

**Božena Chovancová**  
**Viera Malacká**

## **AKCIOVÉ TRHY VERZUS REÁLNA EKONOMIKA<sup>1</sup>**

***Abstract:** Current global economic crisis has brought with it new changes to the function of the securities market, especially in terms of its impact on the real-life economy. The common long-term positive correlation between the securities market and the economy were thus negatively influenced, particularly during the last two decades. It is connected predominantly with the extensive changes in the structure of the American economy and its clear orientation towards consumption. In the structure of the American securities indexes this results in the higher ratio of financial sector with a great volume of fictitious securities and in fact, generally it strengthens the virtualization of the economy. The current trend in securities market proves a complete disengagement from the real economy, and its eminent growth is largely connected with revitalization of the financial sector. The future problem will continue to be the orientation to the loan market expansion and will result in the growth of debts, which will influence all levels of the economy.*

***Keywords:** structure of GDP, development of stock market, share index, government debt, housing debt, credit card*

**JEL:** G 15, G 28

### **Úvod**

Všeobecne uznávaným ekonomickým pravidlom je, že vývoj ekonomiky a kapitálových trhov predstavuje spojité nádoby, ktoré sa navzájom ovplyvňujú. Inými slovami, ak rastie reálna ekonomika, rozvíjajú sa aj kapitálové trhy, resp. naopak, kapitálové trhy stimulujú rozvoj ekonomiky. Osobitne sa to týka akciových trhov ako významnej zložky kapitálových trhov. Najmä v posledných dvoch desaťročiach sa prejavili v uvedenom vzťahu viaceré nezrovnalosti, ktoré nás vedú k hlbšej analýze týchto vzťahov. V súčasnosti v pomerne krátkom období vykazuje americký akciový trh vysoký rast, ktorý nezodpovedá reálnemu vývoju ekonomiky.

---

<sup>1</sup>„Príspevok/výstup vznikol v rámci riešeného projektu OP VaV s názvom Vytvorenie excelentného pracoviska ekonomického výskumu pre riešenie civilizačných výziev v 21. storočí (ITMS 26240120032). Podporujeme výskumné aktivity na Slovensku/Projekt je spolufinancovaný zo zdrojov EÚ“.

Je nevyhnutné sa zamyslieť nad viacerými faktormi, ktoré ovplyvňujú správanie sa akciových trhov a ich dosah na reálnu ekonomiku, ako aj nad funkciou celého finančného sektora v tomto systéme.

### 1 Hrubý domáci produkt a akciový trh

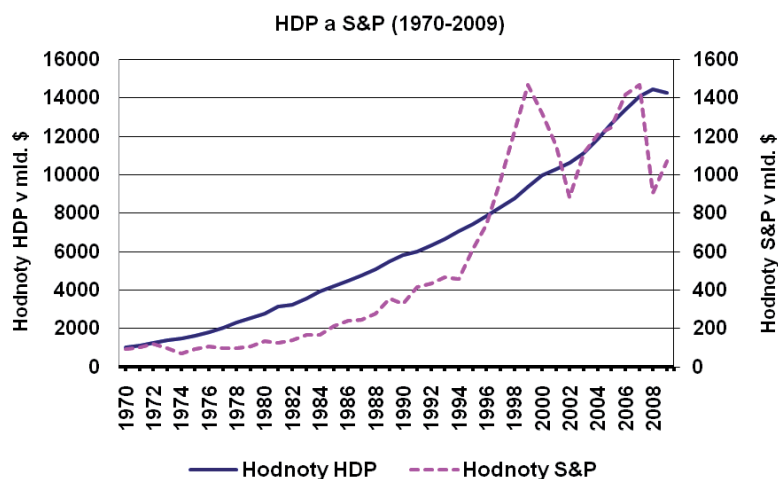
Z finančnej teórie je známe, že akciový trh je zrkadlom makroekonomického vývoja, ktorý môžeme sledovať prostredníctvom ukazovateľa hrubý domáci produkt (HDP). Z dlhodobého hľadiska teda vývoj akciového trhu sledovaný prostredníctvom akciového indexu (S&P) kopíruje vývoj HDP (graf č. 1). Uvedený vzťah nemusí už zodpovedať strednodobému horizontu (resp. kratšiemu časovému úseku), kde možno sledovať aj reálne predbiehanie akciových trhov pred ekonomikou, resp. pokles akciových trhov aj pri raste reálnej ekonomiky. Tieto súvislosti sa do značnej miery v minulosti spájali najmä s ekonomickým cyklom. Mnohé tieto závery sa však dostávajú najmä v súčasnej globálnej hospodárskej kríze do rozporu s finančnou teóriou. Je táto kríza novou etapou pri koncipovaní nových finančných teórií?

