

Vplyv poklesu prílevu zahraničného kapitálu na ekonomiky SVE

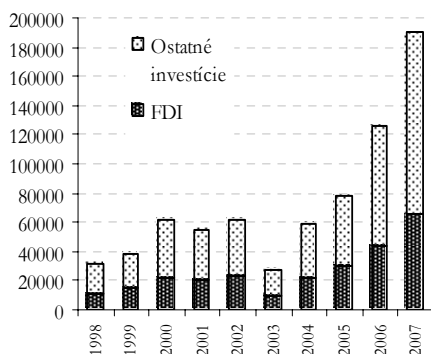
Pripravil: Gabriel Machlica

Zahraničný kapitál – hlavný motor konvergenčného procesu v krajinách SVE

V súvislosti so súčasnou finančnou a ekonomickou krízou sa čoraz častejšie poukazuje na jej negatívny vplyv na integráciu svetovej ekonomiky. Rozsah medzinárodného obchodu klesá a nedôvera prichádzajúca s krízou obmedzuje pohyb medzinárodného kapitálu. Krajiny strednej a východnej Európe¹ (SVE) dlhoročne profitovali z prílevu zahraničného kapitálu, ktorý sa stal hlavným motorom rýchleho ekonomického dobiehania krajín EÚ. Obmedzený prílev zahraničného kapitálu, vyvolaný finančnou krízou, prináša pre región neblahé následky, ktoré sa však líšia v závislosti od makroekonomických podmienok v jednotlivých krajinách. Slovensko je vďaka nízkej zadĺženosti obyvateľstva, stabilnému makroekonomickému prostrediu a vstupu do eurozóny vnímané ako jedna z najmenej rizikových krajín v regióne.

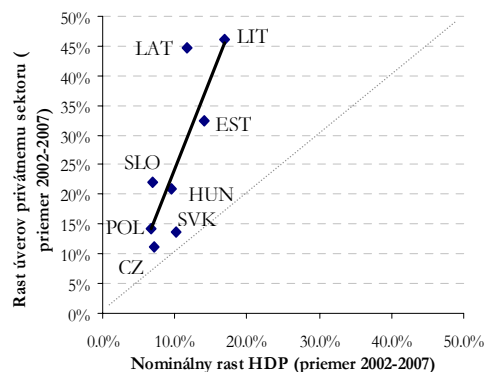
Krajiny strednej a východnej Európy po tom čo museli pretrpieť bolestivú fázu transformačného procesu, nastúpili na cestu dobiehania západných ekonomík. Relatívne vysoké ekonomické rasty postkomunistických ekonomík, na začiatku tejto dekády, nízke mzdové náklady a smerovanie do európskej únie vytvárali v týchto krajinách prostredie s vysokým potenciálom zhodnotenia investícií pri relatívne nízkej rizikovitosti. To všetko v čase, keď sa „emerging markets“ stali investičným hitom a globalizácia finančných trhov dosahovala najvyššie úrovne v histórii, čo napomáhalo alokácii kapitálu smerom k ich najvyššiemu zhodnoteniu. Podľa Inštitútu medzinárodných financií (IIF) naliali investori v rekordnom roku 2007 do rozvíjajúcich sa krajín vyše 900 miliárd amerických dolárov, z toho 392,8 miliardy patrilo rozvíjajúcej sa Európe (vrátane Ruska). Liberalizácia kapitalových pohybov sa v jednotlivých krajinách SVE uskutočnila rôznou rýchlosťou avšak všetky krajiny pri svojom vstupe do EÚ mali plne liberalizované pohyby na svojich kapitálových účtoch, keďže tým plnili jednu z predvstupových podmienok plnoprávneho členstva. Slovensko splnilo podmienku liberalizácie ako jedna z posledných krajín. Prílev súkromných investícií nielen rozširoval bázu úspor pre domáce investície, ale prostredníctvom priamych zahraničných investícií a prísunom know-how a technológií sa zvyšovala produktivita práce ako aj zamestnanosť. Prílev investícií sa do tohto regiónu po vstupe do EÚ zrýchlil (graf 1).

