

Finančná politika vlád a aktuálny vývoj ekonomík v čase finančnej krízy

Miloš Bikár¹

Abstrakt

Tento príspevok skúma kľúčové faktory a finančné politiky, ako reakciu vlád na finančné krízy. Jedným z fundamentálnych dôvodov súčasnej krízy bola zmena business modelu bánk, spájaním úverovej a akciovej kultúry. Podpora tohto modelu vládnymi stimulmi a finančnou politikou, zmenami v regulácii a zdanení, vyústila nevyhnutne do krízového stavu. Zásadný vplyv krízy na ekonomické prostredie firem narúša stabilitu podnikateľského prostredia, platobnú disciplínu, zamestnanosť a fiškálne príjmy štátov. Predpokladom nastolenia stabilizácie a rovnováhy v budúcnosti je prijatie reformných krokov v regulácii finančného sektora, zníženie výrobných kapacít na úroveň požadovaného dopytu a rozpočtovú kontrolu vládnych výdavkov.

Kľúčová slova

Dopady finančnej politiky, rozpočtové náklady, kreditné riziko, zlyhania regulácie, sekuritizácia, záložné cenné papiere

1 Úvod

Súčasná finančná kríza sa prejavuje na dvoch úrovniach. Prvá je daná globálnou makroekonomickou politikou prejavujúcou sa absenciou likvidity a druhá nedostatočnou reguláciou, veľmi vzdialenou od akčnej proti krízovej obrannej línii. Reakcie vlád prinášajú nulové úrokové sadzby v USA a Japonsku, snahu o fixný výmenný kurz čínskeho juanu, na druhej strane akumulovaný kapitál suverénnych fondov. Úverová expanzia viedla k nekontrolovanej spotrebe a prekročeniu hraníc únosného zadĺženia. Absencia kontroly produktov finančného inžinierstva v špecifickej oblasti sekuritizácie hypotekárnych úverov a mimobilančných transferov aktív však priniesla škody enormných rozsahov.

2 Finančný systém

Ako kauzálne príčiny krízy sa uvádzajú reformy zamerané na sekuritizáciu aktív, činnosť ratingových agentúr, či slabé modely posudzovania rizika a schvaľovania úverov. Tieto skutočnosti sú však len aspektmi finančného systému, ktorý prispel v zmene business modelu bánk, ktorý sa orientoval výlučne na masu dosahovaného zisku, slepo podporovaného stimulmi monetárnych politík.

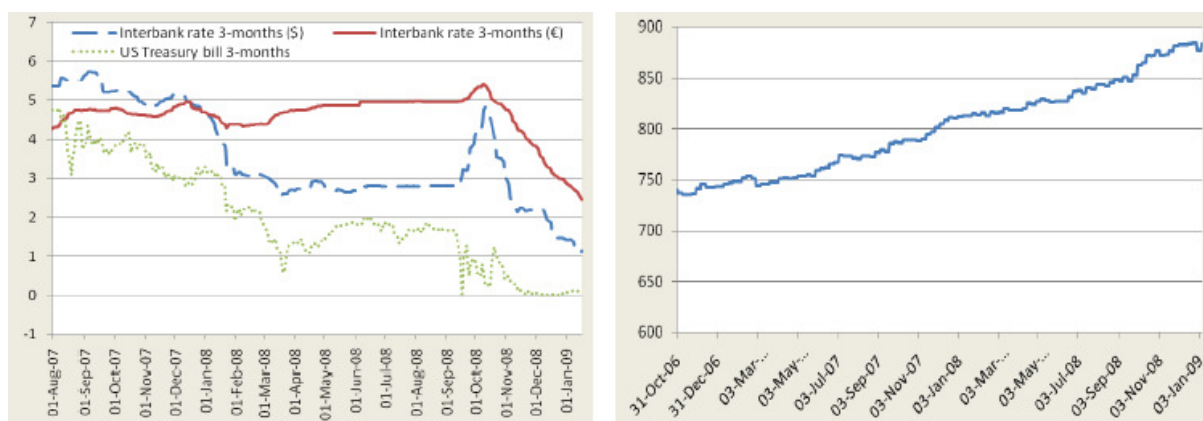
Zmena správania sa bánk bola v roku 2004 ovplyvnená niekoľkými špecifickými faktormi. (1) Bushova administrácia „amerického sna“ okrem iného umožnila poskytovanie hypoték nízko príjmových skupín s nulovými vlastnými zdrojmi; (2) Regulátor dvoch najväčších hypotekárnych domov Fannie Mae a Freddie Mac, The Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO), nezvládol ich obrovské kapitálové požiadavky a kontrolu ich finančných aktív, zároveň prispel k sekuritizácii hypotekárnych úverov, čím ukázal cestu iným bankám;

