

1. Vývoj světové ekonomiky

1. 1. HDP a dluhová krize

- **V letech 2010 a 2011 jen křehký růst**

Rok 2011 nebyl prvním pokrizovým rokem, jak ekonomové ještě v roce 2009 doufali. Dluhová krize, která zasáhla Evropu, USA i Japonsko, přinesla nutnost omezování výdajů z veřejných rozpočtů - potřeba hradit státní závazky (ale i závazky nestátních organizací a soukromých osob) přinutila veřejný i soukromý sektor ke snižování výdajů. Státní rozpočty tak hledaly – a stále hledají - nové zdroje svých příjmů. Strategie vytváření úspor byly v různých zemích různé, jejich důsledkem bylo zpomalení hospodářského růstu s pravděpodobností i na několik příštích let. To se odrazilo ve zpomalení růstu rozvinutých zemích v roce 2011 až k postupnému přechodu zpět do recese. EU začala až na přelomu roku 2011 a 2012 postupně nacházet opatření proti tomuto vývoji.

- **Vlivem většího důrazu na podporu růstu se USA vyvíjely růstově pozitivněji než Evropa**

Hospodářská politika v USA i v krizi větší důraz na podporu ekonomického růstu než na úspory. Částečně tato strategie měla úspěch. HDP země rostl v roce 2011 tempem 1,7 %, což představuje výrazné zpomalení z tříprocentního růstu z roku 2010, ale je stále tempem převyšujícím tempo růstu HDP v EU jako celku a v eurozóně (obojí 1,5 %). Tento růst však nebyl doprovázen zlepšováním ostatních ukazatelů důležitých pro hospodářskou rovnováhu, zejména zaměstnanosti - v prosinci 2011 míra nezaměstnanosti činila 8,5 %, rok předtím 9,1 %, v prosinci 2008 to bylo 7,2 procenta¹. I monetární strategie podpory růstu v USA zatím selhávají.

- **Největší rozvíjející se ekonomiky bez výraznějších problémů**

Krizi se úspěšně vyhnuly státy jihovýchodní Asie, Latinské Ameriky a do značné míry i ruská ekonomika. Asie a Latinská Amerika, zde především Brazílie, Argentina a Chile, si prošly řadou finančních krizí v 90. letech, které řešily autonomními prostředky; v ekonomické rovině řadou různých reforem, zestátněním, devalvacemi národních měn a vyhlášením bankrotů, tzn. odepsáním zpravidla poloviny státních dluhů. Takovéto nástroje ale nyní nemá Evropská měnová unie k dispozici.

- **„Nové země“ EU zasaženy krizí relativně méně**

„Nové“ země, vzhledem k přijatým poměrně rozsáhlým fiskálním a hospodářským reformám v zájmu dodržení tzv. maastrichtských kritérií, byly dluhovou krizí zasaženy relativně méně, než země EU 15, z nichž některé již před příchodem krize maastrichtská kritéria neplnily.

- **Růstová tempa v EU, eurozóně a USA**

Meziroční tempo růstu HDP ve 27 zemích EU se zvýšilo z 1,3 % ročně z roku 2002 na 3,3 % ve vrcholícím roce konjunktury (2006). V předkrizovém roce 2007 rostla ekonomika EU o 3,2 %. Země eurozóny zaznamenaly meziroční růst 0,9 % v roce 2002 a 3 % v roce 2007 - německá ekonomika za tu dobu stoupla ze stagnace v roce 2002 na 3,3 procenta v roce 2007. Estonsko, které si muselo po předbankrotovém stavu sáhnout hluboko do kapsy, aby ustálo finanční krizi, mělo v tomto období průměrný roční růst HDP 7,9 procenta. Slovensko rostlo v roce 2007 meziročně dokonce o 10,5 %, v roce 2002 o 4,6 %. Ekonomika ČR zrychlovala z 2,1 % v roce 2002 na 7 % v roce 2006. Ještě i o rok později rostl její HDP o 5,7 %.

USA se nacházely v poněkud posunutém rytmu. Více než čtyřprocentní ekonomický růst zažívaly v letech 1997 až 2000, na přelomu století se tempo HDP v USA zpomalilo na 1-2 %. Svá nejlepší léta zaznamenalo ve sledovaném období americké hospodářství již v letech 2004 a 2005 s růstem HDP o 3,5 %, resp. o 3,1 %.