Graf 1: Čistý prílev investícií do krajín SVE (mil. Eur)



Zdroj: Eurostat

Graf 2: Rast úverov súkromnému sektoru a nominálny rast HDP v krajinách SVE (p.a.)



Zdroj: MMF

Rýchly rast úverov

Optimizmus plynúci z rýchleho napredovania týchto ekonomík a ich inštitucionálneho zakotvenia v európskych štruktúrach spôsobil, že rast úverov v týchto krajinách ďaleko prevyšoval rast ich

¹ Pre potreby tohto komentára pod krajinami strednej a východnej Európy rozumieme novoprijaté postkomunistické krajiny EÚ - Česko, Maďarsko, Poľsko, Slovensko, Litvu, Lotyšsko, Estónsko, a Slovinsko

nominálneho HDP (graf 2). To sa nevyhnutne odrazilo vo vyšších pôžičkách zo zahraničia.

Finančná kríza, ktorá sa naplno začala prejavovať od polovice roka 2008 výrazne zatrasla dôverou vo finančné inštitúcie a prehĺbila neistotu ohľadom solventnosti viacerých významných inštitúcií, čo vyústilo do série bankrotov a nútených predajov. Zvýšená averzia k riziku a nedostatok likvidity menia mapu kapitálových tokov v Európe. V roku 2009 má prísť podľa IIF k čistému prílevu kapitálu do rozvojových krajín na úrovni 165,3 mld. USD, tzn. že v porovnaní s rokom 2007 (928 mld. USD) ide o 82 % pokles.

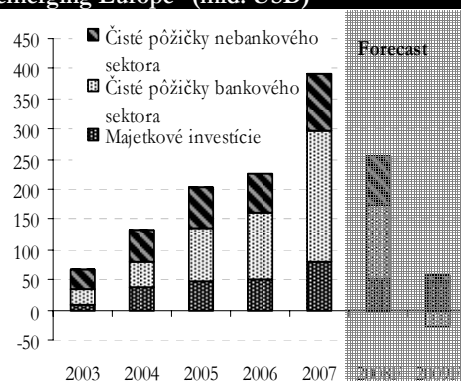
Vysychanie zahraničných zdrojov by mala najviac podľa IIF pocítiť východná Európa, kde by malo prísť v roku 2009 k poklesu čistého prílevu kapitálu o 92,3 % oproti roku 2007. Pokles ako aj samotné efekty nedostatku zahraničných zdrojov, by však mali byť v jednotlivých krajinách rôzne, v závislosti od odlišných makroekonomických pozícií, v ktorých sa krajiny nachádzajú. Vplyv významného poklesu prílevu kapitálu by sa dal zhrnúť do 3 hlavných oblastí pôsobenia na ekonomiku:

- o obmedzenie prílevu FDI
- o úverová reštrikcia
- o znehodnotenie domácej meny a tlak na dlhovú službu v zahraničnej mene

