienené procesy. Ich dôsledky bolo fungovanie ekonomiky doteraz schopné v udržateľnej miere prekonávať takými formami adaptácie, ktoré mali vytvárať dodatočný priestor zhodnocovania kapitálu. Už od 60. rokov je možné zaznamenať politickoekonomické analýzy, ktoré odhaľovali, že expandujúci finančný sektor a rastúce zadlžovanie v relácii k HDP fungujú ako primárny liek proti tendencii k stagnácii ekonomiky.⁶⁶ K tomu, aby kapitalistická ekonomika mohla rásť, musí neustále hľadať nové zdroje dopytu pre obrovské prebytky, ktoré generuje. Extrémne rastúca nerovnomernosť príjmov a distribúcie bohatstva vedie k výraznému obmedzovaniu spotrebného dopytu nízko-príjmových skupín obyvateľstva. To sa, prirodzene, premieta do hromadenia nadbytočných výrobných kapacít a do obmedzovania investícií. Výsledkom je rastúci prebytok kapitálu, ktorý nenachádza v reálnej ekonomike potrebný zhodnocovací priestor. Bolo potrebné nejakým spôsobom nahradzovať chýbajúci reálny dopyt, dodatočne vytváraným hoci virtuálnym dopytom. Na jeho generovanie bol nevyhnutný expandujúci finančný sektor umožňujúci na základe kumulujúceho sa zadlžovania poskytovať dodatočný dopyt ako faktor rastu.

Pozrime sa teraz na základné aspekty načrtnutého procesu. Budeme pritom vychádzať z vývoja ekonomiky USA, ktorá je nielen najrozvinutejšia, v nej vzniklo aj epicentrum súčasnej krízy a doteraz rozhodujúcim spôsobom ovplyvňovala i globálny vývoj svetovej ekonomiky a jej súčastí.

⁶⁶ Bol to napríklad časopis *Monthly Review* pod redakčným vedením H. Magdoffa a P. Sweezyho, kde sa tieto otázky široko diskutovali (Foster – Magdoff, 2009, s. 91).

Ukážkovým modelom extrémne príjmovej polarizácie ako jednej z fundamentálnych príčin je vývoj miezd a plátov v USA. Základnú charakteristiku znázorňuje graf 3.2.

Graf 3.2
Podiel miezd a plátov na HDP v Spojených štátoch amerických



Prameň: Foster – Magdoff (2009), s. 130.

Graf 3.2 ilustruje značne strmý pokles podielu miezd a plátov z takmer 52 % v roku 1960 na 45,5 % v roku 2005. Reálne mzdy zamestnancov súkromných firiem (mimo poľnohospodárstva) napriek mohutnému rastu produktivity a ziskov od roku 1972, keď dosiahli najvyššiu úroveň 8,99 dolára, do roku 2006 klesli na 8,24 dolára.⁶⁷ Extrémny nárast polarizácie vynikne, ak porovnáme príjmy 90 % dolného príjmového spektra s 0,01 % na jeho vrchole. Kým v období 1950 – 1970 na každý dolár prvej skupiny pripadalo 162 dolárov druhej skupiny, tak medzi rokmi 1990 – 2002 to už dosiahlo 18 000 dolárov (Foster – Magdoff, 2009, s. 130).

Tento vývoj sa zákonite premietal do relatívne sa znižujúceho dopytu a spôsoboval, že korporácie boli konfrontované s problémom obmedzeného odbytu ich produkcie. V dôsledku toho dochádzalo k dlhodobému poklesu

⁶⁷ Ide o ekvivalent reálnej hodinovej mzdy z roku 1967 (Foster – Magdoff, 2009, s. 130).

využívania priemyselných kapacít. Výstižne to ilustruje graf 3.3. Vyplýva z neho, že od roku 1970 do roku 2005 sa využitie priemyselných kapacít znížilo z 85 % na takmer 78 %.

Graf 3.3

Využitie priemyselných kapacít v Spojených štátoch amerických



Prameň: Foster – Magdoff (2009), s. 132.

Obrovské prebytky kapitálu v priebehu uplynulých troch dekád nenachádzali uplatnenie v reálnej ekonomike, čo sa prejavilo v tom, že hoci podiel ziskov na HDP od roku 1985 do roku 2005 vzrástol z cca 5,5 % na vyše 8 %, tak podiel čistých súkromných investícií klesol zhruba zo 4 % na necelé 2 % (Foster – Magdoff, 2009, s. 133). Narastajúce problémy v procese čistej tvorby kapitálu vyvolali presmerovanie ziskov. Namiesto na kapacitotvorné investície začali v rastúcej miere smerovať do finančného sektora, ktorého expanzia, rozširujúce sa spektrum produktov prevažne špekulatívneho zamerania malo poskytovať priestor na využitie kapitálu prebytočného z hľadiska reálnej ekonomiky. Tento fakt vyvoláva zdanlivý dojem, že finančné investície a finančné zisky akoby „vytesňovali“ reálne investície lukratívnejšími príležitosťami. V skutočnosti bázická príčina spočíva v charaktere kapitálovej akumulácie, ktorá neposkytuje dostatok zhodnocovacích príležitostí, zadržáva sa a je sprevádzaná hromadením dlhov, ktoré sa stali mohutnou

pákou podpory rastu. Spomalenie zadlžovania preto ohrozuje rast a udržanie rastu je v rastúcej miere závislé od zadlžovania, ktoré nadobudlo obrovské rozmery.

Priestor na bezprecedentný trend zadlžovania bol možný len v rámci extrémnej expanzie svetových finančných trhov, kde doterajšia podoba globalizácie prebieha najdynamickejšie a kde nebezpečne prekračuje hranice udržateľnosti rozvoja. Kombinácia deregulácie, liberalizácie, možností prekonávania obmedzení času a priestoru pomocou informačno-komunikačných technológií (IKT) a inováčnej diverzifikácie finančných produktov mimoriadne zrýchliła extrémnu asymetrickú expanziu finančných trhov. V rokoch 1995 – 2005 vzrástol svetový HDP o 52 %, no kapitalizácia na burzách o takmer 400 %. Ak začiatkom 80. rokov sa ročný objem finančných operácií pohyboval od 1 do 1,5 bil. dolárov, dnes sa denne realizujú finančné operácie v objeme 1,5 – 2 bil. dolárov. Analogicky, pomer medzi ročným svetovým exportom a ročným obratom svetových finančných trhov sa zvýšil z pomeru 1 : 12 na viac než stonásobok. Zo 100 dolárov, ktoré v priebehu sekundy zmenia majiteľa, 98 nie je pokrytých výrobou činnosťou a službami, ale ide o rôzne formy špekulatívnych virtuálnych finančných tokov. Globalizácia síce v istom zmysle prispela k efektívnejšej alokácii finančných zdrojov, zníženiu transakčných nákladov a komfortu operácií, no neúnosne zväčšila asymetriu a odtrhnutosť finančnej sféry od reálnej ekonomiky, odbúranie jej kontrolných mechanizmov, rastúce riziká kríz a ich devastujúce dopady na reálnu ekonomiku.

Tabuľka 3.1

HDP a zadlženie podľa jednotlivých sektorov USA *

Roky	HDP	Celkové zadlženie	Domácnosti	Finančné firmy	Nefinančné podniky	Vláda (lokálna, štátna a federálna)
1970	1,0	1,5	0,5	0,1	0,5	0,4
1980	2,7	4,5	1,4	0,6	1,5	1,1
1990	5,8	13,5	3,6	2,6	3,7	3,5
2000	9,8	26,3	7,0	8,1	6,6	4,6
2007	13,8	47,7	13,8	16,0	10,6	7,3

* Federálna zložka miestneho, štátneho a federálneho zadlženia zahrnuje iba záväzky verejnosti. Celkový federálny dlh v roku 2007 aj s dlhom federálnych agentúr dosahoval 51,5 biliónov dolárov.

Prameň: Foster – Magdoff (2009), s. 121.

Je evidentné, že tento charakter vývoja finančného sektora generujúceho podmienky čoraz neúnosnejšieho zadlžovania ako hlavného faktora v podstate fiktívneho rastu nemôže pokračovať donekonečna. Bolo len otázkou času, kedy sa tento mechanizmus musí rozsypať. Je však až ohromujúce, do akých rozmerov pomocou neho narástlo fungovanie ekonomiky USA na dlh.

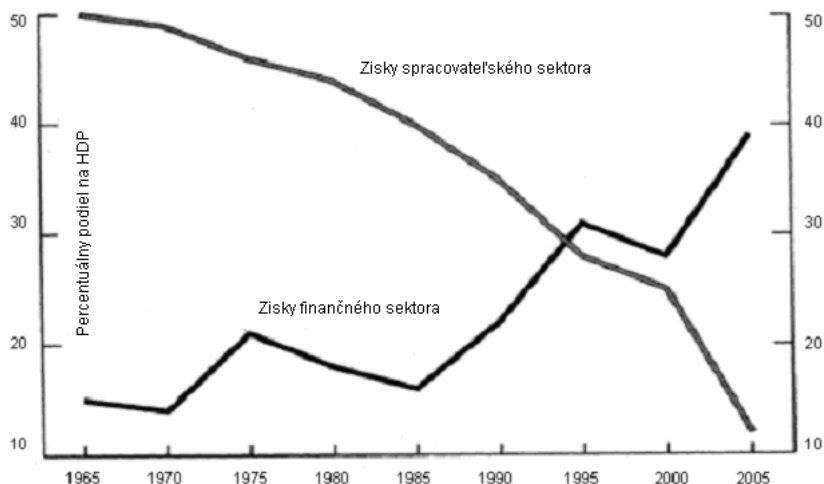
Z tabuľky 3.1 vyplýva, že v sledovanom období sa HDP USA zvýšil 13,8-krát, no celková zadlžovanosť zhruba 32-krát a v roku 2007 dosiahla cca 3,5-násobok hrubého domáceho produktu. Od roku 1970 enormne vzrástla zadlženosť vlády, nefinančných i finančných firiem, pričom zadlženosť domácností sa vyšplhala na úroveň celého HDP. Proces financionalizácie ako progresívny posun ťažiska od výroby k finančníctvu je charakteristický tým, že kľúčovým komplementárnym javom enormne rastúcej zadlženosti je zásadná zmena vo vývoji ziskov v nefinančnom i vo finančnom sektore. Kumulatívny nárast celkového dlhového zaťaženia⁶⁸ vo vzťahu k HDP sa z úrovne 151 % v roku 1959 zvýšil na astronomických 373 % HDP v roku 2007 (Foster – Magdoff, 2009, s. 123). Pre finančný sektor to bol mohutný stimul na jeho expanziu a zdroj obrovských ziskov. Finančný sektor sa premenil na akúsi obrovskú nadstavbu nad reálnou ekonomikou, ktorá začala fungovať od nej čoraz viac akoby nezávisle a odtrhnuto. Možno to dokumentovať na vývoji reálneho rastu HDP a enormnom raste ziskov vo finančnom sektore USA. Zatiaľ čo priemerný rast HDP v jednotlivých dekádach mal nasledovný klesajúci trend: 60. – 4,4 %; 70. – 3,3 %; 80. – 3,1 %; 90. – 3,1 % a 2000 – 2007 –2,6 % (Foster – Magdoff, 2009, s. 129), tak zisky finančných a nefinančných korporácií ešte v 70. rokoch rástli zhruba rovnakým tempom, no v priebehu 90. rokov nadobudol vývoj ziskov finančného sektora nezávislý, priamo exponenciálny rast. V dôsledku toho sa diametrálne zmenil podiel zisku finančného a nefinančného sektora na HDP.

Z grafu 3.4 vidieť, že zatiaľ čo v roku 1965 pripadalo na zisky finančného sektora 15 %-ný a na zisky spracovateľského sektora 50 %-ný podiel na HDP, tak v priebehu 90. rokov sa situácia radikálne zmenila. V roku 2005 už zisky finančného sektora dosiahli takmer 40 %-ný podiel, zatiaľ čo podiel

⁶⁸ Ide o dlhové zaťaženie firiem finančného a nefinančného sektora, domácností a vlády na miestnej, štátnej a federálnej úrovni.

ziskov spracovateľského sektora klesol až na 12 % HDP. Zdanlivo paradoxne sa javí skutočnosť, že zisky sa presunuli do toho sektora ekonomiky k USA, ktorý je najviac zadlžený (porovnaj tab. 3.1). Vysvetlenie tohto „zázraku“ treba začať hľadať v tom, že korporácie pôsobiace v tomto sektore v ne-bývavej miere využívali, resp. zneužívali pákový efekt, keď na jeden vlastný dolár často nabrali aj tridsať vypožičaných a všetko investovali. Bolo to možné preto, lebo banky mnohonásobne požičiavali viac, ako umožňovalo obozretné podnikanie.⁶⁹

Graf 3.4
Vývoj podielu zisku spracovateľského a finančného sektora v USA vyjadrený v % HDP



Poznámka: Na základe päťročných kľúčových priemerov ziskovosti.

Prameň: Foster – Magdoff (2009), s. 55.

Ak ešte v 70. rokoch ťažisko ekonomiky bolo vo výrobných kapacitách, ktoré vtedy pomerne skromne obsluhoval finančný sektor, tak v priebehu 80. rokov sa situácia už zásadne zmenila. Finančný sektor expandoval relatívne

⁶⁹ Posledný prieskum v USA odhalil 20 bánk, ktoré rozpožičiavali tridsaťkrát viac, ako boli ich depozity (Vaško, 2009, s. 29).

nezávisle od výrobnjej základne a nadobudol špecifickú kľúčovú úlohu poskytovať priestor na zhodnocovanie prebytočného kapitálu a jeho rozmnožovanie ako finančného kapitálu. Zaujímavé je, že proces financionalizácie sa neobmedzoval len na rastúci počet a podiel finančných korporácií, ale že aj veľké priemyselné korporácie a bohaté aglomerácie sa čoraz viac popri materiálnej výrobe začali venovať finančným transakciám, ktoré v stále väčšej miere určujú pravidlá riadenia finančných tokov nefinančných firiem (Krippner, 2005). Mohutným impulzom financionalizácie sa stala sila IKT. Ani nie tak tým, že tieto technológie umožnili efektívnejšiu realizáciu finančných transakcií, hoci sám tento fakt má tiež zásadný význam. Podstatné bolo to, že prostredníctvom IKT sa dal dosiahnuť omnoho väčší objem finančných operácií a nebývalá inovačná rozmanitosť finančných produktov. Oboje predstavovalo živnú pôdu pre čoraz špekulatívnejší charakter fungovania finančného sektora. Finančné korporácie pritom venujú veľkú pozornosť vývoju metód, ktorými sa minimalizujú riziká ich operácií, presnejšie, ktorými sa riziká zahmlievajú a zreťazene posúvajú na iných investorov. Pod vplyvom objavu nových, tzv. revolučných metód riadenia rizik⁷⁰ sa vytváral dojem, že s rastom zadlženosti v kombinácii so špekuláciou vznikla dlhodobou udržateľná štruktúrna zmena založená na finančných trhových inováciách. A. Greenspan o nej nadšene napísal: „Nielenže sa jednotlivé finančné inštitúcie stali menej zraniteľnými voči otrasom zo strany pôvodných rizikových faktorov, ale dokonca i finančný systém ako celok sa stal odolnejším.“⁷¹

Pravda, vysokosofistikované metódy eliminácie rizík vychádzajú z predpokladov, ktoré nepostihujú ich hlboké systémové príčiny. Nanajvýš dočasne rozšíria priestor, resp. čas, v ktorom sa závislosť podnikania od rastu finančného sektora ešte zachováva ako prostriedok virtuálneho rastu ekonomiky a ziskov.

Finančný sektor ako čoraz neprirodzenejšia virtuálna nadstavba sa nemôže rozširovať celkom odtrhnuto od reálnej produktívnej ekonomiky. Odtrhnuto od tvorby hodnôt v reálnej ekonomike nadobúda hromadiaci sa finančný kapitál stále viac nominálny až fiktívny charakter. Vytvára sa totiž

⁷⁰ Za ich rozpracovanie boli napríklad udelené aj ceny za ekonómiu na pamiatku A. Nobela H. M. Markowitzovi, W. F. Sharpemu a M. Millerovi.

⁷¹ Túto myšlienku A. Greenspana z roku 2004 citoval New York Times 9. októbra 2008.

z predaja a nákupu papierových aktív, pričom sa iracionálne predpokladá, že ich cena bude, bez ohľadu na jej výkyvy, dlhodobo rásť. Preto nemôže ani odvrátiť nevyhnutné budúce finančné zúčtovanie kumulujúcich sa nesplatených záväzkov. Financializácia a ňou aktívne stimulovaný, umelo nafukovaný rast zákonite vyúsťujú do kolapsu špekulatívnych bublín. Ich praskanie nadobúda charakter procesu, ktorý sa opakuje na vyššej a riskantnejšej úrovni so stále ničivejšími dopadmi, ktoré sa však rozkladajú extrémne nerovnomerne. Zatiaľ čo veľké finančné korporácie sa dokážu pomerne dobre chrániť nielen množstvom rafinovaných investičných poisťiek a metód, ako prenášať straty na subjekty, ktoré sa nachádzajú na nižších hierarchických úrovniach, ale navyše, nezriedka ich „z kaluže“ ťahá aj vláda, a tak väčšinu strát inkasujú drobní investori, zamestnanci, spotrebitelia a ekonomiky rozvojových krajín.

V kontexte s načrtnutou genézou príčinných súvislostí súčasnej globálnej krízy je zrejmé, že na jej reálne prekonanie nemôžu stačiť rôzne „kozmetické“ úpravy fungovania globálnej ekonomiky, resp. globálneho finančného sektora. V proklamatívnej rovine to čiastočne zaznelo aj v kontexte londýnskeho summitu G 20. Cestou z krízy by malo byť „pretvorenie globalizácie“ na základe celosvetového súboru pravidiel pre finančné trhy, koordinovaným nasadením zdrojov na oživenie ekonomiky, pomoci rozvojovým a transformujúcim krajinám a ohľadupľnejšieho prístupu k životnému prostrediu. Generálny tajomník OSN Pan Ki-mun a bývalý viceprezident USA Al Gore zdôrazňujú, že synchronizovaná globálna recesia vyžaduje globálnu odpoveď. Tá by sa mala koncentrovať na naštartovanie novej ekologickej globálnej ekonomiky, reformy svetového finančného systému a na komplex politik zameraných na prekonávanie chudoby (HN, 7. 4. 2009). Francúzska ministerka financií Christine Lagarde zdôraznila nevyhnutnosť redefinovať základné princípy finančného systému, globálne monitorovať všetky finančné trhy a všetkých aktérov na nich, spoluprácu všetkých štátov v boji proti finančným rizikám pri sprísnení globálnych pravidiel a ich dodržiavaní, zaviesť nové pravidlá auditu, zamedziť rozhadzovačné odmeňovanie finančných manažérov a vyjadriť solidaritu s rozvojovými krajinami (HN, 2. 4. 2009). Všemožné snahy navodzovať optimistickjšie očakávania vyhláseniami o „zelených výhonkoch“ oživenia, o dosiahnutí dna, o viere trhov, že svetová

ekonomika a znížené výnosy korporácií a finančných firiem už ukazujú svetlo na konci tunela, vážne spochybnil profesor N. Roubini. Argumentuje, že záporný rast americkej ekonomiky v tomto roku a rast v budúcom roku, ako aj rast čínskej ekonomiky budú horšie ako tzv. konsenzuálne predpovede. Straty bánk a finančných inštitúcií odhaduje na 3,6 bilióna dolárov pri pôžičkách a cenných papieroch vydaných v USA a 1 bilión dolárov vo zvyšku sveta. Náznaky zlepšovania amerických a svetových akciových trhov považuje za dočasné. Opätovný tlak na znižovanie cien akcií a ďalších rizikových aktív považuje za nevyhnutný z troch dôvodov. Prvým budú horšie makroekonomické ukazovatele a tempo oživenia oproti očakávaniu. Takisto očakávaný obrat k lepšiemu v oblasti výnosov a ziskov korporácií a finančných inštitúcií bude pomalší vzhľadom na slabý hospodársky rast, deflačné tlaky a pribúdajúcu platobnú neschopnosť firiem. Napokon, keď si investori uvedomia masívnosť strát bánk, a dokonca aj insolventnosť niektorých z nich, tak finančné šoky budú tiež horšie oproti očakávaniam. Firmy, ktoré vo veľkej miere investovali na dlh, najmä do hedžových fondov, budú v situácii, že majú predávať nelikvidné aktíva na nelikvidných trhoch. Roubini preto dospel k záveru, že globálna recesia bude trvať dlhšie a oživenie bude slabšie oproti tzv. konsenzuálnym očakávaniam (HN, 21. 4. 2009). Ešte kritickejšie stanovisko zaujíma J. E. Stiglitz. Záchranne programy bankového sektora nemôžu byť podľa neho úspešné, lebo sú skôr zamerané na pomoc Wall Streetu než na vytvorenie životaschopného finančného systému. Program nie je dostatočný na rekapitalizáciu bankového systému, je poznačený konfliktom záujmov a spôsob výkupu nelikvidných aktív neumožní stanovenie ich cien. Výsledkom bude obohatenie investorov na úkor daňových poplatníkov (SME, 20. 4. 2009). Na inom mieste Stiglitz priamo pomenúva FED ako významného aktéra, ktorý kombináciou vytvárania nadmernej likvidity a odkladaním regulácie významne prispel k finančnej kríze a teraz to chce naprávať zaplavovaním ekonomiky ďalšou likviditou. Považuje to za opatrenie, ktoré môže nanajvýš pribrzdiť zhoršovanie situácie, a zároveň spochybňuje schopnosť FED-u plynulo stiahnuť obeživo, keď sa ekonomika začne oživovať. Za kľúčový faktor krízy považuje slabý globálny agregatívny dopyt, ktorý významne „pomáhala“ nahrádzať americká rozhadzovačnosť, resp. neschopnosť žiť iba z vlastných zdrojov a expandujúci finančný sektor sústredený na

lov, na výnosy pomocou divokého pákového obchodovania. V súvislosti s protikrizovými opatreniami zdôrazňuje, že nepotrebujeme iba dočasné stimuly, ale nevyhnutné sú dlhodobé riešenia smerované na reálne vytváranie globálneho dopytu. Ich základom by mal byť zásadný zvrät vo vývoji extrémnej príjmovej polarizácie k jej zmierneniu progresívnym zdanením a reálnym navršením pomoci bohatých štátov chudobným na úroveň 0,7 % HDP. Zároveň je potrebné orientovať rozsiahle investície, reagujúce na výzvy a nové potreby vyplývajúce z globálneho otepľovania. Za dôležitú súčasť dlhodobého riešenia krízy Stiglitz považuje aj nahradenie doterajšieho už prekonaného rezervného systému založeného na doláre novým globálnym rezervným systémom (Project Syndicate, HN, 17. – 19. 4. 2009).

Z doterajšieho charakteru protikrizových opatrení a ich globálneho smerovania vyplýva, že nebudú zásadnejšie pôsobiť na zmiernenie extrémnej polarizácie príjmov a bohatstva. Skôr naopak, ukazuje sa, že kríza najviac postihne najchudobnejšie vrstvy a krajiny, teda tých, ktorí by mohli vytvárať väčší reálny dopyt a tým prispievať k zmysluplnému oživovaniu ekonomiky. Výzvy na vytvorenie novej globálnej architektúry finančného sektora a jeho účinnú reguláciu sa v praxi realizujú tak „ústretovo“ voči globálnym finančným kruhom, aby v zásade nenarušili zvrátenú logiku financilizácie ako kľúčového faktora stimulujúceho vytváranie náhradného, presnejšie, fiktívneho, rastúcim zadlžovaním živého dopytu neúprosne smerujúceho ku kolapsu špekulatívnych bublín. Nie náhodou sa už objavujú opodstatnené obavy, že v dohľadnej budúcnosti je veľmi pravdepodobné vytvorenie bubliny štátnych dlhopisov, emitovaných v obrovských objemoch, ktorých splatnosť je založená na nanajvýš vratkom predpoklade dlhodobého rastu ekonomiky.

3.2. Charakter a mechanizmy hospodárskej krízy

Vývoj hospodárskej recesie prebiehajúcej v rokoch 2008 a 2009 nastoľuje niekoľko základných kľúčových otázok.

1. Je problémom nedostatok likvidity? A je problémom objem toxických úverov, ktoré zmrazujú finančné toky medzi podnikateľskou sférou a bankovou sférou?

2. Je problémom nedostatočná regulácia? Takže hlavným nástrojom riešenia súčasnej krízy je zvýšenie kontrolných mechanizmov na jednotlivých úrovniach a zvýšenie kontroly celého finančného sektora ako komplexného systému?
3. Je súčasná kríza krízou cyklickou, alebo ide o krízu, ktorá súvisí s celkovými štruktúrnymi zmenami v jednotlivých ekonomikách?

Z tohto hľadiska na to nadväzuje aj otázka:

4. Aká môže byť predpokladaná dĺžka hospodárskej krízy vzhľadom na skúsenosti z kríz v posledných 20 – 25 rokoch?

K ďalšej úvahe o charaktere a mechanizmoch hospodárskej krízy možno konštatovať tieto skutočnosti alebo fakty.

Za posledných dvadsať rokov došlo približne k deviatim krízam len v samotných Spojených štátoch amerických. Dĺžka recesie bola v priemere 11 mesiacov. Došlo k prepadu indexov na akciových trhoch v hodnote 50 – 60 %. V podstate najtvrdšia recesia trvala spravidla 5 – 7 mesiacov. Môžeme konštatovať, že takýto priebeh bude mať aj súčasná kríza? Ukazuje sa, že táto kríza pravdepodobne potrvá podstatne dlhšie a má iné štrukturálne dôvody. Problém je, že hlavné faktory krízy sa objavujú v podstate už od roku 2000 – od kolapsu akcií technologických trhov. Súvisí to s celým mechanizmom súvislostí viazaných jednak na finančný sektor, jednak na podnikateľskú sféru. Podnikateľská sféra sa dlhé obdobie, minimálne od roku 1993, dostávala do problémov prefinancovania svojich investičných a iných expanzných akcií. Väčšina podnikov musela úverovať svoje akcie predovšetkým emitovaním podnikových dlhopisov. Emitovanie podnikových dlhopisov súviselo síce s hodnotením ratingovými agentúrami, avšak podobne ako pri audítorskom hodnotení jednotlivých firiem dochádzalo k nadhodnocovaniu reálnej hodnoty aj akcií emitovaných v podnikovej sfére. Vznikol duálny finančný systém, pri ktorom malé a stredné firmy boli finančne sanované predovšetkým rôznymi formami štátnej pomoci, a sčasti úvermi bankovej sféry. Na druhej strane, veľké podniky národného alebo nadnárodného typu boli financované predovšetkým emitovaním akcií na kapitálových trhoch. Tento dualizmus sa postupne premietal do vytvárania ďalšieho významného piliera finančného systému. Banky sa začali orientovať na poskytovanie

úverov obyvateľstvu. S tým súvisí aj úverová expanzia v posledných 18 – 20 rokoch, pri ktorej došlo k nárastu spotrebných a hypotekárnych úverov pre obyvateľstvo v rozsahu stoviek percent. Výsledkom bola situácia nielen z hľadiska reštrukturalizácie, smerovania a činnosti bankového sektora, no znamenalo to aj zásadné preskupenie finančných tokov v rámci vytvárania zdrojov na úverovanie podnikateľskej sféry, bánk, ale i obyvateľstva. Obdobie 90. rokov, a takisto aj obdobie nového milénia je poznačené narastajúcim dlhom jednotlivých krajín. Väčšina vlád, osobitne v EÚ, ale aj v krajinách juhovýchodnej Ázie a Južnej Ameriky sa snažila udržať základné sociálne štandardy. Z tohto hľadiska však bolo nutné získať dostatočný objem finančných prostriedkov a väčšina rozpočtov – národných rozpočtov sa dostáva do zásadnej dilemy. Na jednej strane sú to postupne sa zvyšujúce výdavky súvisiace s rastom výdavkov na penzijné systémy a zdravotníctvo, pretože v týchto dvoch systémoch dochádza k najvýznamnejšiemu nárastu výdavkov, a na druhej strane je to zmenšovanie objemu rozpočtových zdrojov.

