

Miloš Bikár

OTÁZKY RIEŠENIA DLHOVEJ KRÍZY V EUROZÓNE

Abstract: *The paper deals with the analyses and predictions of the global economy development and the policies that have been proposed to solve the financial and sovereign debt crisis in Europe, against the backdrop of what the real underlying problems are, i.e. extreme differences in competitiveness; the absence of growth strategy; sovereign, household and corporate debt at high levels in the very countries that are the least competitive; and in banks that have become too large and are driven by dangerous trends in capital markets banking. The paper explains how counterparty risk spreads between banks, and how the sovereign and banking crises serve to exacerbate each other. Of all the policies proposed, the paper highlights those that are coherent and stresses the magnitudes involved if the euro is not to fracture.*

Key words: *fiscal consolidation, financial reform, counterparty risk, sovereign debt, credit derivatives, cross-border exposure, collateral, monetary policy.*

JEL: E 58, F 34, G 15, G 18, H 60

1 Úvod

Cieľom príspevku je analýza základných otázok riešenia dlhovej krízy v eurozóne vo väzbe na aktuálne turbulentné zmeny a vplyvy makroekonomických faktorov, menových politík vlád a nástrojov centrálnych bánk. Rozdiely v aktuálnom stave rozhodujúcich ekonomík sveta nastroľujú otázky pre ekonómov, akým smerom a s akými nástrojmi viesť národné ekonomiky s cieľom nastoliť stabilné podnikateľské prostredie a vonkajšiu i vnútornú ekonomickú rovnováhu. Nepriaznivý vývoj v Európe po neúmerom raste dlhov v posledných rokoch v kombinácii so schodkami platobných bilancií dosahovaných predovšetkým v južnej časti eurozóny nastroľuje otázku konzistencie jednotnej meny pre budúce obdobia. Sila ekonomického diania sa postupne presúva na východ a sústreďuje sa na Čínu a Indiu ako krajiny stimulujúce globálny ekonomický rast. Severná Amerika zvolila cestu expanzívnej menovej politiky a nabáda k podobným krokom aj predstavitel'ov Európskej centrálnej banky s odôvodnením podporiť globálny dopyt pumpovaním lacných peňazí a dodávaním likvidity pre bankový trh. Ceny mnohých akciových titulov nachádzajú svoje dná a obdobný volatilný vývoj môžeme pozorovať aj na komoditných trhoch. Ekonomická teória i prax tak zažívajú nové nepoznané obdobie s celkom inými prejavmi, aké sa

opisovali za čias Keynesa či Friedmana, s ťažko predikovateľným vývojom, avšak priestorom pre ekonomickú vedu prinášať nové poznatky pre súčasný i budúci vývoj.

2 Alternatívne nástroje menových politík

Kým súčasná finančná kríza má globálnu podobu, v Európe má svoj vlastný špeciálny priebeh, ovplyvnený dohodami príslušných inštitúcií. Finančné trhy priamo reagujú na politické riešenia vzniknutej situácie, volatilita na finančných trhoch však ostáva. Dôvodom tohto stavu je skutočnosť, že prijaté návrhy protikrizových opatrení síce pomáhajú zmierniť tlak, ale nezaručujú riešenie základného problému, ktorý spočíva v tvorbe dlhov, asymetrických reálnych šokov vznikajúcich v dôsledku existencie monetárnej únie, v nemožnosti úprav menových kurzov a riešenia nerovnováhy v externej konkurencii a obchode, v presunutí tlaku na vnútorný pracovný trh a rast nezamestnanosti. Táto situácia spôsobila v niektorých krajinách tendenciu vyrovnávania uvedených tlakov nárastom daňových únikov, verejných a súkromných dlhov, čo prispelo k finančnej nestabilite, k aktuálne najväčšiemu problému Európy.

Finančný systém prešiel vďaka deregulácii a inovácii od 90. rokov masívnou transformáciou. Emisie finančných derivátov vzrástli z úrovne 2,5-násobku svetového HDP v roku 1998 na hrozivý 12-násobok pred vznikom krízy, kým primárne emisie cenných papierov stagnovali na približne dvojnásobku svetového HDP. Tento divergentný trend indikoval rast investičného bankovníctva, sekuritizácie a kreditných derivátov, v rámci ktorého ten istý kolaterál kryl viaceré emisie a tým multiplikačne zvyšoval riziko subjektov trhu a bankového systému ako celku [1].