Ako ukazuje aj história, akciové trhy súbežne sledujú ekonomický vývoj, čo dokazuje aj graf č. 1. Z neho vyplýva, že akciový trh v dlhodobom horizonte od začiatku 70. rokov až do konca 90. rokov verne kopíroval ekonomický rozvoj. Situácia sa dramaticky zmenila na konci 90. rokov, keď akciový trh predstihol vývoj ekonomiky a vytvoril známy fenomén tzv. „bublinovej ekonomiky“, či tvorby bublín na akciovom trhu. Názory na príčiny vzniku týchto dvoch za sebou sa opakujúcich bublín sa dnes podrobne analyzujú v mnohých odborných publikáciách a článkoch. V súčasnosti autori z rôzneho uhla pohľadu analyzujú faktory, ktoré viedli až k súčasnej globálnej hospodárskej kríze.

Je potrebné ale pripomenúť, že už v minulosti (v priebehu 90. rokov) upozorňovali významní svetoví ekonómovia na blížiacu sa nebezpečenstvo veľkej globálnej finančnej krízy, či dokonca kolapsu finančného systému. Známe sú prístupy k týmto problémom v prácach J. Stiglitz, P. Krugmana, B. Eichengreena, S. Fishera, M. D. Bordo, O. Kaminskeho, C. M. Reinharta, S. K. Coopera, či až do súčasnosti kontroverzného amerického ekonóma Lyndon H. LaRoucha, ktorý dokonca predložil schému finančného kolapsu.

Graf č. 1

## Vývoj hrubého domáceho produktu USA a akciového indexu S&amp;P 500



**Prameň:** spracované podľa [11].

Spájajúcim prvkom názorov týchto i ďalších odborníkov sú jednak problémy globalizácie svetovej ekonomiky, a tým aj akciových trhov, a tzv. „virtualizácia ekonomiky“.<sup>2</sup> Viacerí ekonómovia sa dnes zamýšľajú aj nad tým, či skutočný ekonomický rast meraný tempom rastu HDP vyjadruje reálny vývoj ekonomiky. Joseph Stiglitz, laureát Nobelovej ceny za ekonómiu za rok 2001, vyhlásil, že hrubý domáci produkt (HDP), ktorý sa najčastejšie používa ako ekonomický indikátor, nie je dokonalý. [9] Joseph Stiglitz pre Financial Times uviedol, že „nekorektné meranie ekonomickej aktivity prostredníctvom takého ukazovateľa HDP v súčasnej podobe môže viesť k tomu, že vlády budú prijímať hospodárske rozhodnutia, ktoré negatívne ovplyvňujú ekonomiku, spoločnosť, alebo životné prostredie“. [12] Inými slovami, ak máme k dispozícii nesprávne kvantitatívne ukazovatele, snažíme sa o nesprávne ciele. Pri pokuse zvýšiť HDP môže byť výsledkom spoločnosť, v ktorej sa väčšina žije veľmi zle.

Paradox HDP je v tom, že tento vynález merania výkonu ekonomiky vznikol v 30. rokoch minulého storočia v reakcii na Veľkú hospodársku krízu a mal umožniť sledovať a predvídať hospodárske cykly. Ako ukazuje posledné desaťročie, zlyhal celý systém hlavne merania ekonomických údajov, a preto tento ukazovateľ ani nemohol varovať pred blížiacou sa krízou. Jednoznačne musíme konštatovať, že „rast svetovej ekonomiky v rokoch 2004 – 2007“ sa dosiahol len „na úkor budúceho rastu“. Je potrebné pripomenúť, že mnohé výkony, ktoré vchádzajú do HDP, boli imaginárne, čo sa osobitne vzťahuje na finančný sektor a jeho služby.

<sup>2</sup>Kým reálna hodnota globálnej ekonomiky v roku 2008 sa odhaduje zhruba na 60 biliónov USD, trh vykazuje 531 biliónov USD. Takmer 9-násobok vytvára tzv. finančnú páku a ukrýva sa vo fiktívnych aktívach, za ktorými sú najmä rôzne kombinované vysoko sofistikované finančné produkty a derivátové obchody.

## 2 Finančné služby a HDP

Finančný sektor a jeho služby predstavujú v súčasnosti najdynamickejšie sa rozvíjajúcu oblasť takmer každej ekonomiky. Ich podiel na tvorbe HDP neustále rastie, pričom nemožno zabúdať, že práve v tomto sektore sa skrýva najväčší objem fiktívnych aktív, rôznych transakcií a nespočetné množstvo trhovo nadhodnotených produktov. Možno skonštatovať, že finančný sektor do značnej miery prispieva k spomínanej virtualizácii ekonomiky a finančného systému. Uvedenú skutočnosť môžeme dokumentovať aj údajmi v tab. č. 1.