S tým súvisí aj celková zmena v oblasti priamych a nepriamych daní. V podstate už v polovici 90. rokov národné vlády pochopili, že možnosť získavať dostatočné finančné prostriedky prostredníctvom priamych daní je významne limitovaná, a preto ťažisko pozornosti preniesli na získavanie prostriedkov z nepriamych daní, predovšetkým spotrebných daní a dane z pridanej hodnoty. Logickým dôsledkom tohto poznania je postupný pokles priamych daní právnických a fyzických osôb v krajinách OECD, kde došlo k poklesu zo 42 % na súčasných 23 – 24 %. Tento pokles zrejme bude pokračovať a súvisí priamo s hospodárskou krízou. V hospodárskej kríze súčasného typu sa totiž podniky dostali do neriešiteľnej situácie, na ktorú sa snažia reagovať výrazným znížením vlastných nákladov. Toto zníženie je, paradoxne, limitované niektorými ďalšími procesmi, ako je napríklad zmena štruktúry zamestnávania pracovnej sily, prechod na rôzne časové a iné formy pracovných úväzkov, a tým aj vytvorenie novej možnosti flexibilného riešenia zamestnanosti. Ukazuje sa, že niektoré americké alebo európske firmy riešia súčasnú situáciu nie priamo prepustením pracovníkov, ale zavedením nových – pružnejších, flexibilnejších foriem práce, ako je napríklad flexibilné časové konto, uvoľňovanie pracovníkov na určitý čas so 60 % mzdy, zavádzanie iba určitej pracovnej činnosti počas niekoľkých dní – nie

plného pracovného týždňa, ako aj niektoré ďalšie flexibilné formy časového využitia pracovných síl. S tým súvisí aj nutnosť znižovať výdavky v podnikoch vo väzbe na procesy *outsourcingu* a *offshoringu*, čo sa už určitým spôsobom realizovalo, avšak ukazuje sa ako čoraz dôležitejšie, pretože v prípade tlaku na situáciu v podnikoch dochádza k častejším odchodom týchto podnikov do daňových rajov.

Už aj v Českej republike alebo v Poľsku, môžeme hovoriť o tisícoch firiem, ktoré zúčtovávajú svoje firemné výsledovky v *daňových rajoch*. Prevažná väčšina odchádza do daňových rajov na Cyprus, Barbados a pod. V súčasnosti je to v len v Českej republike takmer 9 tis. významných firiem, ktoré preniesli svoje zdaňovacie miesta do týchto daňových rajov. Celkový nárast počtu daňových rajov na zhruba 7 800 súvisí najmä s novou úlohou finančných centier, novými mechanizmami zúčtovania daní a novým prístupom národných i nadnárodných firiem k finančným transakciám. Čoraz viac sa do popredia dostáva nielen otázka sadzieb dane, keď prechod firmy do daňového raja je stimulovaný výškou korporátnej dane, ale stále častejšie je to aj otázka značného zjednodušenia administratívno-byrokratických podmienok činnosti firiem. Mechanické spoliehanie sa na výšku dane je však problematické, pretože výška priamej korporátnej dane je skôr faktorom ovplyvňujúcim iba živnostníkov a malé firmy. Stredné a veľké firmy, osobitne nadnárodné firmy, ktoré sú významnými tvorcami príjmov štátnych rozpočtov, na túto podmienku nereagujú a do iných častí sveta odchádzajú z iných dôvodov. Možno teda očakávať, že celkový priebeh recesie, pokiaľ bude dlhšia, povedie k rýchlejšiemu odchodu týchto firiem do daňových rajov. Rozširovanie daňových rajov, legislatívne podmienky ich činnosti i ďalšie skutočnosti sú neporovnateľne väčšie ako počas krízy v roku 1929, ale aj ako situácia po druhej svetovej vojne. Snaha OECD o kontrolu alebo eliminovanie činnosti daňových rajov a finančných centier z roku 1998 sa ukázala ako problematická. Analýzy vyhodnotenia účinnosti boja proti daňovým rajom ukázali, že v podstate došlo iba ku kozmetickým úpravám a delenie na tzv. priateľské a nepriateľské daňové raje neobmedzilo neustály nárast počtu firiem, ktoré sú oficiálne alokované v daňových rajoch. Na to nadväzuje aj ďalší významný fenomén platný pre oblasť finančného sveta, a to je systém kontroly.

Kontrolné mechanizmy

Všeobecne sa tvrdí, že k súčasnej recesii došlo predovšetkým pre zlyhanie kontrolných mechanizmov. Ak však urobíme analýzu mechanizmov, ktoré sa prijali predovšetkým na nadnárodnej úrovni v posledných 10 – 12 rokoch, možno konštatovať, že sa prijal celý rad tvrdých legislatívnych noriem, ktoré vo svojej podstate mali stransparentniť nielen činnosť finančných trhov, ale aj podnikovej sféry. Ide predovšetkým o Sarbanesov-Oxleyho zákon, ktorý bol prijatý v USA po krachu firmy Enron a firmy WorldCom. Ukázalo sa, že jedným z najväčších problémov týchto firiem bola netransparentnosť finančných operácií, možnosť tunelovania vnútorných rezerv nielen vlastných kapitálových zdrojov, ale predovšetkým podnikových penzijných schém. Bola to však aj otázka úplného uvoľnenia mechanizmov v rámci firmy z hľadiska účtovných princípov. Práve preto legislatíva, prijatá pod názvom Sarbanesov-Oxleyho zákon, znamenala významný zásah do činnosti vnútrofirémnych informačných a finančných tokov. Pre väčšinu firiem to v podstate znamenalo aj zásadné prehodnotenie z hľadiska uvádzania akcií na kapitálové trhy, a zároveň aj stransparentnenie novej činnosti auditorov vo vzťahu k hodnoteniam firiem. V prvých dvoch rokoch pôsobenia Sarbanesov-Oxleyho zákon skutočne začal vnášať oveľa väčšiu transparentnosť do činnosti väčšiny kľúčových korporácií v USA. Postupne ale dochádzalo, paradoxne, k druhému javu, keď veľká časť firiem, ktorá spravidla uvádzala svoje akcie na Newyorskej burze, začala vďaka Sarbanesovmu-Oxleyho zákonu prenášať svoje firemné akcie na európske trhy, a to predovšetkým na Londýnsku burzu. Súviselo to totiž s tým, že splnenie podmienok tohto zákona vyžadovalo pomerne rozsiahle finančné zdroje na prehodnotenie účtovných a informačných mechanizmov v rámci firiem. Na základe toho firmy zvolili jednoduchšiu stratégiu prechodu na kapitálové trhy, v ktorých miera kontroly a transparentnosti emitentov akcií, ale aj obchodníkov s cennými akciami bola podstatne nižšia a na základe toho aj náklady na uvádzanie akcií boli podstatne menšie.

Sprísnenie v oblasti kontrolných mechanizmov sa týkalo aj operácií v bankovom sektore. Nejde len o smernicu Bazilej I, ale najmä o pripravovanú smernicu Bazilej II, v ktorej sa po ôsmich rokoch prípravy konečne dosiahla

zhoda medzi európskym a americkým bankovým systémom. Pritom nové princípy koncipovania miery rizikovosti jednotlivých úverov z hľadiska portfólia finančnej inštitúcie znamenali podstatné zvýšenie nárokov na kvalitu hodnotenia rizikovosti poskytnutých úverov, vytvárali omnoho väčší priestor na flexibilné vytváranie oprávok a rezerv na krytie poskytnutých úverov a znamenali zásadné zvýšenie zodpovednosti bánk za definovanie vlastnej situácie. Keď zoberieme do úvahy otázku *fondov*, tiež môžeme uviesť niekoľko smerníc, ktoré upravovali činnosť či už hedžových alebo otvorených alebo uzavretých podielových fondov. Vo väčšine prípadov ide nielen o stanovenie predpísanej štruktúry portfólia z hľadiska jednotlivých aktív, definovanie povinných záväzkov voči akcionárom týchto fondov, čo sa týka osobitne hedžových fondov, ale je to pôsobenie aj kontrolných mechanizmov v oblasti investičných aktivít z hľadiska teritórií či produktov, ktoré tieto fondy kupovali. Postupné rozšírenie záväzných smerníc pre penzijné fondy zároveň prinieslo pomerne výrazné definovanie povinnosti vhodne štruktúrovať portfóliá penzijných fondov. Pochopenie významu penzijných fondov ako nového druhu investorov súčasne znamenalo, že došlo k stanovovaniu dvoch podielov – buď v rovine minimálneho podielu, alebo v rovine maximálneho podielu vlastníctva štátnych cenných papierov domácej alebo zahraničnej proveniencie či vlastníctva podnikových akcií, pričom miera rizikovosti bola pomerne striktno určená. Tým boli určené aj podmienky na dosiahnutie žiaducej miery zhodnocovania penzijných úspor v rámci jednotlivých podnikových schém aspoň na úrovni prevyšujúcej o 1 % mieru ročnej inflácie. Teoreticky vzaté, jednotné smernice upravujúce činnosť penzijných fondov tak, ako ich prijala Európska únia v rokoch 2002 – 2003, znamenali v podstate zníženie rizikovosti činnosti penzijných fondov. Problémom zostáva, že niektoré druhy penzijných fondov, napríklad podnikové penzijné schémy, napriek všetkým hodnoteniam zostávali relatívne voľné a flexibilné, čo sa v konečnom dôsledku vo väčšine prípadov aj prejavilo vytunelovaním veľkej časti prostriedkov, ktoré boli sústredené v podnikových penzijných schémach.

Treba ale uviesť, že dôsledky problémov penzijných fondov v USA a v EÚ sú odlišné. Kým v USA vo väčšine prípadov podnikové penzijné systémy tvoria 40 – 60 % z celkovej sumy kumulovaných dôchodkov, v EÚ dosahujú v podstate iba 10 – 15 % z celkovej výšky kumulovaných dôchodkov. Z tohto

hľadiska sa problémy penzijných fondov v USA, ktoré investovali do nehnuteľností, ukázali ako podstatne horšie a s tvrdším dopadom ako pri rovnakej stratovosti v európskych podmienkach.

Ak k tomu pridáme skutočnosť, že dochádzalo k významnému angažovaniu predovšetkým tzv. neziskového sektora v oblasti investičných operácií a v oblasti fondov *private equity* – ide hlavne o účasť nadácií a rôznych neziskových združení pri investičných operáciách realizovaných cez tieto fondy –, a zároveň došlo približne k trom skupinám úprav, ktoré definovali otázku zodpovednosti pri financovaní a expanzii investičných aktivít pre jednotlivé druhy fondov, možno povedať, že dekáda 1995 – 2005 bola charakteristická mimoriadne veľkým objemom legislatívnych úprav, ktoré upravovali činnosť jednotlivých subjektov na finančných a kapitálových trhoch.

Na druhej strane však paralelne s procesom koncentrovania a zvyšovania kontroly dochádzalo k procesom uvoľňovania na finančných trhoch, najmä v oblasti komoditných trhov, kde legislatívne úpravy zhruba z rokov 2006 a 2007 vytvorili priestor na podstatne rýchlejšie obchodovanie v rámci komoditných trhov a na podstatne nižšie zábezpeky. Čo však treba považovať za kľúčové, je to, že v posledných troch rokoch sa vytvoril obrovský priestor na využívanie pákového efektu pri všetkých finančných a investičných operáciách – či už pri finančných derivátoch alebo pri investičných aktivitách. Výsledkom bolo nevyhnutné zvýšenie objemu obchodov na komoditných trhoch o viac ako 600 %, markantné zvýšenie špekulatívnych obchodov predovšetkým s produktmi energetických médií a s potravinami, a v konečnom dôsledku došlo k veľkému rozkývaniu cien týchto komodít na svetových trhoch. Logickým výsledkom bolo nielen hromadenie problémov na národnej úrovni, ale aj vytváranie celkovej instability v rámci napríklad vývoja cien ropy a plynu na svetových ropných a plynárenských trhoch. Na túto skutočnosť ale nadväzovali niektoré ďalšie problémy. Obrovská expanzia v rámci hypotekárnych úverov bola spojená nielen s dôsledkami nárastu generácie *baby boomers*, ktorí odchádzali do dôchodku a ktorých počet predstavuje asi 60 mil. v USA a okolo 50 mil. v EÚ, ale súvisí aj so snahou týchto skupín populácie zabezpečiť si vhodné podmienky na dožitie. Ak penzijné podnikové schémy sa ukazujú stále problematickejšie, niet sa čo čudovať, že táto skupina, ktorá mala relatívne veľký objem úspor, zároveň chce

tieto úspory zhodnotiť a v tomto ohľade sa budovanie rezidenčných nehnuteľností v atraktívnych regiónoch zdalo ako najpriateľnejšia forma investície. Pritom, paradoxne, rezidenčné nehnuteľnosti sa stali obrovským hýbateľom hypotekárnych trhov vo všetkých krajinách – od USA cez Španielsko, krajiny juhovýchodnej Ázie, Latinskej Ameriky, až po Spojené arabské emiráty. Celkový rozsah investícií, ktorý sa realizoval v oblasti hypoték na nehnuteľnosti, predstavuje sumu asi 7 bil. USD, čo predstavuje dvojnásobok sumy vynaloženej v oblasti obchodov internetových firiem v rokoch 1996 – 2000. Súbežne s tým však postupne narastali problémy z hľadiska splácania hypotekárnych úverov, pričom došlo k diferencovanej situácii. Na jednej strane krajiny, ako Saudská Arábia, Dubaj, Katar a pod., boli schopné financovať svoju expanziu investovania do nehnuteľností zo zdrojov získaných z predaja ropy a plynu, na druhej strane krajiny, ako Španielsko alebo USA, nemohli vnútorné problémy pri splácaní kompenzovať príjmami z predaja týchto energetických a iných surovín. To všetko vyústilo do postupného kumulovania problémov, ktoré sa objavovali najskôr v oblasti hypoték, neskôr prechádzajú do oblasti kreditných kariet, čo súvisí s celkovým životným štýlom odlišným v USA a EÚ, a presúvania problémov do oblasti podnikových dlhopisov, a nakoniec to vyúsťuje do celkových problémov finančného sektora. Možno teda konštatovať, že obdobie poslednej dekády bolo na jednej strane charakteristické výrazným sprísňovaním kontrolných mechanizmov, no na druhej strane výrazným uvoľňovaním kontrolných mechanizmov v niektorých segmentoch finančných trhov. Celkový nárast obchodov hedžových fondov a rozširovanie fondov *private equity*, ako je skupina Carlyle Group, viedol síce k výraznému zvýšeniu ponuky voľných kapitálových zdrojov, čo sa prejavilo v podstate v benevolentnejšom úverovaní mnohých projektov a aktivít na akciových trhoch, avšak v celom rade prípadov išlo o bohatstvo tvorené virtuálne. Veľká časť fondov obchodovala skôr s finančnými derivátmi a s finančnými produktmi, než by reálne vytvárala zabezpečenie týchto produktov, prípadne vytvárala reálne efektívne zdroje. V tomto ohľade, keďže všetkým vyhovovalo virtuálne hromadenie bohatstva podporované činnosťou audítorských skupín, a zároveň podporované aj vládami, ktorým to dovoľovalo vykazovať výrazný hospodársky rast, umožnilo to vytvorenie veľmi nebezpečného mixu, ktorý sa začal kumulovať zhruba od roka 2005.

Prvé varovné signály prichádzali od roku 1992, keď vzniklo len v USA približne päť kríz, ale prejavovalo sa to aj postupným nárastom kríz v juhovýchodnej Ázii, v Rusku, v Latinskej Amerike, pokračovaním trvalej krízy v Japonsku a prehľbovaním vnútorných rozporov v krajinách, ako je Veľká Británia či Írsko. Vznikol paradoxný jav: na jednej strane išlo o významné faktory vykazované ako hospodársky rast (Írsko, Portugalsko, Španielsko), na druhej strane, čím rýchlejší bol rast, tým väčšia krehkosť tohto rastu viedla k jeho zrýchľovaniu. Vznikla rozpornosť, pri ktorej síce bolo možné hovoriť o výraznom boome nových ekonomík, ktoré prešli tzv. reformami, v skutočnosti však kľúčovú časť tohto rastu tvorili dva fenomény: jednak príchod transnacionálnych firiem, ktoré získavali stále väčší vplyv na celkový tok tovarov, služieb, ale aj financií v globálnom svete, jednak vytváranie bublinovitých mechanizmov v rámci vybraných segmentov svetových trhov – či už išlo o nehnuteľnosti, obchod s energetickými médiami, obchod s potravinami alebo infraštruktúrne siete.

Musíme takisto upozorniť na ďalší fenomén, ktorého význam sa enormne zrýchľoval zhruba od roku 1998. Išlo o postupné *rozvinutie novej generácie technológií* v oblasti telekomunikačného sektora. Postupné predávanie licencií 3G, 4G, licencií na MSM viedlo ku kombinovaniu veľmi nebezpečných úverov v rámci finančného aj podnikateľského sektora. Pôvodné predstavy o ďalšej generácii komunikačných technológií hovorili o návratnosti v priebehu 4 – 6 rokov. Preto pri predaji licencií na jednotlivé druhy komunikačných systémov, ktoré realizovali európske vlády v rokoch 1998 – 2001, sa zdalo, že nejde o rizikové investície, a preto finančné ústavy, osobitne v EÚ, poskytovali dostatočný objem finančných prostriedkov na uskutočnenie týchto procesov. Musíme si uvedomiť, že len na nákup licencií 3G a MSM sa v Európskej únii vynaložilo viac ako 400 mld eur úverov a investícií, pričom očakávaná návratnosť 4 – 6 rokov sa postupne, vzhľadom aj na určitý nedobre odhadnutý obchodný model, ukázala ako reálna v podstatne dlhšom časovom horizonte. To viedlo k tomu, že banky síce vykazovali aktíva a pohľadávky voči telekomunikačným firmám v rozsahu prevyšujúcom 380 mld eur, avšak reálna návratnosť požičaných prostriedkov bola podstatne nižšia. Tento rozsah sa umŕtvoval ešte aj tým, že postupne dochádzalo k realizácii nových komunikačných projektov, pričom niektoré projekty, ako

je napríklad projekt IRIDIUM, nakoniec skolabovali finančne aj vecne. Iné projekty, ako je tzv. okruh okolo Afriky, ktorý slúžil na vybudovanie optických káblov pre počítačové systémy, bol síce technicky zvládnutý, no reálna výnosnosť z tohto projektu sa pohybuje na úrovni zhruba 30 – 40 %. Na to nadväzovali aj ďalšie problémy, ktoré súviseli s celkovým stavom finančného sektora. Rozsah zábezpek, poskytovaný bankami, bol podstatne menší ako objem rizikovosti jednotlivých úverov. Pretože všetci očakávajú schválenie Bazilej II, a zároveň došlo k zmenám aj v mechanizmoch a kontrolných systémoch v rámci poisťovníctva Solvency II, banky začali postupne uvoľňovať objem oprávok a rezerv viazaných na fyzické úvery. Ak vezmeme do úvahy, že samotné schválenie Bazilej II sa predlžovalo v podstate v horizonte troch rokov, ale banky sa už na prijatie týchto štandardov pripravovali, znamenalo to postupné uvoľňovanie finančných zdrojov.

Vznikol kontroverzný jav. Na jednej strane vlády ráтали s tým, že za zavedenie Bazilej II by mohli len v samotnej EÚ uvoľnením oprávok a rezerv viazaných v bankovom sektore získať 800 mld – 1 bil. eur dodatočného kapitálu. Keďže vlády podporovali malé a stredné podniky predovšetkým preto, že držali lokálnu miestne viazanú zamestnanosť a ich vnútorné finančné zdroje boli už vyčerpané, považovalo sa za potrebné využiť tieto zdroje, uvoľnené z bankového sektora, hlavne na úverovanie malých a stredných firiem. Predpokladaný zdroj by mal stačiť na zabezpečenie činnosti malých a stredných firiem v podmienkach EÚ minimálne na 4 – 5 rokov. Zároveň, na druhej strane, prebiehal aj mechanizmus hodnotenia v oblasti akciových a kapitálových trhov.

Proces fúzií jednotlivých lokálnych búrz viedol nielen k vytváraniu väčších európskych búrz, ale predovšetkým vytváral priestor na podstatne flexibilnejšie úverovanie najmä v nových členských štátoch. Pretože vo väčšine prípadov sa uskutočnila privatizácia a následný odpredaj bánk na úrovni vlád zahraničným investorom, väčšina vlád v strednej Európe v snahe o lukratívny odpredaj oddžila banky, výsledkom čoho bolo na jednej strane zvýšenie dlhovej záťaže pre jednotlivé štáty, avšak na druhej strane vznikla skupina bánk, ktoré boli dcérskymi inštitúciami materských bánk, no oproti materským spoločnostiam mali neporovnateľne nižší objem problémových úverov.

V tejto súvislosti možno vidieť aj obraz súčasnosti, keď kľúčová časť európskych toxických úverov je viazaná predovšetkým na materské banky, ale ich dcérske spoločnosti, získané v rámci procesu privatizácie v strednej a vo východnej Európe, týmito problémovými úvermi zaťažené nie sú. Špecifikom napríklad nemeckého bankového sektora je okrem toho aj zadlženosť vo dvoch ďalších blokoch. Je to zadlženosť krajinových vlád a miestnych samospráv, ktorá prevyšuje sumu 250 mld eur, a druhý problém je spojený s celkovým objemom toxických úverov nemeckej Bundesbank. Tento problém nie je natoľko častý v iných členských štátoch EÚ, či už v krajinách Beneluxu alebo v krajinách, ako je Španielsko, Portugalsko, Taliansko či Grécko.

Odlíšnosť problémov, odlišnosť mechanizmu zlých úverov a problémy v oblasti kontrolných mechanizmov, ktoré sa vyvíjali predovšetkým na globálnej európskej úrovni, vytvorili veľmi zvláštny mix, ktorého analógiu v doterajšom vývoji nemožno nájsť.

Je to analógia, ktorá súvisí so zostrovaním procesu kontroly nad finančnými trhmi, čo ešte posilňovali jednotlivé kolapsy buď finančných inštitúcií, ako je banka Northern Rock, alebo to boli problémy veľkých podnikových systémov – v Spojených štátoch amerických to bol kolaps firiem Enron a WorldCom, a v Európskej únii to bol napríklad krach firmy Parmalat. Pri tom musíme upozorniť na zásadnú skutočnosť. Vo väčšine prípadov síce došlo k vyšetrovaniu v týchto firmách, ale spravidla, okrem pár výnimiek, nikto z manažmentov týchto firiem nebol potrestaný. Naopak, boli vyplácané ďalšie zlaté padáky pri výmenách manažmentov týchto firiem. Navyše, v mnohých prípadoch, ako bol prípad Parmalatu, poskytla pomoc aj vláda, ktorá vzhľadom na veľkosť firmy jej nedovolila padnúť, no zároveň nedovolila, aby došlo k očisteniu – reálnemu očisteniu tejto firmy.

Problémy financovania

Musíme upozorniť ešte na niekoľko zvláštností vývoja predovšetkým koncom 90. rokov a v novom miléniu. Postupná expanzia úverovania podnikov prostredníctvom kapitálových trhov sa v skutočnosti koncentrovala na tri odvetvia. Najväčšie úverovanie emitovaním akcií prebiehalo v energetickom

a automobilovom sektore, a čiastočne to doplňovala oblasť elektronického spotrebného priemyslu a farmaceutických firiem. Upozorňujeme na to preto, lebo vlastne dnes existujúci objem emitovaných podnikových dlhopisov za samotnú Európsku úniu predstavuje sumu viac ako 3 bil. eur. Len v roku 2009 je splatných 801 mld eur podnikových dlhopisov, v USA je to asi 630 mld USD. Tento obrovský objem podnikových dlhopisov nebude možné nahradiť roamingovými dlhopismi, pretože väčšina veriteľov, vzhľadom na problémy hospodárskej krízy, očakáva zaplatenie v hotovosti. V podnikovej sfére sa stále viac ukazuje, že nie je dôležitá len inovatívna produkcia, alebo len komunikácia so zákazníkom, ale v krízových podmienkach sa rozhodujúcim už stáva vlastníctvo finančnej hotovosti. Pokiaľ je v rukách vedenia firmy, firma vo väčšine prípadov prežije, a to dokonca bez ohľadu na projekty znižovania nákladov alebo znižovania počtu zamestnancov či odpredaja distribučných sietí a pod. Rozhodujúcim faktorom sa stal reálny objem likvidity, ktorou vedenia podnikov disponujú. Z tohto hľadiska nemožno očakávať nielen v roku 2009, ale ani v ďalších rokoch, že by dochádzalo k náhrade doteraz existujúcich dlhopisov novými dlhopismi, ktoré by boli emitované vo forme roamingu.

S tým, samozrejme, súvisí aj ďalšia otázka. Od deväťdesiatych rokov, zhruba od roku 1996 vlády, aby sanovali deficitné hospodárenie, odpredávali väčšinu majetku v rukách štátu. Pretože v období 1998 – 2002 už vlastne išlo prevažne o nehnuteľnosti, ktoré vlastnil štát, došlo k masívnym privatizačným procesom, k predaju nehnuteľností. Išlo predovšetkým o komplexy v oblasti zdravotníctva, sociálne byty a pod. Väčšinu z týchto nehnuteľností kupovali *private equity* fondy, ako je skupina Carlyle Group a iné. Tým, že dochádzalo k odpredaju, paradoxne došlo nie k poklesu ceny predávaných nehnuteľností, ale k jej nárastu, čo len umocnilo celkový *nárast hypoték na hypotekárnom trhu*. Problémom sa však stala skutočnosť, že odpredajom veľkých komplexov sociálnych bytov sa vlády dostali do veľmi problémovej situácie. Pokiaľ pokračoval hospodársky rast, väčšina obyvateľov týchto bytov bola schopná splácať svoje základné poplatky. Len čo však došlo k recesii, zvýšila sa nezamestnanosť a pod., značná časť obyvateľov týchto bytov začala mať veľké problémy so splácaním nájomného, čo sa začalo prejavovať v celom rade sociálnych nepokojov napríklad v Grécku, Portugalsku,

Španielsku a v Taliansku. Spôsobilo to však nielen vznik sociálnych nepokojov, ale aj pokles domácej spotreby.

Problémy globálnej spotreby

Keďže väčšina spotrebiteľských úverov sa realizovala na predmety dlhodobej spotreby, pričom zakrývala stagnáciu reálnych príjmov väčšiny populácie, vytvorili sa tým rozhodujúce podmienky na vznik tzv. globálnej krízy spotreby. Teoreticky vzaté, jednou zo stratégií bol predpoklad, že kľúčovým bude trh luxusných predmetov. Tento trh sa pôvodne koncentroval v teritóriu USA a EÚ, kde boli vybudované dost' výrazné kapacity. Úverové expanzie týchto firiem boli kryté poskytnutím úverov od komerčných bánk v hodnote prevyšujúcej sumu 300 mld USD. Vyzeralo to tak, že produkciu týchto firiem bude možné dobre umiestniť na trhoch nových krajín, a to predovšetkým na čínskom trhu. Koniec koncov, 200 mil. nových bohatých Číňanov sa javilo ako dostatočný trh pre svetové luxusné firmy.