Obmedzenie prílevu FDI

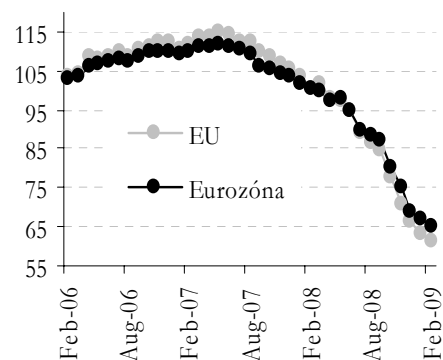
Priame zahraničné investície sa v minulých rokoch ukázali ako nevyhnutný predpoklad konvergenčného procesu v regióne SVE. Len v roku 2007 prilákal tento región 58 % zo všetkých novovzniknutých pracovných miest vytvorených prílevom priamych zahraničných investícií v Európe (Ernst and Young). Priame zahraničné investície sú menej senzitivne na cyklický vývoj v porovnaní s inými formami kapitálových tokov, keďže sú väčšinou spojené s reálnymi investíciami. Prognóza IIF na rok 2009 potvrdzuje, že prílev priamych zahraničných investícií by mal byť najmenej zasiahnutý v porovnaní s ostatnými komponentmi zahraničného kapitálu (graf 3). Napriek tomu sa predpokladá, že priame investície v roku 2009 sa výrazne oslabia z dôvodu poklesu globálnej ekonomickej aktivity. Hlavným zdrojom FDI v našom regióne boli krajiny západnej Európy, ktoré podľa prognóz Európskej komisie čaká v roku 2009 prepad HDP. Očakávaný pokles korporátnych ziskov a zvyšujúca sa nedôvera ovplyvnia súčasné podnikateľské stratégie západoeurópskych firiem. Náladu v západných ekonomikách dokonale odrážajú hodnoty ekonomického sentimentu, ktoré v mnohých krajinách atakujú historické minimá (graf 4). Ďalším dôvodom očakávaného poklesu priamych zahraničných investícií je nízka likvidita na európskom medzibankovom trhu a stále sprísňujúce sa úverové štandardy, ktoré budú pôsobiť proti expanzii firiem smerom na východ. Pokles FDI bude závisieť od regiónov a spoločností v nich pôsobiacich, ale ako taký by mal zasiahnuť celý región s negatívnym vplyvom na ekonomický rast týchto ekonomik. MF SR očakáva prílev FDI vo forme majetkových účastí a reinvestovaného zisku na Slovensku v roku 2009 vo výške 0,6 % HDP, kým pred krízou očakávalo prílev na úrovni 2,7 % HDP.

Graf 3: Prílev zahraničného kapitálu do „emerging Europe“ (mld. USD)



Zdroj: IIF

Graf 4: Vývoj ekonomického sentimentu v EU a eurozóne (index)



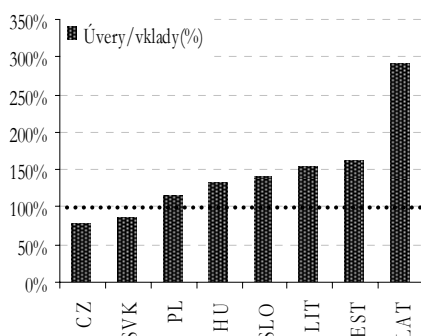
Zdroj: EK

Úverové reštrikcie

Ako likvidita na finančných trhoch vprchá, získanie **úverových zdrojov** môže byť v niektorých krajinách ešte drahšie po tom ako sa riziková prírážka smerom na východ zvyšuje. Znamená to, že pre krajiny z tohto regiónu môže byť zložitejšie získať úverové zdroje v už aj tak veľmi reštriktívnom prostredí. IIF predpokladá, že to budú práve pôžičky bankovému sektoru, ktoré v roku 2009 zaznamenajú najväčšie poklesy.

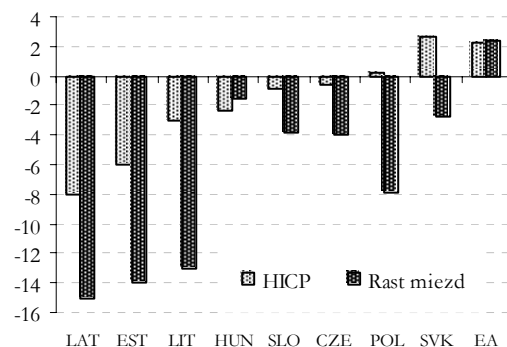
Očakáva sa, že v roku 2009 by splácanie dlhov bánk zahraničiu malo v rozvojových krajinách Európy dokonca prevýšiť podiel prijatých pôžičiek zo zahraničia (graf 3). Predovšetkým v krajinách, kde bankový systém nevykrýval úverové požiadavky rezidentov z domácich zdrojov, môže byť tento problém viditeľnejší (graf 5). Vo všetkých troch pobaltských krajinách prekročila hodnota úverov o viac ako 150 % hodnotu vkladov a výraznou mierou tak v minulých rokoch pomáhala ťahať spotrebu a investície. Rýchly rast pôžičiek v tomto regióne bol poháňaný predovšetkým skutočnosťou, že pri predpokladanom rýchлом tempe inflácie a raste miezd sa očakávaná reálna úroková miera dostala do záporných hodnôt (graf 6). To ďalej motivovalo ľudí požičiavať si, keďže ich reálna úroková sadzba bola záporná. V súčasnosti bude drahý zahraničný kapitál nevyhnutne ťahať ekonomiky jednotlivých krajín smerom k červeným číslam. Z tohto pohľadu budú najväčšie korekcie čakať pobaltské krajiny, kým Slovensko, Česko a Poľsko by mali byť zasiahnuté menej.

