

WORKING PAPERS

29

Peter Cmorej

NOVÁ PODOBA GLOBÁLNEHO FINANČNÉHO SYSTÉMU

(vybrané súvislosti s polarizáciou bohatstva v globalizovanom svete)

AUTORI

Ing. Mgr. Peter Cmorej

RECENZENTI

Doc. Ing. Iveta Pauhofová, CSc.

Ing. Vanda Vašková, PhD.

Táto práca bola spracovaná v rámci projektu VEGA 02/0208/09 Determinanty polarizácie bohatstva v globalizovanom svete (súčasnosť a budúcnosť).

ABSTRAKT

Nová podoba globálneho finančného systému

(vybrané súvislosti s polarizáciou bohatstva v globalizovanom svete)

Vývoj globálneho finančného systému naďalej vykazuje výrazné znaky nestability. Finančná kríza zmenila svoj charakter na krízu dlhovú a hospodársku. Vzniknuté problémy sa riešia emisiou nového dlhu a budovaním podporných a záchranných mechanizmov vzájomných záruk, ktoré len oddŕajú riešenie skutočného jadra problému. Možno hovoriť o manipulácii na akciových trhoch, sme svedkami nestability menových kurzov a vnútornej nestability suverénnych štátov. Sú prezentované konkrétne rizikové faktory v Španielsku, Číne a Japonsku. Alarmujúci je vývoj na dlhopisovom trhu, je možné očakávať deštrukciu kapitálu a úspor občanov. Víťazmi a novými lídrami v novej finančnej architektúre sveta budú v strednodobom časovom horizonte štáty, ktoré si udržia konkurenčnú výhodu, schopnosť tvorby kapitálu a schopnosť alokovať kapitál do reálnych aktív. Medzi víťazov môžeme už teraz zaradiť krajiny, ktorých suverénne fondy za súčasnej situácie výrazne expandujú.

KLÚČOVÉ SLOVÁ

finančná kríza, zadlženosť subjektov, investovanie, akciový trh, dlhopisy, inflácia, Španielsko, Čína, Japonsko, Euroval, menové vojny, suverénne fondy

ABSTRACT

New appearance of global financial system

(selected context with polarization of wealth in globalized world)

Developments of the global financial system continue to show considerable signs of instability. The financial crisis has changed its character to crises of debts and economics. The resulting problems are solved by issuing new debts and building supportive and rescue mechanisms of mutual guarantees, which only delay true solution of the problem. It is possible to talk about manipulation on the stock markets; we are witnessing the instability of exchange rates and internal instability of sovereign states. There are presented specific risk factors in Spain, China and Japan. Developments on the bonds market are alarming; it is possible to expect destruction of capital and people's savings. In the medium-term, the winners and leaders in the new financial architecture of world will be the states, which will keep their competitive advantage, ability of raising capital and the ability of allocating this capital into real assets. For the winners we can already consider states, whose sovereign funds expand in spite of the present situation.

KEYWORDS

financial crisis, indebtedness of subjects, investment, stock market, bonds, inflation, Spain, China, Japan, European Financial Stability Facility (Eurozone Stability Fund), currency wars, sovereign funds

JEL CLASSIFICATION

E21, E22,E61, F21, F23, F59, G15,G18, H62, H63

Za obsah a jazykovú úroveň zodpovedajú autori.

Technické spracovanie : **Ing. Mgr. Peter Cmorej**

Ekonomický ústav SAV, Šancová 56, 811 05 Bratislava, www.ekonom.sav.sk

KONTAKT: peter.cmorej@gmail.com, tel. 02/52 49 50 80 kl.114

Ekonomický ústav SAV, Bratislava 2010

Obsah

1. Úvodné poznámky	4
2. Dlh a dlhopisy	7
2.1. Historický osud dlhopisov	7
2.2. Euroval - pitoreskné dlhopisy.....	8
2.3. Koho vlastne zachraňujeme ?.....	9
2.4. Investičný potenciál dlhopisov ako triedy finančných aktív	11
3. Rizikové faktory: Španielsko, Čína, Japonsko	14
3.1. Španielsko	14
3.2. Čína	15
3.3. Japonsko	16
4. Nová podoba globálneho finančného systému	18
4.1. Suverénne fondy.....	19
5. Záverečné poznámky	23
Literatúra.....	24

1. Úvodné poznámky

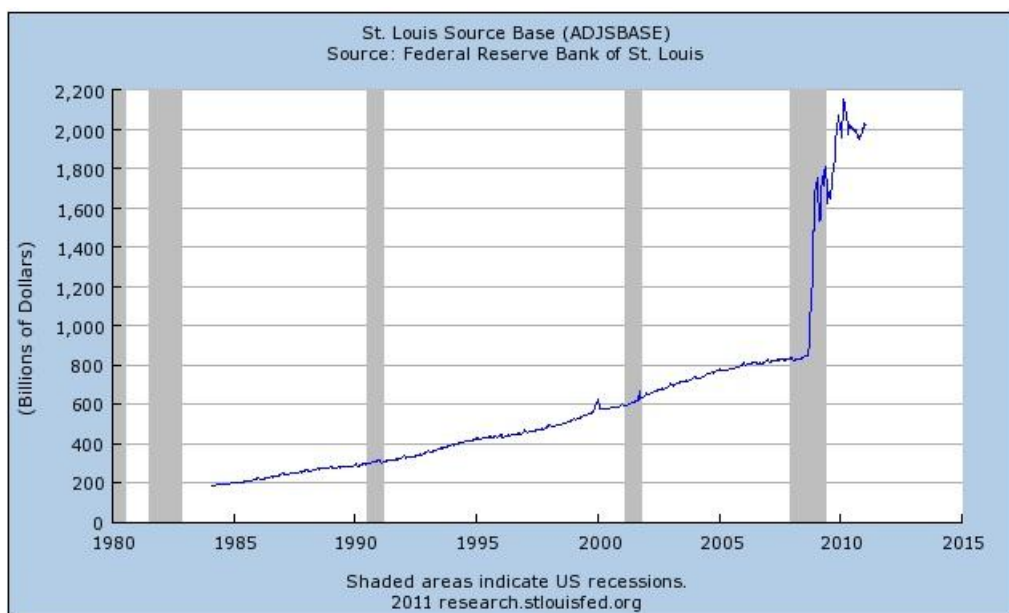
Príspevok je pokračovaním série publikácií o novom smere transformácie finančnej architektúry sveta v meniacom sa prostredí svetovej ekonomiky a súčasťou riešenia projektu VEGA 2/0208/09 „Determinanty polarizácie bohatstva v globalizovanom svete (súčasnosť a budúcnosť)“.

Súčasná finančná kríza je kríza likvidity, kríza zadlženosti a kríza globálnej spotreby. Zadlženie sa stále zvyšuje, len dnes sa nezadlžujú občania, ale vlády. Centrálné banky zahŕňajú trh likviditou a základné úrokové sadzby všetkých kľúčových centrálnych bánk sú na rekordne nízkych úrovniach (FED 0 – 0,25 %, Bank of Japan 0 %, Bank of England 0,5 %, ECB 1 %). Napriek tomu, že peniaze nikdy neboli také lacné, komerčné banky, namiesto požičiavania peňazí domácnostiam a podnikateľom, tvoria stále vyššie rezervy.

Menová báza FEDu vyjadrujúca objem peňazí, ktoré centrálna banka uvoľnila do obehu, vyzerá hrozivo a stále sa zvyšuje (graf č.1). FED doteraz v záujme potlačenia finančnej krízy zo vzduchu „vyčaroval“ približne 1500 miliárd USD a oznámil, že počas ďalšieho roka (2011) pridá ďalších 600 miliárd. Názorná je karikatúra, zobrazujúca muža na rebríku píliaceho dieru do stropu, aby mal kam maľovať pokračovanie krivky na grafe č.1

G r a f č.1.

Vývoj menovej bázy FEDu (USA)



Zvislá os: menová báza v miliardách USD

Vodorovná os: rok

Šedé oblasti reprezentujú obdobie recesie americkej ekonomiky.

Zdroj: vlastné spracovanie z databázy Federal Reserve Bank of St. Louis, <http://research.stlouisfed.org>

Európska centrálna banka (ECB) rozširuje svoju menovú bázu obdobným spôsobom ako FED, ale na rozdiel od FEDu o svojich plánoch dopredu väčšinou neinformuje, čím vnáša na trh výraznú mieru neistoty.