Ukázalo sa však, že hospodárska recesia znamenala nielen pokles hospodárskeho rastu a nárast hospodárskych problémov, ale začala vymazať aj veľkú časť bohatstva tejto novej generácie bohatých ľudí. To sa týkalo nielen ruských oligarchov, ale v podstate skupiny najbohatších ľudí v mnohých krajinách sveta. Súviselo to aj s tým, že ich bohatstvo v skutočnosti nebolo vytvorené reálnymi hodnotami, ale išlo skôr o bohatstvo vytvorené špekulatívnymi obchodmi, a predovšetkým obchodmi s finančnými derivátmi. Z tohto hľadiska nastal paradoxný jav: spotreba sa redukovala nielen v kategórii strednej triedy, ktorá bola z hľadiska objemu a množstva rozhodujúca na udržanie výrobných kapacít, ale došlo aj k redukovaniu spotreby v kategórii najbohatších, v dôsledku čoho sa prehĺbuje celkový prepád globálnej spotreby.

Vlády zároveň rozbehli obrovské množstvo projektov najmä v oblasti *infraštruktúry*. Aj keď v rokoch 2000 – 2006 došlo k určitému umrtneniu investícií v oblasti energetického sektora či dopravy, vlády naďalej udržiavali pomerne rozsiahly objem verejných objednávok a verejných stavieb. Celková realizácia týchto stavieb prispievala k utlmeniu rizík vyplývajúcich z globálnej recesie a globálnej spotreby, avšak bolo otázkou času, kedy aj tento

druh spotreby narazí na svoje hranice. Pokusy riešiť to formou PPP projektov sa však ukázali ako veľmi problematické hlavne preto, lebo vo väčšine prípadov sa vyberali projekty, ktoré neboli finančne samonosné a pri ktorých bol pomerne reálny predpoklad, že v ich budúcom prevádzkovaní nebude zaručená dostatočná ziskovosť tak, aby sa naplnili očakávania investorov a v drvivej väčšine prípadov bude musieť mechanizmy financovania prevziať štát. To len prehĺbilo vnútornú zadlženosť jednotlivých ekonomík a viedlo k dosť značným problémom v štátnej dlhovej službe vo väčšine krajín EÚ.

Kreatívne účtovníctvo, ktoré používalo napríklad Nemecko v rokoch 2003 – 2006, bolo, samozrejme, nielen porušením Paktu stability a rastu, ale z hľadiska celkového hodnotenia finančných tokov a riešenia problémov bolo aj neprijateľné. Reformy trhov práce, ktoré sa pripravovali v Nemecku za kancelára Schrödera, vo Francúzsku a v niektorých ďalších krajinách sa buď nerealizovali, alebo sa realizovali iba polovičato. Zmrazenie životných nákladov v USA vďaka dovozu lacného čínskeho tovaru bolo udržateľné iba po určitý čas, pokým zadlženosť americkej populácie nedosiahne kritickú hranicu. Veľmi významne k tomu prispel aj krach technologických firiem, pretože americké domácnosti viac ako 80 % svojej finančnej likvidity pred rokom 2000 presunuli do nákupov akcií korporácií na akciových trhoch, a to predovšetkým technologických trhoch, ako je Nasdaq a Neumarkt v EÚ. Po kolapse cien technologických firiem v roku 2000 však prevažná časť americkej populácie stratila značnú časť svojich finančných úspor. V Európskej únii tento fenomén nebol natoľko významný, lebo došlo k strate približne len 15 % celkového rozsahu úspor, avšak pre USA to malo zásadný a deštruktívny vplyv. Preto aj Bushova a Clintonova administratíva rozhodli o zväčšení rozsahu úverovania nízkopříjmových skupín.

V Európskej únii sa problémom ukázali náklady špecifického typu. Nemecko po zjednotení v roku 1990 predpokladalo postupne rýchle oživenie východonemeckých krajín. Na ich reštrukturalizáciu poskytlo viac ako 1,5 bil. mariek, avšak reálny efekt sa doteraz neprejavil. Nielenže sa zhruba 1 mil. Nemcov premiestnilo z východných krajín do západných krajín, ale najväčší problém spočíva v tom, že mnohé rekonštruované projekty bytovej výstavby, obnovy priemyselného potenciálu a pod. sa ukázali ako značne problematické

a do dnešného dňa neprinášajú reálne efekty. Takto možno povedať, že zjednotenie Nemecka síce politicky prinieslo opätovné vytvorenie jedného nemeckého štátu, avšak ekonomicky znamenalo obrovskú záťaž pre štátne financie. V dôsledku toho bolo nutné obmedziť financovanie projektov v oblasti výskumu, vzdelávania, infraštruktúry a pod. Vo Francúzsku sa napriek všetkým snahám jednotlivých vlád v roku 2000 nepodarilo uskutočniť ani reformy trhu práce, ani reformy penzijného systému, ani reformy zdravotníctva. V tomto ohľade možno povedať, že väčšina krajín, s výnimkou Holandska a Dánska, neuskutočnila zásadné štrukturálne reformy, boli to skôr kozmetické úpravy predovšetkým v oblasti trhov práce, penzijných systémov a zdravotníctva. To všetko viedlo k trvalej potrebe vysokého financovania týchto blokov z prostriedkov štátnych rozpočtov, čo len prehľbovalo rozsah vnútorného zadlžovania a dlhovej služby, a zároveň postupne hromadilo objem veľmi problémových úverov. Tento mix nebolo možné ovplyvniť kontrolnými mechanizmami, pretože išlo o záujem štátov na udržanie sociálnych štandardov a sociálneho modelu, a teda z tohto hľadiska sa nehodnotila miera rizikovosti poskytovaných úverov.

Musíme upozorniť ešte na jednu významnú skutočnosť. V podstate od roka 2000 dochádza k značným problémom v oblasti *energosektora*. Nejde len o dosiahnutie cenových vrcholov v rokoch 2007 a 2008, ale prejavili sa aj veľké oscilačné výkyvy, ktoré zneisťovali celkový vývoj situácie na trhu energetických médií. Navyše, realizované *blackouty*, ku ktorým došlo v rokoch 2003 a 2005, ako aj obdobie veľkých klimatických zmien predovšetkým v letných obdobiach, spojených s výraznými energetickými šokmi, ohrozili celú energetickú sústavu. Napriek diskusiám o vytvorení spoločnej energetickej politiky, prepojení jednotlivých energetických systémov, o vytvorení štruktúry zásobníkov zabezpečujúcich nielen zásobovanie plynom, ale aj vytvorenie pohotovostných rezerv v oblasti dodávania silovej energetiky, spoločná energetická politika stále zostáva iba snom, a to tak dovnútra fungovania vlastných paneurópskych energetických sietí, ako aj navonok, pri rokovaniach s dodávateľmi energetických médií z okolitých krajín. Treba síce oceniť snahu Francúzska o uzavretie zmlúv s Líbyou na dodávky kvapalného plynu, avšak v podstate znova išlo skôr o riešenie vnútorných problémov Francúzska než problémov krajín EÚ. Problémy v oblasti energosektora

súviseli aj s tým, že prebudovanie technického systému distribučných sietí bude vyžadovať rozsiahle investície. Pomerne nízke investovanie do nových energetických zdrojov v období 2001 – 2007 znamená, že v budúcich 15 rokoch bude musieť EÚ investovať zhruba 800 – 900 mld eur do budovania nových energetických zdrojov. Pritom vzhľadom na dĺžku výstavby nových zdrojov možno očakávať riziko *blackoutov* minimálne v období 2009 – 2011.

Na to nadväzuje posledný blok problémov, a to je *spoločná poľnohospodárska politika*. Realizácia ekologických projektov v oblasti emisií CO₂ sa sústreďovala predovšetkým na priemyselný sektor. To súviselo aj so stanovením celkového objemu národných emisií pridelených Európskou úniou jednotlivým národným vládam a snahami o obchodovanie s emisnými povolenkami, čo však vzhľadom na úsporné programy a dôsledky recesie vyznelo veľmi problematicky, keďže došlo k takým významným prepadom v oblasti produkcie, že sa ľahko splnili národné kvóty emisií a tie sa spravidla predávali do iných krajín mimo teritória EÚ.

Problémom sa ukázalo aj samotné poľnohospodárstvo, pretože z hľadiska emisií CO₂ vystúpila na povrch aj otázka produkovania metánu veľkochovmi hovädzieho dobytku a ošípaných, a takisto niektoré druhy používania pesticídov pri pestovaní poľnohospodárskych plodín. Európska únia sa zároveň nechcela otvoriť dovozu potravín z rozvojových krajín, zostáva rezervovaná v otázke otvorenia rokovania vo WTO, a napriek všetkým snahám môžeme dnes hovoriť o dvojakom protekcionizme. Je to protekcionizmus na úrovni národných vlád, kde najvýraznejším príkladom je Francúzsko, ale aj protekcionizmus medzi EÚ a rozvojovými krajinami. Nehovoríme, samozrejme, o sérii obchodných sporov medzi EÚ a USA. Takto sa stalo, že pri faktoroch, ktoré by mohli znamenať napríklad zníženie cien dovážaných potravín, ale aj pri faktoroch súvisiacich s celkovou štruktúrou finančných príjmov a výdavkov európskeho rozpočtu, nedošlo k zásadnému zvratu. Ak si uvedomíme rozsah komunitárnych noriem, ktoré dnes usmerňujú ekologické procesy, môžeme hovoriť, že ich dosah je väčší ako pri smerniciach pre finančný sektor. Na ochranu spotrebiteľov pritom EÚ prijíma stále prísnejšie kontrolné mechanizmy tak na úrovni národných vlád, ako aj na úrovni EÚ ako celku. Problém teda nie je v otázke regulačných mechanizmov, ale v dôslednosti ich uplatňovania.

Nízka kontrola ratingových agentúr dovolila, aby napriek sprísneniu hodnotenia účtovníctva podnikovej sféry, či už to boli normy MIFID alebo niektoré ďalšie, došlo k nárastu rizikových fenoménov v podnikovej sfére, čo sa v plnej nahote odrazilo v čase hospodárskej recesie.

Musíme upozorniť ešte na jeden moment, a to je pokračujúca tendencia preferovania exportu pred podporou domácej spotreby v samotnej EÚ. Dnes Európska únia zhruba 34 % produkcie vyváža na trhy Spojených štátov amerických a 31 % na ázijské trhy. Iba zvyšok zostáva umiestňovaný na trhoch EÚ. Pri takomto vysokom podiele exportu to znamená určité preberanie rizikovosti v prípade problémov v iných krajinách. Fenomén domácej spotreby sa neposilňoval, lebo stále sa spoliehalo na to, že nová vrstva bohatých obyvateľov napríklad v Číne a v Indii vykompenzuje problémy s prípadným dopytom v samotnom teritóriu EÚ. To viedlo aj k tomu, že mnohé oblasti v EÚ zostávali naďalej veľmi zaostalé. Týka sa to nielen Portugalska, Španielska alebo Grécka, ale aj takých krajín, ako je napríklad Holandsko a Dánsko. Polarizácia regionálneho typu, ktorá sa prejavuje stále výraznejšie aj vo veľkých krajinách (Nemecko alebo Francúzsko), viedla k prehĺbovaniu sociálnych rozdielov, čo sa prejavilo nielen vo všeobecnom narastaní sociálnych rozdielov, ale predovšetkým v ďalšom prepade vnútornej národnej spotreby aj v týchto veľkých ekonomikách.

Vstup nových členských štátov do Európskej únie znamenal nové obrovské podnikateľské príležitosti pre väčšinu podnikov z EÚ 15. Zároveň znamenal vznik významných štrukturálnych efektov, ktoré pramenili práve zo skutočnosti, že pracovné sily v nových členských štátoch a ich mzdová náročnosť boli mimoriadne nízke. To dovolilo väčšine podnikov, ktoré investovali v nových členských štátoch, získať dlhodobý štrukturálny efekt. Problémom je, že tento štrukturálny efekt sa nevyužil na celkový rozvoj miezd, zvýšenie domácej spotreby, dobudovanie infraštruktúry a pod., ale cez daňové raje bol transferovaný skôr mimo teritória EÚ. Toky mimo teritória Európskej únie potom v konečnom dôsledku znamenali, že stále väčšia časť získanej profitability sa nepoužívala na rozvoj hospodárstva tak, ako to bolo v doterajšej hospodárskej stratégii.

Špekulatívne daňové systémy

Ak vezmeme do úvahy postupný presun zdaňovacích a riadiacích centier, zúčtovacích centrál väčšiny kľúčových európskych firiem mimo teritória materských krajín, teda mimo Nemecka a Francúzska, dochádzalo stále k väčšiemu a väčšiemu odlevu finančných tokov mimo teritória EÚ, čo sa prejavilo nielen poklesom príjmov národných rozpočtov, ale aj zmenšením celkového objemu prostriedkov, ktoré mala EÚ k dispozícii. Ak smernice o boji proti špinavým daňovým rajom mali viesť k výraznému stransparentneniu finančných tokov, dnes sa uvažuje o tom, že sa sprísnia podmienky pre firmy, ktoré sú evidované v týchto daňových rajoch; malo by sa to týkať mnohých firiem (nemecké, americké alebo francúzske firmy), ktoré umiestnili svoje zúčtovacie centrum v daňových rajoch. Je zrejmé, že národné vlády si v dôsledku hospodárskej krízy čoraz viac uvedomujú problémy, ktoré súvisia s unikajúcimi finančnými zdrojmi. Napríklad vláda Spojených štátov amerických odhaduje straty z titulu umiestnenia zúčtovacích centier amerických firiem mimo teritória americkej jurisdikcie na sumu okolo 150 – 170 mld USD ročne. V Európskej únii je odhad strát vyplývajúcich z umiestňovania zúčtovacích centier mimo teritória EÚ na úrovni okolo 100 – 120 mld eur ročne. Tu treba upozorniť aj na ďalšiu skutočnosť. Mnohé zákony upravujúce činnosť firiem z hľadiska ich daňových a odvodových povinností sú relatívne deravé. Z tohto dôvodu, podľa prieskumu nemeckého ministerstva financií, len v samotnom Nemecku účtovné operácie, ktoré nie sú porušením zákona, ale sú na hrane zákona, pripravujú Nemecko o sumu približne 500 – 550 mld eur ročne. Rozsah takýchto silných tokov financií mimo teritória materských krajín, prípadne mimo teritória materského obchodného zoskupenia, teda EÚ, nemohol zostať trvale bez následkov.

Dôsledkom tohto vývoja bola situácia, keď podniky stále väčšiu časť zarobených finančných prostriedkov presúvali mimo teritória, kde ich zarobili; pritom pripomíname, že transnacionálne kooperácie v poslednej dekáde sa zoštíhlili zhruba o 40 %, ale ziskovú maržu zvýšili o viac ako 35 %. To znamená, že dochádzalo k znižovaniu zamestnanosti nielen procesmi *outsourcingu* a *offshoringu* v prospech málo rozvinutých krajín, ale aj transferom finančných zdrojov mimo teritória materských krajín, a to z hľadiska nových členských štátov v strednej Európe postupne zintenzívňovalo tok návratu

finančných prostriedkov cez dividendy z projektov realizovaných v týchto krajinách strednej Európy. Pretože väčšina zahraničných firiem dostala daňové prázdny a využívala benevolentné daňové predpisy v nových členských štátoch, rozsah finančných tokov v súčasnosti už prevyšuje sumu minimálne 300 mld eur ročne. Tieto prostriedky chýbajú nielen vo finančnej stabilite krajín strednej a východnej Európy, ale stáva sa to aj veľkým problémom pre celú Európsku úniu. Z tohto hľadiska sa oddelené kontrolovanie daňových systémov, odvodových systémov, transferov finančných tokov a zúčtovacích centier ukazuje ako príliš neefektívne. Pravda, ideálnym riešením by bolo vytvorenie komplexného dohľadu nad peňažným, poisťným a kapitálovým trhom vrátane prepojenia informácií. V tomto smere by napríklad smernica o zdaňovaní úrokov v jednotlivých členských štátoch mala byť pravdepodobne rozšírená aj na zdaňovanie dividend za jednotlivé firmy v teritóriu EÚ, aj v teritóriu daňových rajov. Vzhľadom na to návrhy kontroly a kontrolných mechanizmov pri operáciách na kapitálových trhoch, čo napríklad navrhujú USA alebo EÚ, nebudú môcť byť riešením problémov, pretože kľúčovou časťou týchto problémov je vlastne presúvanie prostriedkov medzi peňažným, poisťným, kapitálovým trhom, komoditnými trhmi, ako aj medzi jednotlivými teritóriami prostredníctvom daňových rajov. Z tohto dôvodu je teda nevyhnutná nadnárodná a systémová kontrola finančných tokov takým spôsobom, aby boli postihnuté všetky ich stránky, ktoré existujú v globálnom finančnom svete.

Problémom v Európskej únii sa stáva aj ďalšia skutočnosť. V súčasnosti v rámci liberálneho toku pohybu kapitálu medzi jednotlivými členskými štátmi nie je možné dosiahnuť v rámci kontrolných mechanizmov reálne definovanie vzťahu medzi dcérskymi a materskými spoločnosťami v rámci finančnej inštitúcie, ale aj v rámci podnikateľských subjektov. Transferové ceny a otázka zúčtovacích centier veľkých korporácií mimo teritória EÚ nedovoľujú odhaliť všetky vnútorné finančné toky, ku ktorým dochádza v Európskej únii. Napríklad spoločnosť Volkswagen v Bratislave má svoje zúčtovacie centrum v Bruseli a druhé zúčtovacie centrum je na Cypre, a aj tam kontrola finančných tokov nie je dostatočná. Odhalenia celého radu finančných podvodov a afér v rokoch 2005 – 2007 sa týkali firiem Siemens, Volkswagen i ďalších firiem, pričom transferovanie obrovských súm sa dialo pod heslami nadačných presunov a investičných procesov, fúzií, akvizícií a pod.

Keď sme hovorili o množstve faktorov, ktoré ovplyvňujú doterajší vývoj v tejto oblasti, musíme upozorniť ešte na jeden významný fenomén. Kým v 90. rokoch bežne dochádzalo vo vyspelých krajinách k procesom fúzií a akvizícií v objeme okolo 300 – 500 mld USD ročne, obdobie po roku 2001 je charakteristické extrémnym navýšením rozsahu fúzií a akvizícií, ktoré vo finančnom vyjadrení predstavuje 1 – 2 bil. USD ročne. Navonok to vyzerá tak, ako keby došlo k extrémnemu navyšovaniu voľných zdrojov, ktoré sú určené na financovanie fúzií a akvizícií, avšak uvoľnenie a možnosť použitia pákového efektu znamenali, že s minimálnymi finančnými zdrojmi bolo možné ovplyvňovať fúzie a akvizície v trhových kapitalizačných hodnotách miliárd dolárov. Väčšina akvizícií prebiehala v telekomunikačnom sektore, energetickom sektore a vo farmaceutickom priemysle. Ak si uvedomíme, že to boli práve tieto sektory, ktoré emitovali podnikové dlhopisy, ako aj sektory, v ktorých sa investičné skupiny prejavovali pomocou pákového efektu, a zároveň to boli skupiny, ktoré si na tento účel požičiavali prostriedky od komerčných bánk, máme pred sebou obraz absolútneho prepojenia všetkých finančných tokov, ku ktorým dochádzalo v rámci jednotlivých krajín i medzi krajinami navzájom. Je známe, že 60 – 70 % fúzií sa skončilo neúspechom, pričom pri uskutočnenej fúzii došlo väčšinou k zvýšeniu trhovej kapitalizácie akcií emitovaných firmami, čo na jednej strane vytváralo vnútorný dlh akcií bez ohľadu na reálnu ziskovosť firiem, ale na druhej strane uspokojovalo akcionárov, ktorí získavali dividendy vyplácané práve zo špekulatívnych obchodov jednotlivých firiem pri fúziách a akvizíciách. Tým dochádzalo k virtuálnemu zefektívneniu zdrojov a k reštrukturalizácii firiem, čo nemalo nič spoločné s realitou, no vytváralo veľmi zaujímavé zázemie pre investorov a vlastníkov týchto firiem. Môžeme teda povedať, že došlo k vytvoreniu virtuálnych produktov, derivátov a pod., a to nielen vo finančnom svete, ale vďaka tomuto mechanizmu sa zvyšovala aj virtuálna hodnota akcií, s ktorými sa obchodovalo na akciových trhoch. Na jednej strane to síce posilňovalo zodpovednosť obchodníkov s cennými papiermi, emitentov akcií a pod., avšak na druhej strane sa postupne zväčšovala disparita v miere reálnosti a v miere kontroly jednotlivých akciových trhov. V danej súvislosti musíme konštatovať, že miera kontroly viazaná na americké akciové trhy je dnes vyššia ako miera kontroly viazaná na európske trhy. Pritom, paradoxne, na

väčšine nových trhov, ktoré vznikli napríklad v rámci Varšavskej burzy, Pražskej burzy a pod., akcie energetických firiem tvorili 80 % z celkového rozsahu obchodovaných akcií. A pretože dochádzalo všeobecne k nárastu cien akcií energetických firiem, do tejto oblasti investovali tak penzijné fondy, ako aj ostatné druhy, konkrétne *private equity* fondy. Výsledkom bol znova, podobne ako pri hypotekárnej bubline, nárast hodnoty cien akcií energetických firiem, čo bolo typické predovšetkým v období 2002 – 2006 a súviselo s celkovým vývojom energetickej situácie, osobitne v podmienkach EÚ.

Tento vysoký nárast, podporovaný ešte aj výraznými osciláciami v cene elektrickej energie, ale predovšetkým ropy a zemného plynu, vytvoril ďalšiu bublinu, o ktorej doteraz nehovoríme, a tou je *bublina v oblasti cien akcií energetických firiem*. Postupne, ako vychádzali najavo ďalšie virtuálne objemy hodnôt tvorených v tejto branži, zvyšovala sa aj nervozita väčšiny energetických firiem a objavovali sa snahy postupne zrealniť ich portfóliá. Pravda, objem takto získaných aktív už bol príliš veľký a bez výrazného prehodnotenia majetku a vyplácaných dividend nebolo možné vrátiť sa k reálnej situácii vo väčšine týchto energetických firiem. Dôsledkom tohto vývoja bolo vytvorenie ďalšieho významného bloku strát, pretože v čase hospodárskej recesie a procesu postupného zrealňovania cien akcií došlo práve v oblasti energosektora k najväčšiemu prepadu cien akcií, a keďže väčšinu z týchto akcií vlastnili penzijné fondy a *private equity* fondy, dopad krízy priamo i sprostredkovane zrealnením cien akcií energetických firiem zasiahol najtvrdšie penzijné fondy a investičné fondy, osobitne európskej proveniencie. Keďže časť prostriedkov zostala umŕtvená v úveroch poskytnutých na licencie GSM, časť prostriedkov sa investovala do akcií energetických firiem a časť do veľkých infraštruktúrnych projektov, ktoré však zďaleka neprinášali taký efekt, ako sa očakávalo – napríklad projekt *eurotunela* alebo projekt niektorých rýchlostných tratí v Nemecku a vo Francúzsku – výsledkom bolo pomalé, ale sústavné narastanie problémových úverov.

Problémy likvidity

V Európskej únii však nebol natoľko významný blok problémov v oblasti toxických úverov. Zadlženosť obyvateľstva zďaleka nedosahovala rozmery,

aké boli v USA, a takisto aj zadlženosť jednotlivých vlád nepredstavovala až také vysoké hodnoty ako v Spojených štátoch amerických. Problémom sa však stala postupná kumulácia jednotlivých menších problémových úverov v rôznych odvetviach.

Kým v USA to bol predovšetkým dlh federálnej vlády a hypotekárna bublina, v EÚ to bola séria bublín, ktorá sa vytvorila od hypotekárneho trhu až po podnikové dlhopisy. To, samozrejme, bolo možné odstrániť, pokiaľ by sa jednotlivé bubliny riešili postupne po časovej osi. Keďže však vzhľadom na krízu došlo ku kumulácii týchto bublín v krátkom časovom intervale a súčasne, začal sa aj v Európskej únii vytvárať *problém toxických úverov*, ktorého príčina bola však iná ako v Spojených štátoch amerických, a zároveň vznikala *problém s likviditou*, pretože aj keď európske vlády poskytli balíčky likvidity, hoci menšie ako v USA, znamenalo to naliatie zhruba 500 mld eur reálnej likvidity do bánk. Banky však tieto prostriedky použili na umorenie časti svojich strát, nie na oživenie finančných tokov. Udialo sa presne to isté, čo v USA, kde prvý balíček 239 mld USD a ďalší balíček 300 mld USD banky použili na umorenie časti svojich dlhov. Navyše sa ukázalo, že objem dlhov je neporovnateľne väčší ako balíčky poskytnuté alebo pripravované americkou vládou; v Európskej únii sa tiež ukazuje, že ani bilión eur, ktorý sa dohodol na zachovanie alebo obnovenie hospodárskej expanzie, nebude stačiť. Máme signály, ktoré naznačujú, že kým napríklad FED pôvodne odhadoval celkový objem finančných prostriedkov potrebných na odkúpenie toxických úverov vo výške 800 mld USD, potom 1,5 bil. USD, neskôr dokonca 3 bil. USD, v súčasnosti je to až 5 – 6 bil. USD. Pritom FED priznáva, že má identifikovaných iba približne 40 % problémových toxických úverov a celkový objem potrebných finančných prostriedkov sa bude reálne pohybovať na úrovni 18 – 20 bil. USD. Je zrejme, že pokiaľ by došlo k zrealizovaniu a kumulatívneho spočítaniu finančných prostriedkov potrebných na odstránenie jednotlivých bublín a problémových blokov v európskych podmienkach, pohybovali by sa pravdepodobne na nižšej hladine, ale v každom prípade by to prevyšovalo 10 bil. eur. Taký veľký balíček nebude možné riešiť parciálnymi opatreniami v rámcoch 500 mld eur alebo 1 bil. eur tak, ako sa dohodli jednotlivé národné vlády. Okrem toho vo väčšine prípadov musíme rátať s poslednou zásadnou výhradou. Tieto balíčky sú väčšinou kryté emitovaním

štátnych dlhopisov alebo peňažnej hotovosti. Keďže vlády nechcú urýchliť inflačné tlaky, väčšinou dochádza ku krytiu emitovaním štátnych cenných papierov. Sú to hlavne štátne dlhopisy v dvoj- až päťročnej lehote. Znamená to, že na preklenovacie prostriedky síce máme zdroje, avšak je to relatívne krátka časová dĺžka týchto cenných papierov a do piatich rokov ich vláda bude musieť odkúpiť. Z toho vyplýva potreba získať väčší objem finančných zdrojov, a, samozrejme, vzniká otázka, akým spôsobom vytvoríť rozpočtové príjmy tak, aby sa mohlo realizovať odkúpenie týchto štátnych cenných papierov. A keďže problémom sú priame dane, aj vzhľadom na fakty, ktoré sme uviedli, a pri nepriamych daniach je to problém limitovania spotreby, ak ceny vo väzbe na dane prekročia príliš vysokú hladinu, zostáva pravdepodobne jediná cesta, a tou je rozšírenie majetkových daní s podstatným zvýšením zdanenia majetku. V tomto kontexte sa možno vrátiť k princípu Tobinovej dane, ale nielen z príjmov jednotlivých vlád, ale Tobinovej dane viazanej na najbohatšie štruktúry obyvateľstva v jednotlivých vyspelých krajinách.

Z tohto hľadiska je zrejme, že pokrytie balíčkov, ktoré boli poskytnuté a ešte budú poskytnuté v priebehu roka 2009, vytvorí dlhodobú záťaž rozsiahlej dlhovej služby pre všetky vlády a možno povedať, že to zvýši dlhovú službu o 30 %, možno až o 50 % počas minimálne 5 – 8 rokov. Tým sa zúži manévrovací priestor jednotlivých národných vlád z hľadiska financovania veľkých infraštruktúrnych projektov, ale nastane aj problém s kofinancovaním pri čerpaní európskych štrukturálnych fondov. V tejto situácii dôjde zrejme k stretu dvoch zásadných rozporov:

1. Ak Európska únia prijíma tézu, že žiadna krajina by do roku 2020 nemala platiť do európskeho rozpočtu viac ako v súčasnosti, teda zhruba 1,18 % z ročného HDP, je zrejme, že bude chcieť tlačiť na zníženie čerpania štrukturálnych fondov jednak zvýšením domáceho kofinancovania, jednak revolvingovým úverom pri jednotlivých projektoch. Voči tomu pôjde však druhá situácia, keďže národné vlády nebudú schopné prispievať na kofinancovanie tak, ako doteraz, a bude sa prejavovať tlak národných vlád na zníženie podielu domáceho kofinancovania, alebo minimálne na udržanie tohto podielu na úrovni 5 – 10 %. To bude jeden z významných rozporných problémov do budúcnosti v rámci rozpočtovej stratégie EÚ.