Európa kombinuje tradičné a investičné bankovníctvo, a táto interakcia má negatívny dosah odzrkadľujúci sa v kríze štátnych, resp. verejných financií. Krajiny so silným kapitálovým trhom sú vysoko exponované oproti verejným dlhom veľkých krajín, akými sú napríklad Taliansko a Španielsko. Tieto štátne dlhopisy podliehajú cenovým výkyvom, ovplyvňujú tým hodnoty kolaterálov a z dôvodu precenení na reálnu trhovú hodnotu môžu spôsobovať straty. Obchodovanie s odvodenými cennými papiermi prebieha na princípe vyrovnávacích účtov, krytých zvyčajne hotovostným kolaterálom, ktorý v prípade nepriaznivého cenového vývoja musí byť okamžite dopĺňaný. Ak banky nie sú schopné doplniť požadovaný kolaterál, iniciuje to okamžite ich problém s likviditou, ktorú nie sú z časového hľadiska schopné promptne riešiť rekapitalizáciou. Financovanie malých a stredných podnikov je závislé od bánk, pribrzdzenie ich financovania kvôli uvedenému likviditnému tlaku pôsobí negatívne na rozvoj ekonomiky. Ak banky stimulujú rast depozít, aby stabilizovali úroveň dlhu, vytesňujú tým sčasti súkromné investície. Monetárna únia však spôsobila neúmerň rast dlhov tak domácností, ako aj firemného sektora, čím zhoršila ich konkurencieschopnosť. Tento trend zvyšuje riziko recesie a neschopnosť splácania úverov domácností, čo v praxi znamená vyššiu tvorbu opravných položiek bankového sektora, pokles ziskov a daňové výpadky pre štát [2]. Navyše, cezhraničná expozícia bánk v Európe je oveľa väčšia v nebankovom súkromnom dlhu.

Riešenie krízy v Európe si bude vyžadovať prispôbiť menovú a hospodársku politiku zakotvením fixného finančného systému, konzistentnou stratégiou podporiť stabilizáciu bánk a vývoj vládnych dlhov. Nasledujúca tabuľka ponúka vybrané možnosti politik, ktoré boli predmetom diskusie v posledných dvoch rokoch, spolu s ich výhodami a nevýhodami.

Tab. č. 1

Alternatívne politiky riešenia finančnej a dlhovej krízy v Európe

Politika	Výhoda	Nevýhoda
Fiškálna konsolidácia		
1. Fiškálna konsolidácia. Fiškálne pravidlá pre deficit a budúce dlhové stropy.	Reštrukturalizácia dlhu/uvoľnenie dlhovej služby.	Brzdzenie ekonomického rastu. Hrozba recesie = problém bankového sektora.
2. Odpustenie dlhov zo strany bohatých krajín .	Periférne zlepšenie prístupu k novým zdrojom/Zlepšenie postavenia eura.	Politické nezhody. Aplikácia zlých stimulov a nevyhnutnosť ich úprav.
3. Umožnenie emisií eurobondov zo strany vlád.	Redukcia nákladov financovania problémových krajín.	Rast nákladov financovania zdravých krajín – zníženie ratingu.
Úloha ECB		
4. Posledná inštancia poskytovateľa pôžičiek. Redukcia požiadaviek na kolaterál.	Krátkodobé a dlhodobé zdroje pre bankový sektor. Ochrana krachu bánk a stabilizácia finančných trhov.	Tlak na banky, aby kupovali štátny dlh. Vyššia koncentrácia rizikových aktív.
5. Operácie znižujúce sadzby štátnych dlhopisov. Politika kvantitatívneho uvoľňovania lacných peňazí.	Brzdzenie dynamiky rastu a šírenia dlhu.	Hrozba inflácie, avšak nadmerná likvidita môže byť v prípade potreby sterilizovaná.
6. Poskytovateľ pôžičky EFSM fondu a MMF.	Podpora ekonomického rastu.	Dlhé rokovania. Politické kompromisy na globálnej úrovni.
Úloha EFSF/ESM		
7. Úverovanie vlád. Nákupy bondov na sekundárnom trhu. Rekapitalizácia bánk.	Prístup k zdrojom, zlacnenie obsluhy dlhu reštrukturalizáciou. Stabilizácia bankového sektora.	Zníženie ratingov niektorých krajín. Nedostatok zdrojov na záchranu celého systému. Monetarizácia dlhu.
8. Zvýšenie zdrojov pre MMF zo strany ECB.	Nevzniká tlak na rozpočty európskych krajín. Dobrý úverový rating.	Možný menový vplyv a inflácia. Transfer úverového rizika EÚ na MMF.
Frakcie v EMÚ		
9. Odchod periférnych krajín	Transfer štátneho úverového	Rast inflácie vo vybraných
10. Štrukturálne stratégie rastu: trh práce, výrobkov, služieb a penzií.	Redukcia nákladov fiškálnej konsolidácie zvýšením konkurencieschopnosti trhu práce.	Politické nezhody, hrozba civilných štrajkov a nepokojov.

Prameň: [3].