Jednotlivé štáty majú čoraz väčší problém, ako financovať svoj gigantický dlh (Grécko, Španielsko, Írsko, Taliansko, Portugalsko, ..). Zadlženie vyspelých ekonomík sa pomaly približuje k vojnovým stavom a projekcie ďalšieho vývoja sú alarmujúce. Otvorene sa hovorí o možnom rozpade Eurozóny. Komprimácia rizikových faktorov v čase je vysoká. Namiesto príčin dnešných problémov sa riešia vyvolané symptómy, zástupné problémy, ktoré príčiny krízy dostávajú na novú, ešte vážnejšiu úroveň. Ekonomika naráža na limity rastu, nastáva hľadanie nových impulzov globálnej spotreby.¹

Na akciovom trhu vidíme zjavnú manipuláciu, dokumentovateľnú napríklad na vývoji indexu S&P 500 od mája do októbra 2010. Ako je vidieť na priloženom grafe č.2 od októbra 2009 do konca roka 2010 nemal reprezentatívny akciový index S&P 500 okrem niekoľkých krátkych období jasný trend.

G r a f č. 2

S&P 500, vývoj 2009-2010, denný graf (každá sviečka = jeden deň)



Zdroj: www.yahoo.com, vlastné spracovanie

V máji index prešiel na mesačnom grafe smerom nadol červenú trendovú linku, tzn. kľzavý priemer MA200 (graf č. 3). V júni index potvrdil negatívny vývoj ďalšou sviečkou uzatvorenou pod kľzavým priemerom. Kľzavé priemery (moving averages) predstavujú najjednoduchší indikátor technickej analýzy grafov, na základe ktorých sa obchodníci snažia „predpovedať“ ďalší vývoj trhu. Viackrát v histórii (aj v roku 2007 a 2001) signál predpovedal nasledujúci prudký prepád akciových trhov. V novembri 2007 index taktiež prešiel kľzavý priemer MA200 smerom nadol, čo bolo po potvrdení ďalšou mesačnou sviečkou jasným signálom, že bude nasledovať silnejší prepád akciového trhu. Uvedená situácia je na grafe č.3 vyznačená červenou. Ak by na základe tohto triviálneho signálu predal investor v decembri 2007 svoje akciové portfólio, predišiel by strate viac ako 50 % kapitálu

¹ viac: Pauhofová, I., Cmorej, P. : Transformácia finančnej architektúry sveta, Working Paper 23, Ekonomický ústav SAV, Bratislava, 2010, 23 s., ISSN 1337–5598

do marca 2009, kedy trhy dosiahli svoje dno. Rovnako si môžeme všimnúť, že rovnaký predajný signál fungoval aj v roku 2000.

Graf č. 3

S&P 500, vývoj 1995-2010, mesačný graf (každá sviečka = jeden mesiac)



Zdroj: www.yahoo.com, vlastné spracovanie

V júni 2010 však signál nezafungoval. Prečo po prerazení kľzavého priemeru smerom nadol tentokrát nedošlo k prepadu? Odpoveď je jednoduchá. Americkí predstavitelia si veľmi dobre uvedomujú, čo by prepád akciových trhov spôsobil v krehkej americkej ekonomike. Panika, recesia, nezamestnanosť, krachy a zachraňovanie ďalších bánk. Scenár, ktorý nie sú ochotní pripustiť za žiadnych okolností.

Z americkej ekonomiky najprv začali chodiť veľmi pochybné (umelo vylepšované) dáta o nezamestnanosti, tvorbe pracovných miest a nových predajoch v segmente domov. Keď to prestalo pomáhať, FED oznámil druhú vlnu kvantitatívneho uvoľňovania. Tentokrát v objeme 600 miliárd. Je verejným tajomstvom, že väčšina týchto peňazí skončí na finančných trhoch. Ihneď nasledoval rast cien všetkých komodít, vrátane ropy a zlata. Prepád akciových trhov bol zažehnaný (zelené sviečky v septembri a októbri).

Ekonomiku opäť zachránil nový dlh. Americkí predstavitelia sa pustili do veľmi nebezpečnej hry. Všetci špekulanti vedia, že v prípade problémov FED príbehne na pomoc. Už nemá inú možnosť. Existujú vôbec limity dlhu? Ako sa dlhu zbaviť? Pozrime sa do histórie.

2. Dlh a dlhopisy

2.1. Historický osud dlhopisov

Aj v období 1940 – 1980 vládlo v USA presvedčenie, že prostredníctvom voľnejšej monetárnej politiky je možné stimulovať ekonomiku. Zaplatili za to všetci vlastníci amerických dlhopisov, ktorí financovali utrácanie americkej vlády. V období vulgarizácie Keynesovho učenia poklesla reálna hodnota dlhopisov vďaka inflácii až o 70 %. V dlhšom časovom období nemala uvoľnená menová politika na rast HDP prakticky žiadny vplyv.

Investor, ktorý si v domnienke, že ide o bezrizikovú investíciu, kúpil dlhopis Veľkej Británie v roku 1970, dopadol ešte horšie. V roku 2000 mala libra už len desatinu kúpnej sily oproti libre z roku 1970. Štát síce nezbankrotoval, ale požičal si hodnotnú menu a tú potom znehodnotenú vrátil.

Výstražným príkladom sú vojnové dlhopisy Britskej vlády z roku 1917. Britská vláda nikdy v histórii nevyhlásila štátny bankrot. Dlhy z prvej svetovej vojny však boli veľmi ťaživé. Splácanie kupónov tridsaťročných štátnych dlhopisov vydaných v roku 1917 pohltilo v roku 1932 dve pätiny všetkých britských daňových príjmov. Perspektíva nutnosti splatiť istinu (aj keď dátum splatnosti bol ešte pätnásť rokov vzdialený) znamenala pre britský štátny rozpočet hrozbu bankrotu. Bolo jasné, že situáciu je potrebné riešiť neštandardným spôsobom.

Vláda zorganizovala obrovskú kampaň, apelujúcu na vlastenecké cítenie Britov. S pomocou maklérskych firiem (ktoré inkasovali tučné provízie) presvedčili verejnosť, aby vymenili tridsaťročné dlhopisy s 5 % kupónom za dlhopisy s nekonečnou dobou splatnosti (tzv. perpetuity) s kupónom 3,5 %.

V rokoch 1932-1997 bola priemerná ročná inflácia v Británii 6,31 %, čo stačilo, aby reálna hodnota dlhopisov poklesla v danom období o 97,7 %. Nešlo teda o žiadnu zbesilú hyperinfláciu, napriek tomu v priebehu tohto obdobia spotrebiteľské ceny celkovo vzrástli o 5250 %. Dôverčiví investori boli riadne napálení a išlo to aj bez štátneho bankrotu a podobných nepríjemností. Rastom inflácie neboli pochopiteľne postihnuté iba vojenské dlhopisy, ale všetky pevne úročené cenné papiere denominované v britských librách².

Je potrebné dodať, že zámerné znižovanie reálnej hodnoty štátneho dlhu prostredníctvom inflácie bolo v priebehu 20. storočia celkom bežným javom. Ťažko by ste hľadali krajinu, kde sa to nestalo.

Jeden z horších príkladov nájdeme u nás, v bývalom Československu. Splatnosť dlhopisov vydaných v roku 1921 a splatných v roku 1951 bola najprv posunutá z dôvodu

² Kohout, P.: Investiční strategie pro třetí tisíciletí, 5. vydanie, GRADA Publishing, Praha, 2008, 288 s., ISBN 978-80-247-2559-8, str. 77-78, preklad, vlastne spracovanie

ochrany „verejných záujmov“ na rok 1960. Následne boli dlhopisy v roku 1953 pri štátnom bankrote (nazývanom „menová reforma“) vyhlásené za neplatné.

História je plná príkladov, kedy bola hodnota dlhopisov zdevastovaná infláciou alebo štáty jednoducho nerešpektovali svoje záväzky. Štátne dlhopisy umožňujú vláde lacné financovanie dlhu, investorom naopak „bezriziková“ príležitosť, ako prísť o peniaze.