Tab. č. 1

Podiel finančných služieb na HDP v USA (v %)

Roky	1970	1980	1990	2000	2008
FS – podiel v %	4,128	4,906	5,861	7,543	7,456

**Prameň:** spracované podľa [11].

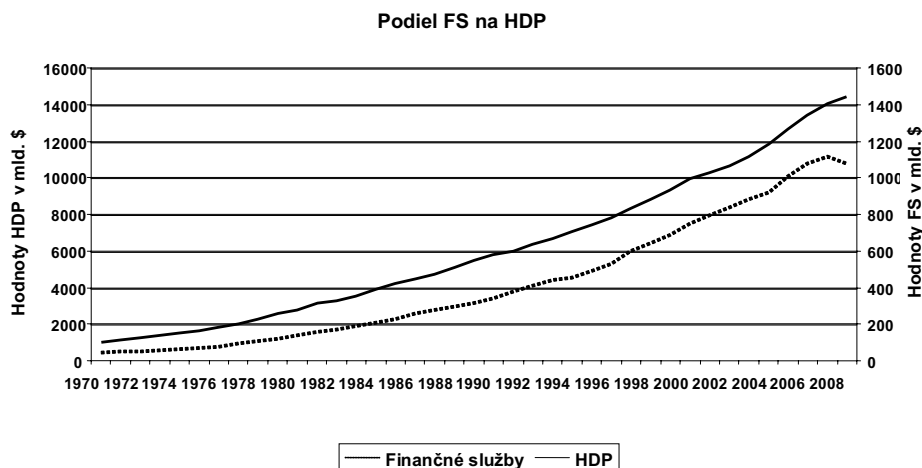
Z uvedenej tabuľky možno sledovať rastúci trend finančného sektora a jeho služieb.<sup>3</sup>

Na túto skutočnosť upozornili aj známi americkí ekonómovia John Bellamy Foster a Fred Magdoff v práci [2], ktorí takisto dokazujú, že ťažisko ekonomiky sa presúva od produktívnych odvetví k finančným službám a zavádzajú nový pojem tzv. „fincionalizácia ekonomiky“. Rast finančného sektora sa spája nielen s relatívnym, ale aj absolútnym rastom zamestnanosti, čo spôsobilo i presuny v rámci odvetvových štruktúr. Okrem toho finančný sektor viaže vo veľkom objeme najkvalifikovanejší segment trhu práce a jeho požiadavky na kvalitu pracovníkov sa spájajú na jednej strane s vysoko sofistikovanými finančnými produktmi, a na druhej strane celý svetový finančný trh prešiel stupňom vysokej intelektualizácie. Rast podielu finančného sektora na HDP sa spája často s výraznými špekuláciami, ktoré je aj v súčasnom období veľmi ťažké vyčíslit'. Stáva sa veľkým problémom ich skutočné účtovné ocenenie. Špekulatívny princíp týchto finančných nástrojov je často omnoho vyšší, ako je množstvo vložených prostriedkov. Je logické, že takéto transakcie si vyžadujú dereguláciu, čo zasa v konečnom dôsledku vedie k rastu destabilizačných tendencií a k tvorbe čoraz väčších finančných bublín. Zaujímavý je aj názor P. M. Sweezyho, ktorý upozornil už v roku 1987 a túto myšlienku spolu s Madoffom obnovil v roku 2009, že finančná expanzia sa spája so stagnáciou ostatných sfér hospodárstva. [6] Uvedeným tvrdeniam zodpovedá aj graf č. 2.

<sup>3</sup> Treba pripomenúť, že v niektorých krajinách je tento podiel ešte vyšší. Týka sa to napr. aj niektorých európskych krajín, ako je napr. Luxembursko, kde sa uvádza podiel finančných služieb na HDP až 40 %, a podobne je to aj v Nórsku.

Graf č. 2

## Vývoj finančných služieb a HDP v USA



**Prameň:** spracované podľa [11].

Z grafu č. 2 jasne vyplýva, že vývoj HDP bol jednoznačne „masírovaný“ expanziou finančných služieb. Na druhej strane je nevyhnutné vyzdvihnúť aj druhú pozitívnu stránku tohto fenoménu, a tým je podpora priemyslu a ostatných sfér hospodárstva prostredníctvom úverových a iných finančných vzťahov, čo v konečnom dôsledku stimuluje ekonomický rast.

Inými slovami, rozvoj vyspelejšieho a komplikovanejšieho finančného sektora v USA výrazne ovplyvnil štruktúru a fungovanie reálnej ekonomiky, a to hlavne prostredníctvom úverovej zložky. Problémom číslo jeden sa v súčasnosti stáva nájst' únosnú hranicu úverového zaťaženia nielen celej ekonomiky, ale i jednotlivých súčastí, resp. znížiť riziko na primeranú úroveň.

### 3 Akciové trhy sa odtrhli od reálneho vývoja

Tak ako sú neisté makroekonomické ukazovatele pri vykazovaní reálneho vývoja ekonomiky, o to horšie je vykazovanie súčasného vývoja akciových trhov prostredníctvom akciových indexov. Ako vyplýva z grafu č. 1, dramatický rast akciových trhov sa spája hlavne s 90. rokmi, s nástupom tzv. internetovej ekonomiky, resp. novej ekonomiky. V priebehu 90. rokov možno sledovať na akciovom trhu dve výrazné tendencie:

1. obrovský rast podielu na akciových indexoch firiem spojených s internetovou ekonomikou,
2. výrazný rast podielu finančných služieb na akciových indexoch.