Niektoré z horeuvedených politík označujú predstavitelia finančných trhov ako rizikové, s inými sú spojené vyššie náklady ako benefity. Doterajšia snaha politikov viedla k vynaloženiu úsilia zachovať existujúci počet krajín v menovej únii. Táto stratégia však ponecháva súčasne riziká. Opustenie eura by niektorým krajinám umožnilo konverziu úverového rizika na inflačné, t. j. monetarizáciu ich dlhov a úpravy menových kurzov vedúce k nastoleniu hospodárskeho rastu. Avšak náklady pre Európu ako celok budú vysoké. Z aktuálneho poznania stavu a vývoja ekonomík má táto snaha o udržateľnosť EMÚ dočasný charakter. Ekonomické argumenty hovoria v prospech frakcií v EMÚ. Vývoj verejných dlhov za posledných 20 rokov vypovedá o ich neukontrolovanom raste, rovnako problémové je dodržiavanie maastrichtských kritérií, či pravidiel paktu rastu a stability. V nasledujúcej tabuľke je uvedený vývoj verejného dlhu vo vybraných krajinách sveta.

Tab. č. 2

Vývoj verejného dlhu vo vybraných ekonomikách sveta
(v % z HDP)

Krajina / Rok	2000	2005	2010	2012 /predikcia/
USA	31.2	37.2	61.2	76.3
Japonsko	133.2	172.8	196.1	204.9
Čína	27.5	23.2	17.3	17.3
Rusko	63.3	16.4	8.5	9.6
Nemecko	60.0	67.6	75.4	77.2
Francúzsko	57.7	66.0	82.1	92.5
Taliansko	110.1	105.3	118.0	121.6
Španielsko	60.1	43.8	61.1	78.4
Grécko	111.4	114.1	127.8	141.0
Portugalsko	50.7	62.2	82.4	94.6
Írsko	41.5	27.7	75.3	96.7
Maďarsko	55.8	58.5	72.3	70.3
Slovensko	49.1	36.9	41.1	43.5

Prameň: [4].

Z hľadiska novodobej histórie Slovenska vidieť priebeh konsolidácie verejného dlhu v období rokov 2000 – 2008. Silný ekonomický rast a realizovaná hospodárska politika v tomto období priniesli pozitíva a výška verejného dlhu klesla na úroveň 27.9 % ku koncu roka 2008. Od tohto obdobia, najmä vplyvom globálnej ekonomickej krízy a poklesu vonkajšieho dopytu, deficit vlády narástol až na kumulatívnych 43.3 % HDP ku koncu roka 2011, pri ďalšom predikovanom raste v tomto roku [5]. Obdobný vývoj bol zaznamenaný aj v ďalších krajinách eurozóny. Podľa najnovších údajov, ktoré zverejnil Eurostat, kumulatívny vládny dlh k HDP v krajinách EU-27 narástol medziročne z úrovne 80.0 % (2010) na 82.5 % (2011). Vládne zámery smerujúce ku konsolidácii verejných financií sa zatiaľ nedarí v praxi realizovať. Výsledkom tejto reality je snaha o výrazne sprísnenie fiškálnej a rozpočtovej politiky krajín EÚ. Sprievodným javom týchto snáh by však podľa vyjadrení niektorých politikov mala byť investičná podpora s cieľom naštartovať ekonomický rast. Táto tendencia je prezentovaná viacerými krajinami EÚ, napríklad Francúzskom, ktorého podiel na svetovom obchode klesol o 20 % v rokoch 2005 až 2010 a v EÚ o 9 %.

Tab. č. 3

Vývoj hrubého domáceho produktu a vládneho dlhu v Slovenskej republike
(v mil. €)

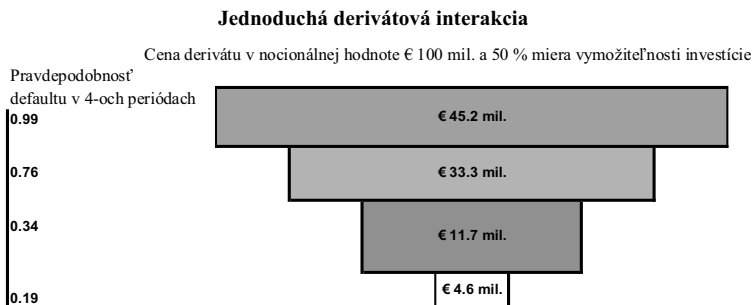
Ukazovateľ/Obdobie	2008	2009	2010	2011
HDP	66.842	62.795	65.744	69.058
Deficit vlády	-1.397	-5.022	-5.047	-3.327
Deficit vlády v % HDP	-2.1	-8.0	-7.7	-4.8
Vládne výdavky v % HDP	34.9	41.5	40.0	37.4
Vládne príjmy v % HDP	32.8	33.5	32.4	32.6
Verejný dlh	18.624	22.331	26.998	29.911
Verejný dlh v % HDP	27.9	35.6	41.1	43.3

Prameň: [6].