2.2. Euroval - pitoreskné dlhopisy

Kto alebo čo môže za dnešný katastrofický stav verejných financií v mnohých štátoch európskej únie? Nezodpovedné zadlžovanie sa. Dôsledky priveľkých dlhov sú vždy rovnaké. Či už v rodine, ktorá si zobrala príliš drahé spotrebné úvery na dovolenky a domáce spotrebiče, alebo u Američana, ktorý si zobral príliš veľký úver na svoj americký dom s piatimi spálňami. Tak, ako občan môže dospieť k osobnému bankrotu, tak isto sa môže dostať do problémov aj nezodpovedne spravovaný štát.

Hospodársky rast posledného desaťročia bol stimulovaný neustále sa zvyšujúcim dlhom. V Európe splnilo medvediu službu prijatie Eura. Dlhopisy krajín, ktoré si dovtedy požičiavali na trhu za výrazne vyššie úrokové sadzby, boli zrazu trhom vnímané ako rovnako bonitný dlžník ako Nemecko. Nemecko svojou silou a dôveryhodnosťou zastrešilo projekt Eura a umožnilo krajinám, ako Grécko, Španielsko, Portugalsko, ... prístup ku skoro neobmedzeným úverovým zdrojom.

Dôsledky sú dnes už verejne známe. Veľké zaúverovanie ekonomík, rozmach hypotekárneho trhu, inflácia cien nehnuteľností a s príchodom hospodárskej krízy, sprevádzajúcej krízu finančnú, tvrdý stret s realitou. Veľké schodky rozpočtu, rozvrátené banky s úvermi pochybnej kvality, nárast úrokových sadzieb a hrozba neschopnosti refinancovať svoje záväzky.

História sa tentokrát opakuje až príliš rýchlo. Štáty sú pred krachom zachraňované poskytovanou „zárukou“ za ich dlhy v rámci takzvaného Eurovalu. Za splnenie záväzkov Eurovalu ručia všetky štáty eurozóny. Dôveryhodnosť niekoho iného opäť zastrešuje požičiavanie niekomu, komu samému by za daných podmienok nikto nepožičal. Len tak sa môže stať, že dopyt po krátkodobých dlhopisoch so splatnosťou do jedného roka z krajín ako Grécko či Írsko prevyšuje ponuku 5 či 6-násobne³ a je vyšší ako dopyt po pokladničných poukážkach Nemecka alebo Francúzska.

Investori majú vyšší výnos ako v prípade nemeckých či francúzskych dlhopisov, avšak riziko je práve vzhľadom k existencii Eurovalu viac ako prijateľné. Ak je napríklad 3-mesačný Euribor na úrovni 0,88% a štát ponúkne výnos 5-6 krát vyšší a vďaka Eurovalu v

³ http://www.trimbroker.com/zona_obchodnika/cik_views.php?typ=K&id=komentar-Ked-ECB-vytvara-napudrovane-prasa-100913&code=

podstate bezrizikový, na rovnaké obdobie, kto by takúto šancu nevyužil ? Euroval vytvára morálny hazard, umelo znižuje riziko investície, čo samozrejme investori využívajú.⁴

Paralela dnešného stavu so zadlžovaním krajín po prijatí eura je až zarážajúca. Čo ak sa dôvera v schopnosť niekoho iného splniť prijaté záväzky zrazu vytratí ? Čo ak niektorá alebo niektoré z krajín Eurozóny povedia, že za dlhy hriešnikov viac ručiť nebudú ? Alebo sa sami dostanú do problémov ? Čo sa bude diať, keď Euroval zanikne ?

Namiesto takýchto úvah sa dnes hovorí o zdvojnásobení Eurovalu a o budúcom „permanentnom finančnom mechanizme“, ktorý by zachraňoval každého na počkane. Oficiálne má „permanentný finančný mechanizmus“ zabrániť tomu, aby sa v budúcnosti opakovali podobné scenáre. Trhový úrok ako ocenenie rizika dlžníka sa stáva absolútne nepodstatnou kategóriou.

Pokiaľ bude verejnosť veriť, že záchrana potápajúcich sa štátov je dielom reformných krokov a nie iba zúfalým plátaním dier; pokiaľ investori budú považovať ponúkaný úrok za dostatočne presvedčivý, aby verili, že krajiny dokážu to, čo si požičiavajú ešte niekedy vrátiť, všetko bude fungovať. Druhou stranou mince je eminentný záujem exportne orientovaných štátov podržať nad vodou svojho obchodného partnera. Z objemu dlhopisov emitovaných v rámci Eurovalu v hodnote 5 miliárd Eur kúpilo viac ako 20 % práve Japonsko. Podiel ázijských kupujúcich je približne 38 % emisie. Práve export týchto štátov by bol pri eskalácii problémov v Európe výrazne zasiahnutý.

Štátni predstavitelia dúfajú, že ekonomiku sa podarí opäť naštartovať a všetky riziká pominú. A potom sa s dlhmi a dlhopismi štáty vysporiadajú tak, ako vždy doteraz v histórii. Hlavne neskrachovať.

2.3. Koho vlastne zachraňujeme ?⁵

Z tabuľky č. 1, vytvorenej podľa údajov BIS (The Bank for International Settlements), môžeme vyčítať, ktoré štáty, respektíve banky ktorých štátov, by mali najväčší problém

⁴ Spracované podľa: http://www.trimbroker.com/zona_obchodnika/cik_views.php?typ=K&id=komentar-Ked-ECB-vytvara-napudrovane-prasa-100913&code=

⁵ Spracované podľa:
http://www.trimbroker.com/zona_obchodnika/cik_views.php?typ=K&id=komentar-Kto-je-vlastne-kto-101125&code=
http://www.trimbroker.com/zona_obchodnika/cik_views.php?typ=K&id=komentar-Preco-muselo-byt-Irsko-zachranene-101128&code=
http://www.trimbroker.com/zona_obchodnika/cik_views.php?typ=K&id=komentar-Kto-bude-dalsi-na-rade--101128&code=

v prípade krachu jednotlivých štátov PIIGS⁶. V Grécku majú najväčší problém Francúzi. Expozícia francúzskych bánk voči gréckemu dlhu je približne 40 % z jeho celkovej výšky.

T a b u ľ k a č. 1

Pohl'adávky bánk v štátoch PIIGS v mld. USD

Exposures to	Type of exposures	Bank nationality									
		DE	ES	FR	IT	OEA	GB	JP	US	ROW	Total
Greece	Public sector	23,1	0,9	27,0	3,3	22,9	3,6	4,3	5,4	2,0	92,5
	+ Banks	10,5	0,0	3,9	1,2	2,6	2,2	0,5	3,1	2,1	26,1
	+ Non-bank private	10,0	0,2	40,2	2,2	14,5	6,0	0,9	5,2	3,9	83,2
	+ Unallocated sector	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
	= Foreign claims	43,6	1,1	71,1	6,8	40,1	11,8	5,8	13,6	8,1	202,0
	+ Other exposures	7,4	0,5	40,5	2,0	7,8	4,7	0,2	27,5	4,6	95,2
	= Total exposures	51,0	1,6	111,6	8,8	47,9	16,5	5,9	41,2	12,7	297,2
Ireland	Public sector	3,4	0,2	8,7	0,9	3,8	7,3	1,8	1,9	1,8	29,7
	+ Banks	46,0	2,5	21,1	3,6	14,0	42,3	1,8	24,6	12,7	168,6
	+ Non-bank private	118,1	9,6	20,5	12,0	66,8	114,4	18,3	34,1	27,9	421,7
	+ Unallocated sector	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,8	1,1
	= Foreign claims	167,5	12,3	50,3	16,5	84,9	164,0	21,9	60,6	43,1	621,1
	+ Other exposures	38,3	3,9	35,4	12,1	7,6	58,4	1,0	53,2	12,7	222,7
	= Total exposures	205,8	16,2	85,7	28,6	92,5	222,4	22,9	113,9	55,8	843,8
Portugal	Public sector	9,9	10,6	20,4	2,2	11,5	2,6	2,3	1,6	1,7	62,9
	+ Banks	20,3	7,4	7,3	3,1	7,0	6,6	0,4	2,0	1,4	55,4
	+ Non-bank private	8,2	66,7	14,4	1,1	8,2	15,8	0,9	1,6	1,5	118,4
	+ Unallocated sector	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	= Foreign claims	38,4	84,7	42,1	6,5	26,7	25,0	3,6	5,2	4,6	236,7
	+ Other exposures	8,1	23,3	7,6	2,9	2,4	7,4	0,4	32,1	1,4	85,6
	= Total exposures	46,6	108,0	49,7	9,4	29,1	32,4	4,0	37,3	6,0	322,4
Spain	Public sector	30,0	-	46,9	2,3	19,1	7,6	12,5	4,9	4,4	127,6
	+ Banks	95,0	-	69,7	11,1	68,7	27,6	4,5	28,6	12,1	317,4
	+ Non-bank private	55,2	-	83,1	16,4	98,3	75,0	9,4	28,7	12,1	378,2
	+ Unallocated sector	0,0	-	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,7	0,9
	= Foreign claims	180,2	-	199,8	29,9	186,1	110,2	26,4	62,2	29,3	824,1
	+ Other exposures	37,7	-	44,4	12,6	14,4	31,5	3,6	124,1	10,0	278,5
	= Total exposures	217,9	-	244,2	42,5	200,6	141,7	30,0	186,4	39,3	1102,6
DE = Germany, ES = Spain, FR = France, IT = Italy, OEA = other euro area, GB = Great Britain, JP = Japan, US = United States, ROW = rest of the world											