2. Druhým rozporom je otázka zmäkčenia Paktu stability a rastu v rámci určitého časového intervalu a o určitú hodnotu nad stanovený limit 2,99 % z HDP. Ukazuje sa, že bude nutné pristúpiť k iným, objektívnejším, nie flexibilnejším formám hodnotenia jednotlivých krajín vo väzbe na Pakt stability a rastu. Súvisí to nielen s tlakom na zrealnenie hodnotení poskytovaných ratingovými agentúrami, ale aj so zrealnením pohľadu na kreditibilitu jednotlivých krajín.

A podobne ako sa v oblasti podnikovej sféry rozhodujúcim faktorom konkurencieschopnosti a prežitia stáva definovanie dispozičnej, ale aj finančnej likvidity, je veľmi reálne predpokladať, že aj v jednotlivých krajinách sa postupne zvýši tlak na to, aby boli hodnotené nie podľa nominálnych účtovných aktív, ale podľa reálneho objemu finančných prostriedkov, ktoré majú k dispozícii.

Dôsledkom tohto prístupu bude pravdepodobne aj prehodnotenie postoja voči druhému dôchodkovému pilieru. Sociálne poistenie v jednotlivých krajinách patrí k najproblémovjším stránkam ich ďalšieho vývoja. Zavádzanie takých vysokých odvodov do druhého piliera na úrovni 9 %, ako je to na Slovensku, je absolútnou výnimkou, a pravdepodobne skôr možno rátať s tým, že tieto odvody sa upraví na maximálne 3 – 4 %. Vytvorenie jednotného európskeho penzijného trhu, jednotného európskeho pracovného trhu a jednotného európskeho poistného trhu zároveň povedie zrejme k určitej harmonizácii vývoja a odvodov v jednotlivých krajinách, čo sa v konečnom dôsledku prejaví aj v procese harmonizovania spodnej hladiny daného výberu poistného na penzijné a zdravotné poistenie.

V danej súvislosti možno konštatovať, že čím bude kríza hlbšia a dlhšia, tým viac možno zrealniť tlaky na *harmonizáciu vnútorného prostredia* v EÚ, pretože jednotlivé vlády pochopia, že jedine spoločným úsilím bude možné preklenúť zásadné rozpory, ktoré sú nad sily národných vlád. Pochopenie tejto nutnosti je hlavným strategickým predpokladom jednak sformovania a obnovenia konkurencieschopnosti v EÚ, ale predovšetkým obnovenia hospodárskeho rozvoja v nadväznosti na nové chápanie úlohy finančného sektora, vládneho sektora, ale aj eliminácie rizík, ktoré viedli k súčasnému stavu hospodárskej krízy.

3.3. Hospodárska politika vlád a kríza

Súčasná hospodárska kríza položila pred činnosť národných vlád niekoľko zásadných otázok:

1. Ide o obvyklú cyklickú krízu, aké sa vyskytovali v doterajšom vývoji v posledných 20 rokoch?
2. Ide o nový typ krízy, na ktorý musí byť aj reakcia vlád v novej kvalitatívnej rovine?
3. Ako štruktúrovať jednotlivé opatrenia národných vlád vzhľadom na vecný a časový rozmer?

Tieto zásadné problémy postavili vlády do novej, zdanlivo obyčajnej, ale zároveň kvalitatívne odlišnej situácie. Doterajšie krízy, napríklad kríza v roku 1987 či v roku 1992, smerovali skôr do oblasti špekulačných operácií na finančných a kapitálových trhoch, výsledkom ktorých bolo zasiahnutie predovšetkým finančného sektora. Spravidla bolo nevyhnutné z pozície národných vlád stabilizovať situáciu vo finančnom sektore, a prípadne pristúpiť k odkúpeniu toxických úverov alebo problematických cenných papierov. Podobne v roku 1997 takmer došlo ku kolapsu najvýznamnejšieho penzijného fondu LTCM, národné vlády sa však poskladali na finančnú sumu, ktorá tento fond zachránila, dovolila reštrukturalizovať jeho portfólio a tak zabránila kolapsu tohto významného penzijného fondu. Krízy v rokoch 1987 a 1996 vyžadovali významný zásah do finančného sektora, predovšetkým sprísnenie kontroly. Je paradoxné, že zároveň sa v rokoch 1999 – 2002 finančnému sektoru podarilo v Kongrese USA presadiť výrazné uvoľnenie pravidiel finančnej kontroly a takisto regulovanie finančného sektora pod heslom podstatného rozšírenia nových druhov finančných produktov.

Z tohto hľadiska možno konštatovať, že finančný sektor sa zdanlivo javí ako najvýznamnejší problém v súčasnej hospodárskej kríze. V skutočnosti je finančný sektor len jednou časťou globálneho problému súčasnej hospodárskej recesie. Predstava, že hlavný problém spočíva v toxických úveroch, ktoré sa dotýkajú tak bankového sektora, ako aj fondov, a stačí, ak vláda oddlíži tento finančný sektor odkúpením toxických úverov, obnoví sa jeho likvidita i hospodársky rast, bola veľmi lákavá. Preto v podstate už za

Bushovej administratívy pri prepuknutí hospodárskej, vtedy ešte finančnej krízy v roku 2007 sa hlavné ťažisko pozornosti sústreďovalo na dve oblasti:

1. odkúpenie toxických úverov, na ktoré vtedajšia Bushova administratíva vyčlenila viac ako 600 mld USD;
2. operácie Centrálnej banky, ktoré mali viesť k obnoveniu likvidity finančného sektora a znížením úrokových sadzieb k obnoveniu hospodárskeho cyklu.

V skutočnosti nepochopenie hlavnej príčiny hospodárskej krízy viedlo k tomu, že ani stabilizačné kroky finančného sektora sa neprejavili v zastavení hospodárskej krízy a hospodárskej recesie. Naopak, finančná kríza postupne prerastá do krízy hospodárskej a hospodárska kríza postupne prerastá do globálnej svetovej recesie. Nepochopenie príčin súvisí s ďalším významným problémom.

Ak dnes sa konštatuje, že hlavným problémom je *globálna spotreba*, ktorá vo väzbe na príjmovú stratifikáciu narazila na svoje prirodzené hranice, s takouto globálnou spotrebou súvisí aj úverová expanzia predovšetkým v oblasti spotrebných a hypotekárnych úverov, ale aj úverov poskytovaných podnikovej sfére, najmä malým a stredným firmám. Táto situácia sa premietla nielen do výrazného navýšenia úverovej záťaže obyvateľstva, ale aj úverovej záťaže predovšetkým malých a stredných podnikov v každej národnej ekonomike. Toto úverové navýšenie zároveň znamenalo postupné zvyšovanie objemu toxických úverov v celom bankovom sektore, no vlády tento nárast v podstate tolerovali, napriek prijatiu niektorých kontrolných noriem, ako bol Bazilej I alebo Bazilej II. Naopak, vznikla paradoxná situácia, že na jednej strane novopripravované normy presúvali zodpovednosť za štruktúru a hodnotenie rizikových úverov na samotné banky s tým, že záchranná sieť zo strany národných vlád sa mala zmenšovať, v skutočnosti národné vlády priamo stimulovali ďalší nárast úverovej záťaže obyvateľstva a pokračovali v podpore spotreby na úver. Celkový boom, ktorý súvisel aj s výrazným navyšovaním výrobných kapacít, bolo možné riešiť iba ďalším nárastom úverovej expanzie, pretože už by sa dávno narazilo na hranice globálnej spotreby. Tento vývojový trend však mal niekoľko zásadných vnútorných rozporov:

1. Reálne príjmy väčšiny obyvateľstva nerástli ani zďaleka takým tempom, akým rástla celková globálna spotreba.
2. Veľká časť úspor obyvateľstva, osobitne v Spojených štátoch amerických, sa v rokoch 2000 – 2007 stratila z dôvodu špekulatívnych obchodov.

V období 2005 – 2007 úspory v USA, ktoré boli viazané na úspory obyvateľstva a predstavovali 12 bil. USD, boli nenávratne stratené práve vďaka kolapsom jednotlivých finančných sektorov vrátane kapitálových trhov. Takýto výrazný nárast dlhov a na druhej strane strata obrovského objemu úspor sa prejavili jednoznačne v ďalšom náraste spotrebných a hypotekárnych úverov. Celý tento mechanizmus trvalého zadlžovania posilňovali ešte centrálné banky tým, že znižovali výšku úrokových sadziieb, len aby udržali hospodársky mechanizmus. Malo to však dva zásadné momenty:

1. Výška úrokových sadziieb sa pohybuje na úrovni niekoľkých percent, to znamená, že reagenčná schopnosť ekonomiky na taký malý manévrovací priestor je už vyčerpaná.
2. Nízke úrokové sadzby viedli k tomu, že sa získavali lacné peniaze a financovali sa aj spotrebné projekty, ktoré by za iných podmienok nikto neúveroval. Vzniklo teda zásadné riziko poskytovania lacných peňazí na projekty, ktoré boli trvale určené na v podstate problémový vývoj.

Na jednej strane nárast toxických aktív stále nebol hodnotený ako rizikový, pretože nesplácané úvery predstavovali úroveň 2 – 4 % z celkového objemu splátok a z tohto hľadiska nepredstavovali riziko ani pre bankový sektor. Na druhej strane ale postupný nárast problémov súvisiacich s kumulovaním dlhovej služby obyvateľstva viedol k sústavnému navyšovaniu počtu nesplácaných úverov.

Dnes sa objem nesplácaných úverov pohybuje na úrovni 8 % až 12 % a vytvára obrovský blok toxických úverov v bankovom sektore. Národné vlády majú predstavu, že odkúpením týchto toxických úverov je možné bankový sektor zachrániť a obnoviť jeho kredibilitu. Hoci štátne agentúry Freddie Mac a Fannie Mae, ktoré boli hypotekárnymi štátnymi agentúrami, emitovali viac ako 2,5 bil. USD štátnych cenných papierov na krytie hypotekárnej expanzie, v skutočnosti odkúpenie tejto sumy v hodnote 1 bil. USD

neprinieslo zásadný zvrät v oblasti hypotekárneho bankovníctva. Možno však konštatovať, že oddelenie investičného a retailového bankovníctva z čias Veľkej hospodárskej krízy, ktoré existovalo v podstate až do obdobia odstránenia Glassovho-Steagallovho zákona, predsa len bolo určitou poistkou v rámci bankového sektora.

Zrušenie tohto zákona a niektoré ďalšie liberalizačné kroky, uskutočnené po roku 1999, vytvorili riziko obrovskej nekontrolovanej expanzie úverov, no samotné toto riziko nebolo rozhodujúce. Rozhodujúcim sa ukázali nové finančné produkty predovšetkým v oblasti sekuritizácie a finančné deriváty, ktoré už úplne zahmlili reálnu hodnotu a podstatu ceny jednotlivých finančných produktov. To v konečnom dôsledku viedlo ku skutočnej expanzii toxických úverov, k odtrhnutiu finančnej reality od reálneho hospodárskeho života. Oddelenie finančného sveta od vývoja reálnej ekonomiky znamenalo zásadnú *virtualizáciu finančného sektora*.

Z tohto hľadiska snahy národných vlád riešiť situáciu tým, že sa odkúpia toxické úvery, zníži sa úroková sadzba a poskytnú sa štátne dlhopisy na preklenovacie pôžičky, vôbec nezodpovedá reálnemu riešeniu príčin hospodárskej recesie. Tieto príčiny sú podstatne širšie a súvisia nielen so samotným finančným sektorom, ale hlavne s objemom obrovského naddimenzovania výrobných kapacít, s virtualizáciou spotreby, zásadným prehlbovaním medzi príjmami prevažnej väčšiny populácie a možnosťami reálnej spotreby, a čo je najzásadnejšie, súvisia s celkovou zmenou pozície národných vlád v nadväznosti na transnacionálne korporácie.

Spojené štáty americké a kríza

Kreácia pohľadu na riešenie súčasnej krízy je najzreteľnejšia v stratégii USA, ktorú neskôr nasledujú aj niektoré ďalšie európske vlády či Európska únia ako celok. V prvej fáze sa ako hlavný problém ukazovali toxické úvery v hypotekárnej oblasti. Preto americká vláda pristúpila k vypracovaniu stratégie odkúpenia toxických úverov – známa stratégia pod skratkou TARP, ktorá mala viesť k oddĺženiu finančného sektora. Vidíme na samotnom generovaní odhadov FED-u, akým spôsobom bude nutné emitovať dostatočný objem prostriedkov. Pôvodne sa začínalo na sume zhruba 600 mld USD.

Postupne FED vo svojich analýzach dospel k sume 2,5 bil. USD, neskôr to boli 4 bil. USD, a napokon samotný FED konštatuje, že dnes je známych zhruba iba 40 % objemu toxických úverov. O 60 %-ách objemu toxických úverov zatiaľ nie je nič známe.

Na druhej strane, obrovský rozsah operácií hedžových fondov a fondového hospodárstva viedol k zásadnej sanácii fondového sektora. Z tohto hľadiska sa ukázalo nevyhnutné pristúpiť k postupnému odkupovaniu toxických úverov aj v rámci fondov, pretože fondy cez kapitálové trhy skupovali akcie firemnej sféry, firemná sféra sa dostala do obrovských problémov a takto sa cez problémy úverovania globálneho finančného sektora postupne prenášali reťazové dôsledky a dominový efekt na všetky ostatné časti ekonomiky.

V skutočnosti však postupné odkupovanie toxických úverov od bánk i od fondov má mnoho zásadných problémov – dnes finanční experti definujú v podstate päť spôsobov, akými je možné využiť stratégiu odkupovania toxických úverov národnými vládami na faktické refinancovanie špekulatívnych obchodov v rámci finančného sektora. Tak ako sa prejavili problémy finančného sektora, postupne dochádzalo aj k zastavovaniu úverovania podnikovej sféry. Ak vezmeme do úvahy, že v podmienkach EÚ malé a stredné firmy v podstate nemali dostupné finančné zdroje v bankovom sektore už dlhé roky, neskôr sa problémy s finančným sektorom prejavili aj vo väčších podnikoch. Preto v podmienkach EÚ prevažná väčšina podnikov získavala finančné zdroje emitovaním podnikových dlhopisov. Objem podnikových dlhopisov, ktorý v EÚ dosiahol sumu väčšiu ako 3 bil. eur, viedol k výraznej úverovej a dlhovej službe jednotlivých podnikov – a to tak veľkých transnacionálnych, ako aj stredných na národnej úrovni.

Spojené štáty americké, ktoré mali pôvodne podstatne menší rozsah problémov s podnikovými dlhopismi, však v posledných zhruba troch mesiacoch veľmi intenzívne dobiehajú problémy Európskej únie. Emitovanie podnikových dlhopisov na sanáciu väčšiny podnikov znamená výrazné zvyšovanie podnikovej záťaže aj v USA, kde sa pohybuje na úrovni 1,3 – 1,4 bil. USD. Emitovanie podnikových dlhopisov zároveň vytvorilo nielen perspektívu rizika budúceho vývoja, ale zásadným spôsobom aj oddelilo bankový sektor od podnikateľskej sféry.

Ak vieme, že virtualizácia finančného sveta znamená odtrhnutie od reálnej výroby tovarov a služieb, odtrhnutie financovania podnikov od bankového sektora a prechod cez kapitálové trhy znamenal zásadný zvrat aj vo financovaní podnikovej sféry. Z tohto hľadiska sa kroky, ktoré uskutočňujú národné vlády na riešenie problémov finančného sektora, ukazujú ako absolútne nedostatočné, pretože emitovaním podnikových dlhopisov neriešia problém zadlžovania podnikovej sféry. Navyše k tomu pristupuje aj niekoľko ďalších významných skutočností.

V posledných 15 – 20 rokoch významne *narastá úloha transnacionálnych korporácií*. Väčšina z týchto korporácií má zdaňovacie miesta v oblastiach, ktoré poskytujú najvýhodnejšie daňové podmienky. V mnohých prípadoch to pre národné vlády znamená výrazný úbytok rozpočtových príjmov. Napriek tomu, a to hlavne v posledných troch rokoch, dochádza k stále častejšiemu premiestňovaniu významných národných firiem, a dokonca i stredných firiem do daňových rajov. Tento proces, ktorý sa už prejavuje nielen v Spojených štátoch amerických a vo vyspelých štátoch Európskej únie, ale dokonca aj v strednej Európe, vedie k tomu, že úspešné podniky postupne prenášajú svoje zdaňovacie miesta do daňových rajov, čo predstavuje *prvú formu daňových únikov*.

Tieto podniky využívaním svojich afilácií v zahraničí rozvíjajú možnosti prelievania kapitálu a tým znižujú celkový rozsah kapitálu priznávaného pri zdanení. Proces týchto zmien, ktorý súvisí s celkovým procesom globalizácie, vytvárania obrovskej siete afilácií po celom svete, ale zároveň aj vytvárania obrovského zložitého systému transferových cien a vnútkorporátnych finančných presunov, odstavil národné vlády od reálnej možnosti kontroly finančných tokov v rámci transnacionálnych korporácií. Ak vezmeme do úvahy aj skutočnosť, že niektoré korporácie uskutočňujú operácie na hrane zákona, a aj keď nedochádza k porušeniu zákona, oberajú tým národné vlády o významný zdroj príjmov, vzniká situácia, keď na jednej strane národné vlády, ktoré majú odkupovať toxické úvery od bankového sektora, musia emitovať štátne dlhopisy, aby získali finančné prostriedky, ale na druhej strane sa rozpočtové príjmy v oblasti fiškálnej politiky ďalej znižujú presunom podnikateľskej sféry do daňových rajov alebo do oblastí so zvýhodneným daňovým mechanizmom. Táto situácia zásadným spôsobom zostruje celkový rozdiel medzi príjmami a výdavkami národných rozpočtov.

Preto americká vláda prišla s návrhom dôslednej kontroly transnacionálnych korporácií, najmä z hľadiska daňových únikov ich pobočiek a afiliácií, cez ktoré tieto korporácie premiestňujú svoje finančné zdroje. Odhad 600 mld USD môže byť nadhodnotený, no v každom prípade transnacionálne korporácie využívaním daňových rajov a daňových mechanizmov získavajú pomerne významný bonus pre svoju ziskovú profitabilitu. Takýto blok opatrení, ktorý by mal prinútiť transnacionálne korporácie transparentniť ich vnútrofinančné toky, však vyžaduje koordináciu niekoľkých krokov:

1. Je to dôsledná kontrola finančných tokov medzi centrálnymi a afiliáciami v rámci celého globálneho systému transnacionálnej korporácie.
2. Znamená to ústretovú kooperačnú stratégiu samotných daňových rajov, v ktorých sú umiestnené zdaňovacie miesta týchto transnacionálnych korporácií.
3. Znamená to dôsledné stimulovanie transnacionálnych korporácií tak, aby výška zdanenia bola taká vysoká, že by ich prinútila vytvárať pracovné miesta skôr v materskej krajine.

Niektorí to nazývajú protekcionizmom, avšak faktom zostáva, že pre národnú vládu takýto spôsob môže byť z hľadiska bonity dvojakým efektom. Môže:

- zvýšiť celkovú úroveň rozpočtových príjmov;
- prinútiť tieto transnacionálne korporácie vytvárať väčší počet pracovných miest na domácom teritóriu.

Problém tohto riešenia treba vidieť tiež vo dvoch rovinách.

Prvú rovinu predstavuje skutočnosť, že v globalizovanom svete je veľmi problematické prinútiť korporácie, ktoré operujú v desiatkach krajín, aby sa vrátili len na teritórium materskej krajiny. Na týchto teritóriách operujú totiž práve preto, lebo náklady a jednotlivé časti výrobných a projektových procesov sú také nízke, že im umožňujú vytvárať dostatočnú ziskovú maržu. Pokiaľ by sa mali všetky procesy vrátiť do materskej krajiny, je zrejmé, že by nielen poklesla ziskovosť, čoho sa obávajú niektorí experti, ale došlo by k zásadnému reštrukturalizovaniu celkovej výrobo-projektovej a predajnej

vertikály jednotlivých transnacionálnych korporácií. Znamenalo by to vlastne vrátiť globalizáciu na začiatok. Vzhľadom na rozbehnutý proces globalizácie však táto úvaha zjavne nie je reálna.

Druhú rovinu predstavuje fakt, že väčšina vlád sa bude pokúšať dosiahnuť spoluprácu s krajinami, v ktorých dochádza k ukladaniu tohto kapitálu, či už ide o Lichtenštajnsko, Švajčiarsko alebo daňové raje. Je zrejmé, a to je aj príklad americkej vlády, že národné vlády sa budú snažiť dohodnúť výmenu informácií o uložení finančných prostriedkov ich daňových poplatníkov na teritóriu iných krajín tak, aby ich bolo možné postupne dodatočne zdaňiť. Samozrejme, tento proces zodpovedá aj smernici o uložených úsporách mimo teritória materskej krajiny, ktorú dohodla EÚ s jednotlivými členskými štátmi vrátane Švajčiarska a ktorá vstúpila do platnosti pred dvoma rokmi. Ak sa dnes odhaduje, že v EÚ ide približne o 5 bil. eur úspor, ktoré sú uložené mimo materskej krajiny, z toho v Nemecku sa odhaduje objem úspor na úrovni 1 bil. eur, je zrejmé, že taký obrovský objem úspor, ktorý je mimo jurisdikcie daňových orgánov materskej krajiny, znamená pre národné vlády dosť výrazné obmedzenie rozpočtových príjmov. Uskutočňovanie finančných operácií a zúčtovacích transakcií cez daňové raje znamená *druhý významný tok, ktorý ochudobňuje národné vlády.*

Osobitný blok predstavujú operácie, ktoré, ako sme už spomenuli, síce neznamenajú porušenie zákona, no sú na hrane zákona, a v každom prípade pre veľké korporácie znamenajú úsporu daňových výdavkov. Samotné Nemecko priznáva, že takýto objem úspor pre transnacionálne korporácie nemeckej proveniencie predstavuje ročne viac ako 500 mld eur. Na tieto skutočnosti upozorňujeme preto, lebo zatiaľ aj ideový návrh americkej vlády je v podstate len jedným z úvodných pokusov podchytiť celý tento komplex finančných tokov tak, ako sa dnes črtajú v globálnej ekonomike. Zároveň upozorňujeme, že tento blok finančných procesov sa vyvinul už pred krízou a transnacionálne korporácie vlastne len dodatočne využívajú tento mechanizmus nekontrolovaných finančných tokov na riešenie problémov, ktoré priniesla hospodárska kríza. Z tohto hľadiska snaha americkej vlády nie je reakciou na krízu, ale je reakciou na zhoršenie rozpočtovej a fiškálnej situácie americkej ekonomiky. Keď vezmeme do úvahy, že celý blok balíčkov prezidenta Obamu by v priebehu budúcich štyroch rokov mal predstavovať výdavky na úrovni 12 – 15 bil. USD pri zadlženosti samotnej americkej

ekonomiky a trvalom deficitnom rozpočtovom hospodárení, je zjavné, že americká vláda musí uskutočniť zásadné opatrenia v oblasti rozpočtových príjmov bez ohľadu na hospodársku krízu. Celkový rozsah stimulačných opatrení vo väzbe na podnikateľskú sféru, to znamená projekty zateplovaní, podpory automobilového priemyslu, projekty a objednávky verejného sektora financované z rozpočtových zdrojov, to všetko vytvára potrebu dodatočných prostriedkov, ktoré bude potrebné postupne vynakladať na riešenie vzniknutých problémov. Je paradoxné, že tieto problémy existovali aj pred krízou, no až kríza ich odhalila v plnej nahote. Z tohto hľadiska možno znova konštatovať, že aj opatrenia, ktoré pripravuje americká vláda, a je to aj druhý a tretí Obamov balíček, v skutočnosti sú reakciou nielen na krízu, ale na celkový vývoj hospodárskeho mechanizmu v poslednom období.

Paradoxné pritom je, že práve transnacionálne korporácie, ktoré zásadným spôsobom zasiahli do výšky rozpočtových príjmov, presúvali väčšinu svojich finančných tokov mimo jurisdikcie národných vlád už v posledných 10 – 15 rokoch bez ohľadu na finančnú krízu. Z toho vyplýva, že opatrenia, ktoré sa dnes realizujú, či už na úrovni EÚ alebo USA, sú stále buď opatreniami, ktoré neriešia samotné príčiny hospodárskej krízy, alebo sú to opatrenia, ktoré sa mali realizovať bez ohľadu na hospodársku krízu, ak malo dôjsť k zlepšeniu fiškálnej a rozpočtovej situácie.

Štátne rozpočty a kríza

V tejto súvislosti chceme upozorniť na dva zásadné momenty:

1. Rozpočtová situácia vo väčšine krajín bola vždy napätá. Väčšina krajín hospodárila s deficitným štátnym rozpočtom, čo z hľadiska kumulatívneho efektu na dlhovú službu znamenalo postupné zvyšovanie dlhovej záťaže jednotlivých ekonomík. Maastrichtské kritérium, stanovujúce zadĺženie jednotlivých členských štátov Európskej menovej únie na úrovni 60 % HDP, väčšina krajín prekračovala. Krajiny, ako Slovensko, ktoré dosahujú zhruba 31 % z celkovej dlhovej záťaže HDP, sú výnimkou, nie pravidlom. Veľké ekonomiky, ako je Nemecko, Francúzsko či Veľká Británia, boli trvale v deficitnom hospodárení, čo sa prejavovalo postupným zvyšovaním zadĺženosti ich vlád. Keď k tomu pridáme skutočnosť, že väčšina

vlád majetok, ktorý spravovala, už predala, a predala ho v období 1995 – 2000, je zrejmé, že väčšina národných vlád sa dostala do rozpočtovej problémovej situácie už v tomto období. K tomu pristúpila hospodárska kríza, ktorá vyžaduje postupné prefinancovanie balíčkov opatrení na riešenie dôsledkov hospodárskej krízy a tieto balíčky znamenajú ďalšie významné rozpočtové výdavky. Európska únia odhaduje, že len doteraz použité opatrenia na riešenie hospodárskej krízy predstavujú viac ako 1,2 bil. eur. Navyše, ako sme už uviedli, väčšina krajín je vysoko zadlžená, väčšina rozpočtov je trvale v deficitnom hospodárení bez ohľadu na maastrichtské kritériá, a samotné verejné sektory – a nielen štátne rozpočty, ale aj ostatné časti verejných rozpočtov – sú tiež v deficitnom hospodárení, je zrejmé, že aj bez ohľadu na hospodársku krízu bolo nevyhnutné uskutočniť zásadné štrukturálne opatrenia v oblasti naplňania príjmov štátneho rozpočtu.