2 Riziko derivátových transakcií

Rapidný rast derivátových obchodov znamenal pre banky výrazné zvýšenie rizika. Pre jeho lepšie pochopenie uvádzam príklad jednoduchej derivátovej interakcie pre zabezpečovací kontrakt typu CDS (Credit default swap), v praxi často používaný na transfer úverového rizika. V tomto príklade (obr. č.1) ide o kúpu kontraktu na ochranu nočionálnej hodnoty 100 miliónov eur pri 50 % miere vymožitelnosti investície, čo znamená, že maximálna finálna hodnota vyplatenia kontraktu bude 50 miliónov eur. Model počíta s pravdepodobnosťou defaultu v štyroch periódach. V prvej perióde, štyri následné rekalkulácie životnosti každej periódy predstavujú: 95 %, 90 %, 70 % a 30 %. Na obrázku vpravo je uvedená hodnota kontraktu, ak pravdepodobnosť životnosti každej periódy je 95 %. V tomto prípade je pravdepodobnosť defaultu kontraktu iba 19 % (hodnota uvedená na ľavej lište obrázku) a hodnota kontraktu je 4.6 mil. eur. V druhom prípade rastie hodnota kontraktu na sumu 11.7 mil. eur, pričom pravdepodobnosť životnosti kontraktu klesá, a pravdepodobnosť defaultu počas životnosti kontraktu stúpa na 34 %. Obdobne rastie hodnota kontraktu na 33.3 mil. eur pri 76 % pravdepodobnosti defaultu, resp. 45.2 mil. eur pri 99 % pravdepodobnosti defaultu.

Obr. č. 1



Prameň: [7].

Z uvedeného obrázku je možné dedukovať, ako sa banky, ktoré podpíšu takýto derivátový kontrakt, dostanú pod kontrolu zo strany svojich veriteľov v prípade rastu pravdepodobnosti defaultu referenčného subjektu v krízovej situácii – diagram ukazuje na exponenciálny rast potenciálnych strát. Ak protistrana banky nie je schopná doplniť kolaterál v prípade rastu rizika defaultu, dealer banky vníma zvýšené riziko solventnosti a iné banky a sprostredkovatelia okamžite príjmu obrannú stratégiu. Dealer banky sa v tomto prípade snaží uzavrieť protiobchod s inou finančnou inštitúciou, resp. uzavrie iný finančný derivát, aby minimalizoval alebo eliminoval vzniknuté riziko z daného kontaktu. Najčastejšou obrannou stratégiou je novácia kontraktu s bankou, ktorá je nositeľom rizika. Jej dealer je pod obrovským tlakom, pretože musí realizovať transfer hotovosti do inej banky predajom kapitalizovateľných aktív pod cenu. Tento proces vedie účtovne zvyčajne k realizovanej strate. Vo všeobecnosti pri všetkých derivátových kontraktoch, v momente, keď banka nemá dostatok hotovosti alebo krátkodobých cenných papierov na účely doplnenia kolaterálu, je pod tlakom a hrozí jej strata z danej transakcie.

3 Odpis dlhu Grécka a aktivácia CDS

Trh s CDS rástol v posledných desiatich rokoch geometrickým radom. Nikto však nevie, koľko je ich celkovo vypísaných a kto všetko sa na trhu s nimi pohybuje. Dohovoriť si podobnú poistku môže ktokoľvek s kýmkoľvek, kontrakt iba prenáša riziko z emitenta samotného podkladového aktíva (dlhopisu) na toho, kto si za kontrakt necháva zaplatiť. Z toho vyplýva, že akákoľvek regulácia tohto trhu je veľmi zložitá.

Grécko uskutočnilo v marci 2012 historicky rekordnú výmenu dlhopisov so súkromnými investormi, po ktorej sa jeho dlh výrazne znížil. Súkromní veritelia na nominálnej hodnote nových obligácií stratili 53,5 % a celkovo prišli až o 74 % investícií [8]. Výmena dlhopisov bola podmienkou druhého záchranného úveru pre Grécko v sume 130 miliárd eur od Európskej únie a Medzinárodného menového fondu. Ak by sa krajine transakcia nepodarila, nezískala by peniaze na vyrovnanie splatných dlhopisov a hrozil by jej chaotický bankrot. Odpis dlhu Grécka v podobe výmeny starých gréckych dlhopisov za nové s podstatne nižšou nominálnou hodnotou, dlhšou dobou splatnosti a nižšími úrokmi označilo Medzinárodné združenie pre swapy a deriváty (ISDA) ako „úverovú udalosť“ a aktivovalo tým emitované CDS.¹

Dohoda o odpísaní časti gréckeho dlhu poukázala na nedostatky, ktoré sú spojené s takzvanými úverovými swapmi (CDS). Viacero investorov a právnikov začína volať

¹ V aukcii ponúkali investorom 30-ročné grécke dlhopisy, s ktorými sa bežne obchoduje na sekundárnom trhu, aby sa zistila ich náležitá tržová cena. Investori určili ich konečnú cenu na 21,5 % nominálnej hodnoty. Vlastníci CDS, ktoré poistujú investorov pred nesplácaním príslušného aktíva, tak dostali od protistrán rozdiel do 100 %. Držitelia CDS vlastnili kontrakty na grécke obligácie v hodnote 3,2 miliardy dolárov. Vlastníci poistiek CDS na grécke dlhopisy dostali 78,5 centa z každého investovaného eura a celkovo získali podľa očakávania 2,5 miliardy dolárov v zmysle rozhodnutia aukcie gréckych dlhopisov, ktorú zorganizovala ISDA dňa 19. 3. 2012. Aktuálne dosahujú CDS na Grécko rekordné úrovne 1.271. Podľa finančných trhov tak existuje 66 % pravdepodobnosť, že krajina skrachuje do piatich rokov.