V Írsku majú najväčší problém Nemci a Briti, ale všetko jedno nemôže byť ani Američanom. Celkový dlh finančných inštitúcií v Írsku je na úrovni 400 % HDP krajiny. Expozícia nemeckých a rovnako britských bánk voči finančným inštitúciám v Írsku je skoro v rovnakej výške ako celková dlhová expozícia voči Grécku. Preto Briti veľmi ochotne prispeli na záchranu Írska, aj keď nie sú členmi Eurozóny. Rovnako Američania, ktorým ide v Írsku o 113,9 miliardy dolárov. Vážny problém predstavuje situácia v Írsku aj pre Belgicko.

⁶ PIIGS je akronym pre európske štáty s vysokým verejným dlhom: Portugalsko, Írsko, Taliansko (Italy), Grécko, Španielsko

Expozícia belgických bánk voči Írsku predstavuje až 5% belgického HDP, čo je viac ako v prípade Nemecka (4,2% HDP).

V Portugalsku sú na tom najhoršie španielske banky, ktoré majú okrem katastrofálnej úverovej situácii vo vlastnej krajine dlhovú expozíciu voči Portugalsku vo výške 108 miliárd dolárov. Na druhom mieste sú Nemci. Nemecké banky sú na druhom mieste aj v dlhovej expozícii voči Španielsku, tesne za francúzskymi bankami. Voči španielskemu finančnému sektoru má obrovské pohľadávky každá krajina. Americkým bankám ide v Španielsku o 186,4 miliardy dolárov, Holanďanom o 119,7 miliardy dolárov.

T a b u ľ k a č. 2

Zahraničné pohľadávky na krajiny PIIGS v mld. USD

	Greece	Ireland	Italy	Portugal	Spain	Total
Austria	4.6	8.5	25.4	2.8	8.8	50.1
Belgium	3.6	64.8	29.9	3.1	21.5	118.9
Denmark	0.2	20.8	0.5	0.3	2.3	24.0
France	75.2	60.3	511.4	44.7	219.6	911.3
Germany	45.0	183.8	189.7	47.4	238.0	703.8
Greece	0.0	0.8	0.7	0.1	0.4	2.1
Ireland	8.5		46.3	5.4	30.2	90.4
Italy	6.9	18.4		6.7	31.1	63.1
Japan	6.4	30.2	53.1	4.2	28.0	121.9
Netherlands	11.9	30.8	68.7	12.4	119.7	243.6
Portugal	9.7	21.5	5.2		28.1	64.5
Spain	1.3	15.7	46.8	86.1		149.8
Sweden	0.7	4.7	2.6	0.5	5.9	14.3
Switzerland	3.6	16.5	16.4	3.9	18.3	58.7
United Kingdom	5.1	187.5	78.9	24.3	114.1	417.9
United States	16.6	58.6	53.8	5.0	52.7	186.6
Celkové pohľadávky	236.2	867.0	1417.9	285.7	1145.8	3952.6
Pohľadávky na vládu	96.3	22.5	393.3	54.5	114.7	681.3

Z tabuľky č.2 je zrejmé, že absolútne najväčšou hrozbou sú pohľadávky francúzskych bánk voči Taliansku. V prípade insolventnosti talianskych bánk postihne rovnaký osud nevyhnutne aj banky francúzske.

Je zrejmé, že zachraňovaním jednotlivých štátov, zachraňujú európsky predstavitelia najmä sami seba a komerčné banky. Ak by padlo Portugalsko, Španielsko je na rade hneď po ňom. Ak padne Španielsko, veľký problém bude mať Nemecko a Francúzsko, najväčší však Holandsko. Ak sa do problémov dostane Taliansko, okamžite ho bude nasledovať Francúzsko.⁷ Každá „skrachovaná“ krajina tvrdo zasiahne britské banky.

2.4. Investičný potenciál dlhopisov ako triedy finančných aktív

Štátne dlhopisy nie sú v období nízkych úrokových sadziieb vhodná investícia ani z krátkodobého hľadiska. Uvedené je dôležité najmä z pohľadu alokácie kapitálu do štátnych dlhopisov vrstvami obyvateľstva v pred dôchodkovom veku, ktorých úspory už boli decimované prudkým prepadom akciových trhov v roku 2008 a de facto insolventnosťou

⁷ http://www.trimbroker.com/zona_obchodnika/cik_views.php?typ=K&id=komentar-Preco-muselo-byt-Irsko-zachranene-101128&code=

mnohých zamestnaneckých schém dôchodkového sporenia, najmä v USA (napr. General Motors). Je potrebné si uvedomiť, že väčšina konvenčných štátnych dôchodkových systémov založených na osobných účtoch je v prevažnej miere tvorená dlhopisovými investíciami. Výrazný pokles dôchodkových úspor v dôsledku poklesu hodnoty dlhopisov má potenciál vyvolať vážne tenzie v sociálnej oblasti, prehĺbiť príjmovú stratifikáciu v spoločnosti a v neposlednom rade ovplyvniť hospodárske politiky a politické smerovanie jednotlivých štátov.

Výnosy dlhopisov majú dve zložky: **úrokové** výnosy a **kapitálové** výnosy. Úrokový výnos je odmena za to, že ste niekomu (napr. štátu) požičali nákupom dlhopisu svoje peniaze. Úrokový výnos dlhopisu je zväčša nemenný. Štát vydá napríklad dlhopis na 30 rokov s úrokom 5 % ročne.

Druhou zložkou je kapitálový výnos, ktorý je daný kolísaním tržnej ceny dlhopisu. Na rozdiel od úrokového výnosu sa však kapitálový výnos môže premeniť na kapitálovú stratu. Vplývajú na to tri faktory:

Prvý, ktorý nás bude zaujímať najviac, je pohyb úrokových sadzieb. Pri zvýšení úrokových sadzieb budú investori od nových dlhopisov očakávať vyšší úrokový výnos ako od už obchodovaných dlhopisov. O dlhopisy s nižším úrokovým kupónom tak prestáva byť taký záujem a ich cena na trhu klesá až na úroveň, kedy potenciálnemu kupcovi ponúkajú rovnaký výnos (zľava z ceny + úrokový výnos) ako nové, vyššie úročené dlhopisy. Opačný scenár nasleduje pri znížení úrokových sadzieb. Z uvedeného je možné sformulovať jednoduché, ale železné pravidlo: **ak úrokové sadzby klesajú, hodnota dlhopisov rastie, naopak ak stúpajú, hodnota dlhopisov klesá.**

Ďalšími dvoma faktormi sú splatnosť dlhopisu a bonita dlžníka. Čím je splatnosť dlhopisu dlhšia, tým viac reaguje cena dlhopisu na pohyb úrokových sadzieb. Napríklad 50 ročný dlhopis by na rast úrokových mier z 4,85 % na 8 % reagoval poklesom hodnoty až o 38 %. Bonita dlžníka rozhoduje o tom, za koľko sú dlžníkovi ochotní investori požičať svoje peniaze. Ak sa bonita zhorší, cena skôr vydaných dlhopisov s nižším úrokovým výnosom rapídne klesá.