2. Balíčky, ktoré sa v súčasnosti uskutočňujú, znamenajú zo strednodobého hľadiska trvalé zvýšenie výdavkovej záťaže. Už dnes možno konštatovať, že 1 bil. eur, ktoré budú vynakladať európske vlády na riešenie dôsledkov hospodárskej krízy, nebude prinášať späť v priebehu niekoľkých rokov návratné zvýšenie prostriedkov, z ktorých by tento bilión bolo možné vykryť. V tomto kontexte je veľmi reálna úvaha, že ak dnes vlády v snahe stimulovať podnikateľskú sféru znižujú daňovú záťaž, relatívne v krátkom období niekoľkých rokov, vzhľadom na celkový stav rozpočtovej a fiškálnej situácie, budú vlády nútené opätovne zvyšovať priame dane z príjmov fyzických osôb aj korporácií. Krok americkej vlády na kontrolu transnacionálnych korporácií z hľadiska ich finančných transferov je sympatický aj z ďalšieho uhľa pohľadu. Ukazuje sa totiž, že pre rozpočtové príjmy bude rozhodujúcim faktorom nielen riešenie korupcie a rozkrádania vo verejnom sektore, ale aj zásadné siahnutie na finančné a transferové toky v rámci transkorporátnych a transnacionálnych korporácií. Z tohto hľadiska možno pozitívne hodnotiť snahu Obamovej administratívy o postihnutie finančných transferov v rámci transnacionálnych korporácií. Nehovoríme teraz o potenciáli úspešnosti týchto opatrení, čo, samozrejme, bude znamenať nutnosť koordinácie na nadnárodnej úrovni, a nehovoríme ani o tom, či pokles ziskovosti transnacionálnych korporácií

bude naozaj viesť k tomu, že sa sústredia na území materskej krajiny, teda USA, a tam budú vytvárať pracovné miesta a realizovať väčšinu svojich operácií.

Problém globalizácie totiž súvisel s tým, že išlo práve o nájdenie najoptimálnejšieho rozloženia výrobných a predajných systémov v rámci našej planéty, čo technicky, vzhľadom na využitie internetových sietí a operácií v reálnom čase, bolo možné uskutočniť. V súčasnosti ako keby sme sa vracali k začiatkom globalizácie zhruba koncom 80. rokov a pokúšali sa znova kontrolovať vývoj činnosti týchto transnacionálnych korporácií.

V skutočnosti, pokiaľ by transnacionálne korporácie mali byť zásadným spôsobom postihnuté takýmito opatreniami vlády, je zrejmé, že dôjde k dvom paradoxným situáciám:

1. Väčšina národných ekonomík je dnes závislá v plnom rozsahu 80 – 90 % od činnosti niekoľkých desiatok či stoviek kľúčových transnacionálnych korporácií. Pripomíname, že Francúzsko je zásadným spôsobom ovplyvnené činnosťou približne 1 800 transnacionálnych korporácií, v Nemecku je to približne 1 100 transnacionálnych korporácií a v Spojených štátoch amerických približne 480 kľúčových transnacionálnych korporácií, ktoré generujú viac ako 70 % HDP na úrovni národnej ekonomiky. Zasiahnutie do činnosti týchto transnacionálnych korporácií, prejavujúce sa v poklese ziskovosti a nutnosti zásadnej reštrukturalizácie, sa nevyhnutne premietne do výraznej zmeny celkového hospodárskeho vývoja jednotlivých národných ekonomík a bude mať zásadný vplyv na celkový vývoj HDP na národnej úrovni. Takýto zásadný vplyv nebude zďaleka vyvažovaný tým, že dôjde k návratu týchto transnacionálnych korporácií do materských krajín, k zvýšeniu výrobných kapacít v materských krajinách a k zvýšeniu výberu daní v rámci týchto materských krajín. Keďže väčšina transnacionálnych korporácií založila svoju stratégiu na globálnom planetárnom rozmere, je zrejmé, že návrat späť v tejto podobe, napriek opatreniam národných vlád, už nie je možný.
2. Niektoré opatrenia, ktoré sa v súčasnosti zavádzajú voči daňovým rajom, by na jednej strane mohli viesť k vyššej transparentnosti informácií, ktoré poskytnú daňové raje o subjektoch, ktoré sa v nich etablovali, avšak na

druhej strane spravidla všetky daňové raje sú charakteristické tým, že nemajú žiadny iný produkt, ktorý by zabezpečoval rozvoj ich územia. Vzhľadom na to možno očakávať, že vlády daňových rajov sa budú snažiť buď torpédovať snahy národných vlád o zvýšenie transparentnosti, alebo sa budú dožadovať kompenzácie strát, ktoré vyplývajú z toho, že by sa tieto subjekty z daňových rajov začali sťahovať. Celkový mechanizmus, ktorý povedie k takýmto výrazným zmenám globálneho rozloženia hospodárskych subjektov, môže mať za následok nielen značný pokles ziskovosti týchto subjektov, ale aj celkové prehodnotenie ich teritoriálneho rozloženia z hľadiska našej planéty. Zároveň národné vlády na jednej strane môžu začať kooperovať s daňovými rajmi, avšak na druhej strane sa budú dostávať do situácie, v ktorej budú musieť kompenzovať časť strát, ktoré daňovým rajom vyplynuli z týchto prostriedkov.

Znova stojíme pred dilemou zvýšenia a väčšieho štruktúrovania výdavkov národných rozpočtov nielen vo väzbe na riešenie primárnych dôsledkov hospodárskej krízy, ale predovšetkým vo väzbe na riešenie sekundárnych dôsledkov, ktoré vyplývajú z celkovej zmeny pozície kľúčových hospodárskych subjektov v rámci planéty. Tieto nadnárodné aspekty sa môžu stať zo strednodobého hľadiska podstatne významnejším parametrom, ktorý zásadným spôsobom zasiahne do činnosti aj transnacionálnych korporácií, ale aj národných vlád. Snaha riešiť vývoj posilnením postavenia malých a stredných podnikov národnej proveniencie môže mať na určitý krátky čas zdanlivo pozitívny efekt.

Pripomíname, že v podmienkach Európskej únie ide zhruba o 18 mil. malých a stredných firiem, ktorých priemerná životnosť je zhruba tri roky. Po troch rokoch, po vyčerpaní finančných a nefinančných podporných stimulov tieto subjekty spravidla zaniknú, sú nahradené novými subjektmi, ktoré po právnej stránke opätovne majú nárok na čerpanie podporných mechanizmov. Samozrejme, o tejto skutočnosti zodpovedné orgány v EÚ veľmi dobre vedia, avšak tolerujú ju práve preto, lebo tieto firmy predstavujú a držia 70 – 80 % miestnej a lokálne viazanej zamestnanosti. Pokiaľ tento mechanizmus bude naďalej pokračovať, bude vyžadovať stále väčší a väčší objem finančných prostriedkov.

Veľkú časť prostriedkov pre malé a stredné podniky poskytoval bankový sektor. Pokiaľ sa bankový sektor dostane do problematickej situácie a zastaví podporu malým a stredným podnikom, doba ich životnosti sa buď radikálnym spôsobom skrátí, alebo bude nevyhnutné zásadne prehodnotiť výšku štátnej pomoci, ktorú poskytujú národné vlády malým a stredným podnikom. V každom prípade to bude opätovne znamenať dopad na rozpočtové zdroje a na fiškálnu politiku. Tu však treba pripomenúť, že veľká časť malých a stredných firiem produkuje komponenty pre veľké transnacionálne korporácie.

Výrazný zásah do činnosti transnacionálnych korporácií a rozmiestnenia siete subkontraktorských firiem bude znamenať závažné ohrozenie činnosti veľkej časti malých a stredných podnikov v jednotlivých národných ekonomikách. To sa prejaví nielen v prepúšťaní zamestnancov, ale aj v celkovom poklese ziskovosti, čo v konečnom dôsledku znova ovplyvní aj príjmy štátnych rozpočtov v ostatných krajinách. V nadväznosti na to možno prijať s pochopením kroky Obamovej administratívy na posilnenie tlaku na transkorporátne finančné presuny a na návrat zamestnanosti na teritórium USA, no v každom prípade to bude znamenať multiplikačné efekty na tie krajiny, v ktorých sa subkontraktorské firmy etablovali.

V danej súvislosti bude veľmi otázne, či aj Európska únia prijme takúto zásadnú kontrolu činnosti transnacionálnych korporácií a pripustí tlak na to, aby transnacionálne korporácie začali vracat' svoje afilácie na teritórium EÚ, alebo nie. Pokiaľ k tomu nedôjde, je zrejme, a to sa už prejavilo v automobilovom priemysle, že bude dochádzať ku kumulovaniu problémov v rámci subkontraktorských systémov a následne aj k výraznému nárastu nezamestnanosti alebo hospodárskych problémov v podmienkach EÚ.

Ak z tohto hľadiska hodnotíme efekty opatrení, možno hovoriť o kontraproduktívnych efektoch, ktoré síce môžu z krátkodobého hľadiska viesť k vytváraniu väčšieho počtu pracovných miest v USA na úkor EÚ a iných krajín, avšak z hľadiska strednodobého strata ziskovosti a finančných prostriedkov transkorporátnych firiem v rámci tejto reformy bude taká veľká, že transnacionálne korporácie budú nútené, v snahe udržať si ziskovú maržu, podniknúť zásadné opatrenia, napriek úsiliu americkej administratívy.

Európske vlády chcú ísť skôr cestou dotácií buď vybraných projektov väčšinou prierezového typu, alebo dotácií, ktoré by riešili problémy, ako je ekologizácia ekonomiky, použitie alternatívnych zdrojov, ekologizácia výrobného sektora a pod. V každom prípade všetky tieto oblasti budú opätovne vyžadovať rozpočtové zdroje a dotácie z verejných rozpočtov, čo bude znova znamenať zvýšenie výdavkovej stránky verejných rozpočtov. Z tohto hľadiska možno už dnes konštatovať dva paradoxné momenty: Prvým je skutočnosť, že národné vlády sa pokúšajú vytvárať podporné balíčky na riešenie dôsledkov hospodárskej krízy, avšak tým nevyhnutne zakladajú situáciu, v ktorej budú musieť o niekoľko rokov vytvárať podporné balíčky na riešenie rozpočtovej situácie vlastných národných ekonomík. Druhým je stále významnejší fakt, že pokiaľ sa nebudú riešiť skutočné príčiny hospodárskej recesie, všetky balíčky opatrení budú znamenať len minútne finančných prostriedkov na záchranu vybraných segmentov, napríklad finančného sektora či automobilového priemyslu. Tým, že sa nebudú riešiť skutočné príčiny, garantujú v plnom rozsahu návrat hospodárskej recesie v podstate metódou kaskádovitého posunu.

So zreteľom na uvedené možno súhlasiť s niektorými názormi, podľa ktorých používanie balíčkov opatrení na riešenie hospodárskej krízy povedie síce k zmierneniu jej dôsledkov, avšak zároveň k predĺženiu recesného obdobia, a čo je horšie, povedie k opätovnému, podstatne silnejšiemu negatívnemu dopadu hospodárskej krízy v ďalšom období s časovým fázovým posunom. Teda už dnes možno konštatovať, že súčasná hospodárska kríza, ktorá zásadným spôsobom zasiahla nielen finančný sektor, ale celý hospodársky sektor, začína meniť fundamentálne základy národných ekonomík. Preto je nielen nevyhnutné redefinovať funkcie národnej vlády pri stimulovaní domáceho podnikateľského prostredia, ale treba zohľadniť aj skutočnosť, že pokiaľ majú byť balíčky opatrení úspešné, spravidla sa musia realizovať na nadnárodnej úrovni.

Názornou ukážkou je osud šrotovného. Pokiaľ by šrotovné bolo zavedené iba v niektorých krajinách, je zrejme, vzhľadom na prepojenosť automobilového priemyslu tak z hľadiska výroby, ako aj z hľadiska odbytu, že by nedošlo k významnému zvratu v situácii automobilového priemyslu. Použitie šrotovného vo viacerých krajinách však vyústilo do multiplikačného efektu.

Problém je v tom, že samotné šrotovné veľmi rýchlo vyčerpalo svoje pozitívne momenty na hospodársky vývoj, v podstate sa minulo v priebehu 6 – 8 týždňov, a dnes sa ukazuje, že jeho dopad bude dvojnásobne horší vzhľadom na to, že sa môže úplne zastaviť odbyť automobilového priemyslu.

Z tohto hľadiska je kontraproduktívnosť niektorých finančných opatrení, ktoré uskutočňujú národné vlády, viac ako zrejmé. Zatiaľ možno konštatovať, že jediný reálny blok riešenia problémov je odkupovanie toxických úverov od finančných inštitúcií a ich postupné oddlžovanie tak, aby sa obnovil tok peňazí. Vývoj na finančných trhoch, a osobitne na akciových trhoch ako keby dával za pravdu krokom, ktoré podniká napríklad americká administratíva. Oddlženie finančného sektora a jeho oživenie prejavujúce sa v opätovnom obnovení ziskovosti niektorých bánk zdanlivo vytvára ilúziu, že finančná kríza bola skutočnou príčinou hospodárskej recesie a opatrenia vlád viedli k vyriešeniu problémov vo finančnom sektore, a teda povedú k následnému obnoveniu hospodárskeho rastu. V skutočnosti tento vývoj nie je zďaleka taký jednoduchý a lineárny, a zároveň povedie k niekoľkým ďalším paradoxným situáciám.

Po prvé, poskytnutie obrovského objemu finančnej likvidity spolu s odkupovaním toxických úverov sa spravidla realizuje emitovaním štátnych cenných papierov alebo novej hotovosti. Emitovanie novej likvidity však vytvára výrazné inflačné tendencie, a preto sa mu snažia národné vlády vyhnúť.

Po druhé, omnoho rozsiahlejšie je emitovanie štátnych cenných papierov, z ktorých sa financuje reštrukturalizácia finančného sektora. Snaha vlád predať čo najväčší objem emitovaných štátnych cenných papierov, obavy investorov z rizikovosti ostatných častí finančných trhov vedú k stretu vzájomných záujmov tak, aby sa čo najväčší objem štátnych dlhopisov predal súkromným investorom. Tým sa však vytvárajú podmienky na vznik novej veľkej bubliny v oblasti emitovaných štátnych dlhopisov. Čím väčší bude záujem národných vlád na emitovaní týchto dlhopisov a využití získaných prostriedkov na financovanie balíčkov, tým viac sa bude väčšina investorov sústreďovať na nákup štátnych cenných papierov. To spätne povedie k výraznému zvýšeniu hodnoty týchto štátnych cenných papierov, čo sa v konečnom dôsledku prejaví vo vytvorení novej bubliny. Problém je len v tom, že celková rozpočtová situácia väčšiny krajín je napätá aj bez ohľadu na hospodársku krízu.

Prefinancovanie balíčkov jednotlivých opatrení bude znamenať ďalšie markantné navýšenie výdavkov štátneho rozpočtu. Ak k tomu pridáme aj riešenie sociálnych dopadov, predovšetkým rast nezamestnanosti, kompenzácie pre rodiny, ktoré majú problémy s nesplácaním úverov, sanáciu hypotekárnych dlžníkov, to všetko bude predstavovať ďalšie veľké bloky výdavkov štátneho rozpočtu. Navyšovanie výdavkov štátneho rozpočtu bude zase vytvárať tlak na zvýšenie príjmov. Preto sa vlády budú zrejme orientovať na netradičné opatrenia, ktoré povedú k navyšovaniu rozpočtových príjmov. Môžeme byť aj svedkami použitia napríklad daňovej tolerancie, alebo tzv. daňových prázdnin, ale aj systému dodatočných daňových priznaní – niečo podobné, ako uskutočnila nemecká a talianska vláda koncom 90. rokov. Použitie daňovej generálnej tolerancie pre subjekty znamenalo, že pre nemecké ministerstvo financií sa vytvoril dodatočný príjem na úrovni zhruba 13,5 mld eur. Použitie dodatočného daňového priznania v Taliansku znamenalo príjem pre štátny rozpočet v sume prevyšujúcej 6,5 mld eur.

Čím napätejšia bude situácia medzi príjmami a výdavkami štátnych rozpočtov, tým viac možno očakávať, že národné vlády sa budú snažiť kombinovať dva typy opatrení: jednak opatrenia, ktoré by sanovali situáciu niektorých subjektov – či už finančných alebo nefinančných, jednak opatrenia, ktoré by zvýšili dodatočné príjmy štátnych rozpočtov jednotlivých národných vlád. Dnes je však už jasné, že obidva typy opatrení sú problematické. Môžu zdanlivo uľahčovať situáciu z krátkodobého hľadiska. Samozrejme, použitie generálnej daňovej tolerancie alebo dodatočných daňových priznaní môže viesť k dodatočnému navýšeniu príjmov štátneho rozpočtu, s týmto opatrením však nemožno uvažovať ako s trvalým navýšením príjmov, pretože jeho intenzita aj možnosti jeho vyčerpania predstavujú obdobie 1 – 2 rokov.

Pritom je zaujímavé, že vlády stále uvažujú o poskytovaní finančných dotácií, o odkupovaní toxických úverov, o pomoci dlžníkom, ktorí nesplácajú svoje záväzky, no stále sa nechcú dotknúť zásadného bloku problémov, ktoré súvisia s celkovým vynakladaním verejných prostriedkov. Pritom analýzy, ktoré boli uskutočnené v rámci jednotlivých národných ekonomík, ukazujú, že rozsah korupcie, rozkrádania, šedej a čiernej ekonomiky v jednotlivých ekonomikách je obrovský. Národné vlády sa tým však, okrem osvetľujúcich akcií realizovaných na úrovni Európolu, v podstate nezaoberajú

a nepokúšajú sa iným razantným spôsobom získať finančné prostriedky. V tejto fáze je väčšina opatrení národných vlád zameraná na rozpočtové výdavky. Ide o výdavky typu sanácie finančných inštitúcií, podnikovej sféry a jednotlivých častí podnikateľského prostredia tak, aby sa zvýšili podmienky výhodnosti pre podnikateľský sektor, prípadne aby sa cieľovými opatreniami zvýšila spotreba vybraných tovarov, čo má byť určitou formou pomoci pre vybrané časti podnikateľského sektora.

V tejto fáze stále hovoríme len o rozpočtových výdavkoch, nehovoríme o spôsoboch naplňovania rozpočtových príjmov tak, aby tieto zvýšené výdavky boli neskôr kompenzované. Ak sa už dnes odhaduje, že v Európskej únii celkový rozsah podporných opatrení bude predstavovať sumu približne 2,2 – 2,5 bil. eur v najbližších zhruba dvoch rokoch, znamená to, že národné vlády budú stáť rovnako pred otázkou štruktúry podporných opatrení ako pred otázkou reštrukturalizácie fiškálnej a rozpočtovej politiky tak, aby bolo možné udržať príjmy a výdavky rozpočtov národných vlád na prijateľnej miere deficitu. Úvahy o sflexibilnení maastrichtských kritérií, osobitne v oblasti deficitu verejného sektora, sú na jednej strane pochopiteľné, na druhej strane však vytvárajú riziko významných, podstatne negatívnejších dopadov v ďalšom období rozvoja národných ekonomík. Je zrejmé, že z krátkodobého hľadiska možno takto získané zdroje použiť na utlmenie napríklad sociálnych dôsledkov hospodárskej krízy, avšak z dlhodobého hľadiska sa môžu stať fenoménom, ktorý bude obmedzovať manévrovaciu možnosť národných vlád z hľadiska budúceho vzťahu príjmov a výdavkov štátneho rozpočtu. Celkový manévrovací priestor národných vlád teda nemožno hodnotiť iba z hľadiska balíčkov opatrení, ktoré sú momentálne pripravené, alebo sa už použili na sanáciu dôsledkov hospodárskej krízy.

Rovnako dôležitou z hľadiska strednodobého horizontu sa stane aj otázka vplyvu týchto opatrení na samotnú politiku národných vlád. Samozrejme, v tejto fáze sa prioritou stáva použitie balíčkov opatrení a cieľových krokov na riešenie dôsledkov krízy. V skutočnosti to, že nechceme priznať mechanizmus príčin krízy, znamená, že riešime, čo je najhorší prípad, iba niektoré najväčšie excesy dôsledkov hospodárskej krízy, a zároveň ich neriešime tak, aby sme v budúcnosti predišli vzniku ďalších problémov. Z tohto hľadiska stratégie národných vlád – a to bolo vidieť aj na akciách napríklad americkej

vlády v období kríz posledných 20 rokov, od roku 1987 až po rok 2005 – boli charakteristické tým, že spravidla vždy išlo o odkúpenie toxických úverov, sanáciu podnikovej sféry, poskytnutie prostriedkov na preklenovacie úvery pre menšie malé a stredné firmy, prípadne išlo o poskytnutie prostriedkov, ktoré mali udržať určitú výšku verejnej spotreby.

V skutočnosti však problém bol v inom. Bol v tom, že vývoj vnútornej spotreby v USA neumožňoval zásadný zvrät a pokračoval skôr v určitých sínusoidách, ktoré spätne vrcholili v ďalších obdobiach problematickej domácej verejnej aj osobnej spotreby. Je paradoxné, že pri zásadnom kroku, ktorý by mal smerovať k výraznému zvýšeniu úspor a k značnému obmedzeniu spotreby, sú národné vlády veľmi opatrné v odporúčaniach. A je jedno, či hovoríme o národnej vláde Spojených štátov amerických, alebo národných vládach Európskej únie.

Situácia je taká, že obyvateľstvo USA dnes začína radikálnym spôsobom šetriť. Na jednej strane redukuje objem výdavkov, na druhej strane sa pokúša obnoviť výraznejší blok úspor. Pritom vzťah medzi príjmami a výdavkami je stále dosť negatívny a výdavky prevyšujú príjmy o viac ako 30 %. Redukovanie osobnej spotreby môže viesť k zmierneniu negatívneho dopadu tohto významného bloku, avšak, a na to upozorňujeme, nebude riešením celkovej situácie. Okrem toho výrazné zvýšenie úspor a značné obmedzenie spotreby sa nevyhnutne prejaví v možnosti predaja realizovanej produkcie. To v konečnom dôsledku povedie opätovne k zníženiu spotreby obyvateľstva, ale aj podnikovej sféry a spätne k ďalšej fáze redukcie prebytočných výrobných kapacít. Logickým dôsledkom bude znovu nárast nezamestnanosti, nárast problémov štátneho rozpočtu z hľadiska príjmov, a zároveň to bude znamenať potrebu ďalších podporných opatrení na riešenie zamestnanosti uvoľnených pracovníkov, teda opätovné zvýšenie výdavkov zo štátneho rozpočtu.

Je pritom paradoxné, že keď sa pozrieme na obdobie 1972 až 2008, došlo k viacerým krízam. Väčšina kríz mala buď externé príčiny, ako bol napríklad prvý a druhý ropný šok, prípadne vojna v Iraku a pod., avšak charakteristickým znakom prijatých opatrení bola vždy snaha redukovať celkový objem výdavkov, zvýšiť sanáciu vybraných sektorov ekonomiky a zväčšiť rozsah pomoci pre vybrané vrstvy obyvateľstva. Spravidla dochádzalo

k relatívne malým vplyvom na vývoj verejných financií v rozsahu niekoľkých desiatok miliárd USD.

Vývoj v posledných zhruba desiatich rokoch bol však charakteristický extrémnym navýšením rizika, značným navýšením finančných strát, potrebou výrazného navýšenia celkového objemu finančných prostriedkov poskytovaných zo štátneho rozpočtu a, čo je najvýznamnejšie, došlo k tomu presne v situácii, keď vznikla obrovská strata úspor prevažnej väčšiny populácie, čo súviselo so špekulovaním na kapitálových akciových trhoch a s kolapsom technologických akcií od roku 1998 až do roku 2005. Obrovská strata objemu úspor znamenala pre väčšinu populácie zásadnú dilemu. Nebolo možné udržať vývoj domácej spotreby na takej úrovni ako doteraz, pretože strata úspor znamenala aj stratu kredibility finančného sektora a objem pôžičiek, ktoré bolo možné získať, sa radikálne zredukoval. Navyše, samotné obyvateľstvo, vzhľadom na vysokú mieru neistoty v ďalšom vývoji, začalo zvažovať vytváranie povinných rezerv hotovosti na horšie časy, čo nevyhnutne viedlo k poklesu celkovej spotreby obyvateľstva i v rámci verejného sektora. Výrazný pokles spotreby sa zase prejavil nárastom prebytkových kapacít, čo znova roztočilo ďalší cyklus hospodárskej krízy. Na tento mechanizmus však národné vlády zatiaľ balíčkami opatrení nereagovali. V podstate sa tvária, že tento mechanizmus neexistuje a snažia sa nalievaním peňazí do finančného sektora obnoviť celkový tok financií. V skutočnosti sa problém morálneho hazardu, ktorý viedol k takému výraznému nárastu úverovania aj problémových projektov, vôbec nerieši. Mechanizmus, ktorý viedol k vzniku pochybných a toxických úverov, nie je zablokovaný.

Dôsledná kontrola regulácie vo finančnom sektore, ktorá by zrušila opatrenia prijaté v rokoch 1999 – 2001, sa znova nepripravuje a v konečnom dôsledku diskusia o medzinárodnej finančnej architektúre, ktorá by zásadným spôsobom zvýšila kontrolu nad jednotlivými časťami finančného sektora, stále zostáva v podobe úvah. Pritom už dnes je zrejmé, že:

1. Jednotlivé balíčky národných vlád nemôžu obstáť v tak úzko prepojenej podobe národných ekonomík, to znamená, že pokiaľ nepôjde o plošné opatrenia, či už v podmienkach celej Európskej únie alebo celej Severnej a Strednej Ameriky, nie je možné očakávať pozitívny efekt.

2. Problém morálneho hazardu vo finančnom sektore by mal byť dôslednou kritériálnou smernicou na poskytovanie prostriedkov, ale aj na celkovú reštrukturalizáciu finančného sektora.
3. Problém úverovej záťaže obyvateľstva nie je možné riešiť zákonom o individuálnom konkurze a vyrovnaní, prípadne prevzatím zodpovednosti za časť nesplácaných úverov tak, ako to navrhli niektoré európske vlády či vláda USA.

Riešením to nemôže byť práve preto, lebo problémom je výrazný pokles úspor, nízka miera sklonu k úsporám a v podstate, okrem niektorých aspektov v podmienkach USA či Japonska, väčšina úspor obyvateľstva je stále na nedostatočnej nízkej úrovni. Okrem toho, osobitne v prípade USA, dochádza k výraznej strate úspor, ktoré boli viazané na potreby v čase dôchodku. Príchod generácie *baby boomers* do obdobia fázy odchodu do dôchodku, strata ich celoživotných úspor bude v USA vytvárať trvalý sociálne stresujúci fenomén. Demografický vývoj v EÚ takisto povedie k vysokému nárastu počtu ľudí vo veku nad 65 rokov, čo vzhľadom na úspory, ktoré sa z veľkej časti stratili, opätovne môže viesť k sociálnym búrkam a problémom tejto kategórie populácie. Vlády však zatiaľ na tento krízový scenár nereagujú, ani nepripravujú opatrenia, ktoré by tomuto vývoju zamedzili.

Môžeme teda celkove konštatovať, že sústreďenie pozornosti národných vlád na riešenie problémov finančného sektora, prípadne iných segmentov podnikateľského sektora je zatiaľ vlastne len prvou fázou balíčkov opatrení alebo snáh národných vlád o zastavenie hospodárskej recesie. Z hľadiska národných vlád vidíme neustále tendenciu časového omeškania. Keď vypukla finančná kríza, ktorá postupne prerastala do krízy hospodárskej, národné vlády hovorili stále iba o finančnej kríze a potrebe sanácie finančného sektora. Sanácia podnikateľského sektora prišla približne s trojmesačným oneskorením. Je možné očakávať, že sanácia ďalších problémov, napríklad problémov úverovej záťaže obyvateľstva, problémov kreditných kariet, podnikových dlhopisov a pod., príde znova s určitým časovým oneskorením a bude znamenať znova značnú záťaž výdavkov štátneho rozpočtu.

Ďalej možno konštatovať, že národné vlády prijímajú skôr parciálne opatrenia, ale nie systémové globálne riešenia. Ak by to mali byť parciálne opatrenia typu šrotovného a pod., znamenajú vždy riešenie problémov len určitého segmentného sektora v rámci národného hospodárstva, ale zároveň je to na úkor všetkých daňových poplatníkov. Je evidentné, že aj šrotovné bude musieť byť v budúcnosti zaplatené zo zdrojov, ktoré získa štát od daňových poplatníkov.