Na akciových trhoch sa veľkej pozornosti investorov tešili najmä americké spoločnosti tzv. novej ekonomiky. Podľa štatistických údajov americké spoločnosti, ktoré sú spojené s internetom, zvýšili svoje tržby v roku 1999 o 62 % (523,9 mld. dolárov) a v roku 2000 vzrástol objem ich tržieb až na 850 mld. dolárov. Internetová ekonomika vzrástla v roku 1999 o 11 %, zatiaľ čo celá ekonomika vykazovala tempo rastu 4,2 %. Objemom tržieb teda internetová ekonomika predstihla aj také odvetvia, ako je automobilový priemysel a poisťovníctvo. Podiel „high“ technologických firiem na HDP v USA predstavoval v roku 1990 5,5 %, ale už v roku 1999 sa zvýšil na 8 %. Je potrebné pripomenúť, že razantný nárast novej ekonomiky bol však spojený aj s nárastom investícií, najmä do oblasti fixného kapitálu „high“ technologických firiem. Kým na prelome 80. – 90. rokov predstavoval celkový podiel investícií na HDP USA 14 %, v roku 2000 sa zvýšil ich podiel na 19 %. [3]

Podobná situácia sa zopakovala v rokoch 2003 – 2007, keď investičný ošiaľ zachvátil trh nehnuteľností a s tým spojené odvetvia, ktoré vytvárali tzv. realitnú bublinu.

V takomto investičnom boome mala nezastupiteľnú úlohu aj monetárna politika a s ňou spojená úverová politika komerčných bánk. Politika „lacných peňazí“ prispela k rastu objemu úverov nasmerovaných hlavne do týchto nových oblastí, viedla ešte k výraznejším očakávaniam investorov na akciových trhoch, ktorí „pumpovali“ do týchto firiem stále nový kapitál.

Centrom pozornosti ekonómov sa stali aj zmeny v ekonomickom cykle. V novom ekonomickom cykle sa na raste ekonomiky – konjunktúre podieľajú len vybrané odvetvia (internetové spoločnosti, realitný trh a s ním spojené spoločnosti), kým, naopak, ostatné odvetvia aj v čase konjunktúry vykazujú mimoriadne malé zisky, resp. stagnujú. V mnohých prípadoch aj v čase konjunktúry vykazujú niektoré odvetvia pokles. Naopak, recesia aj v súčasnosti sa v nerovnakej miere podpisuje pod pokles v niektorých odvetviach, resp. niektoré aj v súčasnosti vykazujú rast (informačné technológie, telekomunikačné spoločnosti a pod.)

Celý ekonomický vývoj v 90. rokoch, ako aj po roku 2000 do prepuknutia finančnej krízy, bol spojený s veľkou úverovou expanziou a s nástupom inovovaných finančných produktov pre investorov. Silný vplyv finančných inštitúcií na ekonomiku sa prejavil aj rastom podielu na akciových indexoch. Tabuľka č. 2 uvádza údaje rastúceho vplyvu finančných inštitúcií na akciových indexoch v rokoch 1995 – 2009.

Z tabuľky jednoznačne vyplýva rastúci vplyv finančných inštitúcií na akciovom trhu. Najmä v čase úverových expanzií v rokoch 1995 – 1998 a v rokoch 2000 – 2006 rastie podiel aj v indexe S&P, ktorý predstavuje jeden z najobjektívnejších indexov na americkom akciovom trhu.

Tab. č. 2

**Podiel finančných inštitúcií v USA na akciovom indexe S&P 500 (%)  
v rokoch 1995 – 2009**

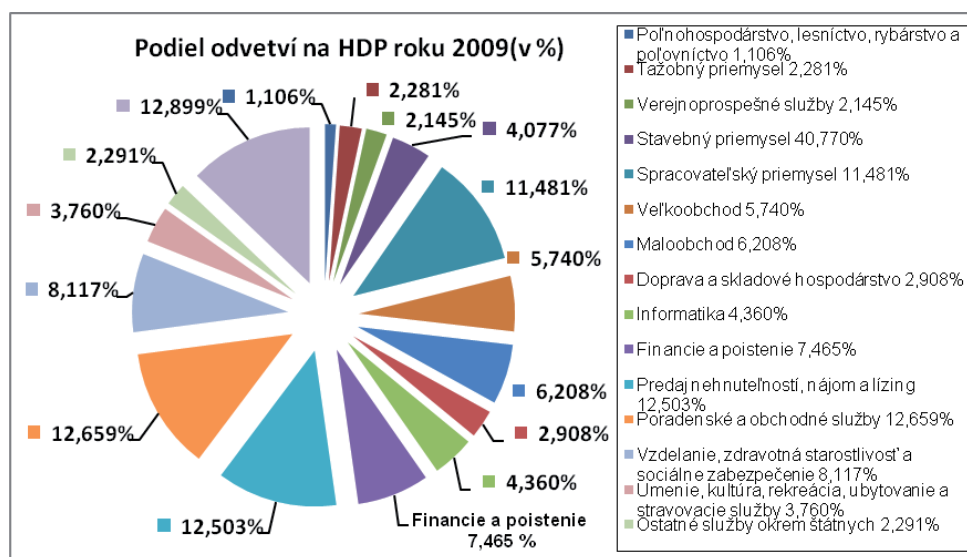
1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
12,8	14,8	17,3	15,1	13,0	17,2	18,2	20,2	21,0	21,0	21,4	21,8	17,8	13,1	15,8

