

Zadlženosť ako imanentná črta súčasných ekonomík

Peter STANĚK*

Indebtedness as Immanent Feature of Current Economies

Abstract

Indebtedness and debt itself became important phenomenons of the world economy. They limit not only state budget, but also strategies of enterprises and the system of undertaking and they restrict considerably domestic consumption.

Indebtedness has to be dealt with and debt recovery is necessary, although they became very problematic. Indebtedness reached a very high state in Western and Eastern Europe and it threatens their tax reforms to a high degree.

It became one of the main factors of world recession and it may endanger the success of tax reforms and possible economic recovery of the countries.

Consumption is nowadays realized through credit purchases and together with increasing unemployment and decreasing income, it creates serious problems.

We can declare that indebtedness and debt itself passed over acceptable limits and they became serious problems and threats to global economy.

Key words: *indebtedness of city, indebtedness of countries, public finances indebtedness, enterprises' sphere*

JEL Classification: D14, G30, H60, H74

Úvod

Verejný dlh sa v súčasnosti stáva jedným z kľúčových rizík rozvoja národných ekonomík. Zadlženosť má mnoho foriem a zasahuje v podstate všetky časti ekonomiky i spoločnosti.

Ak hovoríme o zadlženosti, znamená to teda nielen tzv. vnútorný dlh, ale aj veľmi významný fenomén, limitujúci veľkosť domáceho kúpyschopného dopytu, a tým aj zvyšujúcu sa závislosť ekonomiky od exportu.

* doc. Ing. Peter STANĚK, CSc., Ústav slovenskej a svetovej ekonomiky SAV, Šancová 56, 811 05 Bratislava I

1. Verejný dlh

Prvou významnou dimenziou zadlženosti je *verejný dlh*. Ten dosahuje v jednotlivých ekonomikách pomerne rozdielne hodnoty, no vo všeobecnosti možno konštatovať, že rozmer verejného dlhu sa pohybuje v rozpätí od 40 – 120 % v pomere k HDP. Napríklad v priemyselne vyspelých krajinách dosahuje úroveň verejného dlhu v pomere k HDP zhruba 200 %, v ázijských krajinách je to približne 270 %, v krajinách Latinskej Ameriky a v transformujúcich sa krajinách strednej a východnej Európy približne 40 – 60 % k HDP. Najhoršie na tom je Blízky Východ a africké krajiny, kde verejný dlh dosahuje úroveň viac ako 400 % k HDP.

Medzinárodný menový fond (MMF) hodnotí hladinu verejného dlhu vzhľadom na reálnu ekonomickú silu jednotlivých krajín veľmi rozdielne. Kým vo vyspelých krajinách sa považuje za prípustnú aj úroveň 70 – 80 % k HDP, v transformujúcich sa krajinách sa už úroveň 60 % považuje za rizikóvu.

Iné medzinárodné finančné inštitúcie tvrdia, že rozmer vnútorného finančného dlhu napríklad v krajinách Latinskej Ameriky alebo v transformujúcich sa krajinách by sa mal pohybovať, vzhľadom na ich reálnu ekonomickú silu, na úrovni medzi 20 – 40 % k HDP. Vidíme, že takéto hodnotenie je ešte prísnejšie ako maastrichtské kritériá, ktoré stanovujú mieru vnútorného dlhu na úrovni 60 % HDP.

Verejný dlh úzko súvisí s celkovým komplexom výdavkov a so sociálnou politikou. Vo väčšine krajín veľkú zložku verejného dlhu predstavujú výdavky spojené s dôchodkovou reformou, so sociálnou politikou, a prípadne s podporou zaostávajúcich regiónov.

Verejný dlh je možné chápať jednak ako dlh *reálne kvantifikovateľný*, napríklad výškou záväzkov štátu voči jednotlivým skupinám domácich a zahraničných veriteľov, jednak ako dlh *potenciálny*, súvisiaci napríklad s tým, že vo viacerých transformujúcich sa krajinách sa od roku 1990 až po súčasnosť neinvestovali takmer žiadne prostriedky do modernizácie a rozvoja (napríklad vzdelávacej sústavy). To všetko sa prejavuje v kumulovaní vnútorného dlhu, ktorý sa však účtovne nevykazuje.

Osobitný blok vnútorného dlhu v jednotlivých krajinách predstavujú aj *záväzky*, ktoré prevzal štát za úvery poskytované buď štátnym podnikom, alebo podnikom so zmiešaným vlastníctvom. Len za Slovensko rozmer záväzkov prevzatých štátom za podnikovú sféru a garancie úverov predstavujú viac ako 160 mld Sk, pričom povinnosť štátu zaplatiť záväzky za podniky, ktoré nie sú schopné splniť svoje záväzky, predstavuje ročne 9 – 12 mld Sk.

Samozrejme, rozmer vnútorného dlhu je v jednotlivých krajinách rozdielny a súvisí aj s celkovou politikou financovania transformácie jednotlivých priemyselných odvetví pri prechode na trhovú ekonomiku.

Významným aspektom verejného dlhu je však aj *dlh dôchodkových systémov*. Ukazuje sa, že v členských štátoch Európskej únie z hľadiska vekovej skladby dôchodcov verejný dlh dôchodkových systémov predstavuje viac ako 450 mld eur ročne. Tento dlh, ktorý sa postupne nabaľuje, znamená veľkú záťaž pre jednotlivé národné ekonomiky. Najväčší rozdiel medzi potrebou a reálnymi zdrojmi je charakteristický pre dôchodkové systémy vo Francúzsku, v Nemecku a vo Veľkej Británii.

V súvislosti s dôchodkovým systémom jestvuje iný dlh (i keď nie taký významný ako verejný dlh), a to v rámci *podnikových poistných dôchodkových schém*. Vo Veľkej Británii tento dlh presahuje viac ako 40 mld libier. Celkový rozsah verejného dlhu je, pravda, výrazne ovplyvňovaný aj stavom rozpočtového hospodárenia a výsledkami fiškálnej politiky.