Bonita je vyjadrená ratingom. Vyhliadky ratingov suverénnych štátov s vysokým verejným dlhom sa zhoršujú reťazovým spôsobom. Úrokové sadzby centrálnych bánk sú na rekordne nízkych úrovniach. Pri takýchto nízkych úrokových sadzbách sú výnosy plynúce z poklesu úrokových sadzieb veľmi nepravdepodobné. Naopak, je oveľa pravdepodobnejšie, že v budúcnosti vzrastú buď: (a) úrokové sadzby, pričom poklesnú ceny dlhopisov; (b) alebo inflácia, ktorá by dlhopisy reálne znehodnotila; (c) alebo oboje naraz⁸.

Rast úrokových sadzieb je v dnešnej dobe extrémne nebezpečný aj pre centrálné banky. Centrálné banky po celom svete nakúpili v rámci kvantitatívneho uvoľňovania

⁸ Kohout, P.: Investiční strategie pro třetí tisíciletí, 5. vydanie, GRADA Publishing, Praha, 2008, 288 s., ISBN 978-80-247-2559-8, str. 258

dlhopisy v obrovských objemoch. Pokiaľ investori nebudú ochotní požičiavať dlžníkom za rovnako nízke úrokové sadzby ako doteraz a úrokové sadzby vzrastú, hodnota dlhopisov v držbe centrálnej banky začne klesať. Ak začnú rásť inflačné očakávania, centrálna banka budú donútené predávať nakúpené dlhopisy a sťahovať tak z trhu peniaze, ktoré nákupmi uvoľnili do obehu. Avšak vďaka poklesu hodnoty dlhopisov centrálna banka nedokáže sterilizovať také množstvo peňazí, aké do obehu uvoľnili. Okrem masívnych strát, ktoré centrálna banka zaznamenajú, v ekonomike ostanú nové peniaze s inflačnými následkami⁹.

Je vysoko pravdepodobné, že úspory obyvateľstva, nielen dôchodkové, budú naďalej decimované. **Žiaľ, najmenej bolestivou cestou, ako sa zbaviť dnešných enormných dlhov, sú práve dekády inflácie.** Inflácia znamená deštrukciu dlhu, úspor a reálneho kapitálu. Ako ukazuje príklad Veľkej Británie, nemusí ísť o žiadnu hyperinfláciu. Môže ísť o relatívne dlhé obdobie a deštrukcia môže byť pomalá. Nadmerná komprimácia rizikových faktorov však má potenciál spustiť omnoho rýchlejší proces deštrukcie kapitálu. Za nadmerne rizikový a napriek tomu verejnosti dosiaľ skrytý, považujeme vývoj v Španielsku, Číne a Japonsku.

⁹ http://www.trimbroker.com/zona_obchodnika/cik_views.php?typ=K&id=komentar-Ako-Zapad-exportuje-inflaci-u-100819&code=7e1062981115

3. Rizikové faktory: Španielsko, Čína, Japonsko

3.1. Španielsko

V poslednej dobe (od novembra 2010) sme svedkami správ, ktoré hovoria o blížiacej sa insolventnosti Írska a Portugalska. Očiam verejnosti sa však zatiaľ skrýva podstatne väčší problém – Španielsko. Kým v Írsku vyložili karty na stôl, čoho výsledkom je znárodnenie a rekapitalizácia približne polovice írskych bánk a odhadovaný deficit HDP za rok 2010 vo výške neuveriteľných 38,5 %, v Španielsku zvolili inú stratégiu. Mnohé informácie hovoria, že v Španielsku sa rodia možno ešte kreatívnejší účtovníci ako v Grécku.

Španielske HDP pokleslo podľa oficiálnych údajov medzi rokmi 2008-2009 o 3,1 %. Nezamestnanosť však vzrástla o 9,7 %, až na hrozivých 20 %. Viacerí analytici si už dávnejšie všimli, že niečo nesedí. Krajiny s podobným rastom nezamestnanosti zaznamenali vždy podstatne vyšší prepád HDP. Čísla o nezamestnanosti sa upravujú podstatne ťažšie ako štatistiky HDP. A to tak z dôvodu, že nezamestnanosť počíta viacero inštitúcií, ako aj pre skutočnosť, že tisíce nezamestnaných sa nedajú len tak zatajiť. Odhaduje sa, že skutočný prepád HDP v Španielsku mohol byť až na úrovni 17,3 %.

Španielske banky napožíčovali developerom a stavebným firmám spolu približne 450 miliárd Eur, čo je zhruba 50 % španielskeho HDP a zároveň 220 % vlastného kapitálu bánk. Realitný trh je však zamrznutý. Ak bude predaj nehnuteľností pokračovať týmto tempom, Španieli majú čo predávať nasledujúcich päť rokov, bez toho, že by postavili jedinú novú budovu. Situácia je až taká zlá, že španielske banky sú ochotné požíčovať záujemcom o kúpu až na 40 rokov s nulovou (!) maržou banky. Iba za sadzbu Euribor.

Banky sú rady za každú nehnuteľnosť, ktorej sa zbavia, keďže developeri už dávno nie sú schopní platiť svoje pôžičky. Banky sa tak uchylujú k preberaniu nepredajných projektov, ktoré následne schovávajú vo svojich súvahách v premrštených cenách. Vďaka tomu nemusia vyhlásiť insolventnosť. Ku koncu roku 2009 mali banky vo svojich súvahách už približne 10 % realitného trhu. Španielske banky zúfalo potrebujú kapitál, čomu zodpovedá aj úročenie vkladov v bankách. Úroveň 4 % nie je ničím výnimočná.

V katastrofálnom stave sú aj vládne financie. Španielsko je vysoko decentralizovaná krajina a vláda má kontrolu iba nad 30 % výdavkov. So zvyškom hospodária samosprávy, ktorých rozpočtová disciplína je veľmi problematická. Na rozdiel od Írska, kde sa žiadne prekvapivé negatívne správy neočakávajú, Španielsko bude veľmi pravdepodobne čoskoro zdrojom šokujúcich správ. A v momente, ako sa začnú Španielske dlhopisy obchodovať 300 - 400 bodov nad nemeckými, Španielsko prestane byť schopné samofinancovania.

Obrázok č.1 *Vývoj spreadov dlhopisov krajín PIIGS v roku 2010*

Zdroj: http://www.trimbroker.com/zona_obchodnika/cik_views.php?typ=K&id=komentar-EURo-sa-rozoziera-zvnutra-101118&code=

3.2. Čína

Čína je krajina, pre ktorú neplatí nič, čo považujeme za normálne. V Číne vraj svojho času uvažovali o zavedení mliečnych raňajok. Každý študent, ale aj administratívny pracovník, mal dostať na raňajky pohár mlieka. Projekt museli zastaviť, lebo zistili, že na jeho naplnenie by nepostačovala ani celá svetová produkcia mlieka.

V Číne je postavených 500 000 mostov a 15 000 nových sa stavia každý rok. Pre porovnanie, v USA je 5x viac riek ako v Číne a približne 600 000 mostov. V Číne sa nachádza 6 z 10 najdlhších mostov na svete postavených konvenčným spôsobom a 5 z 10 najdlhších závesných mostov na svete.

Čína produkuje ročne 500 miliónov ton ocele, viac ako USA, Japonsko a Rusko dohromady. Cementu spotrebuje Čína ročne viac ako celý zvyšok sveta dohromady, a nielen že si ho aj sama vyprodukuje, ale prebytok jej produkcie ešte pokrýva ročnú spotrebu Indie, USA a Japonska. A to aj potom, čo bolo mesiac pred konaním olympijských hier v meste Tangshan zbúraných 26 tovární na cement s cieľom znížiť úroveň znečistenia ovzdušia.

Na druhej strane, pri produkcii cementu spotrebujú v Číne o 45 % viac energie, ako spotrebujú kdekoľvek inde vo svete. Pri produkcii ocele „iba“ o 20 % viac energie. Qiaotou, mesto so 64 000 obyvateľmi, produkuje 60 % svetovej produkcie gombíkov a 70 %

svetovej produkcie zipsov. Iba o niečo väčšie mestečko Songxia vyprodukuje ročne 500 miliónov dáždnikov.