**Prameň:** spracované podľa [11].

Ak porovnáme štruktúru HDP a podiel jednotlivých odvetví na jeho tvorbe so štruktúrou indexu S&P 500 z pohľadu jeho odvetvovej skladby, vidíme, že aj v tejto oblasti sa prejavuje výrazný nesúlads. Ako vyplýva z grafu č. 3, americká ekonomika už dávno nie je postavená na tradičnej výrobe, tá sa presunula hlavne do Ázie. V súčasnosti je americká ekonomika postavená hlavne na službách a ich domácej spotrebe. Zhruba 2/3 podiel HDP tvorí oblasť služieb a s tým spojenej spotreby.

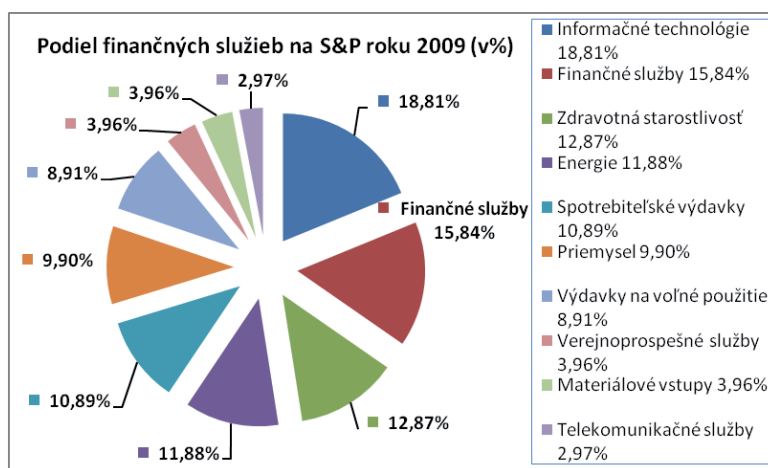
Graf č. 3

Podiel jednotlivých odvetví v USA na tvorbe HDP a v štruktúre indexu S&P 500



Prameň: [11].

Graf č. 4



Prameň: [10].

Kým v roku 2009 sa finančné služby podieľajú na tvorbe HDP USA len 7,465 %, v štruktúre indexu S&P 500 sú zastúpené podielom až 15,84 %, čo predstavuje až dvojnásobok toho, akým sa podieľajú na tvorbe HDP. Kým v indexe majú finančné služby a informačné technológie dominantné postavenie, pri tvorbe HDP majú najväčší podiel informačné technológie, obchodné služby a trh s nehnuteľnosťami. Uvedené údaje nás vedú k záveru, že akciový trh nie vždy kopíruje reálnu ekonomiku a v súčasnosti je vo veľkej miere poznačený hlavne špekulatívnou zložkou finančného sektora, ktorú ako sme uviedli v predchádzajúcom texte, je veľmi ťažko vsunúť do výpočtov HDP.

Positívny vývoj akciového trhu v USA najmä v druhej polovici roku 2009, ktorý vykazuje takmer 60 % rast, môže byť na prvý pohľad signálom<sup>4</sup>, že ekonomika sa „prebúda“ do nového štartu. Situácia je dnes výrazne komplikovanejšia. Rast akciového trhu v minulom roku, ale i v súčasnosti je výraznou mierou ovplyvnený najmä:

1. výsledkami finančného sektora,
2. psychologickými aspektmi investovania – očakávaniami investorov.

Finančnému sektoru výrazne pomohla vláda, a to nasledujúcimi formami:

- záchranné balíčky – injekcie na podporu bankového sektora,
- monetárna politika – takmer nulové úrokové sadzby Fed-u umožnili komerčným bankám zvyšovať obchodné marže, čím priamo zvyšujú svoje zisky,
- dotácie vlády v prospech veľkých bánk sú signálom pre akciových investorov, ktorí veria tomu, že sú „too big to fail“, čím sa stávajú tieto investície garantované štátom takmer bezrizikové.

Výrazný pokles úrokových sadzieb na vklady, ako aj pokles výnosov na peňažnom a dlhopisovom trhu, viedol investorov k tomu, že v priebehu roku 2009 začali opätovne presúvať svoje investície na akciový trh. Teda aj napriek tomu, že firmy nevykazujú kladné čísla, akciový trh a jednotlivé akcie stúpajú. Kým v minulosti sa investori vo veľkej miere spoliehali na analýzy na úrovni firmy, v súčasnosti zlyhávajú aj nástroje fundamentálnej analýzy, najmä na mikroúrovni [1]. Autori v spomínanej štúdií venujú pozornosť aj problematike trhovej efektívnosti, najmä problematike silnej formy efektívnosti. Tá sa vždy prirovnávala k americkému akciovému trhu, ktorý funguje dokonale na základe informácií. Vo svojej štúdií dokazujú, že aj medián rozdelenia pravdepodobnosti dosahovania zisku, či straty pri obchodovaní nemusí mať takú súmernú podobu, s akou sme sa doteraz stretávali vo finančnej teórii. Svoj výskum realizovali na sledovaní obchodných dní od roku 1980 po súčasnosť. Uvedené závery podporujú aj správanie sa investorov v súčasnosti. Akcioví investori sa dnes už nespoliehajú na informácie, ktoré prichádzajú z firiem. Vyplýva to aj z predchádzajúceho vývoja, že mnohé informácie boli nespoľahlivé, klamlivé, zavádzajúce (účelové audítorské správy, ratingové hodnotenia, odporúčania obchodníkov, ktorých zisky sú viazané hlavne na obchodovanie).