Pre väčšinu krajín je charakteristické skôr pravidelné deficitné rozpočtové hospodárenie, ktoré postupne kumuluje veľkosť verejného dlhu. Hoci maastrichtské kritériá stanovujú výšku deficitu štátneho rozpočtu maximálne na úrovni 3 % z HDP, v skutočnosti je v mnohých krajinách vyšší percentuálny podiel deficitu štátneho rozpočtu. Dnes mnohé krajiny (ako napríklad Nemecko alebo Francúzsko) prekračujú o 1 – 2 % celkovú výšku povoleného deficitu štátneho rozpočtu a ešte ani táto výška im nestačí na zabezpečenie rozvoja ekonomiky a vymanenie sa z recesie.

Rozmer vnútorného dlhu, ktorý vzniká rozpočtovým hospodárením, je mimoriadne veľký v transformujúcich sa ekonomikách, napriek tomu, že väčšina z nich použila na zmenšenie verejného dlhu aj celé príjmy z privatizácie štátneho majetku alebo časť z nich. Napriek tomu vo väzbe na celkové náklady transformácie a narastajúci tlak v oblasti sociálnej politiky dochádza k postupnému kumulovaniu verejného dlhu.

Pravda, k zväčšovaniu rozpätia medzi objemom verejného dlhu dochádza vo vyspelých a aj v rozvojových krajinách. Konkrétne v afrických štátoch sa verejný dlh výrazne prehlbuje. Tento dlh sa navyšuje aj preberaním úverov zo zahraničia, pretože vo väčšine prípadov sa tieto zdroje nevyužívajú na reštrukturalizáciu, vybudovanie infraštruktúry, oživenie ekonomiky, ale spotrebuje ich vybraná skupina obyvateľstva. V takomto prípade možno hovoriť o tzv. prejedaní ziskových finančných prostriedkov, čo v konečnom dôsledku z hľadiska budúceho vývoja znamená veľký tlak na dlhovú službu.

Verejný dlh zásadným spôsobom ohrozuje aj kredibilitu krajín na medzinárodných finančných trhoch a ohrozuje aj ich postavenie ako možných získavateľov finančnej pomoci prostredníctvom kapitálových trhov alebo z bankovej sféry.

V súčasnosti teda možno konštatovať, že maastrichtské kritérium 65 % podielu štátneho verejného dlhu na HDP sa chápe skôr ako orientačné kritérium.

Na druhej strane však treba povedať, že dynamický rozvoj jednotlivých ekonomík by mohol zásadne relativizovať výšku dlhu (tak ako to bolo v 70. a 80. rokoch v čase konjunktúry). Ale ak dochádza k recesii, stáva sa chápanie verejného dlhu relatívnym predovšetkým preto, lebo dochádza:

- k vyčerpaniu vnútorných rezerv ekonomík,
- k zvyšovaniu tlaku na výdavky v nadväznosti na oživenie a podporné programy oživenia,
- k znižovaniu schopnosti rýchlo splácať tie záväzky, ktoré vyplývajú z prezatých úverov.

V tomto zmysle sa formovanie verejného dlhu stáva jedným z limitov ďalšieho naštartovania ekonomického rastu a prekonania súčasnej recesie.

2. Podniková zadlženosť

Ďalšou z foriem zadlženosti je *podniková zadlženosť*. V podnikoch všeobecne dochádza nielen k posunu splátkových kalendárov z hľadiska času, ale priamo aj k posunu úverov do skupiny klasifikovaných úverov. Ukazuje sa, že vo väčšine prípadov už nedochádza k posunu splátkových kalendárov len o 90 či 180 dní, ale niekedy aj o viac ako jeden rok. To znamená výrazný nárast klasifikovaných úverov v bankovom sektore a následne ohrozenie kredibility bankového sektora a finančných tokov vo väzbe na úspory a úvery.

Dnes možno konštatovať, že nárast klasifikovaných úverov vo veľkej časti bankového sektora je priamo spojený s *poklesom ziskovosti podnikov*. Najvýraznejším prejavom tohto vývoja je nárast celkového rozsahu *bankrotov*, ktoré za rok 2002 dosiahli najväčšiu hodnotu za posledných 20 rokov a predstavovali viac ako 185 tisíc bankrotov za krajiny Európskej únie. Samozrejme, ak to porovnáme s 18 miliónmi hospodárskych subjektov, ktoré v krajinách EÚ fungujú, zdá sa toto číslo relatívne malé. Treba však povedať, že rozmer týchto bankrotov znamená predovšetkým zásadné postihnutie reálneho finančného toku v rámci bankovej sféry. Európska únia stále, na rozdiel od USA (i keď v nej existujú národné rozdiely), úveruje podnikový sektor v prevažnej miere prostredníctvom bankového sektora. Preto neschopnosť podnikov plniť svoje záväzky ohrozuje v plnom rozsahu kredibilitu bankového sektora v EÚ, kým vysoký podiel úverovania prostredníctvom kapitálových trhov v USA ohrozuje skôr investorov ako priamo bankový sektor.

Celkový rozmer zadlženosti podnikov v transformujúcich sa krajinách je ovplyvňovaný aj fenoménom *druhotnej platobnej neschopnosti*. Dochádza k nesplácaniu záväzkov medzi hospodárskymi subjektmi navzájom, čo sa prejavuje v potrebe vyššieho priebežného kapitálu na prefinancovanie činnosti podnikov.