¹ Miloš Bikár, Ing., PhD., Ekonomická univerzita v Bratislave, Dolnozemska cesta 1, 852 35, Bratislava, bikar@chello.sk

(3) Zverejnené pravidlá BASEL II regulujúce podnikanie medzinárodných bánk prispeli k akcelerácii mimobilančných aktivít bánk; a (4) Komisia cenných papierov (SEC) súhlasila s možnosťou investičných bánk regulovať zmeny v riadení rizík využitím kapitálovej kalkulácie konsolidovaných celkov (do roku 2004 brokerské firmy museli spĺňať ukazovateľ dlh k čistému vlastnému imaniu v pomere 15:1, kým podľa nového pravidla bola táto možnosť na konsolidovanej báze v istých prípadoch posunutá až k hranici 40:1).

Trhová reakcia vyššie uvedených faktov viedla od roku 2004 (obr.č.1) k skutočnej úverovej explózii, najmä v oblasti emisií rezidenčných hypotekárnych záložných listov. Z uvedeného vývoja je možné dedukovať, že tento typ aktív zohral kľúčovú rolu v iniciovaní krízy. Samotná kríza nebola izolovaná, ale spustená následkom trhových deformácií a stimulov predchádzajúcich hospodárskych politík.

Obr.č. 1: Vývoj úrokových sadzieb a rast úverov v USA (v bil USD)



Obdobne ako v predchádzajúcich krízach, reakcie vlád vedúcich k zmierneniu dopadov krízy a oživeniu ekonomík majú dvjokrovú stratégiu. Väčšina krajín adoptovala nesystematický prístup v podobe kombinácie expanzívnej monetárnej politiky, dodania likvidity a ad hoc intervencií, alebo záchrany individuálnych inštitúcií. Keďže tieto opatrenia viedli k vyschnutiu dôvery na finančných trhoch, boli implementované oveľa rozsiahlejšie a komplexnejšie balíky, ktoré zvyčajne spočívali v garantovaní záväzkov, rekapitalizácie inštitúcií a transferu nelikvidných/toxických aktív.

Každý prístup však vyžaduje kompromisy. Na jednej strane, reštrukturalizačné mechanizmy môžu pomôcť k naštartovaniu produktívnych investícií, na druhej strane finančná pomoc je nákladná. Záchranne balíky môžu generovať náklady vplyvom zlej alokácie kapitálu alebo viesť k deformácii stimulov a riziku morálneho hazardu. Opatrenia nesú so sebou prerozdeľovací efekt, keďže zvyčajne transferujú zdroje od daňových poplatníkov k akcionárom. Celkové hrubé rozpočtové náklady sú vysoké, ale čisté náklady sú nižšie pri zohľadnení eliminácie očakávaných strát. Na náklady sa musí pozerieť vo väzbe na straty, ktoré by vznikli bez realizácie akýchkoľvek záchraných opatrení.