<sup>4</sup>V recesiách v minulom storočí sme boli svedkami toho, že akciový trh plnil signalizačnú funkciu pre ekonomiku. Ak postupne rástol akciový trh, s niekoľkomesačným oneskorením reagovala postupným rastom aj ekonomika.



Napriek tomu, že americká ekonomika zápasí s recesiou, rastúcou nezamestnanosťou, slabým dolárom a poklesom ziskov spoločností, akciové indexy stúpajú. Úspechy akciového trhu sa však doteraz vôbec nepremietli do reálnej ekonomiky, z čoho jednoznačne vyplýva, že akciový trh je odtrhnutý od reálnej ekonomiky.

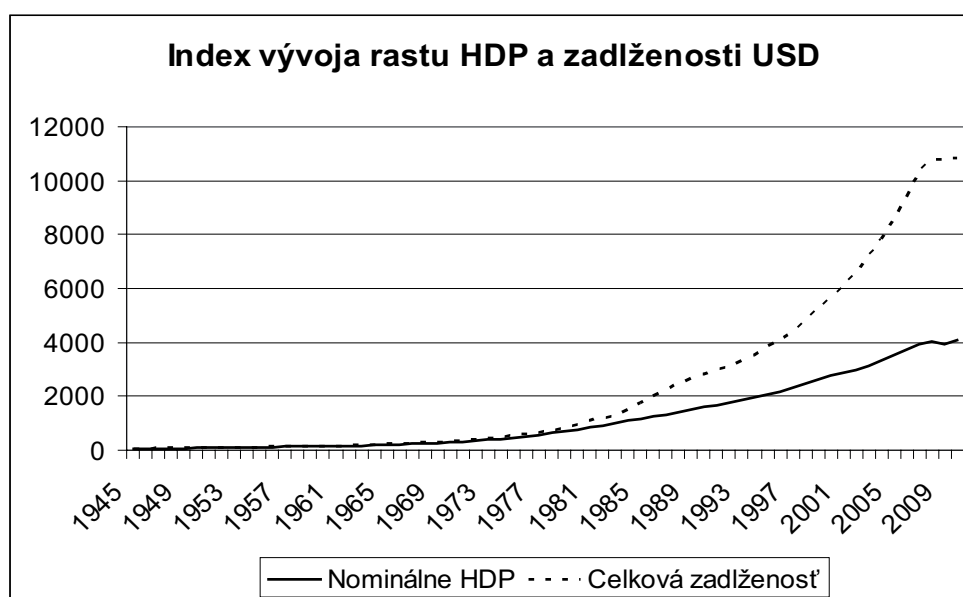
#### 4 Pokračujúca úverová expanzia

Aj pre budúci vývoj bude jednoznačne platiť, že pre stimulovanie rastu HDP v USA budú nevyhnutné úverové injekcie. Zároveň ekonómovia upozorňujú na výšku zadlžovania sa tak na úrovni štátu, ako i na úrovni firiem a domácností.

Práve v spomínanom interview Joseph Stiglitz uvádza príklad. „V rokoch pred krízou mnohým v Európe imponoval americký model kapitalizmu, v ktorom boli vysoké tempá rastu HDP. Nikto si však nevšimol medián (priemer) príjmov obyvateľov a ich dlhy. Ak by si niekto viac všimol mieru zadlženia voči príjmom, ktorá bola viac ako sto percent, jeho optimizmus by rýchlo zhasol.“

Graf č. 5

Porovnanie celkovej zadlženosti v USA vo vzťahu k HDP



Prameň: [13].

Ak pripustíme tvrdenie J. B. Fostera a F. Magdoffa, ktorí uvádzajú vo svojej publikácii, že reálne mzdy v USA stagnujú už celé tri desaťročia a nástupné platy sú často len málo vyššie, ako sú minimálne mzdy, potom cesta k vyššej spotrebe je možná len prostredníctvom úveru. Celkový vývoj zadlženosti v porovnaní s HDP uvádza graf č. 5.

Rast americkej ekonomiky, hnaný vysokou spotrebou, priniesol výrazné zmeny v štruktúre zadlženia aj na úrovni štátu. Štátny dlh USA v roku 2008 prekonal magickú hranicu 10 biliónov dolárov. Príčinu narastania štátneho dlhu do nekontrolovateľných rozmerov treba hľadať najmä v rýchlejšom tempe narastania výdavkov ako príjmov. Do značnej miery k extrémnemu rastu zadlženia USA prispela aj vojna proti terorizmu, ktorú viedol odchádzajúci prezident George W. Bush a najmä vďaka nej sa mu nepodarilo stlačiť expanziu vládnych výdavkov. V súčasnej kríze nemožno očakávať vzhľadom na masívne výdavky zo strany štátu do ekonomiky, že sa vývoj zmení. Štátny dlh USA je zhmotnený v cenných papieroch (government bonds), ktoré nakupujú domáci, či zahraniční investori.