po zmenách, ktoré by použitie CDS vyjasnili a do budúcnosti zamedzili nezrovnalostiam. O využití CDS kontraktov sa začalo hovoriť kvôli tomu, že Grécko využilo doložky o spoločnom postupe, aby donútilo k výmene starých dlhopisov za nové aj tých držiteľov, ktorým sa návrh príliš nepozdával. Nové cenné papiere, ktoré veritelia dostali v rámci reštrukturalizácie gréckeho štátneho dlhu, sú len súčasťou balíka, v ktorom sú aj vysoko kvalitné dlhopisy emitované záchranným fondom eurozóny. Nové grécke dlhopisy teda nie je možné považovať za porovnateľnú náhradu tých pôvodných. V tom je aj potenciálna neistota okolo výplaty CDS. Doložky o spoločnom postupe sú v poslednom období čím ďalej obľúbenejšie, na príklade Grécka sa dá ukázať, že vlády jednotlivých krajín si môžu použitie týchto klauzúl jednoducho vynútiť.

Pri pohľade na Európu ako celok je úverová angažovanosť bánk na financovaní štátnych dlhov tzv. periférnych krajín relatívne nízka; len 76 miliárd eur v prípade Grécka, resp. 8 % z kapitálovej primeranosti bánk meranej ukazovateľom Core_Tier_1 (tab. č. 3), a výrazne menej v prípade Írska či Portugalska. Tieto údaje potvrdzujú skutočnosť, že dlhová kríza niektorých krajín Európy nie je pre banky hrozivá, ich angažovanosť mimo domácej krajiny je jednoducho nízka a aj v prípade odpisov dlhu zvládnuteľná. Naopak, angažovanosť domácich bánk je dominantná. V prípade Grécka a Cypru činí úverová angažovanosť až 53 miliárd eur – 50 % odpis dlhu Grécka si vyžiada kapitálovú injekciu vo výške 26 miliárd eur, čo nie je pre Európu veľká suma na to, aby sa v Grécku udržali banky v činnosti a nedošlo k ich krachu. Z pohľadu angažovanosti európskych bánk by stačilo 38 miliárd eur na 50 % odpis gréckeho dlhu, čo zároveň nie je dôvodom pre tak silný prepád akciových cien bankových domov v Európe, resp. neúmerň rast CDS rozpätí, čo vyvoláva opätovnú hrozbu krízy likvidity.

Tab. č. 3

Úverová angažovanosť bánk na financovaní štátneho dlhu Grécka
(údaje v mil. €)

Banky v krajine	Úverová angažovanosť ²	Kapitálová primeranosť Core_Tier_1 ²	% kapitálovej primeranosti Core_Tier_1
Grécko	48.376	22.819	212 %
Cyprus	4.926	3.804	129 %
Belgicko	4.267	20.460	21 %
Portugalsko	1.020	17.386	6 %
Luxembursko	82	1.480	6 %
Nemecko	6.450	120.092	5 %
Francúzsko	7.053	172.357	4 %
Itálsko	1.459	93.410	2 %
Banky iných krajín	2.659	558.205	0 %
Spolu	76.292	1.010.014	8 %

Prameň: [9].

² Ukazovateľ kapitálovej primeranosti Core_Tier_1 meria podiel vlastného imania banky k rizikovo váženým aktívam. Na ilustráciu uvádzam jednoduchý príklad výpočtu daného ukazovateľa. Predpokladajme, že banka má vlastné imanie 2 €, príjmy vklady vo výške 10 € a poskytne úvery vo výške 10 €. Ak úveru vo výške 10 € priradíme 90 % rizikovú váhu, banka má celkové rizikovo vážené aktíva vo výške 9 € (10 € x 90 %). Keďže vlastné imanie banky je vo výške 2 €, ukazovateľ kapitálovej primeranosti Core_Tier_1 činí 22 % (2 €/9 € = 22%).

Zabezpečiť podobnú garanciu ako v prípade Grécka aj veľkým krajinám je však omnoho väčší problém. Pre porovnanie – úverová angažovanosť bánk eurozóny na financovaní dlhu Španielska a Talianska je výrazná a predstavuje 19 %, resp. 25 % z kapitálovej primeranosti bánk meranej ukazovateľom Core_Tire_1. Podobne aj v týchto krajinách je angažovanosť domácich bánk veľká, 152 % v prípade Španielska a 162 % v prípade Talianska. Krajiny s existenciou veľkých investičných bánk, akými sú Nemecko, Belgicko, Luxembursko, Taliansko a Španielsko, vykazujú najväčšiu angažovanosť na dlhoch Španielska a Talianska. Kým pravdepodobnosť bankrotu týchto krajín je výrazne nižšia ako v prípade Grécka, potenciálna hrozba ich krachu sa odzrkadľuje vo vyšších prirážkach nimi emitovaných cenných papierov (primárne dlhopisov) a redukuje ich hodnotu, ak slúžia ako kolaterál na účely derivátových obchodov, realizovaných tradičnými a investičnými bankami eurozóny.