Vzhľadom na doterajšie kroky vlád možno pozitívne hodnotiť skutočnosť, že začínajú postupne aktivovať všetky možné zdroje príjmov aj štátneho rozpočtu. V tomto ohľade treba stratégiu Obamovej administratívy hodnotiť ako pioniersku stratégiu pri prehodnotení nie dôsledkov krízy, ale kríza je použitá ako dôvod na zásadné riešenie v oblasti príjmov štátneho rozpočtu. Koniec koncov, celý rad legislatívnych opatrení, ktoré sa dnes vytvárajú ako súčasť celku na kontrolu transnacionálnych korporácií, bola pripravovaná ešte za Bushovej administratívy v rokoch 2005 a 2006. V skutočnosti však v spoločnosti neexistovala odvaha zásadným spôsobom zasiahnuť do činnosti transnacionálnych korporácií. Naopak, národným vládam vyhovovalo, že tieto vlajkové lode vytvárali obraz prosperity jednotlivých národných ekonomík a stávali sa skutočnými lídrami úspešného včleňovania národných ekonomík do globálnej ekonomiky. Dnes, keď je situácia opačná, je veľký problém urobiť nielen zásahy do činnosti finančných tokov v rámci transnacionálnych korporácií, ale otvoriť aj Pandorinu skrinku subkontraktorských systémov spojených s veľkými transnacionálnymi korporáciami. Vidieť, že zatiaľ sa národné vlády vyhýbajú riešeniu problémov subkontraktorov vo všetkých dôsledkoch. Nepôjde totiž len o presun výroby, ktoré boli pôvodne delimitované z USA na teritórium iných krajín, napríklad aj EÚ, ale pôjde o celý mechanizmus dôsledkov na činnosť transnacionálnych korporácií, ktoré budú musieť tieto korporácie premietnuť buď do vnútornej reštrukturalizácie, alebo do straty ziskovosti a následne nato aj do straty zamestnanosti a ďalších hospodárskych dôsledkov.

Je paradoxné, že národné vlády vždy riešia len problém daného okamihu. V podstate môžeme hovoriť o určitej, nazvime to „schodiskovej“ metóde prístupu k riešeniu problémov v rámci národných stratégií. Vždy sa rieši len ten schod, na ktorom momentálne národná vláda stojí, bez ohľadu na to,

akú časť schodiska tento schod predstavuje. Samozrejme, zásadnou otázkou pre stratégiu národných vlád je otázka dĺžky krízy. Pokiaľ by museli národné vlády poskytovať tieto balíčky dlhobehjšie, pokiaľ by kríza trvala niekoľko rokov, pritom celý mechanizmus súvislostí, o ktorých hovoríme, by sa postupne obnažoval v rámci tohto dlhšieho časového obdobia, pred národnými vládami vyvstane zásadná otázka získania rozpočtových zdrojov na pokrytie výdavkov počas tohto dlhšieho obdobia. V takomto prípade budú musieť vlády riešiť dva bloky problémov:

- riešenie systémových dôsledkov hospodárskej krízy;
- riešenie systémových dopadov na štátny rozpočet a na celý fiškálny okruh.

S prihliadnutím na to už dnes môžeme hovoriť o potrebe dvoch okruhov balíčkov opatrení:

- opatrenia na odkúpenie toxických úverov, ktoré znamenajú riešenie dôsledkov krízy;
- zasiahnutie do činnosti a finančných transferov transnacionálnych korporácií, čo znamená nie riešenie dôsledkov hospodárskej krízy, ale riešenie nedostatku rozpočtových príjmov.

Ak bude pokračovať tlak na rozpočtové výdavky v súvislosti s prehlbujúcou sa dĺžkou trvania hospodárskej krízy, je zrejmé, že postupne sa do popredia dostanú nie opatrenia na riešenie dôsledkov hospodárskej krízy, ale opatrenia na riešenie fiškálnej a rozpočtovej situácie jednotlivých národných vlád, pretože tie budú stáť pred zásadnou dilemou: akým spôsobom financovať opatrenia na utlmenie sociálnych excesov vyplývajúcich z dôsledkov hospodárskej krízy.

Budeme teda svedkami postupného prenosu ťažiska z oblasti riešenia bezprostredných dopadov hospodárskej krízy v oblasti finančného sektora či podnikateľskej sféry na riešenie sociálnych dôsledkov hospodárskej krízy a riešenia rozpočtových predpokladov na riešenie sociálnych dôsledkov. Táto vnútorná reštrukturalizácia, ku ktorej bude dochádzať v rámci balíčkov opatrení, bude totiž znamenať zásadnú zmenu paradigmy pre činnosť jednotlivých národných vlád, a to v konečnom dôsledku bude znamenať nutnosť prehodnotenia celkového pohľadu na účinnosť alebo neúčinnosť balíčkov.

Prvá rovina je, že balíčky, ktoré boli doteraz neúčinné na národnej úrovni, sa budú snažiť národné vlády realizovať na nadnárodnej úrovni, dúfajúc, že dôjde k multiplikačnej kumulácii efektov a že balíčky uspejú. Druhá rovina znamená prehlbujúce sa obdobie hospodárskej krízy a potreba ďalších a ďalších rozpočtových prostriedkov bude postupne zvyšovať tlak na takú činnosť národných vlád, aby sa tieto rozpočtové prostriedky podarilo získať v čoraz väčšej miere.

Vzniká preto zásadná otázka, či postupne v rámci tohto vývoja národné vlády dospejú k zásadnej pozícii, v ktorej jediným možným východiskom naplnenia príjmov štátneho rozpočtu sa stane boj so šedou a čiernou ekonomikou, boj s korupciou a s neefektívnosťou verejného sektora. V takomto prípade však môžeme hovoriť nie o negatívnom dôsledku hospodárskej krízy, ale o tom, že kríza obnažila všetky latentné problémy, ktoré boli v jednotlivých národných ekonomikách a tieto latentné problémy budú musieť národné vlády riešiť – nie ako súčasť riešenia dôsledkov hospodárskej krízy, ale primárne ako problém neefektívnosti celého národného hospodárstva v rámci národných ekonomík, kde samotná kríza sa stala len katalyzátorom nutnosti riešiť problémy, ktoré dozrievali posledných 20 – 30 rokov.

So zreteľom na uvedené teda nemôžeme hodnotiť vplyv krízy iba ako negatívny faktor. Je to fenomén, ktorý bude postupne nútiť národné vlády k prijatiu nových paradigiem a novej hospodárskej stratégie nielen z krátkodobého hľadiska okamžitých riešení dopadov hospodárskej krízy, ale predovšetkým z dlhodobého a strednodobého hľadiska, z hľadiska riešenia systémových problémov, ktoré sa pred národnými vládami postupne stále viac a viac koncentrujú. V tejto súvislosti problém rozpočtovej situácie a rozpočtovej klímy bude jedným z kľúčových problémov pre ďalšie balíčky, ktoré budú musieť národné vlády postupne pripraviť. Zvrat medzi balíčkami prijímanými na riešenie dôsledkov krízy a balíčkami prijímanými na riešenie celkovej globálnej, rozpočtovej a fiškálnej situácie odhadujeme na koniec roka 2009. Zároveň predpokladáme, že roky 2010 a 2011 sa stanú zásadnými rokmi, v ktorých bude potrebné riešiť už nie hospodársku krízu, ale predovšetkým celkovú fiškálnu a rozpočtovú situáciu národných ekonomík.

Paradoxne, kým vo väzbe na riešenie dôsledkov hospodárskej krízy sú nevyhnutné nadnárodné opatrenia a spoločný koordinovaný postup národných

vlád, riešenie druhého bloku, to znamená fiškálne a rozpočtové situácie jednotlivých ekonomík je už opätovne v rukách národných vlád a budú ho musieť realizovať predovšetkým na národnej úrovni. Tým sa, paradoxne, vývoj a samotná hospodárska kríza stávajú katalyzátorom postupných evolučných zmien z hľadiska obsahu i času, a zároveň sa ukazuje, že postupne sa budú premietiť do ďalšej činnosti a stratégie národných vlád. Čím skôr národné vlády pochopia túto relatívnu i absolútnu nadväznosť jednotlivých fáz dopadov hospodárskej krízy, tým lepšie. Pokiaľ by nedošlo k pochopeniu tohto mechanizmu, je veľmi reálny rizikový scenár opakovania maďarských udalostí aj v ďalších krajinách Európskej únie.

3.4. Suverénne fondy a nová finančná architektúra sveta

Úvodné poznámky

Svetový finančný systém bol dosiaľ nastavený tak, aby kapitál mohol prúdiť do Washingtonu neustále. Spojené štáty americké sa snažia hrať úlohu keynesovského spotrebiteľa, a tak udržiavať globálny dopyt a celú ekonomiku.

Zo širšieho pohľadu sa na problémy udržania blahobytu a jeho financovania vo vzťahu k USA pozerá Emmanuel Todd (2004). Uznáva, že USA sa o rast blahobytu vo svete zaslúžili, ale samy sa pri tom vyčerpali a zdegenerovali. Hospodárska dynamika sa presúva na brehy Euroázie a americký sen žije len preto, lebo inkasuje poplatok, akúsi imperiálnu daň, za bývalé zásluhy.

Je možné predpokladať, že istá dominancia USA, ako najsilnejšej národnej ekonomiky, centra vedeckého a technického pokroku, sa udrží dlhšie ako do konca 21. storočia? Investičná spoločnosť Goldman Sachs vo svojich starších prognózach napríklad uvádza, že Čína ekonomicky predstihne USA v roku 2041. Albert Keidel z washingtonskej inštitúcie Carnegie Endowment for International Peace sa v roku 2008 domnieval, že v dôsledku finančnej krízy sa môže predstih Číny pred USA dosiahnuť už v roku 2035 (www.carnegieendowment.org/publications/index.cfm?fa=view&id=20279&prog=zch).

Manévrovací priestor, v ktorom pôsobí súčasná finančná architektúra sveta, je poznačený globálnou krízou, s výrazne diferencovanými regionálnymi dopadmi. Táto finančná a hospodárska kríza síce vyžaduje globálne reakcie, ale zodpovednosť zostáva na národnej úrovni. Stimulačné opatrenia, o ktorých sa dnes tak intenzívne hovorí, potrebujú takmer všetky krajiny, veľa rozvojových krajín však na to nemá prostriedky. A nemajú ich ani existujúce medzinárodné inštitúcie. Viac ako kedykoľvek predtým sa preto v rozvinutých ekonomikách zvyrazňuje potreba vytvorenia širšieho štátneho regulačného rámca.

Pokiaľ ide o dôsledky súčasnej finančnej a hospodárskej krízy, Joseph Stiglitz zdôrazňuje presúvanie ekonomickej a politickej moci zo Západu na Východ (<http://bigthink.com/josephstiglitz>). Upozorňuje na to, že v žiadnej inej časti sveta „nespí“ toľko peňazí ako v Ázii a že suverénne fondy (SF) môžu za istých okolností podporiť chorý finančný systém Západu vrátane USA. Podľa neho americký model finančného sveta pravdepodobne patrí minulosti, jeho piliere, veľké investičné banky, zmizli zo scény.⁷² Európsky model, ktorý inštitúciu špecializovaných investičných bánk nepoznal a opiera sa o univerzálne banky, sa zrejme spamätá skôr.

Áký je teda pohľad na formovanie novej štruktúry či modelu svetového finančného systému? Akú úlohu v tejto oblasti zohrávajú aktéri disponujúci veľkými likvidnými finančnými zdrojmi? Čo zo starej štruktúry môže vlastne pretrvať a v akej podobe? Ktoré zásadné podmienky a súvislosti determinujú tvorbu novej finančnej architektúry sveta?

Suverénne fondy (ako jedny z hlavných súčasných aktérov v oblasti investičných projektov z dôvodu vysokej likvidity svojich zdrojov) sa hneď na začiatku finančnej krízy aktívne podieľali na poskytovaní finančných injekcií americkým finančným inštitúciám, v obmedzenom rozsahu aj európskym. Z regionálneho pohľadu išlo o účasť takmer všetkých veľkých fondov z Ázie,

⁷² Z pohľadu záchranného plánu v USA sa navyše vynára obava, aby v súčasnosti banky namiesto poskytovania pôžičiek nehromadili dodatočný kapitál na neskoršie financovanie akvizícií. Problém spočíva v tom, že úvery, ktoré poskytujú obchodné banky, predstavujú len 30 % zo všetkých pôžičiek poskytnutých domácnostiam a nebankovým inštitúciám. Aj keby komerčné banky rozšírili svoje portfóliá o firemné obligácie a cenné papiere zabezpečené aktívami, zostanú zmrazené a banky túto stratu nemôžu kompenzovať. Jednoducho už nemajú ústrednú úlohu vo finančnom systéme ako kedysi.

Blízkeho východu a Európy. Prvým bol jeden zo SF Číny – China Investment Corporation. Všetky operácie boli poznamenané skutočnosťou, že pred krízou neboli bohatí investori zo Stredného východu, Číny a Ruska v západnej Európe a v USA vítaní. Poukazovalo sa predovšetkým na nejasný pôvod finančných zdrojov a obavu z ovládnutia strategických podnikov. Situácia sa zmenila začiatkom roka 2008, keď už mali SF umožnené do krachujúcich bánk pumpovať stámiliónové sumy. Po šiestich mesiacoch sa však ukázalo, že takéto vlievanie prostriedkov do finančného sektora nebolo najlepším rozhodnutím. Vysoké straty podstatným spôsobom obmedzili snahu SF v týchto rizikových aktivitách pokračovať, a to aj napriek tomu, že boli k tomu nabádané významnými predstaviteľmi finančných a politických skupín z USA a Európy. Odpisy, ktoré SF urobili v prípade tohto stratového investovania, nie sú, v porovnaní s celkovou disponibilnosťou zdrojov SF, ničujúce.⁷³ Sanovaním problémov finančných inštitúcií sa však SF mali možnosť dostať k niektorým údajom o klientoch bánk, a hlavne k informáciám o ich strategických zámeroch. Konkrétne straty viedli k tomu, že každá ďalšia investícia SF už vyžaduje náročnejšie schvaľovanie, aj keď v súčasnom období sa transakcie, atraktívne a menej rizikové pre SF, vyskytujú ešte stále zriedkavo.⁷⁴

⁷³ Podľa odhadov McKinsey Co. investovali SF za posledného jeden a pol roka do bánk a finančných inštitúcií približne 60 mld USD. Je to cca hodnota SF Líbye. Naproti tomu Stephen Jen z banky Morgan Stanley v Londýne tvrdí, že SF v roku 2008 stratili 18 – 25 % hodnoty, čo je cca 700 mld USD. Najtransparentnejší fond, nórsky SF, poklesol v uvedené obdobie o 7,7 % z celkovej hodnoty 300 mld USD. Vo všeobecnosti sa možno prikloniť skôr k väčšiemu objemu strát, čo podporuje aj zloženie portfólia najväčšieho SF emirátu Abú Zabí (ADIA), ktorý má cca 28 % zdrojov v nehnuteľnostiach, hedžových fondoch a v súkromnom kapitále. Dopady krízy na dubajský emirát sú oveľa výraznejšie, riešenie sa našlo v podobe vydania dlhopisov, ktoré nakúpila centrálna banka SAE. Pravdepodobne sa to prejaví v rozložení síl vnútri SAE, keď sa Abú Zabí bude snažiť stať sa novým svetovým centrom namiesto Dubaja. Okrem konzervatívnejšie investujúcej Saudskej Arábie má väčšie straty významná časť arabských SF.

⁷⁴ Doteraz nie je totiž jasné, čo sa stane s majoritným podielom SF v amerických bankách, ktoré zbankrotovali. Suverénne fondy držia podiel aj vo firmách, do ktorých pôvodne investovať vôbec nechceli, napríklad kórejský a singapurský SF majú podiely v Merrill Lynch, teraz musia premeniť tieto akcie na cenné papiere Bank of America. Niektoré fondy sa dostali pod tlak, aby investovali doma, napríklad kuvajtská vláda vyzvala svoj fond, aby vliel prostriedky do miestnej burzy, ktorá zaznamenala prudký pokles.

Najväčšie zdroje likvidných fondov sú v súčasnosti v Ázii a na Strednom východe. Aké veľké príspevky z nich budú prúdiť do medzinárodných finančných inštitúcií, v ktorých majú len obmedzený hlas? Na začiatku roka 2008 sa členovia MMF síce zhodli na strojnásobení základných hlasovacích práv, ale ani tak hlasovanie v prípade Číny, Indie alebo Brazílie nezodpovedá podielu ich ekonomík na globálnom hospodárstve.⁷⁵ Čína a bohaté krajiny Perzského zálivu boli požiadané, aby prispeli do MMF. Opatrením, na ktoré by bola Čína ochotná pristúpiť, je vytvorenie fondu, do ktorého by prispelo ešte Japonsko a Južná Kórea a fond by disponoval čiastkou 80 mld USD. Tieto zdroje majú pomôcť len krajinám s nedostatkom likvidity v regióne. Proces reforiem pripravený pre MMF a Svetovú banku sa ešte len rozbieha a nemožno očakávať, že jeho zrýchlenie bude také, aby sa reformované inštitúcie adekvátne mohli podieľať na riešení krízy vo veľkom počte krajín súčasne. Bolo by dobré očakávať, že postupne sa vytvorí systém, ktorý v tejto súvislosti bude lepšie zodpovedať potrebám rozvoja spoločnosti 21. storočia. Na pravdepodobnosť výraznej straty významu všetkých medzinárodných finančných inštitúcií, ktoré boli vytvorené po druhej svetovej vojne, poukazuje štúdia National Intelligence Council (NIC, 2008), zaoberajúca sa globálnymi trendmi do roku 2025.

Súčasná pozícia suverénnych fondov a súvislosti ich investičnej orientácie

Pre vnútorný a vonkajší posun moci kapitálu je v súčasnom období charakteristické pôsobenie dvoch silných štruktúr, ktoré v niektorých prípadoch spolupracujú, v ďalších sa stávajú vážnymi konkurentmi. Ide o suverénne fondy, ktoré sú vlastníkami reálneho kapitálu, a centrálné banky. Posun moci kapitálu je možné registrovať z regionálneho aspektu aj vzhľadom na zmeny v štruktúre skupiny dvadsiatich najväčších bánk sveta za posledných desať rokov. Kým v roku 1999 sa medzi najväčšími bankami nenachádzala ani jedna čínska, ale jedenásť z USA a dve japonské, tak v roku 2009 je hneď päť čínskych, z toho tri na prvých troch miestach, jedna japonská už na 7. mieste

⁷⁵ Čína má v 24-členom výbore MMF len jedného zástupcu a disponuje hlasovacími právami iba s podielom 3,66 %. Čína zároveň požaduje, aby USA upustilo od svojej dominancie v MMF.

a počet bánk z USA klesol na štyri (Financial Times, 2009). Kým v roku 1999 predstavovalo 20 najväčších bánk trhovú hodnotu 1,241 bilióna USD, v roku 2009 to bolo 1,177 bilióna USD. Pritom najväčšími vlastníkmi amerických bondov sú Čína a Japonsko, vo výške 585 mld USD a 573,2 mld USD (podľa China Daily, 2008).⁷⁶

Finančná sila suverénnych (štátnych) fondov predstavuje v súčasnosti 3,652 bilióna USD (Sovereign Wealth Fund Institute, apríl 2009). Podľa dokumentu OSN World Investment Report 2008 je to až 5 biliónov USD.⁷⁷ Objem týchto zdrojov reprezentuje viac ako deväťnásobok toho, čím disponujú *private equity* fondy.

Ide o vysoko likvidné zdroje a zdroje v podobe cenných papierov. V súvislosti s expandovaním ekonomík tzv. skupiny BRIC v poslednej dekáde je zaujímavé, že podiel ich suverénnych fondov predstavuje 28,6 % z celkovej finančnej sily suverénnych fondov, pritom podiel SF Číny na SF krajín BRIC je až 78,4 %. S výnimkou Ruska ide o finančné zdroje pochádzajúce z obchodných prebytkov. Z teritoriálneho pohľadu je podiel SF Ázie na celkovom objeme zdrojov SF sveta 35 %. Vyšší podiel – 44 % – majú SF za región Stredný východ. V tomto prípade ide predovšetkým o zdroje pochádzajúce z predaja ropy, menej zo zemného plynu. Napriek tomu, že v období hospodárskej krízy je cenový vývoj ropy a zemného plynu charakteristický pohybmi na nižšej úrovni v porovnaní s obdobím do roka 2008 a SF, osobitne z krajín Stredného východu a niektoré ázijské SF, utrpeli počas roka 2008 významnejšie straty pri investovaní v smere svojej participácie na sanácii problémov amerických bánk, niektorých *private equity* fondov a podnikov, možno očakávať, že v ďalšom období bude rásť dopyt po rope tak, že jej cena sa bude pohybovať okolo úrovne 85 – 95 USD za barel.⁷⁸ Znamená to, že v tejto súvislosti je možné očakávať pokračovanie rastu finančnej sily suverénnych fondov.

⁷⁶ Nákupy amerických štátnych obligácií boli možné vďaka prebytkom zahraničného obchodu Číny a rastu výkonnosti hospodárstva. Čínske devízové rezervy predstavujú približne 1,9 bilióna USD.

⁷⁷ V dokumente je analyzovaný vývoj SF od roka 1990, keď ich finančná sila predstavovala len 500 mld USD. Predpokladá sa, že do roku 2013 by mala dosiahnuť hodnotu 11 biliónov USD. V súčasnosti pôsobia SF v 44 krajinách a je ich približne 70.

⁷⁸ Podľa Barclay Capital možno očakávať pohyb ceny ropy v roku 2010 okolo úrovne 85 USD za barel.

Na finančnú silu SF vplývajú aj výkyvy menových kurzov. Čiastočne negatívne sa to prejavilo v prípade SF Ruska, z ktorého približne 50 % sa použilo na stabilizáciu kurzu rubľa v roku 2008. Je reálny predpoklad, že ďalší priebeh hospodárskej krízy bude v tejto súvislosti v Rusku vyžadovať použitie väčšieho objemu zdrojov SF na riešenie vnútorných problémov ekonomiky, čo však nebude brániť Rusku pokračovať v rozsiahlych investíciách v oblasti energetiky, najmä na teritóriu Európy, Ázie, Afriky a Južnej Ameriky. Vyplýva to nielen z odštartovania veľkých projektov, ale aj z odhadu disponibilných súčasných devízových rezerv Ruska na úrovni 500 mld USD. Zlúčený ruský fond zvrchovaného majetku (Vládny rezervný fond a Fond národného blahobytu) zase môže konkurovať singapurskému Temasek Holdings v snahách o získanie viacerých západných znížených aktív. Niektorí poprední ekonómovia Ruska sú však presvedčení, že voči investíciám ruskej vlády sú celosvetovo rozšírené nepriateľské nálady. Tvorcovia politik v Európe a v Amerike najskôr nedôverujú tomu, že zahraničné vlády a nimi riadené fondy investujú čisto len na základe obchodných motívácií. Je to istý trend v zmysľaní, nastúpený ešte pred rokom 2007, keď sa ázijské a arabské spoločnosti snažili získať aspoň malé podiely v niektorých strategických podnikoch v Európe a v USA. Do určitej miery je to spôsobené aj pretrvávaním nízkej úrovne transparentnosti fungovania SF. Toho si je ruská vláda vedomá a pripravuje transparentnú štruktúru spravovania SF, bezprecedentne napríklad v predstavenstvách mnohých štátnych firiem už nahradila veľký počet úradníkov nezávislými riaditeľmi vrátane cudzincov. Tu je potrebné uviesť, že ruské súkromné i štátne spoločnosti už v zahraničí investovali tak, že 25 ruských spoločností má 59 mld USD v zahraničných aktívach a v rozvíjajúcich sa ekonomikách. A hoci kríza zmietla ruský akciový trh, niektoré z najlepšie riadených spoločností v Rusku sú postihnuté menej než ich západní partneri, a je teda reálny predpoklad, že už v roku 2009 budú nakupovať na globálnom trhu.

Istú spoluprácu centrálnej banky a SF krajiny je možné registrovať v prípade riešenia menových otázok v Číne. Menová problematika v súvislosti s vývojom čínskej ekonomiky, predovšetkým s vývojom jej obchodnej regionálnej výmeny tovarov a služieb, a postupná snaha o vytvorenie ďalšej konvertibilnej silnej ázijskej meny, je široko diskutovanou otázkou, s jednoznačným

globálnym vplyvom. Na začiatku 21. storočia evidentne stúpa vplyv čínskeho jüanu (CNY) vo vzájomnom obchode s okolitými krajinami.⁷⁹ Ide o veľkú príležitosť k ďalšiemu stupňu internacionalizácie CNY v čase, keď sa hlavné svetové meny oslabujú a akceptácia CNY sa stále viac rozširuje. Ázijský región po vypuknutí finančnej krízy čelí nebezpečenstvu reverzného toku kapitálu, ktorý sa premieta aj v nedostatku USD a nedostatočnom prietoku financií. V tejto situácii Čína s východoázijskými krajinami uzatvára dohody o menovom swape, čo znamená aj poskytnutie podpory priepustnosti kapitálu svojim hlavným partnerom (Južná Kórea, Hongkong, Malajzia, Bielorusko, Indonézia a Argentína). Tým sa zabezpečuje finančná stabilita regiónu a použitie CNY na vyrovnávanie obchodov v rámci regiónu pomáha stabilizovať vnútroregionálny obchod. Z dlhodobého pohľadu je možné potenciál regionalizácie čínskej meny považovať za zvyšovanie ekonomickej nezávislosti Číny. Táto stratégia, samozrejme, zahŕňa aj situáciu a vývoj USD. V tomto kontexte napomáha rýchly vývoj pozície CNY vytvárať protiváhu dominantnému USD a pôsobí pozitívne na rozvoj medzinárodného menového systému v smere regulácie. Z krátkodobého hľadiska je pre Čínu dôležitá účasť na budovaní rôznych menových spojenectiev ako napríklad ASEAN 10. Krajina, ktorá chce vydávať svetovú menu, by mala mať rozvinutý a otvorený finančný trh a povoliť relatívne slobodný pohyb kapitálu. Predpokladá to splniť aj ďalšie podmienky, ktoré súvisia s uskutočnením, resp. ukončením hospodárskych štrukturálnych reforiem. Tieto podmienky však Čína zatiaľ nespĺňa. Preto je vo finančnej oblasti v súčasnosti akousi náhradnou voľbou *offshore market* CNY v Hongkongu, ktorý pre zahraničných držiteľov CNY vytvára investičné kanály. V súčasnosti so SF Čína-Hongkong (Hong Kong Monetary Authority), ktorého finančná sila od apríla 2009 stúpila na 194 mld USD, ide o vytvorenie významného priestoru nielen na stabilizovanie finančného systému v čase krízy, ale predovšetkým ide o veľký investičný potenciál, ktorý bude s vysokou pravdepodobnosťou orientovaný do regiónu Ázie.

⁷⁹ Podiel regionálneho obchodu sa zvyšuje tak, že v roku 2008 predstavovala čínska obchodná výmena v regióne hodnotu 1,36 bilióna USD. Je to viac než polovica celkového čínskeho obchodu. Až 62 % čínskeho importu a 46,4 % exportu sa realizovalo s ázijskými krajinami.