Kým v 80. rokoch predstavoval podiel zahraničných investorov na prefinancovaní štátneho dlhu okolo 15 %, v súčasnom období sa podiel zahraničných investorov zhruba zdvojnásobil. Na začiatku roku 2009 sa na prefinancovaní vládneho dlhu podieľali a najväčšími držiteľmi vládnych bondov USA boli: Čína 24,7 %, Japonsko 20,66 %<sup>5</sup>, krajiny vyvážajúce ropu 6,06 %, Karibské bankové centrum 5,75 %, Brazília 4,35 %, Veľká Británia 4,04 %, Rusko 3,89 %, Luxembursko 2,84 %, Taiwan 2,39 %, Honkong 2,33 %, Švajčiarsko 2,02 %, Nemecko 1,84 % a ďalšie krajiny. [8] Nasledujúca tabuľka č. 3 uvádza rast deficitu štátneho rozpočtu a vládneho dlhu od roku 2006 s očakávaním do roku 2014.

Tab. č. 3

## Očakávaný vývoj fiškálneho deficitu a vládneho dlhu v USA

	2006	2007	2008	2009	2010	2014
Fiškálny deficit (% HDP)	-2,2	-2,9	-6,1	-13,6	-9,7	-4,7
Celkový vládny dlh – podiel na HDP	61,9	63,1	70,5	87,0	97,5	106,7

Prameň: [7].

Je potrebné pripomenúť, že podľa americkej metodiky zostavovania štátneho dlhu sú na mimobilančných účtoch štátne garancie, ktoré vláda dala na pokrytie aktív bankovému sektoru, a tie teda nie sú súčasťou vládneho dlhu. Financovanie priamych investícií formou programu TARP (Trouble Assets Relief Program), ktorý umožňuje vláde nakupovať ťažko ocenené aktíva a nakupovať cenné papiere finančných inštitúcií v snahe prispieť k ozdraveniu, sú už súčasťou vládneho dlhu. Predpokladom je, že tieto prostriedky sa vláde vrátia v kratšom časovom horizonte späť.

Treba tiež pripomenúť, že aj rast deficitu štátneho rozpočtu a vládneho dlhu USA vyzerá veľmi hrozivo, v podstatne horšej situácii sú iné krajiny sveta vrátane Európy. Pre názornosť uvádzame údaje v tabuľke č. 4.

<sup>5</sup>Ďalší prenos finančných problémov v zmysle hesla: „Ak dlhujeme Číne miliardu dolárov, máme problém. Ak im dlhujeme bilión dolárov, tak problém majú oni.“

Tab. č. 4

## Očakávaný vývoj fiškálneho deficitu a vládneho dlhu vybraných krajín

	Krajiny	2006	2007	2008	2009	2010	2014
Fiškálny deficit (% HDP)	Japonsko	-4,0	-2,5	-5,6	-9,9	-9,8	-7,1
	Veľká Británia	-2,6	-2,6	-5,4	-9,8	-10,9	-6,4
	Nemecko	-1,5	-0,5	-0,1	-4,7	-6,1	-1,4
	Francúzsko	-2,4	-2,7	-3,4	-6,2	-6,5	-4,6
	Taliansko	-3,3	-1,5	-2,7	-5,4	-5,9	-4,5
	Čína	-0,7	0,9	-0,3	-3,6	-3,6	-0,2
Celkový vládny dlh – podiel na HDP	Japonsko	191,3	187,7	196,3	217,2	227,4	234,2
	Veľká Británia	43,3	44,1	51,9	62,7	72,7	87,8
	Nemecko	66,0	63,6	67,2	79,4	86,6	76,8
	Francúzsko	63,6	63,9	67,3	74,9	80,3	89,7
	Taliansko	106,5	103,5	105,8	115,3	121,1	120,4
	Čína	16,5	20,2	17,7	19,8	21,6	17,9

Prameň: [7].

Ako vyplýva zo štúdie Medzinárodného menového fondu, podstatne horšie aj do budúcnosti je na tom Japonsko, z Európy Taliansko. Naopak, krajiny BRIC-u (Brazília, Rusko, India, Čína), osobitne sa to týka Číny a Ruska, majú nízku úroveň deficitu i vládneho dlhu. Rastúce deficity a vládne dlhy vo vyspelých krajinách sveta vytvárajú predpoklady na „vytláčanie“ súkromných investícií z kapitálových trhov so zreteľom na rastúce potreby štátu. V konečnom dôsledku môže prispieť k opätovnému pádu akciového trhu a jeho dlhodobejšej stagnácii. Na druhej strane sústavné „nalievanie“ peňazí do ekonomiky bez výraznejšieho ekonomického rastu môže prispieť k nástupu inflácie, a tým aj k obmedzeniu spotreby.