To znamená, že na jednej strane podniky v transformujúcich sa krajinách sú oproti podnikom v EÚ značne podkapitalizované, na druhej strane však ich prevádzkové financovanie vyžaduje väčšie zdroje jednak vzhľadom na parametre daňových systémov, jednak z hľadiska reálneho rozmeru druhotnej platobnej neschopnosti. V slovenských podmienkach dosiahla druhotná platobná neschopnosť v období 1999 – 2000 takmer 600 mld Sk. Hoci na základe niekoľkých opatrení došlo k jej postupnému poklesu na súčasnú hranicu približne 400 mld Sk, takýto rozmer druhotnej platobnej neschopnosti zásadným spôsobom stále zužuje podnikovej sfére manévrovací priestor. To zväčšuje rozdiel medzi domácimi a zahraničnými podnikateľskými subjektmi, pretože zahraničné podniky takýto problém nemajú. Je to teda fenomén, ktorý sa týka predovšetkým domácich podnikateľských subjektov v transformujúcich sa krajinách. To znižuje ich konkurenčnú spôsobilosť po vstupe do Európskej únie a ich reálne šance uplatniť sa na jednotnom európskom trhu.

Zvyšovanie rozmeru zadlženosti podnikov však súviselo aj so získavaním lacných zdrojov, predovšetkým s možnosťou získavať finančné prostriedky na *nových technologických trhoch* (napríklad technologický trh NASDAQ v USA a Neu Markt vo Frankfurte). Na týchto trhoch technologické firmy mohli získať podstatne lacnejšie finančné prostriedky, čo aj v plnom rozsahu využívali. Niekoľko rokov získavali ďalšie zdroje na kapitálových trhoch, a to i za situácie, keď boli trvalo v červených číslach (týkalo sa to napríklad internetových firiem, firiem poskytujúcich služby elektronického obchodu atď.). Už len zaradenie podniku do určitej skupiny technologických firiem bolo vtedy pre investorov zárukou vysokých ziskov v súčasnosti i v budúcnosti. Na základe toho bola i vysoká ochota tieto podniky úverovať. Samozrejme, táto „bublina“ (ktorá sa vyvíjala v druhej polovici 90. rokov) jedného dňa musela naraziť na reálny rozmer chýbajúceho toku peňazí. K tomu prišlo v marci až apríli 2000, keď sa zreálnila hodnota akcií týchto technologických firiem a došlo k výraznému prepadu Dow Jonesovho indexu. Výsledkom toho bol kolaps veľkej časti technologických firiem, ktorých akcie stratili na hodnote. To sa zásadným spôsobom premietlo aj do straty likvidity drobných akcionárov, ktorí vo veľkom rozsahu úverovali rozmach internetovej ekonomiky. V konečnom dôsledku sa to potom prejavilo nielen vo finančných problémoch veľkej časti tzv. nového technologického sektora, ale aj v značných problémoch likvidity domácností, pretože osobitne v USA bol významným fenoménom presun hotovosti z vkladov v bankách do vlastníctva akcií technologických firiem, keďže finančné zdroje boli prístupné za relatívne výhodných podmienok a nič nebránilo tomu, aby sa realizovali aj projekty, ktoré dosahovali nižšiu mieru efektívnosti v návratnosti a obsahovali vyššiu mieru rizika.

Prejavil sa teda podobný fenomén ako v krajinách juhovýchodnej Ázie v prvej polovici 90. rokov. Dynamický rozvoj tohto regiónu bol pre investorov zárukou ich značných budúcich ziskov. Preto boli ochotní vkladať do týchto krajín dostatok finančných prostriedkov. Vzhľadom na ľahkú dostupnosť finančných prostriedkov celý rad firiem z juhovýchodnej Ázie začal značnú investičnú expanziu. Keď sa však ukázalo, že reálna ziskovosť mnohých projektov, ktoré sa takto realizovali, je podstatne nižšia ako očakávaná, došlo k výraznému ochladeniu ochoty investorov úverovať ďalšiu expanziu a k stiahnutiu predovšetkým špekulatívneho a krátkodobého kapitálu. To sa premietlo do rozsiahlej finančnej krízy v juhovýchodnej Ázii v rokoch 1996 a 1997.

Vývoj na kapitálových trhoch v období 2000 – 2002 sa prejavil nielen vo zvýšení obavy a neistoty investorov, čo sa ukázalo vo výraznom zmenšení objemu disponibilných zdrojov pre podnikovú sféru, ale aj vo výraznom zvýšení požiadaviek na urýchlenú návratnosť a splatenie záväzkov. A práve tento fenomén v období, ktoré bolo charakteristické nielen rozsiahlym investovaním do nových informačných technológií, ale aj značným investovaním do fúzií a akvizícií (predovšetkým pri privatizácii podnikov v krajinách strednej a východnej Európy), ukázal sa *Achillovou päťou* ďalšieho vývoja.

Na jednej strane veľké nadnárodné korporácie získavali značné objemy prostriedkov, ktoré používali na získavanie a skupovanie podnikov v transformujúcich sa krajinách. Na druhej strane dochádzalo k významnému technologickému *boomu* a k nakupovaniu informačných technológií nielen vo vzťahu k vnútropodnikovému riadeniu či riadeniu technologických procesov, ale aj vo väzbe na rozvoj internetového obchodu. Keďže ale všetky tieto investície začali prinášať v skutočnosti podstatne nižšie efekty, ako sa očakávalo, postupne dochádzalo k nárastu netrepezlivosti a neistoty investorov. Bolo len otázkou času, kedy sa investori stiahnu, nálady na kapitálových trhoch sa zmenia a dôjde k požiadavkám investorov na urýchlené vrátenie vložených finančných prostriedkov, čo však väčšina firiem tak z technologického sektora, ako aj z tradičnej ekonomiky nebola schopná splniť. Výsledkom toho bolo značné ohrozenie likvidity aj veľkých nadnárodných koncernov, ktoré v niektorých prípadoch (ako napríklad americké firmy Enron alebo Worldcom) vyústilo až do bankrotu týchto firiem a núteného riadenia procesu konsolidácie na základe súdnych rozhodnutí. Takto sa proces narastajúcej vnútornej zadlženosti vo firmách premietol jednak do celého komplexu dôsledkov pre kooperujúce firmy, do plnenia záväzkov voči bankovému sektoru, čo bolo aj sociálne mimoriadne citlivé, keďže išlo o firmy, ktoré mali i vnútropodnikové dôchodkové fondy, jednak aj do reálneho ohrozenia schopnosti zaplatiť záväzky v oblasti dôchodkových systémov za svojich zamestnancov. Z tohto hľadiska sa rozsah bankrotov koncom 90. rokov minulého a začiatkom tohto storočia stal aj mimoriadnym – nielen finančným, ale aj sociálnym – problémom.