Čína má diaľničnú infraštruktúru podobnej dĺžky ako USA, po ktorej jazdí iba 12 % počtu vozidiel, ako jazdí po diaľniciach v Európe. V Číne existujú diaľnice, po ktorých prejde denne viac koní a mulíc ako áut.

Masívny čínsky rast HDP, stabilne nad 8 %, je ťahaný výhradne investíciami. Problémom je, že Čína už veľmi nemá kam rásť. Je potrebné si uvedomiť, že rast znamená, že musíte vyprodukovať to isté čo minulý rok, plus niečo navyše. Číne nestačí udržiavať súčasnú úroveň, Čína musí rásť, lebo ak spomalí, investori sa začnú pozeráť na kvalitu doterajšieho rastu, kvalitu poskytnutých úverov, realitný trh, hodnotu čínskych firiem, mieru prerozdelenia bohatstva a nasledovať bude veľký krach a s tým spojené sociálne nepokoje. Oficiálna miera nezamestnanosti je 4,3 %. Neoficiálna 27 %. Odhaduje sa, že polovica čínskeho HDP pochádza zo stavebníctva a takmer 200 miliónov bytov v krajine je prázdnych. Čínsky HDP sa navyše neráta spotrebnou metódou (súčet spotreby štátu, verejného sektora a domácností), ale produkčnou metódou. Spočíta sa, čo sa vyrobí a nikoho nezaujíma, či sa to spotrebuje, alebo tovar leží v sklade.

Čína vydala počas krízy na podporu finančného sektora stimuly vo veľkosti približne 20 % svojho HDP. Viac ako USA. Väčšina týchto peňazí skončila v stavebníctve. Odhady možnej delikvencie úverov v čínskych bankách sa rôznia od 20 až po 50 %.

Čína má stále v pláne obrovské infraštruktúrne projekty. Priestor vidí v železničnej doprave, kde je dĺžkou tratí „až“ tretia na svete (80 000 km verzus 226 000 km v USA). Na rok 2010 boli plánované investície do koľajovej dopravy navýšené o 30 %. Hovorí sa aj o obrovskom projekte koľajovej dopravy naprieč Ruskom až do Európy. Spoliehať sa však, že všetko je v poriadku, by bolo minimálne naivné.

3.3. Japonsko

Japonsko je najzadlženejšia krajina sveta, s oficiálnym dlhom na úrovni 200 % HDP. Ako to, že Japonsko ešte neskrachovalo? Japonsko vďačí za to, že ešte dýcha, štyrom faktorom. Prvým je tradične vysoká miera úspor, ktorá umožňuje financovanie dlhu z úspor občanov. S tým súvisí druhý faktor, a to, že 90 % japonského dlhu je nakúpeného domácimi subjektmi. Občania, banky, penzijné fondy. Japonsko má najväčšie penzijné fondy na svete. Samozrejme, plné dlhopisov.

Tretím faktorom je kredibilita Japonska. Donedávna druhej najväčšej ekonomika sveta sú finančné trhy ochotné tolerovať podstatne vyššie zadlženie, ako napríklad takej Argentíny, ktorá skrachovala už pri dlhu 40 % HDP. Štvrtým faktorom je lacný yen.

Japonsko zaznamenáva dekády deflácie a hospodárskeho potácania sa na mieste. Kvantitatívne uvoľňovanie nevymysleli v USA, ale práve v Japonsku, ktoré sa aj týmto

spôsobom snažilo už dávno rozhábať svoju ekonomiku. Práve nalievanie veľkého množstva peňazí do ekonomiky stojí za dnešným enormným zadlžením Japonska.

Nízke úrokové sadzby spôsobili, že japonsky yen bol dlhé obdobie financujúcou menou carry trades. „Carry trades“ je zjednodušene proces, kedy si investori požičiavajú nízko úročenú menu, v tomto prípade yen a požičané prostriedky investujú do inej, čo najvyššie úročenej meny. Rozdiel úrokov je zisk investora. Dopyt po yene mal za následok stabilne nízke úrokové sadzby a tým pádom lacné financovanie štátneho dlhu.

S príchodom krízy však nastalo niečo, s čím nikto nepočítal. Rolu financujúcej meny carry trades prevzal dolár, ktorý je ešte likvidnejší ako yen a teraz už aj rovnako nízko úročený. Uzatváranie yenových carry trades znamenalo vracanie požičaných yenov a tým pádom tlak na zhodnotenie meny. Yen doteraz posilnil oproti hlavným svetovým menám o viac ako 50 %, čo zasiahlo druhý motor japonskej ekonomiky, export. Japonsko vyváža až 70 % svojej výroby, preto každé posilnenie yenu je pre Japonsko obrovským problémom.

Japonska centrálna banka predáva yen a nakupuje doláre, len aby menu oslabila. Nepomohol však ani nákup približne 3 miliárd dolárových dlhopisov, ktoré Japonsku ochotne predala najmä Čína. Čína sa pre zmenu snaží diverzifikovať svoje gigantické dolárové rezervy (843 miliárd v dlhopisoch) do iných mien a aspoň čiastočne sa tak chrániť pred očakávaným znehodnotením dolára.

Čína nakupuje dlhopisy iných krajín, čím tlačí na posilňovanie ich meny, na čo reagujú centrálné banky predávaním meny a nakupovaním dolára, ktorý im ochotne predá práve Čína. Japonsko sa tak dostalo do špirály, z ktorej je ťažko uniknúť. Japonský export kolabuje a snahy o oslabenie yenu eliminuje Čína skupovaním japonských intervencií. Avšak ak by sa tak nedialo, Japonsko začne mať zrejme čoskoro problém s rastúcim požadovaným výnosom na dlhopisoch a neschopnosťou financovať svoj dlh. Krajina vychádzajúceho slnka nemá ružové vyhliadky.

4. Nová podoba globálneho finančného systému

Vo svete sme dnes svedkami vojny menových kurzov. Kto viac znehodnotí svoju menu, ten ľahšie splatí svoje dlhy a má výhodnejšiu pozíciu pri exporte svojich tovarov. Keď FED oznámil kvantitatívne uvoľňovanie, dolár v priebehu troch týždňov oslabil z 1,25 na 1,4 dolára za euro. Naopak, len čo sa prevalili Írske problémy, nastal opačný scenár.

Z krátkodobého hľadiska vždy prevažujú rizikové faktory. Z dlhodobého objem peňazí uvoľnených do ekonomiky. Kto emituje najviac peňazí, ten bude mať najslabšiu menu. Z dlhodobého hľadiska nepomôžu ani intervencie centrálnych bánk proti prudkému posilňovaniu svojej meny. Svoje o tom vedia nielen v Japonsku, ale za posledné mesiace aj v Kanade, vo Švajčiarsku, v Brazílii alebo napríklad v Kórei.

Odhliadnuc od do určitej miery manipulatívneho ovplyvňovania vývoja menových kurzov skupovaním dlhopisov, ako sme si ukázali v prípade Číny, najvyššie zhodnotenie meny sa prejavuje u štátov, ktoré nie sú v ohnisku finančnej a hospodárskej krízy a zároveň je ich mena „krytá“ určitou komoditou, ktorú daný štát exportuje. Zhodnotenie komoditných mien je možné pozorovať už v roku 2010 (obrázok č.2)

Obrázok č.2 *Austrálsky dolár, novozélandský dolár, japonský yen, kanadský dolár, švajčiarsky frank, vývoj 2009 - 2010*



Zdroj: www.finviz.com, vlastné spracovanie

Aká bude nová podoba globálneho finančného systému? S vysokou pravdepodobnosťou nás čaká obdobie cyklického oslabovania menových kurzov a posilňovania komoditných mien. Akciové trhy nebudú odrážať ekonomickú realitu. Zmeniť to môže nadmerná akumulácia rizikových faktorov, ktoré môžu byť spúšťačom krachu na dlhopisovom trhu. Inflácia je zrejme jediná možná cesta z dlhov, čaká nás deštrukcia úspor a kapitálu. Riziká na finančnom trhu nezaniknú, kým nebudú regulované finančné deriváty.