Zaujímavou črtou z hľadiska cezhraničnej expozície bánk, resp. garancií, vrátane CDS derivátov, je previazanosť amerických bánk na Európu. Podľa OECD celková výška vystavených cezhraničných garancií vrátane CDS derivátov spolu voči šiestici krajín – Grécko, Portugalsko, Írsko, Španielsko, Taliansko, Nemecko činila 1,2 miliardy USD k polroku 2011, z toho podiel bánk v Európe bol vo výške 344 miliárd USD, kým bánk v USA až 865 miliárd USD (z toho 347 miliárd USD voči Francúzsku, 238 miliárd USD voči Taliansku a 149 miliárd voči Španielsku) [10]. Táto diverzifikácia rizika dáva zmysel pre Európu, avšak zdôrazňuje skutočnosť, ako rýchlo sa kríza v eurozóne môže preniesť do USA v prípade vzniku insolventnosti v Európe.

4 Globálny vývoj na finančných trhoch a výhľad ekonomík

Globálne finančné trhy zaznamenali úspešný prvý kvartál 2012, pričom motorom rastu boli akciové trhy v USA ťahané prudkým posilnením bankových a technologických titulov. Tento mierny optimizmus sa preniesol do pozitívnych predikcií svetového HDP očakávajúc úroveň jeho rastu v rozpätí úrovni 2,3 % – 2,6 % (tab. č. 4). Kľúčový americký index Dow Jones Industrial Average, na ktorom sú kótované najkvalitnejšie akcie, sa počas prvých troch mesiacov tohto roka zvýšil o 8,2 % a mal najlepši štart do nového roka od roku 1998. Podobný vývoj zaznamenal aj globálny index FTSE World, ktorý od januára 2012 zaznamenal vzostup o 11 % a pripísal si najlepší výkon od septembra 2010. Z návratu globálneho rizikového apetítu profitovali v 1. štvrťroku 2012 aj ázijské akcie, keď index MSCI Asia Pacific posilnil o 13,5 % a japonský Nikkei 225 až o 19,3 %. Japonskí exportéri si pomohli predovšetkým z oslabovania jenu voči doláru [11].

Vo všeobecnosti bol rast cien mnohých aktív v prvom štvrťroku 2012, akými boli napríklad akcie európskych bánk, dlhopisy s nízkym ratingom, volatilné meny rozvíjajúcich sa krajín či dlhopisy okrajových štátov eurozóny, len korekciou ich prudkého pádu v predchádzajúcom roku. Pre porovnanie: britský index FTSE 100 posilnil v tom istom období len o 3,6 %, čo potvrdzuje opatrnosť bankárov a mnohých manažérov investičných fondov, ktorí varujú, že takýto pozitívny vývoj sa zrejme nebude opakovať. Tí, ktorí sledujú dianie na burzách, vedia, že sa často nesprávajú racionálne.

Burzové bubliny dokumentujú, že investori po fáze veľkých očakávaní a bezbrehého optimizmu relatívne rýchle presedlajú a otáčajú trend smerom ku klesajúcemu medvediemu trhu [12]. Mylnú predstavu o reálnych cenách akcií vnáša aj čoraz silnejší trend vo vysokofrekvenčnom obchodovaní na akciových a futuritných trhoch, ktorého podiel už dosahuje hranicu 50 % [13].

Tab. č. 4

Predikcia rastu HDP vo vybraných ekonomikách
(percentuálna zmena)

Teritórium/krajina	1 – 6 / 2011	7 – 12 / 2011	1 – 6 / 2012	7 – 12 / 2012
Globálny HDP	2.0	2.3	2.3	2.6
Globálny HDP podľa parity kúpnej sily	3.1	3.1	2.9	3.8
Rozvinuté krajiny	0.6	1.5	0.7	1.5
USA	0.8	2.7	2.5	2.5
Japonsko	-4.3	2.5	2.4	1.3
Eurozóna	1.9	-0.2	-0.65	-0.2
Rozvíjajúce sa krajiny	6.0	4.4	5.6	5.7
Rozvíjajúce sa krajiny Ázie	7.2	5.2	6.6	7.7
Čína	8.5	7.7	7.4	9.7
Latinská Amerika	5.1	2.7	4.2	3.7
Rozvíjajúce sa krajiny východnej Ázie	2.5	4.1	1.1	3.8

Prameň: [14].