V súčasnosti tento vývoj pokračuje. Ak hovoríme o podnikovej sfére, jeden z významných negatívnych fenoménov v súčasnosti predstavuje zadlženosť napríklad najväčších automobilových firiem známej „veľkej trojky“ z Detroitu. Tie veľkú časť prostriedkov, ktoré mali odkladať na podnikové dôchodkové fondy a sporenie, v skutočnosti použili na financovanie podnikovej expanzie, alebo na udržanie podnikového vývoja. Dnes sa však ukazuje, že značnú časť týchto prostriedkov (rádovo ide o sumy niekoľko desiatok miliárd USD) uvedené automobilové podniky nemajú k dispozícii a stávajú sa významným fenoménom ich narastajúcej zadlženosti. Dnes teda tieto veľké automobilky musia čeliť na jednej strane nevyhnutnosti zaplatiť záväzky voči bankovému sektoru, ktorý ich podporoval pri ich značnej úverovej expanzii a expanzii v oblasti fúzií a akvizícií, ale na druhej strane musia zaplatiť aj záväzky voči vlastným dôchodkovým systémom. Pritom tieto podniky nemajú zdroje ani na jedno, ani na druhé, a to v situácii, keď dochádza k oslabeniu kúpyschopného dopytu po automobilových výrobkoch a k nevyhnutnosti preorientovať sa v rámci jednotlivých trhov (už nejde len o zavedenie nového typu vozidla, ale o úsilie získať dominantné postavenie aj na nových trhoch) a keď prevažná časť bankového sektora sa stáva mimoriadne opatrnou pri poskytovaní ďalších úverových zdrojov. Takto kombinácia dôsledkov realizácie reforiem dôchodkových systémov, celkového vývoja podnikov, problémov v oblasti expanzie (napríklad kúpou firiem konkurentov) a v oblasti technologického prezbrojenia (pretože nové technológie napríklad v oblasti robotizovaných pracovísk síce prinášajú značný rast produktivity práce, ale vyžadujú aj rozsiahle investičné náklady), vyústila do značných problémov prevažnej väčšiny podnikateľských subjektov. Jeden z nových fenoménov globalizácie predstavuje pritom skutočnosť, že v súčasnosti dochádza k postupnému nárastu problémov nielen malých a stredných firiem lokálnej pôsobnosti, ale aj k nárastu problémov veľkých nadnárodných kolosov, ktoré sa doteraz zdanlivo vyhýbali problémom v oblasti finančných tokov jednak v súvislosti s prístupom na finančné trhy, jednak vzhľadom na kredibilitu, ktorú mali voči bankovým a finančným kruhom.

3. Zadlženosť obyvateľstva

K uvedeným problémom pristupuje aj ďalší významný fenomén, ktorý priamo súvisí so zmenami domáceho dopytu v jednotlivých krajinách. Je to celkový *nárast zadlženosti obyvateľstva*, ktorá je z uvedených blokov najcitlivejšia. Rozvoj veľkých obchodných systémov, ktoré podporovali nákup na úver, nákup na splátky, nákup na lízing atď., na jednej strane udržiaval stabilný rast domáceho kúpyschopného dopytu, ale na druhej strane zvyšoval závislosť tohto finančného mechanizmu od stabilného rastu miezd a eliminácie nezamestnanosti. Už prvá

krátkodobá recesia v období 1992 – 1994 ukázala riziká tohto vývoja. Vývoj v oblasti nových pracovných miest sa začal stále viac odchyľovať od vývoja, ktorý sa očakával, a došlo k postupnému zvýšeniu *nezamestnanosti* až na úroveň 8 – 12 %. V USA sa dosiahnutie nezamestnanosti na úrovni 8 % považovalo za mimoriadne závažný negatívny signál. V Európskej únii dosahovala nezamestnanosť koncom 90. rokov v priemere 10 – 12 %, pričom v jednotlivých krajinách sa pohybovala v rozpätí od 6 – 19 %. Samozrejme, tento veľký rozsah nezamestnanosti sa odrazil v neschopnosti značnej časti populácie splácať svoje záväzky voči bankovému sektoru. V Európskej únii táto skutočnosť bola komplikovaná aj tým, že na rozdiel od USA bol bankový sektor podstatne viac angažovaný na úverovaní podnikovej sféry a na úverovaní domácností. Ohrozenie reálnej príjmovej štruktúry domácností sa automaticky premietlo aj do posunu splátkových kalendárov v bankovom sektore.

Na druhej strane ale pokračujúci rozvoj nových foriem a nových produktov v bankovom sektore a v obchodnej sfére (napríklad v oblasti poskytovania predmetov dlhodobej spotreby na splátky, na zvýhodnené úvery atď.) udržal po určitý čas *značný rozsah domáceho kúpyschopného dopytu*, a to bez ohľadu na skutočnosť, že časť novovytváraných pracovných miest dosahovala nižšiu mieru mzdového ocenenia než tých miest, ktoré zanikli: Okrem toho reformy pracovného trhu, vyúsťujúce napríklad do systému delených pracovných miest, skráteného pracovného času, a pod., sa síce v reáli prejavili v znížení celkového objemu prostriedkov získavaných prostredníctvom mzdového okruhu, ale tento pokles finančných prostriedkov bol sčasti kompenzovaný sociálnymi dávkami, ktoré sa poskytovali v rámci sociálnych politík jednotlivých členských štátov Európskej únie, takže v úhrne celkový objem príjmov (disponibilných príjmov) pre domácnosti zaznamenal iba relatívne malý pokles.