Graf 5: Podiel úverov na vkladoch (júl 2008)



Zdroj: Centrálné banky MMF

Graf 6: Nominálna hodnota úrokovej miery eurozóny deflovaná domácou infláciou a nárastom miezd (% 2007Q4)

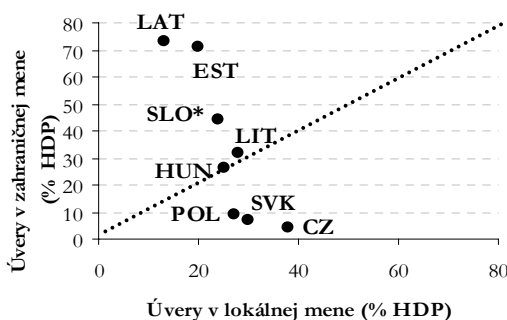


Zdroj: WP, Rosenberg, Tirpák

Znehodnotenie domácej meny a tlak na dlhovú službu v zahraničnej mene

Tretím dôležitým dôsledkom nízkeho prílevu zahraničného kapitálu je **tlak na dlhovú službu v zahraničnej mene v dôsledku znehodnotenie domácej meny**. Po páde Lehman Brothers zastihla neistota i devízový trh. Kým pobaltské krajiny majú kurz pevne zafixovaný na euro a Slovensko spolu so Slovinskom je členom eurozóny, silný odliv investorov tak postihol stredoeurópske meny – maďarský forint, poľský zloty a českú korunu. Od polovice minulého roka začali tieto stredoeurópske meny zaznamenávať výrazné straty. Najväčšie straty zaznamenal poľský zloty, ktorého hodnota sa voči švajčiarskemu franku prepadla od júla 2008 do februára 2009 skoro o polovicu. Depreciácia meny by za iných okolností znamenala impulz pre exportne orientované podniky v týchto krajinách. Cenová konkurenčná výhoda sa však pri súčasnom globálnom poklese dopytu prejavuje len minimálne. Oveľa závažnejším problémom je skutočnosť, že časť úverov v týchto krajinách bola denominovaná v zahraničnej mene, čím sa hodnota dlhu rezidentov v stredoeurópskych krajinách začala úmerne zvyšovať spolu s depreciáciou kurzu. Úvery v zahraničnej mene boli v mnohých krajinách hlavným dôvodom rýchleho rastu celkových úverov. Prinášali so sebou nižšie nominálne úrokové sadzby. V Maďarsku bol pred pádom Lehman Brothers diferenciel medzi základnou úrokovou sadzbou Maďarskej centrálnej banky (8,5%) a ECB (4,25%) až 4,25 percentuálneho bodu. Ďalším dôvodom zadlžovania sa v zahraničnej mene bola dôvera v apreciačný trend domácej meny podložený rýchlym procesom konvergencie a predpokladom rýchleho vstupu krajiny do menovej únie. Z nasledujúcich grafov vyplýva, že najväčšie straty v tomto smere zaznamenajú rezidenti Maďarska. Depreciácia meny nebola taká výrazná ako je to v prípade Poľska, no podiel úverov denominovaných v cudzej mene dosiahol vyše 25% z HDP. Na strane druhej podiel úverov denominovaných v cudzej mene je v Poľsku a ČR z tohto pohľadu oveľa nižší.