Smery investovania suverénnych fondov a spolupráca s centrálnymi bankami

Z hľadiska času je otázkou, ako budú tieto štruktúry pri budúcom investovaní postupovať. Či pôjde o samostatné investovanie, alebo o spoluprácu. Pre prvý polrok 2009 je charakteristická skôr spolupráca. Tá sa teritoriálne prejavuje predovšetkým v krajinách Ázie, v niektorých krajinách Perzského zálivu a v Rusku. Príkladom, ako to funguje, je tzv. mbonomika v Južnej Kórei, kde centrálna banka spolupracuje so SF Korea Investment Corporation (KIC) v oblasti investovania do stredných a malých podnikov, ktoré budú schopné pri otvaraní sa medzinárodného obchodu prostredníctvom zmlúv o voľnom obchode obstáť v konkurenčnom prostredí viac ako súčasné cheboly, ktoré už nie sú schopné pružne reagovať na trh.⁸⁰

Gradovanie globálnej hospodárskej krízy a naštartované investičné aktivity koncom roka 2008 a na začiatku roka 2009 ukazujú na nasledovné možné postupy:

- primárne sa orientovať na investície v materských krajinách, predovšetkým do oblasti technológií (vrátane investičných stimulov podporujúcich zelené podniky), a na finančné krytie tých projektov, ktorými je možné získať predstih, a to nielen technologický;⁸¹ veľakrát je tento smer investícií

⁸⁰ Cheboly vznikli v 60. rokoch, keď kórejská vláda dávala prednosť riadenej expanzii pred trhovými princípmi. Dnes síce ovládajú veľkú časť hospodárstva krajiny, vytvárajú väčšinu exportu, v niektorých odvetviach majú monopolné postavenie a tým sa vymkli akejkolvek kontrole, od roka 1997 sú však organizačne ťažkopádne a niektoré nie sú ani životaschopné (Hanbo Steel, Daewoo Motor, Hyundai Electronics, SK Global).

⁸¹ Typickým príkladom je smerovanie investícií do čistých technológií v Číne, čím sa v niektorých kategóriách dostáva do popredia. Vďaka výrobcovi Suntech Power je Čína v súčasnosti najväčším výrobcom fotovoltaických solárnych panelov na svete, je druhým najväčším svetovým trhom pre veterné turbíny a rýchle doháňa USA. Významným úspechom domáceho investovania je prvý hromadne vyrábaný automobil hybrid F3DM, ktorý je napájaný zo zásuvky. Saudská Arábia utrpela finančnou krízou oveľa menej škôd, v porovnaní s ďalšími krajinami Perzského zálivu, keďže jeho SF investoval konzervatívnejšie, a preto si môže dovoliť v tomto roku investovať do zdravotníctva, školstva a infraštruktúry až 150 mld USD. Budú pokračovať megaprojekty rafinérií a stavby novej prístavnej metropoly na brehu Červeného mora. Čínske fondy majú byť smerované do projektov na podporu zrýchlenia samostatnej tvorivosti a úpravu ekonomickej štruktúry, má ísť predovšetkým o investície do aplikovaných špičkových technológií. Taktiež má byť podporovaná výstavba ekonomického bývania a založený vidiecky finančný systém. Väčší dôraz sa venuje podpore životného prostredia, podporu získavajú biostanice a čističky odpadových vôd.

spojený so stanovením podmienok popredným svetovým nadnárodným spoločnostiam, ktoré, ak sa chcú dostať na trh, odovzdávajú svoje odborné poznatky a priemyselné postupy;

- vytváraním malých podnikov investovať do infraštruktúry (nielen do oblasti energetiky,⁸² ale aj dopravnej infraštruktúry – zvlášť železníc,⁸³ leteckej dopravy, lodnej dopravy, zvýšený dôraz sa kladie na investovanie do budovania celej infraštruktúry vody⁸⁴);
- investície podporujúce a zabezpečujúce vstup na spotrebiteľské trhy vytvorením kvalitatívne nových luxusných výrobkov (týka sa to predovšetkým čínskych a singapurských suverénnych fondov, ktoré budú mať záujem podporovať expandovanie na teritórium Európy, v podstate dochádza k prerozdeleniu trhu EÚ medzi staré európske a americké značkové luxusné firmy a nové ázijské značkové firmy);⁸⁵

⁸² Významnými investičnými aktivitami je naplnenie snáh Ruska prostredníctvom Gazpromu na teritóriu EÚ. Rieši sa otázka, ktorá sa ponecháva na rozhodnutí jednotlivých vlád, či na svoje územie pustia investora z tretích krajín, ktorý nemá vlastníctvo sietí oddelené od produkcie.

⁸³ Významné investície v tejto oblasti sa majú realizovať v Číne. Do roka 2020 má byť vybudovaných 120 000 km nových tratí za približne 248 mld USD. Čínske železnice v súčasnosti prevádzajú 1/4 celosvetového železničného nákladu a osôb na len 6 % svetových tratí, čo znamená, že čínska železničná sieť je najvyťaženejšia na svete. Kontrolu nad železnicami má ministerstvo, v niektorých prípadoch aj orgány miestnej správy, v 26 spoločných železničných podnikoch, z ktorých len 16 nevykazuje červené čísla. V súčasnosti je k dispozícii veľký objem kapitálu, ktorý má enormný záujem o výstavbu železníc.

⁸⁴ Nedostatok vody je hlavným problémom poľnohospodárstva, ktoré v celosvetovom rozmere spotrebúva až 70 % sladkej vody. V Austrálii už 10 tisíc farmárov opustilo miesto svojho pôsobenia a mestá, ako je Melbourne, majú len 30 % zásob vody v nádržiach. Na suchom severe Číny trpí nedostatkom vody 490 miliónov obyvateľov. Čína chce do roka 2050 vybudovať rozsiahlu sieť potrubí, prečerpávajúcich staníc a nádrží, ktoré vodu na sever privedú. Klimatické zmeny sa podpisujú aj na nedostatku vody na juhozápade USA, vysychajú nádrže na rieke Colorado, ktoré zásobujú cca 30 miliónov ľudí. Sýria, Jordánsko, Singapur a Cyprus vodu dovážajú už dnes. Na dodávkach vody z Francúzska bola v minulom roku odkázaná Barcelona. Izrael a Španielsko vo veľkom vyrábajú sladkú vodu odsoľovaním morskej vody. Uvažuje sa aj o tom, že pri opravách infraštruktúry a výstavbe nových miest by bolo dobré rozdeliť vodovodné potrubie na pitnú a úžitkovú vodu. Nedostatkom pitnej vody dnes trpí takmer jeden a pol miliardy ľudí v 50 krajinách sveta. Najväčšie spory o vodu vznikajú na Blízkom a Strednom východe, nehovoriac o sporoch v regióne Afrika.

⁸⁵ Kým v 90. rokoch pracovali v niektorých krajinách EÚ ilegálne čínske dielne (napr. vo Francúzsku), produkujúce výrobky pre značkové európske firmy, tak v súčasnosti nastupuje etapa štátnej podpory čínskych firiem, ako napríklad Zhang-Hai, ktorá zakladá svoje firmy

- pokračovanie teritoriálnej finančnej expanzie do Afriky a Južnej Ameriky;⁸⁶
- nákup nehnuteľností, uvážlivá expanzia realitných portfólií (Veľká Británia, Stredný východ, Japonsko).

Zároveň sa ukazuje, že je možné rátať s koordináciou postupov Ruska a Číny v centrálnych bankách a suverénnych fondoch s cieľom vytvoriť novú rezervnú menu. Jednou z úvah dnes je, aby sa ňou nestalo euro, ale pripravuje sa kôš mien so zlatým štandardom. Čím rýchlejšie sa táto príprava zrealizuje, tým rýchlejšie sa bude oslabovať USD, a teda čas potrebný na investovanie v podobe USD, ktorý predstavuje významné rezervy tak centrálnych bánk, ako aj likvidných zdrojov suverénnych fondov, sa podstatne skráti. V tejto súvislosti je možné uviesť, že to pravdepodobne podporí vznik regionálneho Medzinárodného menového fondu viazaného na ázijské krajiny, alebo môže byť vytvorený vo väzbe na APEC.

Významnú oblasť vo väzbe investovania SF a spolupráce s centrálnymi bankami predstavuje poskytnutie 25 mld USD čínskou centrálnou bankou a čínskymi SF Rusku, ako pôžičku na vybudovanie ropovodov a plynovodov do Číny. Pomocou nich bude Rusko počas dvadsiatich rokov dodávať do Číny ropu a plyn, za tzv. spravodlivú cenu ropy 57 USD za barel. Analogicky ide o zmluvu medzi Ruskom a Južnou Kóreou, kde SF poskytnú zdroje na výstavbu plynovodov a ropovodov, ako aj zdroje na výskumné vrty pre nové náleziská ropy na pobreží. Zdroje SF sa budú využívať i pri výstavbe jadrových reaktorov v Južnej Kórei a v Japonsku.⁸⁷

v Nemecku a vo Francúzsku, produkujúce výrobky pod svojou značkou. Tie majú porovnateľnú kvalitu ako napríklad Luis Vuitton, Addidas, ale len tretinové ceny. Týmito parametrami jednoznačne vytláčajú európske a americké značkové firmy z trhu EÚ, ktoré sa začínajú preto viac orientovať na také parametre tovarov, ako je dlhodobosť a ekologickosť, čo zase čínskym značkovým tovarom na európskom trhu v súčasnosti chýba. Zo strany čínskych značkových firiem ide o nastúpenie trendu tzv. individualizáciu výrobkov.

⁸⁶ Rýchlostné komunikácie v smere východ – západ v Alžírsku realizujú čínske firmy využívajúce čínskych robotníkov. Čína a Venezuela zdvojnásobujú kapitál v spoločnom investičnom fonde na 12 mld USD (pôjde o výstavbu podnikov na výrobu mobilných telefónov, montážne haly na domáce spotrebiče a zakladanie spoločných poľnohospodárskych podnikov vo Venezuele). Spolupráca týchto krajín je založená predovšetkým na rope z Venezuely, ktorá vďaka Číne mohla v roku 2007 spustiť svoj prvý geostacionárny satelit.

⁸⁷ Zmluva z mája 2009 medzi Ruskom, Južnou Kóreou a Japonskom.

Podobne možno rátať s koordináciou postupov SF krajín Blízkeho východu a Ázie. Dôvodom je spojenie zlepšovania podmienok investovania v Ázii oproti Európe a USA v poslednom období⁸⁸ a dedičstva obchodných stykov medzi Áziou a Blízkym východom, ešte z čias karaván využívajúcich tzv. Hodvábnu cestu, a morská cesta z Perzského zálivu cez Indický oceán.⁸⁹ Obnovenie tzv. Hodvábnej cesty je jednou z kľúčových priorít Číny, je dôležitou súčasťou aj budovania panázijskej dopravnej infraštruktúry. Ide o najväčší projekt budúcnosti, jeho cieľom je vytvoriť na území celej Ázie sieť rýchlostných železníc (budúcnosť dopravnej infraštruktúry Ázie je založená predovšetkým na železniciach, nie diaľniciach, čo z pohľadu znižovania emisií má mimoriadny význam). Pôjde o vybudovanie dopravných systémov nielen vo východno-západnom, ale aj severo-južnom smere a investície do tejto oblasti sa odhadujú na približne 1 bilión USD.

Ázia je od roka 2006 najväčším obchodným partnerom Rady pre spoluprácu arabských krajín v Zálive (GCC). Hlavným vývozným artiklom z Perzského zálivu do Ázie je ropa a hliník. Čína a Japonsko smerujú do Perzského zálivu širokú škálu výrobkov, od áut po počítače. India a ďalšie ázijské krajiny dodávajú na Blízky východ predovšetkým potraviny. Investície z Perzského zálivu smerujú najmä do nákupu podielov ázijských bánk, do nákupu obchodných domov, hotelov a kancelárskych priestorov. Menšie investície z Alžírsku, Egypta a Maroka smerujú do výroby obuvi v Číne.⁹⁰ Rovnako aj ázijské investície sa orientujú na Blízky východ. Najvýznamnejšie investície smerujú do severoafrického ropného odvetvia, predovšetkým v Sudáne a Alžírsku. Spolu s nimi dostali priestor aj významné investície do budovania prenosových energetických sústav a cestnej infraštruktúry, ktoré, navyše, realizujú čínske firmy. Tým je vytvorený priestor aj na rýchly nástup spotrebných tovarov čínskej proveniencie (značky ako Haier, TCL). V oblasti realitných a priemyselných projektov sa pohybujú indické strojárenské podniky Larsen

⁸⁸ Odpor voči ľuďom z Blízkeho východu po 11. septembri 2001 reorientoval obchodné spoločnosti z regiónu, aby hľadali iné miesta na investovanie. Všetky tradičné a dôležité vzťahy, ktoré boli so Západom, dnes kopíruje a preberá Ázia.

⁸⁹ Nová Hodvábna cesta dnes vedie zo Šanghaja, Hongkongu a Singapuru do Perzského zálivu a z letiskových hál v Dubaji a Rijáde späť do ázijských miest.

⁹⁰ V čínskom meste I-wu sú, vzhľadom na početnosť návštev obchodníkov z Blízkeho východu, dopravné značky aj v arabskom jazyku, nielen v anglickom.

and Toubro a Voltas. Na výstavbe nového obrovského mesta v Saudskej Arábii sa podieľa malajská developerská spoločnosť MMC. Ázia zároveň dodáva väčšinu talentovaných manažérov do rôznych spoločností, od investičných bánk po maloobchodné firmy. Ľudia, ktorých rodičia a prarodičia pôvodne prišli z indického subkontinentu, predstavujú v súčasnosti základ strednej vrstvy v Dubaji a Abú Zabí.

Je pravda, že zatiaľ je rozsah spolupráce v obchodnej činnosti rozsiahlejší ako v oblasti investícií. Dokumentuje to iba 11 % podiel PZI z Perzského zálivu do Ázie. Podľa odhadov poradenskej firmy McKinsey sa má do roka 2020 podiel týchto investícií zdvojnásobiť, pri súčasnom poklese podielu investícií na Západ z troch štvrtín na polovicu.

Na tento trend prehlbovania spolupráce v investičnej oblasti a obchode bude nepochybne pôsobiť celosvetová znížená úverová schopnosť bánk. Akciové trhy v oboch dotknutých regiónoch prudko poklesli a zrazili hodnotu investícií. Pri nižších cenách ropy v súčasnosti, v porovnaní s predchádzajúcim obdobím, budú mať arabské krajiny menší balík na investovanie. Vlády v uvedených regiónoch preto s veľkou pravdepodobnosťou použijú svoje zdroje na podporu domácich ekonomík a pomôžu svojim bankám a developerským spoločnostiam. Keďže v tejto súvislosti je zasiahnutý aj Západ, je málo dôvodov sa domnievať, že ekonomická integrácia Ázie a Blízkeho východu nebude pokračovať.

Príkladom, že uvedený proces je reálne naštartovaný, sú aktivity blízko-východných suverénnych fondov. Najväčší z nich ADIA (Abu Dhabi Investment Authority) smeruje 8 – 12 % z 500 mld USD do akcií novovznikajúcich trhov, pričom hlavnou destináciou je Ázia. Pretože viac ako polovica objemu ropy zo Saudskej Arábie smeruje do Ázie, národná ropná spoločnosť Aramco sa snaží zabezpečiť si trhy v tomto regióne. Má podiely v hodnote 5 mld USD v rafinárskom a petrochemickom komplexe v čínskej provincii Fu-tien. Na 31 čerpacích staniaciach čínskeho Sinopec-u sú vlajky Aramca a Sinopec je jednou z ropných spoločností, ktorá má možnosť hľadať zemný plyn v kráľovstve Saudov. Veľký priestor pre spoluprácu v oblasti investícií s Čínou sa črtá pri budovaní nového mesta Jazan pri hranici s Jemenom na brehu Červeného mora. Súčasťou investície vo výške 4,5 mld USD je vybudovanie hlinikárne a elektrárne. Saudská Arábia sa uchádza aj o podiel na projekte

výstavby Veľkej kórejskej vodnej cesty, ktorá má prepojiť sever a juh krajiny, s celkovou dĺžkou 3 100 km, pri odhadovanej sume 20 – 40 mld USD.

Kým krajiny vyvážajúce ropu sa snažia zabezpečiť si trhy pre svoju surovinu, krajiny ako Egypt a ďalšie arabské krajiny sa snažia smerovať investície svojho partnera do oblastí, ktoré prinesú tvorbu nových pracovných miest. V prípade Egypta je faktom to, že import z Číny sa od roka 2003 zvýšil na takmer osemnásťnásobok egyptského exportu do Číny. Kompenzovanie má spočívať vo vybudovaní výrobnéj zóny neďaleko ústia Suezského priepľavu, do ktorého sa má prilákať cca 50 podnikov v čínskom vlastníctve, ktoré by zamestnali 10 tisíc Egyptanov a tisíc Číňanov. Zónu buduje TEDA – jedna z najväčších developerských čínskych spoločností.⁹¹

Spolupráca SF Ázie a Blízkeho východu môže byť zásadným fenoménom budúcnosti. Zároveň táto spolupráca vyjadruje kľúčovú zmenu dneška. Európa a USA majú virtuálne aktíva, Ázia a Arabský svet majú reálne aktíva. Táto nová dimenzia faktov a súvislostí, ktoré sú podstatné pre budúcnosť, sa doposiaľ v analýzach neriešila. Je to mimoriadne významné preto, lebo tzv. očisťovanie portfólia európskych a amerických finančných inštitúcií od toxických aktív predstavuje iba malú časť virtualizácie finančného sektora. Suverénne fondy, napriek stratám z výkyvov cien ropy a stratám z investovania do amerických finančných inštitúcií na začiatku krízy, majú reálne zdroje a centrálné banky tiež. Problémom je však to, že vlastnia veľký objem amerických štátnych dlhopisov, ktorých bonita je značne otázná. To sa premieta i vo vyhláseniach čínskych predstaviteľov, ktorí konštatujú, že najväčším rizikom pre Čínu sú americké deficity a ich vplyv na splácanie amerických dlhov.

Záverečné poznámky

Podstatným sa javí vidieť pôsobenie dotknutých suverénnych fondov v niekoľkých strategických líniiach. Jednou z nich je podpora hospodárskej expanzie, tam dominujú Rusko a arabské krajiny. V ďalšom slede ide

⁹¹ Už v súčasnosti tam pôsobí sedem spoločností, vrátane jedného čínsko-egyptského podniku, ktorý montuje vrtné zariadenia, ďalší vyrába odevy na jedno požitie pre nemocnice a reštaurácie.

o pôsobenie SF ako politického nástroja, ktorý využívajú napríklad Venezuela a Brazília. Výraznou strategickou líniou je použitie SF ako mocenského nástroja, kde je top predstaviteľom Čína. Nemožno nespomenúť skutočnosť, že akýkoľvek spôsob umiestnenia zdrojov SF zároveň znamená aj isté implantovanie prvkov svojej kultúry na území prijímateľa. Typickým príkladom je Čína, ktorá pri umiestňovaní zdrojov využíva v celom rade projektov pracovnú silu vlastnej proveniencie. Je reálny predpoklad, že jednotlivé SF budú pôsobiť v rámci strategickej línie regionálne diferencovane, t. j. uplatňovaním rozdielnej sily a dôrazu v krajinách Európy a Ameriky.

V súčasnosti sa často diskutuje a vedú sa spory o tom, či sú krajiny BRIC schopné koordinovať ďalší spoločný postup, alebo nie, pretože sa berie do úvahy ich veľká rozdielnosť. Zároveň sa polemizuje o období, kedy Čína nahradí USA vo vedení svetovej ekonomiky. V súvislosti s pôsobením suverénnych fondov je však možné na tieto otázky zvoliť aj iný uhol pohľadu, a to cez virtuálne a reálne finančné zdroje. Možno nastoliť otázku, kto reálne vládne vo svetovom hospodárstve? Sú to transnacionálne korporácie, národné vlády, alebo rodinné klany? Takto postavená otázka nie je irelevantná, ak sa berie do úvahy to, že juhovýchodnú Áziu, kde žije 500 miliónov obyvateľov, ovláda štyridsať rodinných klanov. Je to skutočne problém hodnotenia a analyzovania váhy pôsobenia týchto štruktúr. Ak sú zdroje bankového sektora použité na financovanie bublín, veľmi zjednodušene uvedené, a vlády s tým nič nerobia, opäť je to problém, ako hodnotiť takú situáciu (v konečnom dôsledku sa rieši krízový stav nalievaním zdrojov štátneho rozpočtu). Ak sa teda suverénnym fondom vyčíta, že sú nástrojom v rukách jednotlivých vlád, je možné uviesť, že nejde o iný kvalitatívny problém v porovnaní s predchádzajúcimi prípadmi. V tejto súvislosti je aj z národného i nadnárodného pohľadu nutné brať do úvahy chybovosť národného HDP vo väzbe na transnacionálne korporácie a taktiež na rovinu priznať vplyv šedej a čiernej ekonomiky, ktorej podiel hrozivo narastá.

Suverénne fondy sú významnou súčasťou potrebnej zmeny východísk v ekonomike a nového pohľadu na fungovanie globalizovanej ekonomiky. Je veľmi dôležité uvedomiť si, že nejde o novú skupinu investorov, ale o signifikantný štruktúrotvorný prvok novej finančnej architektúry sveta.

LITERATÚRA

Literatúra k 1. kapitole

AIECE (2009): The International Economic Outlook. In: AIECE General Report (Report submitted at the AIECE spring General Meeting). Part I. Vienna: Association of European Conjuncture Institutes.

ASCE (2009): Report Card for Americas Infrastructure. American Society of Civil Engineers. <www.asce.org>.

ATRADIUS (2009): Russia. Atradius Country Report. Amsterdam: Atradius, February.

Bank of Japan (2009a): Outlook for Economic Activity and Prices. April.

Bank of Japan (2009b): Research and Statistics Department. May.

BERGSTEN, F. (2009): Currencies Exchange. The Economist, May 9th, s. 18.

BHATTACHARYA, A. – DERVIS, K. – OCAMPO, J. A. (2008): Responding to the Financial Crisis: An Agenda for Global Action. [Prepared for *Global Financial Crisis Meeting*. Columbia University, New York: November 13, 2008.] <www0.gsb.columbia.edu/ipd/pub/Bhattacharya.pdf>.

CE (2009): Eastern Europe Consensus Forecast. London: Consensus Economics, May.

CESifo (2009): World Economic Survey. Zv. 2, č. 2, máj.

Congressional Budget Office (2009): The State of the Economy and Issues in Developing an Effective Policy Response, USA. January 27 <www.cbo.gov/ftpdocs/99xx/doc9967/01-27-StateofEconomy_Testimony.pdf>.

DE GRAUWE, P. (2009): The Politics of the Maastricht Convergence Criteria. VoxEU.org, April <www.voxeu.org/index.php?q=node/3454>.

ECB (2008): Convergence Report 2008. <www.ecb.int/pub/convergence/html/index.en.html>.

ECB (2009): Statistics Pocket Book. Frankfurt am Main: European Central Bank, June.

EDC (2009): Russia (Country Report). Ottawa: Export Development Canada.

EEAG (2009): Report on European Economy. Munich: CESifo.

- EIU (2009): China Forecast. Economist Intelligence Unit. Country Forecast. March 11th <www.economist.com/countries/China/profile.cfm?folder=Profile-Forecast>.
- European Commission (2009): Economic Forecast. Spring. European Economy, č. 3 <http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15048_en.pdf>.
- Eurostat (2009a): Euro Area and EU27 Government Deficit at 1,9 % and 2,3 % of GDP Respectively. Government Debt at 69,3 % and 61,5 %. Eurostat News Release 56/2009.
- Eurostat (2009b): Statistics Database.
<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database>.
- Executive Office of the President of the USA (2009): Budget of the United States Government, Fiscal Year 2009. Washington, DC: White House.
- FRED (2009): Federal Reserve Economic Data, USA.
<<http://research.stlouisfed.org/fred2>>.
- GLIGOROV, V. – HUNYA, G. – PÖSCHL, J. et al. (2009): Differentiated Impact of the Global Crisis. Vienna: WIIW Current Analyses and Forecasts, No. 3, February, 153 s.
- 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. – ASTROV, V. (2008): Current Analyses and Forecasts. Vienna: WIIW.
- HAVLIK, P. (2009): Russia – Economy hit by Global Turmoil. In: Current Analyses and Forecasts. Vienna: WIIW.
- HO, S. (2009): China's Economic Growth Slows Further in First Quarter. Beijing, April 16th, Voice of America News <www.voanews.com/english/2009-04-16-voa11.cfm>.
- ILO (2009): Global Employment Trends: January 2009. Geneva: International Labour Organization <www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---dgreports/---dcomm/documents/publication/wcms_101461.pdf>.
- IMF (2009): World Economic Outlook. Crisis and Recovery. Washington, DC: International Monetary Fund, April
<www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/pdf/text.pdf>.
- ISAE (2009): AIECE General Report, Part I. Istituto di Studi e Analisi Economica.
- KOŠÍR, I. a kol. (2007): Energetická bezpečnosť SR v podmienkach členstva v Európskej únii. Bratislava: Vydavateľstvo Ekonóm. ISBN 978-80-225-2455-1.

LISÝ, J. (2005): *Výkonnost' ekonomiky a ekonomický rast*. Bratislava: Iura Edition. ISBN 80-8078-035-8.

McCOY, P. A. (2007): *The Moral Hazard Implications of Deposit Insurance: Theory and Evidence*. [Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law, October 23 – 27, 2006.] Washington, DC: International Monetary Fund <www.imf.org/External/NP/seminars/eng/2006/mfl/pam.pdf>.

MER RF (2009a): *Мониторинг о текущей ситуации в экономике Российской Федерации по итогам I квартала 2009 года*. Moskva: Ministerstvo hospodárskeho rozvoja RF <www.economy.gov.ru>.

MER RF (2009b): *Об итогах социально-экономического развития Российской Федерации в 2008 году*. Moskva: Ministerstvo hospodárskeho rozvoja RF.

MER RF (2009c): *Основные показатели уточненного прогноза социально-экономического развития Российской Федерации на 2009 год*. Moskva: Ministerstvo hospodárskeho rozvoja RF.

MIRDALA, R. (2009): *Shocking Aspects of Monetary Integration*. *Journal of Applied Research in Finance*, 1, No. 1, pp. 51 – 62. ISSN 2066-5482.

MORRISON, W. M. – LABONTE, M. (2009): *China's Holdings of U.S. Securities: Implications for the U.S. Economy*. Washington, DC: Congressional Research Service, March 5.

MORRISON, W. M. (2008): *China's Economic Conditions*. Updated November 20, 2008. Foreign Affairs, Defense, and Trade Division. Washington, DC: Congressional Research Service.

OECD (2009a): *Interim Economic Outlook. USA*. Paris: OECD, March.

OECD (2009b): *Interim Economic Outlook. Japan*. Paris: OECD, March.

OECD (2009c): *OECD Economic Outlook. An Interim Report*. Paris: OECD, March.

OeNB (2009a): *Recent Economic Developments in Selected CESEE Countries*. March <oenb.at/en/geldp_volksw/zentral_osteuropa/recent_economic_developments.jsp>.

OeNB (2009b): *Russia: Massive Fiscal Stimulus to Mitigate Substantial Spillovers from Global Crisis*. In: *Focus on European Economic Integration*. [To be published.] Vienna: OeNB.

ROGOFF, K. (2009): *Globální recese: Je Čína skutečně imunní?* 19. februára <<http://ekonom.ihned.cz/c1-34573330-je-cina-skutecne-immuni>>.

ROSSTAT (2009): *Россия в цифрах*. Moskva: Federálna služba štátnej štatistiky Rosstat <www.gks.ru>.

Statistics Bureau (2009): Ministry of Internal Affairs and Communications. Japan
<<http://stat.go.jp/english>>.

The Economist (2008): Locked Away. December 11th.

The Economist (2009a): Handle with Care. The Dollar as a Reserve Currency.
The Economist, March 26th
<www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=13382566>.

The Economist (2009b): The G20 in London: Divided we Stand. April 1st
<www.economist.com/daily/news/displaystory.cfm?story_id=13401931&fsrc=nwl>.

The Economist (2009c): China's Stimulus: Got a Light? The Economist, March 12th
<www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=13278758>.