1.2. Kvantitativní uvolňování jako nástroj oživení ekonomik

- **Tištění peněz jako nástroj růstu ekonomiky v USA**

Americká centrální banka Fed čelila recesi strategií tzv. kvantitativního uvolňování poté, co tradiční měnové nástroje, zejména razantní snížení základních úrokových sazeb, nemělo požadované účinky – nedošlo k obnovení úvěrových obchodů,

¹ Tento fakt byl tehdy komentován jako „...nejvyšší nezaměstnanost za posledních 16 let“.

**až do roku 2011,
v Evropě snižování
úrokových sazeb**

ekonomika (podniky ani spotřebitelé) levné peníze nečerpala a nerostla. V podstatě šlo o výkup špatných aktiv centrální bankou za hotové peníze. V některých případech se programu účastnila vláda tím, že za nákup špatných aktiv získávala v peněžních ústavech majetkový podíl. Ten po restrukturalizaci úvěrů a finanční stabilizaci opět prodávala původním majitelům za tržní cenu (podle propočtů americké vlády se většina těchto investic již vrátila). Druhé kolo kvantitativního uvolňování skončilo v červnu 2011 s nakoupenými státními dluhopisy za 600 miliard dolarů (od prosince 2008 do března 2010 celkem za 1200 mld. dolarů).

Evropská centrální banka (ECB) se snižováním úrokových sazeb otálela a ke kvantitativnímu uvolňování v této fázi krize nepřistoupila. Pomoc ohroženým bankám byla ponechána na rozhodnutích jednotlivých vlád členských zemí EMU.

**• Rychlé
zadlužování
problémových
evropských zemí...**

Snahy problémových evropských zemí sanovat vlastní banky a stabilizovat ekonomiku, aby se vyhnula recesi, způsobily jejich rychlé zadlužování. Přesto se záměr v podstatě zdařil, bankovní sektor uvolnil úvěrové toky a v roce 2010 došlo k oživení hospodářského růstu (EU 27 +2 % v roce 2010, eurozóna +1,9 %, Německo +3,7 %, ČR +2,7 %). Toto oživení však nebylo dost silné na to, aby zastavilo chronické zadlužování veřejných rozpočtů. Nezlepšila se zaměstnanost, nedošlo k růstu inflace. Přitom základní úrokové sazby byly dlouhodobě na historických minimech. Důvodem je zřejmě to, že tyto nové peníze byly z velké části použity na sanaci bank a veřejných rozpočtů. Do reálné ekonomiky jich tedy nešlo tolik, kolik by se mohlo zdát. Existuje navíc pravděpodobnost, že i kdyby se nově emitované peníze do reálné ekonomiky dostaly, pokryly by existující dluhy podniků (z úvěrů i platební neschopnosti) a domácností spíše než nové investice, vytváření pracovních příležitostí či růst mezd.

**• ... přes
prováděné kroky
dosud bez
pozitivního
výústění...**

Příjmy státních rozpočtů nebyly dostatečné na krytí sociálních výdajů, nepříznivý demografický vývoj v evropských zemích nadále vytvářel schodky na důchodových účtech. Slabý ekonomický růst nevytvářel nové pracovní příležitosti, což opět zatěžovalo sociální výdaje státu a naopak omezovalo zdroje rozpočtových příjmů. V roce 2011 tak nastalo výrazné zpomalení hospodářského růstu: na 1,5 % v EU i v eurozóně, na 1,7 % v ČR a o něco mírnější na 3 % v Německu. Zpomalování ekonomického růstu v roce 2011 probíhalo postupně od počátku roku.

První problémy ohlásilo Irsko, nedlouho po něm Řecko. Následovaly Španělsko, Portugalsko a Itálie. Úroky z dluhopisů, respektive výnosy, jež požadovali investoři do cenných papírů těchto zemí, dosáhly výše, která při dané výkonnosti těchto ekonomik nedovolovala závazky těchto zemí plnit. Důsledkem byl nedostatek likvidity a neschopnost vlád plnit i závazky vůči vlastnímu obyvatelstvu. Země ztratily důvěru finančních trhů, které odmítaly půjčovat další peníze na krytí stále rychleji rostoucích státních dluhů bez perspektivy zlepšení celkového fungování jejich ekonomik.