Súčasnú vládnu plánu mali za cieľ stabilizovať finančné trhy, dodať potrebnú likviditu a redukovať nedostatok kapitálu bánk. Zatiaľ však nedošlo k plne štandardnému fungovaniu finančných trhov. Zdá sa, že bude urgentná oveľa väčšia medzinárodná spolupráca a koordinácia prijatých krokov. Krajiny EÚ budú musieť adoptovať funkčné mechanizmy proti prípadným cezhraničným krachom veľkých bánk, menšie krajiny môžu čeliť štátnemu bankrotu a medzinárodné finančné inštitúcie musia podať pomocnú ruku. Vládne injekcie môžu z krátkodobého hľadiska pomôcť vyriešiť krízové situácie, závisia však od možností verejných financií a štruktúry ekonomiky. Z dlhodobého hľadiska je nutné nastaviť prísnejšie

pravidlá regulácie a dozoru finančného sektora, zvýšiť transparentnosť mimobilančných položiek bánk, oceňovania kolaterálov a harmonizovať garančné schémy primárnych depozít.

2.1 Rekapitalizácia finančného systému

Finančné záchranné plány si zvyčajne vyžadujú vysoké náklady. Fiškálne/rozpočtové peniaze pochádzajúce z verejných zdrojov majú za cieľ vyčistiť finančné trhy a ochrániť vklady ich majiteľov. Z historických skúseností sa tieto náklady pohybovali na úrovni 13% hrubého domáceho produktu. V menej rozvinutých krajinách sú tieto náklady zvyčajne vyššie, napríklad v Čile v roku 1981 alebo v Indonézii v rokoch 1997-98. Nasledujúca tabuľka č.1 (zdroj: Laeven a Valencia, 2008) uvádza náklady kríz vo vybraných krajinách.

	Hrubé fiškálne náklady (% z HDP)	Čisté fiškálne náklady* (% z HDP)	Celková strata (% z HDP)
Argentína, 1980	55.1	55.1	10.8
Čile, 1981	42.9	16.8	92.4
Indonézia, 1997	56.8	52.3	67.9
Japonsko, 1997	24	13.9	17.6
Kórea, 1997	31.2	23.2	50.1
Švédsko, 1991	3.6	3.4	30.6
Rusko, 1998	6.0	6.0	0.0
USA, 1998	3.7	-	4.1
Primer 42 kríz	13.3	-	20

Tab.č.1: Rozpočtové náklady kríz vybraných krajín

* Definované ako rozdiel hrubých rozpočtových nákladov a sanačných výnosov

Objem celkových nákladov vynaložených na ozdravenie finančného sektora a ekonomiky závisí od detailov implementácie. Napríklad, princíp fondu na ochranu vkladov môže byť limitovaný definovaním času, alebo stanovením fixného percentuálneho krytia. Náklady súvisiace s odčlenením dobrých a zlých aktív zase závisia od metód oceňovania aktív. Empirické štúdiu (Hohohan a Kliengebiel 2003, Clasessens 2005) však poukazujú na skutočnosť, že ústupčivé či pohodlné nástroje politiky, akými sú dodanie likvidity trhu, bianko garancie štátu, či zdržanlivosť v sprísnení regulácie sú nákladné a nemusia akcelerovať rýchlosť ozdravenia ekonomiky.

Celkové hrubé fiškálne náklady súvisiace s terajšou finančnou krízou zverejnené do decembra 2008 sú v intenciách predošlých kríz (tabuľka č.2, zdroj: Laeven a Valencia, 2008). V ekonomikách krajín G7 sa celkový objem finančnej pomoci vyšplhal na sumu 2,5 triliónov USD. Od začiatku roka 2009 boli zverejnené finančné pomoci ďalších krajín OECD a niektoré sú v pláne. Pre výpočet čistých fiškálnych nákladov je nutné zakomponovať nepriame efekty, akými sú vývoj daní počas a po kríze, dopad na dlhovú službu štátu, vplyvy inflácie a výkyvy v menových kurzoch.

Zhoršenie stavu verejných financií, rezultujúce z prijatých nákladných opatrení môže brániť vládam nastoliť udržateľnú cestu. Zníženie ratingu krajiny vedie k zvýšeným nákladom financovania dlhovej služby štátu. V tomto kontexte je pochopiteľný tlak na centrálné banky akceptovať istú úroveň inflácie s cieľom znížiť celkový dlh. Zvýšená volatilita meny vedie v prípade depreciácie k stratám na hodnote aktív dlžníkov, ak je dlh denominovaný v cudzej mene. Obdobne môžu stratám čeliť aj banky, z dôvodu výkyvov úrokových sadzieb a mien. Všeobecne je veľmi ťažké kalkulovať výšku nepriamych efektov a celkový dopad na verejný dlh.