The Groningen Database (2009): <www.ggdc.net/databases/>.

UN (2009): World Economic Situation and Prospects 2009. New York: United Nations.

USCESRC (2009): China's Role in the Origins of and Response to the Global Recession. [Hearing Before the U.S.-China Economic and Security Review Commission, 111th Congress, First Session, February 17, 2009.] Washington: United States-China Economic and Security Review Commission.

VINCÚR, P. a kol. (2008): Teória a prax hospodárskej politiky. Bratislava: Sprint. ISBN 80-8985-60-1.

WORKIE, M. (2007): From Debt Crisis to Growth Crisis: Is External Debt the Cause or the Effect of Africa's Marginalization. 1. vyd. Saarbrücken, Germany: VDM Verlag Dr. Müller, 264 s. ISBN 978-3-8364-3464-5.

WORKIE, M. a kol. (2008): Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky – Turbulencie na finančných trhoch a dilemy hospodárskej politiky. [Monografia.] Bratislava: EÚ SAV.

World Bank (2008): Russian Economic Report, No. 17. Washington, DC: World Bank, November.

World Bank (2009a): EU 10 Regular Economic Report. Main Report: Bottoming out? May <http://siteresources.worldbank.org/INTECA/Resources/257896-1242920964286/EU10_RER_May21_final.pdf>.

World Bank (2009b): Prospects for the Global Economy. Washington, DC: World Bank.

World Bank (2009c): Quarterly Update March 2009. Beijing: World Bank Office <www.worldbank.org/china>.

World Bank (2009d): Russian Economic Report, No. 18. Washington, DC: World Bank, March.

World Economic Forum (2009): India@Risk 2008. A Global Risk Network and Confederation of Indian Industry Briefing. Davos: World Economic Forum <www.weforum.org/pdf/globalrisk/IndiaRisk.pdf>.

Xinhua (2009a): Premier Wen Says Financial Crisis Not Bottoms Out. <<http://english.cri.cn/6909/2009/02/28/53s458796.htm>>.

Xinhua (2009b): 8% Growth Attainable. Economist <www.chinadaily.com.cn/china/2009npc/2009-03/03/content_7531000.htm>.

Xinhua (2009c): Further Adjustment in Monetary Policy Possible. <www.chinadaily.com.cn/china/2009npc/2009-03/06/content_7546602.htm>.

Xinhua (2009d): No Need for New Stimulus Plan in China: Advisor. <www.chinadaily.com.cn/china/2009npc/2009-03/06/content_7549081.htm>.

<www.cbr.ru> (Centrálna banka Ruskej federácie – Bank Rossii).

<www.cesifo.de/wes>.

<www.networkideas.org/news/mar2009/Fiscal_Stimulus_Plans.pdf>.

<www.oecd.org/dataoecd/36/48/41894959.pdf>.

<www.reuters.com/article/usDollarRpt/idUSGLOBAL20090410>.

<www.usatoday.com/money/companies/management/2008-09-28-executive-pay-ceo_N.htm>.

<www.whichwaytopay.com/world-interest-rates.asp>.

<www.yahoo.finance.com>.

Literatúra k 2. kapitole

AMITI, M. – FREUND, C. (2007): China's Export Boom. <www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2007/09/pdf/amiti.pdf>.

BALÁŽ, P. (2008): Energia – kľúčový faktor súčasnej hospodárskej politiky Európskej únie. Ekonomický časopis/Journal of Economic, 56, č. 3, s. 274 – 295.

CUI, L. (2007): China's Growing External Dependence. Finance and Development, 44, č. 3.

EIU (2007): World Investment Prospects to 2011. London: The Economist Intelligence Unit.

EIU (2008): Eastern Europe in 2009: The Outlook for Foreign Direct Investment. London: The Economist Intelligence Unit.

FURKA, M. – KYJAC, P. (2009): Vývoj platobnej bilancie v roku 2008. *Biatec*, 17, č. 4, s. 8 – 11.

HUGHES, A. (2008): China and the Financial Crisis. Centre for Research on Globalisation <www.globalresearch.ca/index.php?context=va&aid=11422>.

China's Customs Statistics (2008): PRC General Administration of Customs. US CHINA.

IMF (2009): World Economic Outlook, Crisis and Recovery. Washington, DC: International Monetary Fund, April.

MULLIGAN, C. (2009): What Caused the Recession of 2008? Hints from Labor Productivity. [Working Paper, No. 14729.] Available at: <www.nber.org/papers/w14729>.

National Bureau of Statistics of China (2008): Statistical Communiqué of the People's Republic of China on the 2007. <www.chinese-embassy.org.za/eng/zxxx/t411107.htm>.

National Bureau of Statistics of China (2009a): Statistical Communiqué of the People's Republic of China on the 2008. National Economic and Social Development. <<http://chinadataonline.org/freesource/zixunshow.asp?id=489>>.

National Bureau of Statistics of China (2009b). <www.stats.gov.cn/enGliSH/>.

NBS (2009): Štatistika platobnej bilancie. Priame zahraničné investície. Prílev PZI za rok 2008 (predbežné údaje). Bratislava: Národná banka Slovenska.

OECD (2009): International Trade Statistics. April.

ŠESTÁKOVÁ, M. (2008a): Nové tendencie vo vývoji priamych zahraničných investícií vo svete. In: WORKIE, T. M. a kol.: Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky. Turbulencie na finančných trhoch a dilemy hospodárskej politiky. [Monografia.] Bratislava: Ekonomický ústav SAV, s. 170 – 194.

ŠESTÁKOVÁ, M. (2008b): Konkurencia medzi štátmi v oblasti udržania a získavania zahraničných investícií. [Working Papers, č. 11.] Bratislava: EÚ SAV.

The Economist (2009): Not Made in China – China's Exports Dive but its Trade Surplus Grows. <www.economist.com/research/articlesBySubject/displaystory.cfm?subjectid=7933596&story_id=13097047>.

UNCTAD (2007): World Investment Prospects Survey 2007 – 2009. New York – Geneva: United Nations.

UNCTAD (2008): World Investment Report 2008. New York – Geneva: United Nations.

UNCTAD (2009): Assessing the Impact of the Current Financial and Economic Crisis on Global FDI Flows. New York – Geneva: United Nations.

WEF (2008a): The Global Competitiveness Report 2008-2009. Davos: World Economic Forum.

WEF (2008b): Financial Development Report. Davos: World Economic Forum.

WTO (2009): World Trade 2008. Prospects for 2009. Press Release <www.wto.org/english/news_e/pres09_e/pr554_e.htm>.

Xinhuanet (2009): China December Exports, Imports fall again Amid Weak Demand. <http://news.xinhuanet.com/english/2009-01/13/content_10650857.htm>.

ZALAI, K. (2009): Finančná situácia slovenských podnikov pred globálnou finančnou krízou. Biatec, 17, č. 2, s. 14 – 17.

ZORKÓCIOVÁ, O. – ŠKORVAGOVÁ, S. (2005): Priemyselná politika. In: Priority zahraničnoobchodnej politiky v období predpokladaného zavŕšenia prístupového konania s EÚ (predpoklady, problémy, riešenia). Bratislava: Vydavateľstvo Ekonóm, s. 77 – 113. ISBN 80-225-2116-7.

Literatúra k 3. kapitole

FOSTER, J. B. – MAGDOFF, F. (2009): The Great Financial Crisis: Causes and Consequences. New York: Monthly Review Press. Český preklad: Velká finanční krize. Příčiny a následky. Všeň (ČR): Nakladatelství Grimmus. ISBN 978-80-902831-1-4.

GLENN, J. C. – GORDON, T. J. (2007): Stav budoucnosti, Vybrané kapitoly z let 1997 – 2007. The Millennium Project. Editor P. Nováček. Olomouc: Univerzita Palackého v Olomouci. ISBN 978-80-244-1818-6.

ILO (2009a): Influence of Global Crisis. Washington, DC: International Labour Organization. <www.ilo.org/global/lang--en/index.htm>.

ILO (2009b): The Report of Global Crisis. Washington, DC: International Labour Organization.

IMF (2009): World Economic Outlook. Crisis and Recovery. Washington, DC: International Monetary Fund, April.

KEYNES, J. M. (1973): *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan.

KPMG (2009): *Správa KPMG o vývoji finančných trhov*.
<www.kpmg.sk/index.shtml>.

KREJČÍ, O. (2009): *Zahraniční politika USA*. Praha: Professional Publishing. ISBN 978-80-86946-68-9.

KRIPPNER, G. K. (2005): *The Financialization of the American Economy*. *Socio-Economic Review*, 3, č. 2.

MAGDOFF, H. – SWEETZ, P. M. (1985): *Stagnation and the Financial Explosion*. In: „*Casino Society*“. *Business Week*, 16. 9. 1985.

MINSKY, H. P. (1986): *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven: Yale University Press.

PHILLIPS, K. (1993): *Boiling Point*. New York: Random House.

PHILLIPS, K. (1994): *Arrogant Capital*. New York: Little Brown and Co.

ROWBOTHAM, M. (1998): *The Grip of Death*. London: Jon Carpenter Publishing.

NIC (2008): *Global Trends 2025: A Transformed World*. Washington, DC: The National Intelligence Council's. ISBN 978-0-16-081834-9.

TODD, E. (2004): *Po impériu*. Brno: Computer Press. 220 s. ISBN 8025104958.

VAŠKO, T. (2009): *Příčiny a důsledky financializace*. *Scientia et Societas*, č. 1.

World Investment Report (2008): Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge. New York – Geneva: UN Conference on Trade and Development.

<<http://bigthink.com/josephstiglitz>>.

<www.cadfund.com/en/Column.asp?ColumnId=15>.

<www.carnegieendowment.org/publications/index.cfm?fa=view&id=20279&prog=zch>.

<www.china-inv.cn/cicen/resources/resources.html>.

<www.kia.gov.kw/En/Pages/default.aspx>.

<www.mof.gov.sa/en/>.

<www.mubadala.ae/>.

<www.sama.gov.sa/sites/SAMAEN/Pages/Home.aspx>.

<www.swfinstitute.org/>.

<www.swfinstitute.org/fund/brazil.php>.

ZOZNAM GRAFOV A OBRÁZKOV

Graf	1.1	Hospodársky cyklus vybraných vyspelých krajín a zoskupení (1950 – 2009)	16
Graf	1.2	Priemerný rast HDP (2001 – 2013)	17
Graf	1.3	Medzera outputu (1980 – 2010)	18
Graf	1.4	Finančná integrácia rozvíjajúcich sa a rozvojových ekonomík (v % ich HDP)	20
Graf	1.5	Aktíva bánk vyspelých ekonomík v rozvíjajúcich sa a rozvojových ekonomikách (v % HDP rozvinutých ekonomík)	20
Graf	1.6	Prepad priemyselnej výroby (percentuálna zmena)	25
Graf	1.7	Využívanie priemyselnej kapacity (v %)	26
Graf	1.8	Vplyv finančnej krízy na ceny akcií (2001 = 100)	28
Graf	1.9	Vplyv finančnej krízy na vývoj súkromných úverov (12-mesačná percentuálna zmena)	28
Graf	1.10	Ceny nehnuteľností (12-mesačná percentuálna zmena)	29
Graf	1.11	Vývoj bežného účtu platobnej bilancie (v % globálneho HDP)	31
Graf	1.12	Synchronizácia globálnej úrokovej sadzby	33
Obrázok	1.1	Index monetárnych podmienok	78
Obrázok	1.2	Úrokové sadzby centrálnych bánk	79
Obrázok	1.3	Ekonomický rast a IFO index ekonomickej klímy pre eurozónu	85
Graf	1.13	Ekonomický rast v krajinách EÚ 10 v období 2004 – 2008 a prognóza na roky 2009 – 2010 (v %)	90
Graf	1.14	Vývoj miery nezamestnanosti v krajinách EÚ 10 v období 2004 – 2008 a prognóza na roky 2009 – 2010 (v %)	93
Graf	1.15	Vývoj inflácie (HICP) v krajinách EÚ 10 v období 2004 – 2008 a prognóza na roky 2009 – 2010 (v %)	95
Graf	1.16	Vývoj základných úrokových sadzieb ECB, NBS, ČNB, NBP a MNB od januára 2007 do augusta 2009	97
Graf	1.17	Vývoj salda bežného účtu v krajinách EÚ 10 v období 2005 – 2008 a prognóza na roky 2009 – 2010 (v % HDP)	100

Graf	1.18	Medziročné zmeny exportu v krajinách EÚ 10 v období 2004 – 2008 a prognóza na roky 2009 – 2010 (v %)	101
Graf	1.19	Medziročné zmeny importu v krajinách EÚ 10 v období 2004 – 2008 a prognóza na roky 2009 – 2010 (v %)	102
Graf	1.20	Saldo verejných financií a verejný dlh v krajinách EÚ 10 v období 2005 – 2008 a prognóza na roky 2009 – 2010 (v % HDP)	104
Graf	2.1	Vývoj zahraničného obchodu OECD v roku 2008 (štvrtročná zmena v %)	154
Graf	2.2	Vývoj celkového svetového outputu a svetového obchodu v posledných rokoch (v %)	155
Graf	2.3	Zahraničný obchod Číny v období 1998 – 2008 (v mld USD)	158
Graf	2.4	Vývoj mesačných cenových indexov vybraných komodít (január 2003 = 100)	170
Graf	2.5	Spotové ceny americkej ľahkej ropy (v USD/b)	171
Graf	2.6	Vývoj ziskov a rentability tržieb TNK za roky 1997 – 2007	174
Graf	2.7	Počet projektov investícií na zelenej lúke realizovaných vo svete za roky 2003 – 2008	182
Graf	2.8	Svetové toky priamych zahraničných investícií za roky 2000 – 2009 (odhad) v mld USD	184
Graf	2.9	Vývoj priamych zahraničných investícií do krajín strednej a východnej Európy za roky 2000 – 2009 (v mld USD)	186
Graf	3.1	Vývoj zadlženosti voči výrobe tovaru v % HDP (1959 = 100)	197
Graf	3.2	Podiel miezd a platov na HDP v Spojených štátoch amerických	200
Graf	3.3	Využitie priemyselných kapacít v Spojených štátoch amerických	201
Graf	3.4	Vývoj podielu zisku spracovateľského a finančného sektora v USA vyjadrený v % HDP	204

ZOZNAM TABULIEK

Tabuľka	1.1	Korelačná matica rastu významných akciových indexov (1990 – 1999 a 2000 –2009)	21
Tabuľka	1.2	Rast reálneho HDP (v %)	22
Tabuľka	1.3	Revidovaný rast potenciálneho outputu (2007 – 2011)	23
Tabuľka	1.4	Globálna recesia a jej dôsledky	25
Tabuľka	1.5	Zmena vo vývoji <i>terms of trade</i> (v % HDP, 2009/2008)	27
Tabuľka	1.6	Vývoj na trhu práce v roku 2009	30
Tabuľka	1.7	Garancia vkladov vo vybraných krajinách	34
Tabuľka	1.8	Fiškálne stimuly vybraných krajín (október 2008 – január 2009)	36
Tabuľka	1.9	Výška zlatého padáka vybraných spoločností (v mil. USD)	37
Tabuľka	1.10	Spojené štáty americké – dopyt, output a ceny (2005 – 2010)	40
Tabuľka	1.11	Japonsko – dopyt, output a ceny (2005 – 2010)	53
Tabuľka	1.12	Štvrťročné zmeny objemu HDP v EÚ, USA a Japonsku v roku 2008 (percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu štvrťroku)	65
Tabuľka	1.13	Európska únia: rast reálneho HDP, inflácie a nezamestnanosti	66
Tabuľka	1.14	Štruktúra rastu 2007 – 2010: eurozóna (reálna ročná zmena v %)	68
Tabuľka	1.15	Trh práce – eurozóna a Európska únia (ročná percentuálna zmena)	70
Tabuľka	1.16	Výhľad inflácie – eurozóna a Európska únia (ročná percentuálna zmena)	72
Tabuľka	1.17	Rozpočet všeobecnej vlády: eurozóna a Európska únia (v % HDP)	73
Tabuľka	1.18	Eurozóna: dynamika dlhu (v % HDP)	77
Tabuľka	1.19	Svetová ekonomika (1995 = 100)	84
Tabuľka	1.20	Index ekonomickej klímy: Severná Amerika, západná Európa a Ázia	84
Tabuľka	1.21	Vývoj HDP na obyvateľa v PPS (Purchasing Power Standard) a produktivity práce v krajinách EÚ 10 v rokoch 2004 – 2008 (EÚ 27 = 100)	91
Tabuľka	1.22	Čína – hlavné ekonomické ukazovatele (2005 – 2009)	111
Tabuľka	1.23	Dynamika reálneho objemu komponentov použitého HDP RF, 2006 – 2008, štvrťroky 2008 (medziročná zmena v %)	135

Tabuľka	1.24	Vývoj tvorby HDP RF a pridanej hodnoty podľa odvetví ekonomickej činnosti, 2007 – 2009 (medziročná zmena v %)	136
Tabuľka	1.25	Vývoj základných položiek platobnej bilancie RF, 2006 – 2008 (v mld USD)	137
Tabuľka	1.26	Vývoj inflácie v RF, 2005 – 2008 (medziročná zmena v %)	141
Tabuľka	1.27	Rozpočet verejnej správy RF, 2006 – 2009 (v % HDP)	144
Tabuľka	1.28	Vývoj základných ukazovateľov na trhu práce v RF (2007 – 2009)	146
Tabuľka	1.29	Základné ukazovatele sociálno-ekonomického vývoja v RF, 1.Q 2008 a 1.Q 2009 (ak nie je uvedené inak, zmena k príslušnému obdobiu predošlého roka, v %)	147
Tabuľka	2.1	Hrubý domáci produkt a obchod s tovarmi podľa regiónov v % (2006 – 2008)	156
Tabuľka	2.2	Zahraničný obchod Číny podľa krajín a regiónov v roku 2007 a 2008 (v mld USD)	160
Tabuľka	2.3	Export a import podľa destinácií za rok 2007 (v mld USD)	161
Tabuľka	2.4	Desať najobchodovanejších tovarových skupín exportu a importu Číny v roku 2007 (v mld USD)	162
Tabuľka	2.5	Desať najobchodovanejších tovarových skupín exportu a importu Číny v roku 2008 (v mld USD)	163
Tabuľka	2.6	Svetový obchod s tovarmi podľa regiónov a vybraných krajín v rokoch 2000 – 2008 (v mld USD a v %)	165
Tabuľka	2.7	Svetový export komerčných služieb podľa kategórií (2000 – 2008)	166
Tabuľka	2.8	Svetový export komerčných služieb v období 2000 – 2008 podľa regiónov (v mld USD, v %)	167
Tabuľka	2.9	Komparácia cenovej volatility komodít (týždenne v %)	169
Tabuľka	2.10	Tržby a pridaná hodnota v zahraničných dcérskych spoločnostiach v pomere k celkovému objemu PZI v krajine za rok 2004 alebo 2005 (posledný rok, keď sú k dispozícii údaje)	177
Tabuľka	2.11	Prílev priamych zahraničných investícií v rokoch 2007 – 2008 do vybraných krajín a skupín krajín (v mil. USD)	180
Tabuľka	2.12	Vývoj prílevu PZI do nových členských štátov EÚ (2007 – 2009 v mld USD)	187
Tabuľka	2.13	Prílev PZI do SR v rokoch 2007 a 2008 (v mil. Sk)	188
Tabuľka	3.1	HDP a zadlženie podľa jednotlivých sektorov USA	202

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 2008. 2009. 94 s.
ISBN 978-80-7144-174-8.

OKÁLI, I. a kol.: Hospodársky vývoj Slovenska v roku 2008. [*Economic Development of Slovakia in 2008.*] 2009. 74 s. ISBN 987-80-7144-173-1.

BUNČÁK, J. – DŽAMBOVIČ, R. – HRABOVSKÝ, M. – SOPÓCI, J.: Názory občanov na budúcnosť Slovenska. [*Citizens Opinions of the Future of Slovakia.*] 2009. 93 s.
ISBN 978-80-7144-172-4.

DLHODOBÁ VÍZIA rozvoja slovenskej spoločnosti. [*A Long-Term Vision of the Slovak Society Development. Second (unchanged) edition.*] 2009. 274 s. Druhé, nezmenené vydanie. ISBN 978-80-7144-168-7.

HVOZDÍKOVÁ, V. a kol.: Riziká aktuálnych vývojových trendov vo svetovej ekonomike. Finančná, demografická, potravinová a environmentálna kríza. [*Risks Connected with Actual Development Trends of the World Economy. Financial, Demographic, Foodstuffs and Environmental Crisis.*] 2008. 147 s. ISBN 978-80-7144-170-0.

DLHODOBÁ VÍZIA rozvoja slovenskej spoločnosti. Zhrnutie. [*A Long-Term Vision of the Slovak Society Development. Summary.*] 2008. 36 s. ISBN 978-80-7144-165-6.

A LONG-TERM VISION of the Slovak Society Development. Summary. 2008. 40 s.
ISBN 978-80-7144-167-0.

DLHODOBÁ VÍZIA rozvoja slovenskej spoločnosti. [*A Long-Term Vision of the Slovak Society Development.*] 2008. 274 s. ISBN 978-80-7144-168-7; VEDA, SAV Publishing: ISBN 978-80-224-1050-2.

OBADI, SALEH MOTHANA a kol.: Globálna ekonomika. Nové trendy a analýzy vybraných problémov. [*Global Economy. New Trends and Analysis of Selected Issues.*] 2008. 187 s. ISBN 978-80-7144-169-4.

WORKIE TIRUNEH, M. a kol.: Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky. Turbulencie na finančných trhoch a dilemy hospodárskej politiky. [*The Development and Perspectives of the World Economy. Turbulences on the Financial Markets and the Dilemma of Economic Policy.*] 2008. 301 s. ISBN 978-80-7144-166-3.

OKÁLI, I. et al.: Economic Development of Slovakia in 2007. 2008. 78 s.
ISBN 978-80-7144-164-9.

OKÁLI, I. a kol.: Hospodársky vývoj Slovenska v roku 2007. [*Economic Development of Slovakia in 2007.*] 2008. 74 s. ISBN 987-80-7144-163-2.

KVETAN, V. – PÁLENÍK, V. – MLÝNEK, M. – RADVANSKÝ, M.: Starnutie, zdravotný stav a determinanty výdavkov na zdravie v podmienkach Slovenska. [*Aging, Health Status and Determinants of Health Expenditure under Slovak Conditions.*] 2007. 57 s. ISBN 978-80-7144-160-1.

HOŠOFF, B.: Križovatky hospodárskej politiky USA (1980 – 2005). [*Macroeconomic Policy Crossroads in the USA (1980 – 2005).*] 2007. 186 s. ISBN 987-80-7144-161-8.

WORKIE TIRUNEH, M. a kol.: Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky. Prínos informačných technológií a hrozba klimatických zmien. [*The Development and Perspectives of the World Economy. The Benefits of Information Technology and the Costs of Climate Change.*] 2007. 332 s. ISBN 978-80-7144-159-5.

OKÁLI, I. et al.: Economic Development of Slovakia in 2006. 2007. 64 s. ISBN 978-80-7144-157-1.

OKÁLI, I. a kol.: Hospodársky vývoj Slovenska v roku 2006. [*Economic Development of Slovakia in 2006.*] 2007. 63 s. ISBN 987-80-7144-144-8.

KLAS, A.: Vývoj inštitúcií vyššieho vzdelávania na Slovensku (860 – 2005). [*Development of Higher Education Institutions in Slovakia (860 – 2005).*] 2006. 195 s. ISBN 0-7144-156-2.

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.

WORKIE TIRUNEH, M. a kol.: Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky. Globálna konkurencieschopnosť a energetická a demografická kríza. [*The Development and Perspectives of the World Economy. Global Competitiveness and Energy and Demographic Crisis.*] 2006. 302 s. ISBN 80-7144-152-X.

ŠIKULA, M. (ed.): Konkurencieschopnosť slovenskej a českej ekonomiky – stav a perspektívy. [*Competitiveness of the Slovak and Czech Economy – State and Prospects.*] 2006. 264 s. ISBN 80-7144-148-1.

ŠIKULA, M. – HVOZDÍKOVÁ, V. (eds.): Performance and Perspective of the European Union as Seen by the New Member States. Post-Accession Monitoring Conference. 2006. 185 s. ISBN 80-7144-151-1.

OUTRATA, R. a kol.: Globalizácia a slovenská ekonomika. [*Globalization and Slovak Economy.*] 2006. 379 s. ISBN 80-7144-150-3.

KLAS, A. a kol.: Technologický a inovačný rozvoj v Slovenskej republike. [*Technological and Innovation Development in the Slovak Republic.*] 2005. 389 s. ISBN 80-7144-147-3.

MORVAY, K. a kol.: Transformácia ekonomiky: skúsenosti Slovenska. [*Transition of Economy: Experience of Slovakia.*] 2005. 330 s. ISBN 80-7144-143-0.

OKÁLI, I. a kol.: Hospodárska politika Európskej únie a Slovenska v EÚ. [*Macroeconomic Policy of the European Union and of Slovakia in the EU.*] 2004. 352 s. ISBN 80-7144-140-6.

OKÁLI, I. et al.: Concept Outline of Slovakia's Economic Policy at the Stage of Integration into the European Union. Summary. 2004. 30 s. ISBN 80-7144-139-2.

WORKIE TIRUNEH, M. a kol.: Vplyv informačných technológií na ekonomický rast a zamestnanosť: teoretické a empirické pohľady (s aplikáciou na efekty komerčného modelu Microsoft Slovakia na slovenskú ekonomiku). [*Impact of Information Technology on Growth and Employment: Theoretical and Empirical Views. With the Applications to the Effects of Commercial Model of Microsoft Slovakia on the Slovak Economy.*] 2004. 92 s. ISBN 80-7144-141-4.

OBADI, SALEH MOTHANA: Integračné zoskupenie juhovýchodnej Ázie a zahraničnoobchodné vzťahy so Slovenskom a s Európskou úniou. [*The Integration Block of Southeast Asia and Foreign Trade Relations with Slovakia and the EU.*] 2004. 84 s. ISBN 80-7144-142-2-5.

ŠIKULA, M. (ed.): Economic and Social Context of Slovakia's Integration into the EU. Summary. 2003. 47 s. ISBN 80-7144-133-3.

ŠIKULA, M. a kol.: Ekonomické a sociálne súvislosti integrácie Slovenska do Európskej únie. [*Economic and Social Context of Slovakia's Integration into the EU.*] 2003. 381 s. ISBN 80-7144-135-X.

ŠIKULA, M. a kol.: Determinanty formovania priemyselnej politiky v podmienkach globalizácie a integrácie. [*Determinants of the Industry Policy Forming in the Conditions of Globalization and Integration.*] 2003. 166 s. ISBN 80-7144-134-1.

OUTRATA, R. a kol.: Ekonomické a sociálne súvislosti vstupu SR do EÚ. [*Economic and Social Context of Slovakia's EU Accession.*] 2002. 396 s. ISBN 80-7144-125-2.

MORVAY, K. a kol.: Aktuálne otázky fungovania verejných financií SR. [*Current Issues of the Functioning of Slovakia's Public Finance.*] 2002. 129 s. ISBN 80-7144-127-9.

Publikácie, ako aj jednotlivé čísla Ekonomického časopisu, ktorý vydáva EÚ SAV, možno objednať alebo kúpiť v kníhkupectvách ELITA, ACADEMIA, VEDA – Vydavateľstvo SAV v Bratislave.

Publikácie *Hospodársky vývoj Slovenska* vychádzajú každoročne od roku 1993 v slovenskej i anglickej verzii a v prípade záujmu sú dostupné v kníhkupectve ELITA.

VÝVOJ A PERSPEKTÍVY SVETOVEJ EKONOMIKY

Globálna finančná a hospodárska kríza

príčiny – náklady – východiská

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 978-80-7144-175-5