**• Nový pád do
recese...**

V tomto prostředí do problémů se svými závazky začaly upadat i firmy a domácnosti, následně začala opět růst riziková aktiva bank. Namísto očekávané stabilizace ekonomiky a pozvolného přechodu k mírnému, ale stabilnímu hospodářskému růstu bylo již v druhé polovině minulého roku jasné, že mnohem pravděpodobnější je druhý propad do ekonomické recese. Vlády evropských zemí postrádaly finanční rezervy a světové finanční trhy odmítaly jim půjčovat za dostupné úroky. Také proto druhý propad do recese hrozil mnohem vážnějšími důsledky než v roce 2008 (až k obavám z rozpadu eurozóny).

**• ... i přes
nastolenou politiku
kvantitativního
uvolňování i ze**

Evropské země zahájily rozsáhlé programy úspor veřejných výdajů a růstu státních příjmů (zejména z daní). Nevedly však ke snížení schodků státních rozpočtů, nebo ne v takové míře, jak bylo vládami plánováno. Navíc se bohužel úsporné programy výrazně podílely na snížení dynamiky HDP².

⁴ MMF odhaduje, že opatření na snížení deficitu o 1 p.b. v poměru k HDP způsobí zpomalení hospodářského růstu rovněž o 1 p.b.

strany ECB

ECB reagovala na uzavření úvěrových obchodů s problémovými státy na finančních trzích až na sklonku roku 2011, kdy spustila první kolo kvantitativního uvolňování³. Omezena svým mandátem, který bance nedovoluje půjčovat přímo vládám, v prosinci 2011 poskytla 523 institucím, většinou komerčním bankám, levné úvěry formou tříletých obligací v celkové hodnotě 489 mld. EUR (druhé kolo programu oznámila letos na konci února s objemem levných úvěrů až 530 mld. EUR a o nově emitované peníze se přihlásilo 800 institucí). Objem finančních prostředků v programu nebyl dost velký, aby vyřešil dluhovou krizi periferních států. Odvrátil však akutní hrozbu uzavření úvěrového trhu a kolapsu finančních institucí v nejméně postižených zemích, resp. nejvíce zatížených bank.

- **Vytvoření tzv. eurovalu**

Politická reprezentace eurozóny se rozhodla obejít zřízením zvláštních institucí - vžil se pro ně název euroval - skutečnost, že ECB nemůže půjčovat přímo vládám, i skutečnost, že podle pravidel fungování eurozóny si každý členský stát za své rozpočtové schodky odpovídá sám. V květnu 2010 se EU 27 dohodla na vytvoření fondu finanční stability pro pomoc státům postižených dluhovou krizí⁴. Jeho úvěrová kapacita činí 440 mld. eur, zaniknout má po splacení vydaných dluhopisů (pravděpodobně v roce 2013). Aby byla zajištěna trvalá schopnost eurozóny sanovat problémové ekonomiky, bylo dohodnuto ještě zřízení trvalého Evropského finančního stabilizačního mechanismu⁵ pro získávání relativně levných prostředků na finančních trzích (až 60 mld. eur kombinovatelných s úvěrovou kapacitou zmíněného fondu finanční stability). Třetí součástí eurovalu jsou úvěrové prostředky Mezinárodního měnového fondu (MMF) ve výši 250 miliard eur. Na záchranu periferních členských států eurozóny by tak měly být k dispozici úvěry ve výši 750 mld. eur. Na jejich žádost byly v říjnu 2011 celkové garance navýšeny na 780 miliard eur⁶.

- **USA výjimkou v tempech HDP**

Hospodářské oživení v USA a politická opatření v EU z roku 2011 výrazně snížily pravděpodobnost prudkého a hlubokého propadu, který by ovlivnil i růst globální ekonomiky. Zdá se však, že dojednaná opatření přišla pozdě. Důvěra firem v další hospodářský vývoj a pochybnosti finančních trhů vyhnaly výnosy státních dluhopisů zemí eurozóny znovu vysoko, dluhová krize se zostřila a v posledním čtvrtletí 2011 se křehký hospodářský růst změnil v pokles, meziročně o 1,3 procenta. HDP klesl i v Japonsku v důsledku přírodních katastrof a poklesu zahraniční poptávky po japonské produkci. V USA naproti tomu ekonomická aktivita rostla, zvyšovala se konečná spotřeba i investice, oživil se úvěrový trh a také trh pracovních sil.