Zvýšenie rozsahu sociálnych dávok sa však premietlo do nárastu verejného dlhu, keďže ekonomika to nebola schopná utiahnuť. Zároveň sa stávalo neudržateľným aj plnenie kľúčových kritérií Európskej menovej únie. To všetko vyúsťovalo do postupného *nárastu vnútornej zadlženosti obyvateľstva*. Dnes možno konštatovať, že napríklad v USA celkový rozmer vnútornej zadlženosti obyvateľstva presahuje viac ako 60 % z HDP. V členských štátoch EÚ sa celková miera vnútornej zadlženosti pohybuje medzi 30 – 55 % HDP (napríklad Nemecko dosahovalo v roku 2002 vnútornú zadlženosť na úrovni 48 % HDP, vo Francúzsku to bolo 38 %, a vo Veľkej Británii 95 %). Je teda zrejmé, že rozmer vnútornej zadlženosti domácností sa vzhľadom na taký veľký objem úverov stal limitujúcim faktorom pre ďalší rozsah domáceho dopytu. Na konci 90. rokov minulého a začiatkom tohto storočia došlo ku kumulácii ďalších rozporných fenoménov, ktoré posilnili úlohu zadlženosti vo vývoji ekonomík.

Na jednej strane sa rozsiahly vonkajší trh krajín juhovýchodnej Ázie, na ktorý smerovala veľká časť exportu USA i Európskej únie, dostal do recesie. V podstate od finančnej krízy v rokoch 1996 – 1997 sa do dnešného dňa tieto krajiny úplne nespamätali. Znamenalo to teda stratu významného zahraničného trhu.

Na druhej strane, v nadväznosti na signály recesie, došlo postupne k rozšíreniu ochranných opatrení tak v USA, ako aj v Európskej únii. To opätovne sťažilo možnosti rozsiahleho nárastu exportu do teritórií vyspelých krajín, teda krajín, ktoré boli schopné zaplatiť svoje záväzky, a zvýšilo to tlak na domáci trh. Domáci trh však bol stále výraznejšie ovplyvňovaný problémami v oblasti nezamestnanosti, sociálnej politiky, narastajúcimi rozpočtovými deficitami a mzdovou náročnosťou reprodukcie pracovných miest. To všetko v konečnom dôsledku viedlo k relatívnemu spomaleniu rastu zadlženosti obyvateľstva, avšak nedokázalo eliminovať vysokú mieru zadlženosti. Okrem toho k tomu pristúpil celý rad nových fenoménov.

Automobilový priemysel, aby udržal odbyt svojej produkcie, siahol častokrát k *netradičným riešeniam*. Napríklad americké automobilky na stimuláciu predaja zaviedli v roku 2002 nulové sadzby pri nákupe automobilov na úver. To znamenalo, že nulové sadzby pre bankový sektor musela vykrývať predávajúca firma. Obdobne to bolo aj pri technickom vybavení predávaných výrobkov, pri ktorých sa rozsah základnej výbavy podstatne zväčšil, čo ale zvýšilo výrobné náklady, a zároveň, pri stabilnej cene, znížilo rozsah disponibilného zisku. V dôsledku toho došlo v automobilovom priemysle k postupnému poklesu ziskovej marže z úrovne 12 – 13 % na súčasnú úroveň 3 – 5 %, čo pri súbežných rozsiahlych investíciách, technickom prezborení a budovaní nových podnikov znamenalo zásadný stret medzi nákladmi a výdavkami podnikov automobilového sektora.

So zadlženosťou obyvateľstva súviseli aj ďalšie skutočnosti. Stále väčšia časť predajných systémov (napríklad v rámci potravinárskych alebo farmaceutických produktov) postupne prechádzala na rôzne akcie, na dočasné znižovanie cien výrobkov, poskytovanie výrobkov so zľavou a podobne, predovšetkým v snahe získať čo najväčší trh a predajný priestor. Takýto vývoj bolo však možné udržať len po istý čas. Dlhšie pôsobenie výrazného stlačenia ziskovej marže (čo súviselo so zmenšením rozdielu medzi nákupnou a predajnou cenou výrobkov) sa začalo prejavovať na *sile obchodných reťazcov*. Jedinou šancou pre obchodné reťazce sa stalo rozvinutie obchodu v nových členských štátoch a v transformujúcich sa ekonomikách. To síce vytvára oddychový priestor pre obchodné a výrobné systémy, avšak pri nízkej úrovni miezd v týchto krajinách je tento priestor relatívne malý.

Zadlženosť obyvateľstva pritom posilňujú aj ďalšie fenomény. Je to predovšetkým *poskytovanie špecificky orientovaných úverov* (napríklad v oblasti

nákupov mobilov, oblečenia, áut atď.) *pre mladú generáciu*. Analýzy, ktoré uskutočnila Asociácia európskych bánk, ukázali nedôsledný prístup európskych bánk pri poskytovaní úverov mladej generácii. Ukázalo sa, že značná časť tzv. zábezpek pri poskytnutých úveroch tejto vekovej kategórii bola veľmi relatívna, ba dokonca v mnohých prípadoch (napr. v nemeckom bankovom sektore) bola priamo fiktívna. Pritom nákup mobilov alebo používanie mobilných komunikačných sietí sa stáva významným faktorom narastajúcej zadlženosti mladej generácie. Vo viacerých prípadoch je rozsah zadlženosti mladých ľudí taký vysoký, že ho nebudú schopní splatiť ani v budúcich 8 – 10 rokoch. To znamená, že dochádza k výraznému nárastu hendikepu mladých ľudí po skončení štúdia, pretože mnohí budú musieť splácať nielen študentské pôžičky, ale aj zdanlivo lacné dlhy, ktoré im vznikli v období 1998 – 2003.