	Kapitálová podpora	Garancie	Celková finančná podpora *	Celková podpora (% z HDP)
USA	□250 bln.		□700 bln.	5.1
Nemecko	€70 bln.	€400 bln.	€480 bln.	19.8
Francúzsko	€40 bln.	€320 bln.	€360 bln.	19.0
Taliansko			€40 bln.	2.6
Veľká Británia	£50 bln.	£250 bln.	£400 bln.	28.6
Kanada			CAD 75 bln.	4.8
Rakúsko	€15 bln.	€85 bln.	€100 bln.	36.9
Dánsko			Kr 35 bln.	2.1
Grécko	€5 bln.	€15 bln.	€28 bln.	11
Írsko		€450bln.	€450 bln.	235.7
Maďarsko	□3 bln.			
Kórea		□100 bln.	□100 bln.	
Holandsko		€200 bln.	€200 bln.	
Portugalsko		€20 bln.	€20 bln.	6.1
Švédsko	SEK 15 bln.	SEK 1500 bln.	SEK 1515 bln.	50.5
Švajčiarsko			SFR 60 bln.	
Španielsko	€50bln.	€100 bln.	€150 bln.	14.3

Tab.č.2: Hrubé rozpočtové náklady záchranných balíkov vlád v roku 2008

* Údaje o výške záchranných balíkov zverejnených ku koncu decembra 2008

3 Vplyv finančnej krízy na reálnu ekonomiku

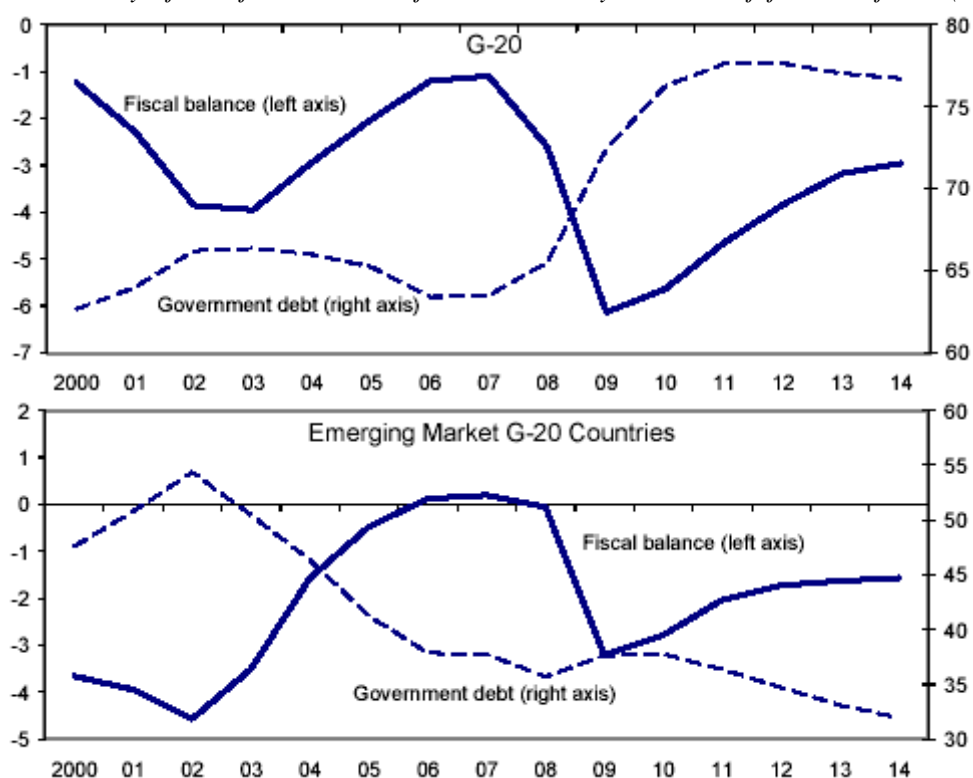
Finančná kríza má zásadný vplyv na zmeny v reálnej ekonomike. Skúsenosti z minulých kríz poukazujú na významný prepád hospodárskeho rastu a otočenie negatívneho trendu najskôr po dvoch rokoch od vypuknutia krízy, ťahaného rastom domáceho dopytu. Príznaky súčasnej krízy naznačujú jej značnú hĺbku a dĺžku. OECD predikuje pokles HDP o viac ako 3% v trvaní minimálne štyroch až šiestich kvartálov². Ekonomická literatúra definuje niekoľko kanálov, akými kríza preniká do reálnej ekonomiky:

- *Monetárny kanál:* Zhoršenie finančnej situácie subjektov spôsobuje pokles ponuky kapitálu, čo negatívne ovplyvňuje celkovú produkciu (Friedman a Schwarz, 1963),
- *Úverový kanál:* Finančná kríza znižuje hodnotu kolaterálov, čím pre domácnosti a firmy znižuje prístup k úverom, investíciám a spotrebe (Bernanke, Gertler a Gilchrist, 1999). Ekonomická recesia znižuje bilancie bánk, firiem a domácností a vedie k poklesu príjmov všetkých subjektov trhu (Bayoumi a Melander, 2008). Finančné inštitúcie čelia spätnému dopadu zhoršenia economickej situácie domácností a firiem, v podobe problémov so splácaním úverov a následným zvýšeným objemom klasifikovaných úverov, vkladatelia sa pre zmenu obávajú svojich vkladov. Banky tak čelia tlakom na oboch stranách bilancie, nelikvidnosťou aktív (úverov) a likviditou/nedostatkom záväzkov (depozít),
- *Náklady kapitálu:* Informačná asymetria medzi ponukou a dopytom po kapitále vedie k zvýšeným nákladom kapitálu pre firmy a nižším objemom investícií a produkcie (Bernanke a Gertler, 1987). Nízko bonitný dlžníci naopak prejavujú dopyt po úveroch, čím dochádza k roztváraniu nožnic úverových marží pre bonitné a menej bonitné firmy,
- *Kapitálová primeranosť bánk:* Ak je narušený/ohrozený bankový kapitál, banky sú zdržanlivejšie v požičovaní peňazí a núti ich to k prísnejšiu sledovaniu kapitálovej štruktúry, čo vedie k ďalšiemu prepádu ekonomiky (Peek a Rosengren, 1995),

² Guichard, S., Turner, D.: Quantifying the Effect of Financial Conditions on US Activity, OECD Economic Department Working Paper, 635, 2081, Paríž.

- *Efekt bohatstva*: Finanční kríza ovplyvňuje súkromnú spotrebu prostredníctvom zníženia hodnoty aktív, resp. hodnoty súkromného majetku. Je dôležité rozlišovať hodnotu firemných akcií a ostané zložky súkromných aktív, viažuce sa znížený sklon k ich spotrebe. Autori Boone (2001) a Tracy (1999) tvrdia, že celková zmena hodnoty majetku domácností spojená s poklesom cien nehnuteľností je väčšia, ako zmena porovnateľnej hodnoty aktív uložených v obchodovateľných akciách. Napríklad v USA, predpokladaný prepád cien nehnuteľností o 20% a akciový trh o 47% (od 3. júla 2007 do 20. januára 2009) povedie k 3%-nému poklesu reálnej spotreby³,
- *Neistota*: Finančné krízy pôsobia na ekonomickú aktivitu formou zvýšenej trhovej neistoty, ktorá bráni efektívnej alokácii zdrojov. Typickým prvkom je krátenie dĺžky výrobných a obchodných kontraktov, alebo významný pokles investičnej činnosti. Sprievodným znakom je zvýšený stav zásob a pokles tržieb rezultujúce do nadmerných výrobných kapacít, čo vedie k celkovému poklesu výroby a k zvýšeniu nezamestnanosti (Pindyck a Solimano, 1993),
- *Volatilita výmenných kurzov*: Finančná kríza môže pôsobiť na ekonomickú aktivitu spustením menovej krízy, zvýšenou volatilitou menového kurzu a depreciáciou meny (Burnside, 1999). Príliš vysoké znehodnotenie meny spôsobuje tlak na rast úrokových sadziieb a otvára priestor na prepád celkovej produkcie. Z krátkodobého hľadiska môže dôjsť poklesom meny k zvýšenému exportu (McKinnon a Rose, 2000), (De Grauwe a Schabi, 2008).