1. 3. Nově se rozvíjející země

- **Latinská Amerika a Asie ztratily na dynamice, růst jejich ekonomik však přetrvál**

Rychle rostoucí ekonomiky států jihovýchodní Asie a Latinské Ameriky reagovaly na krizi v Evropě a na hrozbu rozpadu eurozóny poměrně citlivě. Hrozil jim pokles exportního potenciálu, ve druhé řadě zeslábl přítok zahraničních investic do těchto zemí. Zpomalení tempa hospodářského růstu v Číně a Indii má rovněž na svědomí přehřátí ekonomik těchto zemí v předcházejících letech. Na rozdíl od vyspělých zemí, ale třeba i zemí střední a východní Evropy, zůstává míra nezaměstnanosti velkých a rozvíjejících se ekonomik zemí Asie a Latinské Ameriky právě díky předcházejícímu

³ Program má oficiální název Long-Term Refinancing Operation (LTRO).

⁴ Jde o Evropský fond finanční stability (European Financial Stability Facility – EFSF), zvláštní instituci pro pomoc státům postižených dluhovou krizí. Sídli v Lucembursku. Může emitovat dluhopisy, z jejichž prodeje má právo poskytovat půjčky zemím eurozóny v potížích, využít je na rekapitalizaci komerčních bank a nákup rizikových aktiv. Dluhopisy vydávané EFSF jsou zaručeny členskými zeměmi eurozóny ve stejném poměru, v jakém složily kapitál v ECB.

⁵ European Financial Stabilization Mechanism – EFSM.

⁶ Příjemci těchto levných úvěrů jsou členské země eurozóny, které požádají o pomoc a jejichž program na ozdravení veřejných financí byl projednán s EK a MMF a schválen ministry financí zemí eurozóny. Další podmínkou je, že žadatelská země není schopna získat potřebné peníze na finančních trzích za přijatelných podmínek. V listopadu 2010 byla schválena podpora Irsku, které požádalo o 85 miliard eur (23 mld. z EFSM a 18 mld. od EFSF - první emisi dluhopisů v objemu 5 mld. uvedl EFSF na trh v lednu 2011). Druhou zemí, která fond požádala o pomoc, bylo Portugalsko (duben 2011), celkem podpora dosáhne výše 78 miliard eur. Podpora Řecku ve výši 110 mld. eur z roku 2010 nebyla operací EFSF, ale je podložena dvoustrannými dohodami mezi Řeckem a členskými státy eurozóny a MMF. Dohody se nezúčastnilo Slovensko a Estonsko, které v té době ještě nebylo členem eurozóny.

dynamickému růstu poměrně nízká.

Tabulka 1: Meziroční růst HDP (v %)

	2010	2011	4.Q2011
Svět	5,3	3,9	3,2
EU	2,0	1,6	0,9
Eurozóna	1,9	1,4	0,7
Střední a východní Evropa	4,5	5,3	3,8
USA	3,0	1,7	1,6
Japonsko	4,4	-0,7	-0,6
Nové rychle rostoucí asijské ekonomiky celkem	8,5	4,0	3,1
Čína	10,4	9,2	8,9
Indie	10,6	7,2	6,1
Latinská Amerika a karibské země	6,2	4,5	3,6

Pramen: MMF

1. 4. Komoditní trhy

- **Ceny komodit jediným inflačním impulsem, jejich růst však zřejmě jen přechodný vlivem oslabování tempa světové ekonomik**

Míra inflace byla v globálním měřítku relativně nízká při základních úrokových sazbách v nejsilnějších ekonomikách blízko nuly a emisi obrovských sum nové likvidity ze strany centrálních bank. Jediný výraznější inflační tlak byl zaznamenán v cenách komodit. Ceny ropy zaznamenaly historické maximum v polovině roku 2008. Počátkem roku 2011 pod vlivem informací o kvantitativním uvolňování centrálních bank se ceny pohybovaly kolem 115 USD, později klesly k 100 USD a po další růstové vlně k 115 dolarům za barel.