K tomu pristupuje ďalší fenomén: a to *hypotekárne úverovanie*. Vzhľadom na populačný vývoj, teda pokles počtu mladých ľudí, potenciálnych záujemcov o hypotekárne úvery, začali sa ponúkať stále významnejšie výhody, aby sa udržal záujem o tieto úvery. Tým sa (podobne ako v automobilovom priemysle) vytvorila situácia, že prevažná časť hypotekárneho bankovníctva sa v súčasnosti dostáva do krízy likvidity. Dnes už možno konštatovať, že v celom rade prípadov zadlženosť najmladšej generácie začína prevyšovať zadlženosť strednej alebo staršej generácie.

V súvislosti s vývojom zadlžovania je potrebné upozorniť ešte aj na niekoľko ďalších fenoménov.

V dôsledku vedecko-technického rozvoja sa všeobecne od konca 80. rokov rátať s tým, že vzhľadom na všetky novovytvárané pracovné miesta sa bude vyžadovať podstatne vyššia *kvalifikačná úroveň*, a teda aj ich *mzdové ocenenie* bude podstatne vyššie ako pri miestach, ktoré zanikajú. No v skutočnosti, v období 1990 – 2000, vzniklo napríklad v USA približne 16 miliónov nových pracovných miest, z ktorých približne 11 miliónov boli miesta s nižšou kvalifikačnou náročnosťou a s nižším mzdovým ocenením. Samozrejme, vzniklo aj niekoľko miliónov nových pracovných miest s vyššou kvalifikačnou náročnosťou (predovšetkým v počítačovom priemysle), avšak reálne väčšina pracovných miest dosahovala nižšiu kvalifikačnú a mzdovú náročnosť. Došlo síce k zvýšeniu minimálnej mzdy, ale na druhej strane značná časť pracovných miest bola zasiahnutá nižšou mierou mzdového ohodnotenia. V Európskej únii, vzhľadom na snahu politicky riešiť nezamestnanosť za každú cenu, sa prikročilo (na rozdiel od USA) buď ku skráteniu pracovného času (napríklad vo Francúzsku), alebo k využívaniu delených pracovných miest, pravda, úmerne tomu aj k zníženiu hodnoty mzdy (napr. v Nemecku). V konečnom dôsledku však došlo k zníženiu celkovej výšky mzdových príjmov. Tento vývoj sa postupne začal prehlbovať

aj tým, že počet nových pracovných miest bol obmedzovaný príchodom zahraničných odborníkov. V USA je tento proces veľmi výrazný, ale v Európskej únii (i keď je tiež badateľný) dosahuje neporovnateľne menší rozmer, a to predovšetkým preto, lebo časť nových prichádzajúcich pracovníkov smeruje najmä do *informačného sektora*. Do Európskej únie prichádzajú pracovníci z Indie, z krajín juhovýchodnej Ázie alebo z nových transformujúcich sa krajín. Hoci títo odborníci dostávajú nižšie mzdy ako vlastní pracovníci z členských štátov EÚ, ich mzdy sú oproti mzdám v domovských krajinách podstatne vyššie. Takže v tomto prípade je mzdová náročnosť pre firmy zamestnávajúce týchto prichádzajúcich expertov veľmi výhodná. Napriek tomu sa však stále viac ukazuje, že *rozsah vnútornej zadlženosti domácností začína byť veľmi nebezpečným fenoménom*.

Ďalším významným fenoménom je spôsob, akým spôsobom sa *transformovali úspory* (pôvodne uložené ako bankové vklady) *na iné formy kapitálového vlastníctva*. Technologický sektor, ktorý sa začal rozvíjať od polovice 90. rokov aj vďaka priemyselnej reklame, stal sa významným impulzom k väčšiemu záujmu drobných investorov o *obchodovanie na kapitálových trhoch*. Značná časť amerických domácností presunula viac ako 70 % finančnej hotovosti z vkladov v bankách do nákupov akcií technologických firiem. Tieto akcie (vzhľadom na vysoký proces zhodnocovania) poskytovali zdanlivo istú zábezpeku zhodnocovania majetku predovšetkým strednej triedy. Postupne sa však začalo ukazovať, že toto zhodnocovanie nebude dosahovať hodnoty, ktoré sa sľubovali tejto časti obyvateľstva pri vstupe na kapitálové trhy.

Po krachu technologickej „bubliny“ v roku 2000 sa ukázalo, že spotrebitelia stratili viac ako 2 bilióny USD (ktoré mali pôvodne uložené v bankách ako úspory) v operáciách na technologických kapitálových trhoch. Veľkí investori spravidla na týchto operáciách nestratili, ale prevažná časť malých investorov áno. To sa prejavilo v *poklese likvidity v značnej časti amerických domácností*. K tomu treba ešte pridať aj komplikácie súvisiace s rozmachom hypotekárneho úverovania a nákupom predmetov dlhodobej spotreby na splátky a na úvery. Klasickou ukážkou takéhoto vývoja je napríklad vývoj v štáte California. Pokiaľ v Californii dochádzalo k dynamického rozmachu informačného sektora, tieto problémy sa neobjavovali. Len čo však došlo po krachu technologickej „bubliny“ k výraznému prepadu firemných i pracovných príjmov, štát California sa dostal do mimoriadne ťažkej finančnej situácie a bolo potrebné realizovať súbor drakonických opatrení na udržanie aspoň prijateľnej výšky deficitu rozpočtu štátu California.