Podstatne horšia situácia v porovnaní s vládny dlhom sa javí na americkom trhu, ide o zadlženosť amerických domácností. Podľa údajov Nilson Report [5] 78 % amerických domácností na konci roka 2008 – okolo 91,1 milióna – malo jedno alebo viac kreditných kariet. Zdroj uvádza, že na trhu v USA je zhruba 1,5 mld. kreditných kariet. Podľa predpokladu v roku 2010 malo zhruba 181 mil. Američanov využívať ďalej kreditnú kartu. Najväčší vydavatelia kreditných kariet, ktorých podiel na trhu predstavuje viac ako 87 % (patrí sem hlavne VISA, Master Card, American Express a ďalší) uvádzajú, že za rok 2008 bol objem vyčerpaných úverov americkými domácnosťami v hodnote 972,73 mld. USD. Celkový objem úverov na kartách dosiahol 2,56 bil. USD (2009); v porovnaní s rokom 2003, keď dosahoval 1,4 bil. USD, došlo k jeho výraznému rastu. Negatívnou tendenciou je nielen rast objemu kariet a transakcií, ale i možnosti využitia finančných prostriedkov na kartách. Bežným javom sa stáva, že prostredníctvom kreditných kariet sa realizujú bežné platby, ako elektrina, plyn, lízingové splátky, dokonca i hypotekárne úvery. Inými slovami, neschopnosť splácať klasické a často dlhodobé úvery sa realizuje prostredníctvom platieb kreditnými kartami revolvingovým spôsobom. Vysoká

zadĺženosť domácností sa neodráža ani v konštrukcii HDP, a teda ak by sme s ňou rá-  
tali, dospeli by sme zrejme ku skresleným údajom nielen o veľkosti HDP, ale aj o tem-  
pe jeho rastu. Z pohľadu akciového trhu je nesporné, že kreditné karty nielen pod-  
porili rast akciového trhu, keďže finančné inštitúcie vykazovali výrazný rast ziskov,  
ale podporili aj spotrebu, čo sa v konečnom dôsledku premietlo v raste výroby.  
Nakoniec vzhľadom na charakter amerických domácností, ktoré sú najväčšími  
investormi na akciových trhoch na svete, možno konštatovať, že kreditné karty  
priniesli investorom – domácnostiam – nový prísun zdrojov na investovanie.

Aj keď v poslednom období dochádza k miernemu znižovaniu a poklesu spotreby  
v domácnostiach, nemožno očakávať výraznejšie zmeny v správaní sa domácností,  
ohľadom kreditných kariet. Ako uvádzajú mnohí experti, kreditné karty sú veľkým  
nebezpečenstvom pre finančný systém USA, a tak popri raste nezamestnanosti a ne-  
splácaní hypotekárnych úverov, nesplácaní úverov z kreditných kariet, môžu sa stať  
v blízkej budúcnosti spúšťačom ďalšej krízy.

### Záver

Všeobecne platí, že ekonomika a kapitálové trhy sa navzájom ovplyvňujú. Týka  
sa to najmä akciových trhov. Avšak aj v tomto vzťahu sa v posledných rokoch ob-  
javili nezrovnalosti. V súčasnosti je aktuálny problém, či skutočný ekonomický rast  
meraný tempom rastu HDP vyjadruje reálny vývoj ekonomiky. V poslednom desať-  
ročí zlyhal celý systém hlavne merania ekonomických údajov, a preto ukazovateľ  
HDP nemohol varovať pred blížiacou sa krízou. Mnohé výkony, ktoré sú súčasťou  
HDP, boli imaginárne. Osobitne sa to týka finančného sektora a služieb, ktoré tento  
sektor poskytuje.

### Literatúra

- [1] ALTINKILIC, O. – HANSEN, R. S.: On the information of stock recommendation revisions. In: *Journal of Accounting and Economics* 48, 2009, 17 – 36.
- [2] FOSTER, J. B. – MAGDOFF, F.: *Velká finanční krize, příčiny a následky*. Grimmus, 2009, ISBN: 978-80-902851-1-4.
- [3] CHOVANCOVÁ, B. a kol.: *Finančný trh, nástroje, transakcie, inštitúcie*. Bratislava: IURA EDITION, 2006, ISBN: 80-8078-089-7.
- [4] KOTLEBOVÁ, J. – CHOVANCOVÁ, B.: *Medzinárodné finančné centrá, zmeny v globálnej finančnej architektúre*. Bratislava: IURA EDITION, 2010, ISBN: 978-80-8078-299-3.
- [5] Nilson Report, apríl 2009.
- [6] SWEEZY, P. M.: *Stagnation and the Financial Explosion*. Monthly review, Press, New York 1987.
- [7] Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis. IMF June 9, 2009.
- [8] <http://www.trears.gov/tic/mfh.txt>
- [9] <http://www.project-syndicate.org>
- [10] <http://www.standardandpoors.com>
- [11] <http://www.bloomberg.com>
- [12] Financial Times, video diskusia: <http://www.youtube.com>
- [13] Reuters