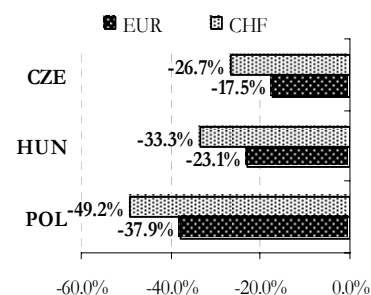
Graf 7: Pomer úverov v zahraničnej mene (% HDP) k úverom v domácej mene (% HDP) -2007



*2006

Zdroj: WP, Rosenberg, Tirpák

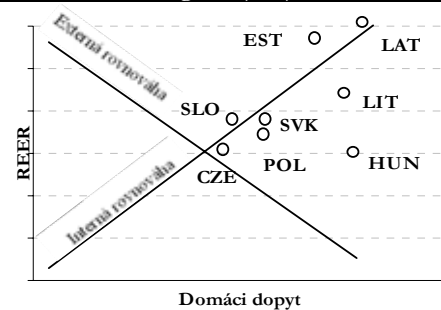
Graf 8: Depreciácia vybraných stredoeurópskych mien k euru a švajčiarskemu franku (júl 2008-feb. 2009)



Zdroj: Reuters

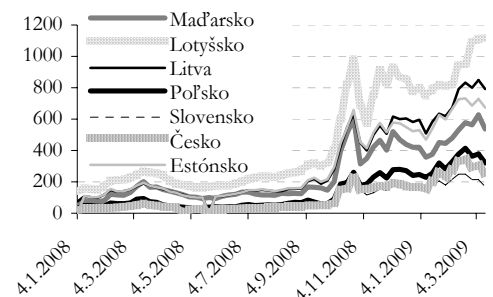
Región strednej a východnej Európy je regiónom s ekonomicky rozdielnymi krajinami. Preto finančná kríza bude mať na región rôznorodý vplyv v závislosti od makroekonomickej pozície tej ktorej krajiny, od kurzového režimu, či od reakcií hospodárskej politiky. Po páde Lehman Brothers sa makroekonomická stabilita stala dôležitým indikátorom rizika v jednotlivých krajinách. Zostrojili sme upravený a zjednodušený swan diagram², ktorého cieľom je načrtnúť makroekonomické pozície jednotlivých krajín. Diagram vyjadruje závislosť reálneho efektívneho kurzu od domáceho dopytu, na ktorý sme naniesli dve protichodne sa vyvíjajúce priamky. Prvá hovorí o vonkajšej rovnováhe, ktorá vyjadruje stav bilancie bežného účtu platobnej bilancie. V prípade, že krajina dosahuje vyrovnaný bežný účet tak jej pozícia je zobrazená na priamke – vonkajšia rovnováha. Body nad touto priamkou vyjadrujú deficit a body pod priamkou prebytok na bežnom účte platobnej bilancie. Druhá priamka vyjadruje internú rovnováhu, ktorá je zobrazená prostredníctvom fiškálnej bilancie. Body na priamke – interná rovnováha vyjadrujú vyrovnaný rozpočet verejnej správy. Body pod touto priamkou deficit a body nad priamkou prebytok verejných financií. Prienik týchto dvoch priamiek vyjadruje v našom prípade vyrovnanú pozíciu aj na bežnom účte a zároveň aj v rozpočte verejnej správy. Čím sa krajina nachádza bližšie k prieniku týchto priamiek, tým je jej makroekonomické prostredie stabilnejšie. Najďalej od rovnováhy sa nachádza Lotyšsko a Estónsko, síce s prebytkom verejných financií no s vysokým deficitom bežného účtu na úrovni 22 % resp 18,5 %. Maďarsko dosahuje v porovnaní so susedmi vysoký deficit verejnej správy, ale aj bežného účtu. Skupina krajín Slovinsko, Slovensko, Poľsko a ČR sa nachádzajú relatívne blízko trhom vnímanej rovnováhy.