S tým súvisí aj ďalší fenomén, ktorý sa priamo dotýka štruktúry odmeňovania pracovníkov. Opätovne ide predovšetkým o americké firmy. Od polovice 90. rokov sa stále významnejšou zložkou mzdového odmeňovania stávali dve nové formy:

- Neposkytovali sa reálne peniaze, ale *akcie* vlastnej firmy. Pri vysokom zhodnocovaní hodnoty akcií v dividendách sa to zdalo mimoriadne stimulujúce pre vlastných pracovníkov. Po technologickom kolapse na kapitálových trhoch sa však ukázalo, že značná časť takto zhodnoteného majetku mnohých amerických domácností bola zhodnotená iba fiktívne.

- Stále väčšia časť finančných prostriedkov sa pracovníkom neposkytovala v priamej finančnej hotovosti, ale bola ukladaná do podnikových dôchodkových poisťných schém s tým, že tie mali zabezpečiť po odchode pracovníkov do dôchodku dostatočný objem *doplňkových finančných zdrojov* k oficiálnemu dôchodkovému systému.

4. Vzájomné väzby medzi oblastami zadlženosti

Verejný dlh, zadlženosť podnikov a zadlženosť obyvateľstva sú navzájom úzko previazané. Všetky tieto oblasti sa z hľadiska dlhodobého vývoja stali veľmi problematickými. Akýkoľvek otras na kapitálových trhoch začal radikálne znižovať hodnotu podnikových akcií, a to znamenalo prvú stratu likvidity. Druhú stratu likvidity predstavovali problémy s reálnym získaním prostriedkov na dôchodkové schémy, pretože tieto prostriedky sa spravidla použili na záchranu firmy v krízovej situácii alebo vo fáze recesie. Tiež sa ukázalo, že značná časť prostriedkov (pôvodne viazaných na vklady) transformovaných na vlastníctvo akcií už nemôže byť zábezpekou pri získaní ďalších úverov, prípadne získaní úverov na splácanie minulých úverov. To v konečnom dôsledku vyústilo do značných problémov s reálnou kredibilitou veľkej časti amerických domácností.

V Európe bol vývoj odlišný vzhľadom na to, že opatrnosť jej obyvateľov bola podstatne vyššia. Treba však otvorene povedať, že predovšetkým na staršie vekové kategórie (osobitne na dôchodcov) sa v mnohých krajinách používal psychologický tlak s cieľom presvedčiť tieto skupiny obyvateľstva, aby sami vstúpili na kapitálové trhy. Klasickou ukážkou takéhoto prístupu je Nemecko, v ktorom nemecká vláda predaj akcií štátneho monopolu Deutsche Telecom priamo stimulovala vo väzbe na účasť dôchodcov ako malých drobných akcionárov. Pravda, aj tu došlo k paradoxnému vývoju. Pôvodne nadhodnotené ceny akcií Deutsche Telecomu (v hodnote až 180 mariek za jednu akciu) sa postupom času zreálnili a po odhalení neúspešnej fúziovej expanzie Deutsche Telecomu do strednej a východnej Európy reálna hodnota akcií klesla na desatinu. Výsledkom toho bolo, že značná časť hotovosti a úspor, ktoré mali naštrené predovšetkým staršie vekové kategórie, sa nenávratne stratila a títo ľudia prišli o svoje, mnohokrát celoživotné, úspory. Zároveň s tým dochádza vzhľadom na neudržateľnosť deficitu verejného okruhu k nevyhnutnosti obmedziť celkovú reálnu výšku

dôchodkov. To znova vytvára veľmi nebezpečnú situáciu vo väzbe na domáci kúpyschopný dopyt.

Z toho, čo sme uviedli, viedieť, že *súčasná miera zadlženosti obyvateľstva prekračuje únosnú mieru*.

Ukazuje sa, že problém nezamestnanosti už nie je len problémom štruktúrnym, ale je aj problémom globálneho rozporu medzi zdrojmi a potrebami pracovných síl. Pokles počtu obyvateľstva v produktívnom veku zdanlivo vytvára vhodnú situáciu na riešenie tohto rozdielu, pretože slabšie populačné ročníky nebudú vytvárať taký veľký tlak na nové pracovné miesta. Na druhej strane sa však *Achillovou pätou* tohto systému stáva *závislosť od priebežného dôchodkového systému*. Platenie tých, ktorí dnes pracujú, na tých, ktorí už sú v dôchodku, sa stáva neúnosným. Ideálny pomer ľudí v poproduktívnom a produktívnom veku 1 : 3 sa dnes mení na pomer 1 : 1,8 až 1 : 1,5. Tento pomer medzi obyvateľstvom v poproduktívnom a produktívnom veku nie je možné dlhodobo a trvalo urdžiavať. *Prechod na kapitalizačný systém s individuálnymi účtami* môže byť sčasti riešením tohto problému, avšak reálne efekty sa prejavíajú až v horizonte 15 – 20 rokov.

Fenomén zadlženosti sa takto stal jedným z faktorov, ktorý sa síce objavuje v pozadí, no kľúčovým spôsobom formuje vývoj recesie.

Ukázalo sa, že neschopnosť zvýšiť domáci dopyt za daných podmienok sa stáva hlavnou bariérou oživenia väčšiny rozvinutých ekonomík. Preto sa väčšina krajín snaží tento problém riešiť znížením daní z príjmov právnických a fyzických osôb. Napríklad daňová reforma v Nemecku má za cieľ znížiť výšku korporátnej dane zhruba o 6 – 8 bodov, a takisto znížiť aj výšku dane z príjmov fyzických osôb a tým zabezpečiť znovuoživenie domáceho dopytu. Podobne v USA koncepcia Bushovej daňovej reformy mala vyústiť do výrazného zníženia daňových výdavkov obyvateľstva, a teda obnovenia domáceho dopytu. Avšak tu sa ako problém ukázala skutočnosť, že vnútorná zadlženosť obyvateľstva a strata likvidity obyvateľstva boli veľmi výrazné.