Víťazmi budú štáty, ktoré si udržia konkurenčnú výhodu a schopnosť tvorby kapitálu. Absolútny víťaz bude ten, kto dokáže diverzifikovať svoj kapitál do reálnych aktív. Medzi víťazov môžeme už teraz zaradiť suverénne fondy.

4.1. Suverénne fondy

Suverénne fondy sú finančné fondy vo vlastníctve štátu tvorené z rozpočtových prebytkov alebo prebytkov obchodnej bilancie za účelom ich zachovania, respektíve zhodnotenia pre budúce potreby štátu.

Najväčšie suverénne fondy vytvorili ázijské a arabské štáty (Čína, Singapur, Spojené arabské emiráty, Saudská Arábia, Kuvajt, Katar, ..). Finančná sila suverénnych fondov sa v súčasnosti odhaduje na 4100 miliárd dolárov. Rôzne zdroje odhadujú rast finančnej sily suverénnych fondov do obdobia rokov 2015 – 2020 na 11 až 15 biliónov dolárov.

T a b u ľ k a č. 3
*Štáty a ich SF podľa ekonomickej sily*¹⁰

Krajina*	mld. USD
Čína (5)	927,10 USD
Spojené arabské emiráty (7)	676,50 USD
Nórsko (1)	474,00 USD
Saudská Arábia (2)	436,30 USD
Singapur (2)	369,50 USD
Kuvajt (1)	202,80 USD
Rusko (1)	178,50 USD
Katar (1)	65,00 USD
Líbya (1)	65,00 USD
Austrália (1)	49,30 USD
Alžírsko (1)	47,00 USD
USA (4)	45,10 USD
Kazachstan (1)	38,00 USD
Írsko (1)	30,60 USD
Brunej (1)	30,00 USD
Malajzia (2)	28,10 USD
Francúzsko (1)	28,00 USD
Južná Kórea (1)	27,00 USD
Čile (1)	21,80 USD

* v zátvorke za krajinou uvedený počet suverénnych fondov v krajine
Zdroj: SWF Institute, vlastná štatistika

¹⁰ Pauhofová, I., Cmorej, P. : Suverénne fondy – regionálna štruktúra ekonomickej výkonnosti a investičná orientácia, Working Paper 25, Ekonomický ústav SAV, Bratislava, 2010, 32 s., ISSN 1337–5598, str. 16

Pre suverénne fondy je finančná kríza zlatým obdobím. Fondom sa otvorili investičné možnosti, ktoré doteraz nemali. S nedostatkom kapitálu opadol protekcionizmus jednotlivých štátov. Štáty, ktoré stoja pred krachom, sú doslova na predaj. Čína kupuje španielske a portugalské dlhopisy. Do španielskych už Číňania investovali viac ako 6 miliárd Eur a do portugalských 1,1 miliardy Eura (január 2011)¹¹. V Španielsku podpísal čínsky vicepremiér kontrakty za 5,6 miliardy Eur a v Nemecku, s nemeckými automobilkami Volkswagen a Daimler AG, zmluvy za približne 5 miliárd Eur. Čína sa stáva bankou Európy a očakáva tomu zodpovedajúci politický výnos¹². Neobmedzený prístup na európsky trh, k európskym spotrebiteľom, sa už považuje za samozrejmosť.

Čínska štátna stavebná firma China Overseas Engineering Group Company (Covec) získala prvý diaľničný kontrakt čínskej firmy v Európe. Číňania budú stavať 50 kilometrový úsek diaľnice v Poľsku. Covec vyhral súťaž s cenou o 25 % nižšou ako druhá firma v poradí. Covec na rozdiel od svojich konkurentov nepotrebuje financovať stavbu prostredníctvom úverov. Štátna stavebná firma má dosť vlastných zdrojov¹³.

Fondy z Číny a Kataru rozvíjajú veľkolepé investičné plány v Grécku. Číňania dostali do prenájmu na 20 rokov prístav Pireus, kde plánujú vybudovať najväčšie prekladisko tovarov v Európe. Pireus sa má stať jednou z dvoch brán do Európy pre čínsky tovar. Druhou bránou má byť železničná trať z Číny do Európy.

Počas krízy sa suverénne fondy aktívne podieľali na záchrane finančného sektora. Získali podiely a vplyv vo väčšine významných bankových domov, (Citigroup, Bank of America, Merrill Lynch, Morgan Stanley, UBS, Barclays, ...), často aj za cenu masívnych finančných strát.

Z investícií suverénnych fondov do bankových domov najviac vyčnieva investícia singapurského fondu Government of Singapore Investment Corporation do švajčiarskej banky UBS¹⁴. Fond poskytol banke v roku 2008 kapitál vo výške 10,22 miliardy USD, za ktoré získal konvertibilné dlhopisy s úrokom 9 % ročne, na čom fond zarobil za dva roky približne 2 miliardy USD. Fond sa následne rozhodol pre využitie práva konverzie dlhopisov na kmeňové akcie banky. Lenže cena akcií UBS bola v tom momente iba tretinová oproti dohodnutej konverznej cene. Fond napriek tomu konverziu uskutočnil a zaknihoval tak stratu 5 miliárd USD (už po započítaní zisku z úrokov). Fond uskutočnil nevýhodnú konverziu napriek tomu, že mohol držať dlhopisy až do splatnosti, čím by nestratil žiadnu časť svojej investície, naopak naďalej by inkasoval vysoké 9 % úroky. Podiel v UBS bol pre singapurských predstaviteľov prednejší.

¹¹ <http://www.finmag.cz/cs/finmag/ekonomika/cinane-plni-portugalska-korytka-jen-papejte-prijdeme-zas/>

¹² v rovnakom duchu sa vyjadril expert na Čínu banky Citigroup, Ken Penga

¹³ <http://www.etrend.sk/trend-archiv/rok-/cislo-/cina-asfaltuje-polsko.html>

¹⁴ <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-funds/singapore-gic-converts-ubs-notes-faces-5-bln-paper-loss/>

Tabuľka č. 4

*Investície suverénnych fondov do bánk*¹⁵

Banka	Suverénny fond	Podiel v %	Investícia v mld. USD
Citigroup	Abu Dhabi Investment Authority	4,9	7,5
Citigroup	Government of Singapore Inv. Corp.	3,7	6,88
Citigroup	Kuwait Investment Authority	3,2	6,0
Merril Lynch	Kuwait Investment Authority	3,0	2,0
Merril Lynch	Korea Investment Corporation	3,0	2,0
Merril Lynch	Temasek Holdings (Singapur)	9,4	4,4
Barclays	Temasek Holdings (Singapur)	1,8	2,0
Barclays	Qatar Investment Authority	7,0	
Barclays	SAFE Investment Company (Čína)		
UBS	Government of Singapore Inv. Corp.	6,6	10,22
UBS	SAMA Foreign Holding (Saudská Arábia)	2,0	1,8
Bank of America	Kuwait Investment Authority		2,0
Morgan Stanley	China Investment Corporation	9,9	5,0
Credit Suisse	Qatar Investment Authority	1,0	0,6
Spolu:			50,40

Zdroj: SWF Institute, vlastná štatistika

Suverénne fondy sa angažujú v energetike, informačných technológiách, ťažkom priemysle, poľnohospodárstve, investujú do nerastných surovín, pôdy, nehnuteľností, zúčastňujú sa na privatizáciách, IPO, investujú prostredníctvom private equity spoločností, ...

Významné technologické partnerstvo uzatvoril napríklad čínsky fondy China Investment Corporation s americkým technologickým lídrom, firmou Intel¹⁶. Predmetom spolupráce sú investície do technologických inovácií po celom svete. Intel bude zodpovedný za výber projektov a fond poskytne potrebné financovanie. Čína získa takýmto spôsobom prístup k najmodernejším technológiám.

Suverénne fondy masovo investujú do producentov nerastných surovín. China Investment Corporation kúpila napríklad podiel v mongolských ťažobných spoločnostiach SouthGobi Energy Resources (uhlie) a Iron Mining a v ruských Nobel Oil Group (podiel až 45 %) a UC Rusal. UC Rusal je najväčší svetový producent hliníka .