Podobně i další průmyslové komodity jsou na sestupu. Tento vývoj odráží zpomalování ekonomické aktivity, a to včetně očekávání dalšího oslabení růstového tempa světové ekonomiky v nadcházejícím období. Těmito argumenty, tj. korelací cen komodit a očekávaným hospodářským růstem (tzn. spotřebou), byly nejčastěji zdůvodňovány prudké burzovní pohyby během ropné a potravinové krize v letech 2007 a 2008 (rostoucí poptávka v Číně a Indii stála za růstem cen rýže, apod.). Komoditní burzy ovšem reagují růstem také na zvýšení nejistoty na trzích finančních. Obchodníci, kteří nenakupují komodity pro spotřebu nebo fyzické obchodování s nimi, využívají komoditní kontrakty ke zvýšení rizikových přírůžek a krytí vyšších nákladů na zajištění svých spekulací. Tím však, při absenci poptávkových signálů, dosáhli opačného efektu – pohyby na akciových a komoditních trzích se postupně stále více synchronizují. Rok 2011 tak ukázal, že investoři se začali stahovat i z komoditních trhů.

Graf č. 1 Cena ropy Brent (v USD za barel)



Graf č. 2 Cena mědi (v USD/100 za libru)



Pramen: kurzy.cz

1. 5. Finanční trhy

- **Akcie stagnovaly ve velkém rozptylu**

Světové akciové trhy byly od roku 2000 silně volatilní a víceméně stagnovaly ve velmi širokém pásmu hodnot. Cenové pohyby měly globální charakter, trhy oscilovaly společně bez ohledu na region, jen se dílčím způsobem lišily svou dynamikou. Nejvýkonnější v roce 2011 byl trh americký i díky stimulační politice Fedu. Evropa z pohledu akciových trhů jako celek výkonnostně zaostávala, relativně nejsilnější zůstává německý a britský akciový trh. Slabou výkonnost stále také vykazuje japonský akciový trh, který se svojí výkonností příliš neliší od jižní Evropy. Růst let 2009 až 2011 byl především výsledkem stimulačních kroků centrálních bank, zejména amerického Fedu s cílem napumpovat do trhu novou likviditu a podnítit tak ekonomický růst. Rok 2011 nebyl v tomto směru výjimkou. Po ukončení každého z amerických programů kvantitativního uvolňování QE1 i QE2 akciové trhy korigovaly směrem dolů. Další, byť jen oznámení záměru přikročit k dalšímu kolu v srpnu 2010 a v září 2011, se stalo signálem pro růst. Dominantním determinanem cenových pohybů byl tedy především oslabující nebo posilující americký dolar.

Graf č. 5 Akciový index DAX (rozptyl 2-9 tis. b.)



Graf č. 6 Akciový index Nikkei 225 (rozptyl 5-20 tis. b.)



Pramen: www.thinkorswimm.com a www.saxobank.com

Graf č. 7: Akciový index S&P 500 od roku 2000 (vyznačen vývoj ve fázích kvantitativního uvolňování)



Pramen: www.thinkorswimm.com a www.saxobank.com

- **Globalizace: trhy se v trendu pohybují společně**

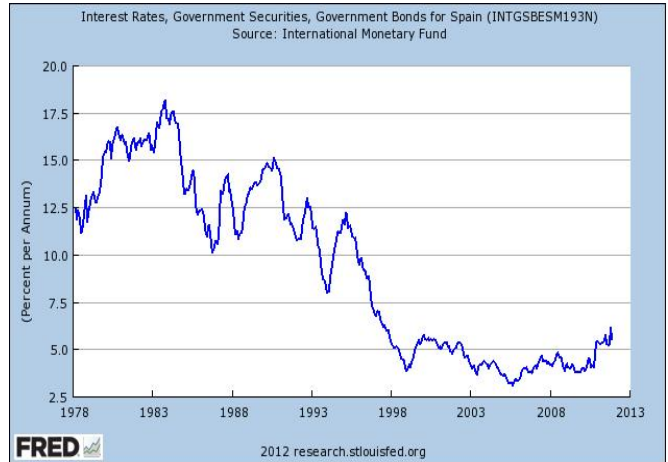
Akciové indexy trhů USA (S&P 500), Německa (DAX-30) a Japonska (NIKKEI-225) se pohybují v trendu společně. Japonský index je dlouhodobě nejslabší. Americký S&P 500 zaznamenal historické maximum v říjnu 2007 a koncem roku 2011 byl o pětinu níž, německý DAX o celých 30 % a britský FTSE-100 jen o necelých 20 %. Výnosy amerických vládních dluhopisů s desetiletou splatností se snižovaly dlouhodobě (od roku 1982). Stejný trend zaznamenávaly i výnosy dluhopisů japonské vlády, v důsledku intervencí Bank of Japan. Výnosy vládních dluhopisů