Po krachu technologických kapitálových trhov (i po rade ďalších opatreniach) samotné zníženie dane z príjmov fyzických a právnických osôb nie je dostatočným faktorom schopným vykompenzovať zadlženosť, ku ktorej došlo v rámci vývoja podnikovej sféry, bankového sektora, populácie, a v konečnom dôsledku aj vývoja zadlženosti jednotlivých krajín. Vzhľadom na to sa teda ukazuje, že len znížovanie samotných daní nebude postačovať, pretože väčšina krajín sa dostáva do schizofrenickej situácie: na jednej strane chce ponechať obyvateľstvu a podnikom viac finančných zdrojov znížením priamych daní, na druhej strane však udržanie vysokej úrovne sociálnych dávok a sociálnej politiky vyžaduje stále nové zdroje, ktoré je možné získať opätovne len od obyvateľstva a od podnikovej

sféry. Ak sa nemá prekročiť výrazné vnútorné zadlžovanie a nemá dôjsť k výraznému nárastu verejného dlhu, *nie je teda možné riešiť tento problém len samotnými zmenami priamych daní a výrazným zvýšením nepriamych daní*. Ukazuje sa, že z tohto hľadiska je celý systém finančného zabezpečenia spoločnosti dnes v značne problematickej situácii. Niektorí experti hovoria, že až priamo v neriešiteľnej situácii. Na tieto skutočnosti upozorňuje napríklad bývalý hlavný ekonóm Svetovej banky Josef Stiglitz, bývalý minister práce v prvej Clintonovej vláde David Ritch a viacero ďalších ekonómov, ktorí sa zaoberajú problémom chudoby alebo problémom príjmovej stratifikácie v rámci národných ekonomík.

Ak k tomu pridáme skutočnosť, že vo viacerých krajinách (osobitne v EÚ) dochádza k postupnému rozriedovaniu strednej triedy z hľadiska príjmovej stratifikácie spoločnosti (pričom prevažná časť strednej triedy sa dostáva medzi nižšie príjmové skupiny a iba malá úzka skupina sa dostáva medzi skupinu bohatých v rámci spoločnosti), je zrejmé, že celková *zmena štruktúry spoločnosti* sa stáva veľmi nebezpečným fenoménom, ktorý len zvyrazňuje akútnosť fenoménu zadlženia v jednotlivých trhovách ekonomikách.

Pritom proces vzájomného kumulovania uvedených negatívnych javov sa v posledných rokoch mimoriadne zrýchľuje.

Svetová recesia naplno odкрýva tie skutočnosti, ktoré doteraz existovali skôr skryto, alebo sa považovali za menej významné z hľadiska hospodárskeho rastu. Dnes sa hlavnou otázkou pre väčšinu výrobcov stáva otázka ďalšej expanzie obchodných a výrobných systémov do krajín, ktoré sú schopné solventne plniť svoje záväzky a ktorých obyvateľstvo je schopné reálne kupovať výrobky za reálne zdroje. Je to jedna z kľúčových otázok riešenia recesie a dosiahnutia oživenia a hospodárskeho rastu.

Rozpornosť vnútorných procesov (tak ako sme ich načrtli) však veľmi zužuje priestor pre národné vlády a skôr pred ne stavia otázku *globálnej zmeny hospodárskej stratégie a politiky* v rámci jednotlivých obchodných zoskupení.

Zhrnutie

Zadlženie sa stáva súčasťou všetkých ekonomík, vyspelých aj rozvojových. Hoci tento fenomén existuje už dlhé desaťročia, dnes sa dostáva do novej roviny. Je to dané nielen výškou zadlženosti, ale predovšetkým mechanizmami pôsobenia ďalších faktorov: nezamestnanosti, chudoby, príjmovej polarizácie obyvateľstva atď. Ukazuje sa niekoľko nových fenoménov: príjmová stratifikácia sa prehľbuje aj vo vyspelých ekonomikách. Nezamestnanosť sa vyvíja nezávisle od hospodárskych cyklov, vzniká rozpor medzi zamestnanosťou a vývojom pracovných príjmov. Jednotlivé úrovne sa vyvíjajú v tzv. *novej kvalite* prepojenia.

Zadlženosť verejného sektora, podnikov aj obyvateľstva stavia nové otázky pred celkovú teóriu udržateľného hospodárskeho rastu aj implikácie pre národnú hospodársku stratégiu a hospodársku politiku. Vývoj mzdovej úrovne novovznikajúcich pracovných miest, foriem zamestnávania a ich vplyv na úroveň pracovných príjmov, redukcia sociálneho štátu premietajúca sa do redukcie sociálnych príjmov, to všetko mení sociálnu úroveň príjmov obyvateľstva. Snaha udržať spotrebu rozširovaním splátkového a úverového predaja narazila na objektívne hranice, stratifikácia klientov, zákazníkov sa stáva novým fenoménom v národnom a nadnárodnom rozmere (to má svoje implikácie v stratégii korporácií, v orientácii na export, dislokácii výrobných a marketingových centrál atď.).

Zadlženosť verejného sektora nevyhnutne vedie k reformám daňových systémov, sociálnej politiky, dôchodkových systémov, ale zároveň zužuje priestor pre hospodársku politiku. Riešenie napríklad odpustením časti dlhov rozvojovým krajinám nie je riešením. Zadlženosť podnikov má vplyv na medzipodnikové vzťahy (medzipodniková zadlženosť), na stratégiu subjektov, ale aj na bankový sektor. Zvyšuje celkový objem potreby kapitálových úverov a zhoršuje celkovú ziskovú situáciu (vrátane investičnej stratégie).

Zadlženosť sa takto stáva systémovým fenoménom s rôznymi účinkami, ktorý zásadne ovplyvňuje a limitujúce možné národohospodárske i podnikové stratégie. Preto je nevyhnutné analyzovať ju i riešiť systémovými krokmi a nástrojmi. Z tohto dôvodu sme v článku načrtli niektoré systémové aspekty zadlženosti a ich dôsledky.