Svetová ekonomika sa napriek optimizmu finančných trhov z úvodu roka spomaľuje. Niektoré krajiny eurozóny už hlásia recesiú, čo bude brzdiť dopyt po komoditách popri vznikajúcich deflačných tlakoch spôsobených likvidáciou dlhu. Konsolidácia verejných financií je nastávajúcou úlohou takmer všetkých vlád v Európe. Reformy administratívy, trhu práce, zdravotníctva a kroky smerujúce k zefektívneniu výberu daní pomôžu národným ekonomikám stlačiť deficit pod prijateľnú hranicu, odčerpajú však časť investičného stimulu. Strednodobá prognóza vývoja menového páru eur/usd vypovedá o očakávanom poklese eura, čo by stimulovalo export krajín eurozóny.

Ekonomický vývoj v USA vykazuje mierne zlepšenie hlavných indikátorov vývoja, predovšetkým lepšiu situáciu na trhu práce, pokles miery nezamestnanosti na 8,2 %, dočasný rast inflácie spôsobený cenou ropy, avšak s predikciou na úrovni 2,0 % na rok 2012, a oddialenie možnosti ďalšieho kola kvantitatívneho uvoľňovania peňazí zo strany Federálneho rezervného systému (FED), najmä kvôli zmenšenému riziku finančnej krízy v eurozóne po naliatí likvidity do bankového sektora zo strany Európskej centrálnej banky (ECB) v objeme viac ako jednej miliardy eur. Kroky ECB, znamenajúce pre USA menšie riziko prenesenia systémovej krízy na americký kontinent, ako aj spomínané lepšie vyhladky ekonomiky viedli americký FED k úprave prognózy rastu HDP na rok 2012 na 2,5 % [15]. Napriek tomu FED predpovedá dlhodobé riešenie problémov vyplývajúcich zo zadlženosti Európy.

Dynamika ekonomického rastu ázijských krajín zaznamenáva po dlhých rokoch mierne spomalenie. Jednou z makroekonomických udalostí posledných rokov je pokles čínskeho prebytku obchodnej bilancie. Medzinárodný menový fond predpokladá pre Čínu na rok 2012 prebytok len vo výške 2,3 %, čo je výrazný pokles oproti predkrízovému maximu 10,1 %, a vypovedá o znižujúcom sa previse vývozu nad dovozom. Motorom rastu Číny sú rozsiahle investície, ktoré tvoria takmer polovicu jej HDP, čo je viac ako dvojnásobok svetového priemeru. Súkromná spotreba pritom nedosahuje ani 40 % HDP v porovnaní so 60 % v porovnateľných ekonomikách. Pokles čínskeho prebytku bežného účtu je odrazom rastu ceny dovážaných surovín, pomalého rastu vyspелých ekonomík, posilňovania reálneho výmenného kurzu Číny a v priemere vyššej inflácie oproti hlavným obchodným partnerom. Neistý vývoj globálnej ekonomiky sa ďalej prejaví na poklese exportu Číny a ďalších rýchlo sa rozvíjajúcich ázijských krajín. Nižší dopyt zo zahraničia bude mať negatívny vplyv na výšku investícií, súkromnú spotrebu a svetové ceny komodít.

Záver

Eurozóna sa zmieta v kríze, preto sa pozornosť trhov doteraz sústreďovala najmä na dlhy Grécka a ďalších krajín v Európe. Vlády na starom kontinente v reakcii na krízu zaviedli prísne úsporné opatrenia a rast ich ekonomík sa spomalil. To ale vyvoláva obavy, že pri slabom výkone hospodárstva, či dokonca v prípade jeho poklesu, začne stúpať zadlženie firiem a domácností. Nárast tzv. zlých úverov, ktoré firmy či spotrebiteľia pre zhoršenie situácie v ekonomike nebudú vládnu splácať, môže upriamiť pozornosť na schopnosť či neschopnosť bánk absorbovať straty a vyhnúť sa štátnej pomoci. Tento problém sa netýka len okrajových štátov eurozóny. Dlhy súkromného sektora v Dánsku, Švédsku a v Holandsku taktiež vysoko prekračujú hranicu 160 % hrubého domáceho produktu. V prípade Holandska sú hlavnou hrozbou úvery domácností, ktoré od roku 2000 stúpili o viac ako 7 %, keďže spotrebiteľia pred globálnou finančnou krízou vo veľkom využívali výhodné hypotekárne úvery. Podľa údajov Európskej komisie výška dlhu firiem a domácností prekračuje hranicu 160 % HDP až v 15 z 27 štátov Európskej únie, z toho najviac zadlžené sú podniky a spotrebiteľia v Írsku. Výška ich dlhu dohromady sa vyšplhala na 341 % HDP. Dlhové problémy vyspелých európskych ekonomík sú tak oveľa horšie, ako sa na prvý pohľad zdá. Banky síce zvyšujú svoje kapitálové rezervy, ale trhy majú o ne aj tak obavy. A pretože vlády sa vo väčšine prípadov snažia banky zachrániť, investori sa obávajú aj zhoršenia zadlženosti jednotlivých štátov. Najväčšou potrebou z hľadiska fiškálnej politiky tak pre väčšinu krajín eurozóny ostáva znižovanie vlastnej zadlženosti, a to prostredníctvom znižovania deficitného hospodárenia vlastných rozpočtov.