Německa (graf 8) se od 90. let rovněž snižují. Dluhopisy Španělska (graf 9), reagovaly až v roce 2012 na mizející zájem investorů v souvislosti s potížemi země.

Graf č. 8 Výnosy vládních dluhopisů Německa



Graf č. 9 Výnosy vládních dluhopisů Španělska



Pramen: <http://research.stlouisfed.org>

- **Fed převzal iniciativu na kapitálových trzích i novou iniciativou Operace Twist; výsledkem bylo mimo jiné i oslabení amerického dolaru**

Klíčovým faktorem do značné míry určujícím chování kapitálových trhů po šoku z americké hypoteční a bankovní krize je od konce roku 2008 americký Fed díky jeho stimulačním programům kvantitativního uvolňování QE1 a QE2, resp. jejich modifikace s prodloužením splatnosti dluhopisů pod názvem Operace Twist v roce 2011. Již samotné ohlášení záměrů (listopad 2008 pro QE1, srpen 2010 pro QE2 a září 2011 pro Operaci Twist) podpořit ekonomický růst formou stimulačních balíčků vedlo v obou případech QE k oslabení dolaru spojeného s růstem ceny jiných investičních aktiv – zejména pak akciových trhů a výnosů vládních dluhopisů. Takto stimulovaný růst byl v obou případech časově ohraničen pumpováním uměle podpořené likvidity do trhů a po skončení vedl k prudkým korekcím.

- **V celkové nejistotě na finančních trzích vyhledávali investoři „bezpečné přístavy“**

V závěru roku 2011 se důvěra podle globálního indexu nákupních manažerů ocitla na nejvyšší úrovni za poslední devět měsíců, což indikovalo možný pozitivní vývoj pro začátek roku 2012. Problém však spočíval v tom, že tento index udržovaly na hodnotě pozitivní změny pouze příznivá očekávání v Indii, Kanadě, Spojených státech, Turecku a Rusku. Také tvrdá data z reálné ekonomiky v posledním čtvrtletí 2011 pak ukázala, že v mnoha zemích významných pro vývoj světové ekonomiky bylo právě toto čtvrtletí výkonnostně nejslabší od krizového roku 2009.

Finanční investoři v roce 2011 v obavách z malého pokroku při řešení krize eurozóny, v nejistotách pokud jde o setrvalý silný růst čínské ekonomiky a celkové nevyrovnanosti světové ekonomiky, hledaly bezpečná umístění pro svá aktiva. To se příliš nedařilo, takže docházelo ke kumulacím hotovosti. Nicméně opět zafungovaly tzv. „bezpečné přístavy“, především investice do drahých kovů, zejména zlata. Jeho cena vystoupala v polovině roku 2011 na hodnotu kolem 1800 dolarů za trojskou unci, což bylo zhruba dvakrát víc než v krizovém roce 2009. Přitom po celou první polovinu uplynulé dekády nepřevýšila cena zlata na komoditních trzích 500 dolarů za trojskou unci. Podobně atraktivní jako zlato byl i švýcarský frank. Silná poptávka po této měně přinutila švýcarskou centrální banku k zásahu v obavách, že silná měna podváže konkurenceschopnost země. Ten byl úspěšný a v polovině roku švýcarský frank oslabil.

Graf č. 10 Cena zlata (v USD za trojskou unci)



Graf č. 11 Kurz dolaru k švýcarskému franku



Pramen: www.saxobank.com