Obr.č. 2: Predikcia vývoja verejného dlhu v krajinách G-20 a v rýchlo sa rozvíjajúcich krajinách (v % HDP)



Zdroj: World Economic Outlook (WEO), Január 2009

Finančná kríza sa premietne do výrazného zvýšenia celkového verejného dlhu (obr. č.2). Predikcia podielu dlhu k HDP vo vyspelých krajinách vzrastie v rokoch 2008-09 o viac ako 14%. Medziročný nárast je pritom dva krát tak veľký, aký bol v období recesie v roku 1993.

³ Boone, L., Girouard, N., Wanner, I: Financial Market Liberalization, Wealth and Consumption, OECD Economic Department Working Paper, 308, 2001, Paríž.

Tretina uvedeného zvýšenia je tvorená záchranným balíkom poskytnutým finančnému sektoru. Obdobná situácia sa očakáva aj v rýchlo sa rozvíjajúcich krajinách.

Celosvetový výhľad bankového sektora podľa medzinárodnej ratingovej agentúry Moody's Investors Service zostáva negatívny. Dôvodom je globálne zhoršenie markoekonomického prostredia, klesajúca ziskovosť a obmedzená diverzifikácia. V dôsledku prebiehajúcej recesie pretrvávajú hlavné hrozby pre ukazovatele solventnosti bánk, akými sú riskantné aktíva, zhoršenie kvality aktív, slabšie zisky z bežných činností a zraniteľná likvidita.

3.1 Aktuálny vývoj ekonomík

Globálne recesia sa naplno prejavila takmer vo všetkých krajinách sveta. V porovnaní s prvým kvartálom 2008 sa v krajinách eurozóny zaznamenal pokles o 4,9 % a v celej EÚ o 4,7 %. Británia má už najhoršiu fázu recesie za sebou, ale je ešte predčasné hovoriť o zotavovaní ekonomiky. Tvrdí to vo svojej správe Britská obchodná komora (BCC), ktorá očakáva, že do roku 2010 bude v Británii 3,2 milióna nezamestnaných. Mnohé kľúčové indikátory sú stále v negatívnych teritóriách a tlaky zatiaľ pretrvávajú vo všetkých sektoroch a regiónoch. V najsilnejšej ekonomike Európy v Nemecku bol zaznamenaný rast firemných bankrotov. Za prvé štyri mesiace 2009 zaniklo v Nemecku 10.691 firiem a platobnú neschopnosť priznalo 32.357 jednotlivcov. Medziročne došlo k nárastu ich nesolventnosti o 7,1 %. Krajiny ako Čína, USA, Japonsko a Austrália podporili ekonomiky obrovskými finančnými balíčkami, s miernym oživením týchto ekonomík sa počíta v roku 2011. V prípade Slovenska Eurostat uvádza pokles HDP o 11,4 % v porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom, čo predstavuje najväčší prepád ekonomiky v rámci celej EÚ.

Pri pohľade na jednotlivé odvetvia priemyslu, jedným z najviac postihnutých je automobilový priemysel. Výrobcovia, ako sú Opel, General Motors alebo Chrysler, denne zaznamenávajú obrovské straty. Ich krachu zatiaľ zabránila iba rozsiahla pomoc zo strany štátu. Kríza sa však v najbližších rokoch ešte výrazne prehĺbi, tvrdí poradenská firma AlixPartners v štúdiu, ktorá skúma situáciu 45 výrobcov áut a 275 dodávateľských firiem. Šrotovné zatiaľ problémy tlmí, avšak prepád bude o to tvrdší. Znepokojujúca je aj situácia dodávateľov. V štúdiu sa tvrdí, že vlani 22% z nich ohrozovala nesolventnosť a na konci tohto roka môže stáť na pokraji platobnej neschopnosti 30 až 50% týchto spoločností. Jednou z hlavných príčin krízy v odvetví bolo presvedčenie o trvalom raste, čo viedlo k nadmernému rozširovaniu výrobných kapacít. Tieto prognózy sa však ukázali ako iluzórne. Tržby amerických automobiliek a autododávateľov sa od roku 2007 prepadli o 23,1 percent, v západnej Európe o 12,5 percent.