Z prezentovaných alternatívnych politík riešenia finančnej a dlhovej krízy v Európe sa osobne prikláňam k frakciám v EMÚ buď návratom ekonomicky slabších krajín k pôvodnej mene, alebo založením novej meny pre ekonomicky silné krajiny. Toto riešenie by z krátkodobého hľadiska nastolilo postupné vyrovnanie obchodných bilancií, v strednodobom pohľade obnovilo konkurencieschopnosť jednotlivých ná-

rodných ekonomík. Obdobná situácia nastala koncom 20. storočia v Argentíne, ktorá dnes po kríze prežíva obdobie ekonomického rastu. Dopri privatizáciou existujúcich štátnych podnikov by príslušná krajina zároveň získala zdroje na financovanie rozvojových projektov a tvorbu nových pracovných miest.

Významnú úlohou v ekonomike zohrávajú banky. Dnešnej dlhovej kríze krajín predchádzala banková kríza, ktorej neúmerň úverový rast a najmä emisie kreditných derivátov spôsobili kolaps bankového trhu v USA. Z uvedeného dôvodu popisujem riziko derivátových transakcií v druhej časti článku. Odpis dlhu Grécka a aktivácia CDS, uvádzané v tretej časti, je praktickým príkladom prepojenia dlhovej krízy štátov, finančných trhov a cezhraničnej expozície bánk. Tento okruh je potrebné vnímať vo vzájomnej prepojenosti. Adekvátne riadenie úrokovej politiky centrálnej banky ovplyvňuje ponuku a dopyt po kapitáli a tým množstvo peňazí v ekonomike. Finančné inžinierstvo v podobe umelých, ničím nekrytých cenných papierov, je obrovských rizikom. Hospodársky rast dlhodobo financovaný dlhom vedie k vzniku trhových bublín, ktoré následne prasknutím spúšťajú trhovú turbulenciu cien aktív, komodít a ekonomických strát. Záverečná časť článku preto sleduje vyústenie menových politík, vývoja verejných financií a správania bánk do predikcie či výhľadu ekonomík a pohľadu na globálny vývoj na finančných trhoch.

Literatúra

- [1] FREUD, C.: The trade response to Global Downturns: Historical Evidence. In: *Policy Research Working Paper*, No. 5015, Washington: World Banks, 2009.
- [2] JONATHAN, E. – KORTUM, S. – NEIMAN, B. – ROMALIS, J.: *Trade and the Global Recession*. Chicago, Illinois: University of Chicago, 2010.
- [3] WIGNALL-BLUNDEL, A.: Solving the Financial and Sovereign Debt Crisis in Europe. In: *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2. vydanie, 2011.
- [4] ECOMIST INTELLIGENT UNIT, World debt comparison, The global debt clock, marec 2012. Dostupné na: <http://www.economist.com/content/global_debt_clock>.
- [5] VALENCIA, F. – LAEVEN, L.: Systemic Banking Crises: A new Database. In: *International Monetary Fund Working Papers*, 08/224, Washington, 2008.
- [6] ALLEN, T.: *Eurostat News Release, Euroindicators*. Eurostat Press Office, apríl 2012. Dostupné na: <<http://ec.europa.eu/eurostat/euroindicators>>.
- [7] *OECD Journal Financial market: trends*, 2. vydanie, 2011.
- [8] DEUTSCHE PRESSE AGENTUR (DPA), marec 2012.
- [9] OECD: Bank reports, stress test, december 2011.
- [10] REINHART, M. C. – REINHART R. V. – ROGOFF, K. S.: *Debt Overhangs: Past and Present The National Bureau of Economic Research Cambridge, Working Paper*, N.18015, apríl 2012.
- [11] KASMAN, B. – HENSLEY, D. – LUPTON, J.: JP Morgan Chase Bank, New York. In: *Economic Research, Global Issues*, júl 2011.
- [12] SENYUZ, Z. – CHAUVET, M. – YOLDAS, E.: What Does Financial Volatility Tell Us About Macroeconomic Fluctuations? In: *Federal Reserve Board, Working Papers*, február 2012.
- [13] KMEŤKO, M.: *Vysoko frekvenčné obchodovanie*, In: Polednáková, A. a kol: Optimalizácia finančného riadenia podnikov pôsobiacich v kontexte súčasných globálnych problémov. ISBN 978-80-225-3343, s.66-81.
- [14] JP MORGAN CHASE BANK. In: *Economic Research, Global Issues*, január 2012. Dostupné na: <<http://www.morganmarkets.com>>.
- [15] BERNANKE, B. S.: *Federal Reserve System Report*, apríl 2012.