Singapurský fond Singapore Investment Corporation kúpil za neznámu sumu konvertibilné dlhopisy firmy Glencore International. Glencore je investičný holding, vlastníaci podiely vo firmách v rôznych komoditných odvetviach po celom svete. Celková

¹⁵ Pauhofová, I., Cmorej, P. : Suverénne fondy – regionálna štruktúra ekonomickej výkonnosti a investičná orientácia, Working Paper 25, Ekonomický ústav SAV, Bratislava, 2010, 32 s., ISSN 1337–5598, str. 25

¹⁶ <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-funds/intel-capital-and-china-investment-corporation-announce-collaboration-agreement/>

kapitalizácia Glencore by mala byť okolo 35 bil. USD, čo robí z firmy najväčšieho svetového obchodníka s komoditami.¹⁷

Čína sa v roku 2009 neúspešne pokúsila prevziať kontrolu nad treťou najväčšou ťažobnou spoločnosťou sveta, Rio Tinto¹⁸. Ponuku na prevzatie zadlženého austrálskeho giganta podala čínska štátna firma Chinalco (najväčší producent hliníka v Číne). Proti prevzatíu sa postavili akcionári firmy, ako aj austrálske úrady z obavy o možnosť ovplyvňovať tvorbu cien niektorých komodít.

Rio Tinto sa nakoniec dohodla na joint venture s BHP Billiton, druhou najväčšou ťažobnou spoločnosťou sveta (taktiež austrálskou), napriek tomu, že spoločnostiam už bola takáto dohoda v minulosti austrálskymi úradmi zakázaná. Tentokrát nemali úrady námietky.

Suverénne fondy sledujú svojimi investíciami napĺňanie záujmov štátov svojho pôvodu. Okrem priamych investícií uzatvárajú v krajinách svojho záujmu rozsiahle dohody o spolupráci. Súčasťou dohôd je často prísľub rozmanitých pôžičiek pre danú rozvojovú krajinu. Iba Čína požičala rozvojovým krajinám za dva roky 2009-2010 viac ako 110 miliárd USD, čo je viac ako za rovnaké obdobie požičala Svetová banka¹⁹.

Príkladom obojstranne prospešnej spolupráce a zabezpečovania si surovínovej bezpečnosti je Angola. Angola bola kedysi portugalskou kolóniou, čo malo dlhé roky vplyv na zahraničné väzby a obchodné partnerstvá Angoly. Dnes je hlavným obchodným partnerom Angoly Čína. Do Číny putuje viac ako 30 % produkcie angolskej ropy a Číňania naopak pracujú na obnovení infraštruktúry zeme zničenej občianskou vojnou. Podľa odhadov dnes v Angole žije viac ako 100 000 čínskych prisťahovalcov²⁰.

Záujem o Afriku je obrovský, nielen zo strany Číny. Viaceré štáty sa snažia o uzatváranie dohôd o využívaní úrodnej pôdy. Nevyhnutnou podmienkou je vybudovanie zavlažovacej infraštruktúry. Cieľ je jednoznačný, budúca potravinová bezpečnosť.

¹⁷ viac: Pauhofová, I., Cmorej, P. : Suverénne fondy – regionálna štruktúra ekonomickej výkonnosti a investičná orientácia, Working Paper 25, Ekonomický ústav SAV, Bratislava, 2010, 32 s., ISSN 1337–5598

¹⁸ http://www.cikommodity.com/denna-analyza/analyza-futures-v-cine-to-vrie_19062009.htm

¹⁹ <http://www.ft.com/cms/s/0/488c60f4-2281-11e0-b6a2-00144feab49a.html#axzz1CFfmTaph>

²⁰ preklad: <http://www.finmag.cz/cs/finmag/ekonomika/cinane-plni-portugalska-korytka-jen-papejte-prijdeme-zas/>

5. Záverečné poznámky

Z uvedeného je zrejmé, že v prípade deštrukcie kapitálu budú zasiahnutí všetci bez rozdielu, vrátane suverénnych fondov, ktoré napriek rozsiahlym investičným aktívam majú stále podstatnú časť kapitálu práve v dlhopisoch. Rozhodujúci je však zdroj tvorby kapitálu a schopnosť jeho tvorby, v čom sú suverénne fondy veľmi silné. Žiaľ neexistuje bezbolestná cesta zo súčasnej situácie, dekády inflácie by boli najmenším zlom.

Ak sa má svet opäť vrátiť na trajektóriu rastu, sú potrebné systémové zmeny: redefinovanie funkcií štátu, centrálnych bánk, zmena nazerania na rast HDP, mieru spotreby a jej štruktúru. Musia byť vytvorené nové kontrolné mechanizmy, ktoré predpokladajú úzku medzinárodnú spoluprácu, rozsiahle právomoci a vysokú akcieschopnosť budúcich kontrolných orgánov. Je zrejmé, že v novej finančnej architektúre je nevyhnutné posilniť postavenie jednotlivých štátov v oblasti dohľadu a regulácie nad finančným trhom a globálnou ekonomikou ako takou²¹.

Sú však možné v dnešnom svete systémové zmeny bez siahnutia si na úplné dno ? Uvidíme v najbližších rokoch.

²¹ Viac: Pauhofová, I., Cmorej, P. : Transformácia finančnej architektúry sveta, Working Paper 23, Ekonomický ústav SAV, Bratislava, 2010, 23 s., ISSN 1337–5598

Literatúra

- (1) Chancellor Edward, GMO LLC: China's Red Flags
- (2) Kohout, P.: Investiční strategie pro třetí tisíciletí, 5. vydanie, GRADA Publishing, Praha, 2008, 288 s., ISBN 978-80-247-2559-8
- (3) Pauhofová, I., Cmorej, P. : Suverénne fondy – regionálna štruktúra ekonomickej výkonnosti a investičná orientácia, Working Paper 25, Ekonomický ústav SAV, Bratislava, 2010, 32 s., ISSN 1337–5598
- (4) Pauhofová, I., Cmorej, P. : Transformácia finančnej architektúry sveta, Working Paper 23, Ekonomický ústav SAV, Bratislava, 2010, 23 s., ISSN 1337–5598
- (5) Pauhofova, I., Cmorej, P. : Directions of Transformation of the World Financial Architecture, In : Ivanicka, K. et al : Overcoming Crisis – Creation of the New Model for Socio-Economic Development of Slovakia, EKONOM, 2010, ISBN 978-80-225-2882-5, pp. 279-298
- (6) Pauhofová, I.: Suverénne fondy a nová finančná architektúra sveta. In: Menbere T. Workie a kolektív : Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky, Globálna finančná a hospodárska kríza, príčiny – náklady – východiská. Ekonomický ústav SAV, Bratislava, 2009, 301 s., ISBN 978-80-7144-175-5 , str.255-268
- (7) Pauhofová, I.: Suverénne fondy a ich vplyv na vývoj finančných trhov. In: Menbere T. Workie a kolektív : Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky: Turbulencie na finančných trhoch a dilemy hospodárskej politiky. Ekonomický ústav SAV, Bratislava, 2008. 280 s. ISBN 978-80-7144-175-5, str.217-240
- (8) Pauhofová, I.: Sú suverénne fondy cieľ alebo nástroj globálneho vývoja? In: Menbere T. Workie a kolektív : Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky: Ozdravenie svetovej ekonomiky : realita alebo mýtus? Ekonomický ústav SAV, Bratislava, 2010. 312 s. ISBN 978-80-7144-178-6, str.197-230
- (9) PIVOT Capital management report: China's Investment Boom: the Great Leap into the Unknown

Internet:

<http://www.swfinstitute.org/>
<http://www.cikommodity.com/>
<http://www.trimbroker.com/>
http://finweb.hnonline.sk/c3-47028810-kP0000_d-cina-sa-rozhodla-znicit-japonsko-span-class-koment-komentar-span
http://www.trimbroker.com/zona_obchodnika/cik_views.php?typ=K&id=komentar-EURO-sa-rozoziera-zvnutra-101118&code=

http://blog.ihned.cz/c3-47800300-YKozaR_d-blizi-se-nova-panika-v-eu-tentokrat-je-na-rade-spanelsko

<http://www.finmag.cz/cs/finmag/ekonomika/cinane-plni-portugalska-korytka-jen-papejte-prijdeme-zas/>

<http://www.etrend.sk/trend-archiv/rok-/cislo-/cina-asfaltuje-polsko.html>

Grafy: www.yahoo.com, www.finviz.com, vlastné spracovanie