Z vybraných priemyselných odvetví je recesiou silne postihnutý stavebný sektor. Nedostatok objednávok je hlavným ale nie jediným problémom stavbárov. Patrí medzi ne sťaženie financovania, zhoršenie platobných vzťahov a nedostatok naozaj kvalifikovanej pracovnej sily. Väčšina firiem odštartovala prepúšťanie, znižovanie miezd a obmedzenie investície na vlastný rozvoj. Obdobný vývoj je možné pozorovať aj v iných priemyselných odvetviach.

Súčasná recesia však môže dlhodobejšie pribrzdiť rastový potenciál ekonomík. Vysoká nezamestnanosť, menšie objemy úverov a slabšia kapitalizácia totiž predstavujú vážne prekážky na ceste k obnoveniu solídnej expanzie.

Literatura

- [1] AFONSO, A., FURCERI, D.: EMU Enlargement, Stabilization Costs and Insurance Mechanisms, *Journal of International Money and Finance*, 27/2008, s. 169-187.

- [2] AHREND, R., COURNEDE, B., PRICE, R.: Monetary Policy, Market Excesses and Financial Turmoil, OECD Economics Department Working Paper, 2008, s. 597.
- [3] BAYOUMI, T., MELANDER, O.: Credit Matters: Empirical Evidence on U.S Macro Financial Linkages, IMF Working Paper, 2008, s.169.
- [4] BERNANKE, B., GERTLER, M.: Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission, Journal of Economic Perspectives, 9/1995, s.27-48.
- [5] BORIO, C.: Change and Constancy in the Financial System: Implication for Financial Distress and Policy, BIS Working Papers, 2007, s.237.
- [6] CALOMIRIS, C., WILSON, B.: Bank Capital and Portfolio Management: The 1930s Capital Crunch and the Scramble to Shed Risk, Journal of Business, 77/2004, s.421-456.
- [7] EICHENGREEN, B., BALDWIN, G.: The G7/8 Finance Ministers Meeting: An Opportunity in Rescuing our Jobs and Savings: What G7/8 Leaders Can Do to Solve the Global Credit Crisis, October 2008.
- [8] FURCERI, D., MOUROUGANE, A.: Financial Crises: Past Lessons and Policy Implications, Economic Department Working Papers 668, OECD, Paris, 2009.
- [9] LUMPKIN, S.: resolution of Weak Institutions: Lessons Learned form Previous Crises: financial Market trends, OECD, Paris, 2008.
- [10] PEEK, J., ROSENBERG, E.: The Capital Crunch: Neither a Borrower Nor a Lender Be, Journal of Money, Credit and Banking, 27/1995, s. 625-38.
- [11] REINHART, C.M., ROGOFF, K.: Is the 2007 US Sub-Prime financial Crises So Different? An International Historical Comparison, American Economic Review 98/2008, s.339-344.

Summary

Financial policy of governments and current economy development in times of financial crises

This article treats about key factors as well as crisis resolution policies and their associated gross and net fiscal costs. One fundamental cause of the crises was a change in the business model of banking, mixing credit with equity culture. When this model was combined with complex interactions from incentives emanating from macro policies, changes in regulations, taxation, and corporate governance, the current crises became the inevitable result. The paper points to the need for far-reaching reform for a more sustainable situation in the future.

The current global recession could long-term influence growing economies potential. The shortage of demand has been reflected in low manufacturing output from around the world. High unemployment, lower loan volumes and weak capitalization represent serious barriers for recovery of industry and solid expansion.