Graf 9: SWAN diagram (údaje sú k roku 2007)



Zdroj: Vlastné prepočty, Eurostat

Graf 10: Vývoj 5 ročných CDS (credit default swaps)



Zdroj: Bloomberg

Nerovnováhy sú vnímané trhom v súčasnosti oveľa citlivejšie, preto riziková prirážka stúpala predovšetkým v krajinách, ktoré su na grafe 9 ďaleko od stredy, t.j. rovnováhy. Graf 10 zobrazuje vývoj 5 ročných CDS (credit default swaps), ktoré sa všeobecne považujú za indikátor hodnotenia rizika pre krajiny. Čím je indikátor vyššie, tým je vyššia i jeho riziková prirážka. Ako vidieť z grafu 10, pád Lehman Brothers spôsobil výrazné prehodnotenie rizika v jednotlivých krajinách a vniesol medzi krajiny SVE oveľa výraznejšie rozdiely vo vnímaní rizika ako tomu bolo v nedávnej minulosti. Hlavné makroekonomické nerovnováhy prevládajú predovšetkým v pobaltských krajinách a Maďarsku, ktoré majú najvyššie deficity bežného účtu a v prípade Maďarska sa k tomu pridáva aj vysoký dlh verejnej správy. Poľsko, Česko, Slovensko majú relatívne nízke deficity verejnej správy aj vonkajšia nerovnováha je relatívne zvládnuteľná. Slovensko je aj vďaka vstupu do eurozóny (nehrozí kurzové riziko vzhľadom na vývoj BÚ PB) vnímané ako jedna z najmenej rizikových ekonomík v regióne.

Tabuľka 1: Vybrané ukazovatele z krajín SVE

	BÚ – 2007 (%HDP)	Saldo VF - 2007 (% HDP)	Dlh vlády (% HDP) prognóza 2009	Ek. rast (% HDP) prognóza 2009	Menový režim
Česko	-1.5	-1.0	29.4	1.7	floating
Poľsko	-4.7	-2.0	47.7	2	floating
Slovensko	-5.1	-1.9	30.0	2.7	euro
Maďarsko	-6.4	-5.0	65.8	-1.6	floating
Slovinsko	-4.0	0.5	23.4	0.6	euro
Litva	-15.1	-1.2	20	-4	Currency board
Lotyšsko	-22.9	0.1	30.4	-6.9	Currency board
Estónsko	-18.3	2.7	4.3	-4.7	Currency board

Zdroj: Európska komisia, Eurostat

²Pre potreby tohto komentára sme upravili swan diagram. Prezentovaný swan diagram tak slúži len na ilustráciu makroekonomickej pozície na základe vývoja bežného účtu platobnej bilancie a deficitu verejných financií, nemá ambíciu skúmať makroekonomické rovnováhy jednotlivých krajín podľa ekonomickej teórie.

Záver

Všetky krajiny SVE v dôsledku finančnej krízy budú čeliť zníženiu FDI ako aj zníženiu zahraničného dopytu, čo negatívne ovplyvní ich hospodársky rast. Jednotlivé krajiny sú však v rozdielnej miere ovplyvnené odlivom zahraničného kapitálu vzhľadom na odlišné makroekonomické podmienky a kurzové režimy. Hlavné makroekonomické nerovnováhy prevládajú predovšetkým v pobaltských krajinách a Maďarsku. Pobaltské krajiny dlhé roky profitovali z lacných zahraničných úverov, ktoré veľkou mierou ťahali domáci dopyt. Rast úverov v týchto krajinách bol jedným z najvyšších v regióne. Dvojciferné rasty domáceho dopytu sa odrazili na zvyšovaní deficitu bežného účtu platobnej bilancie. Zhoršenie úverových podmienok v týchto krajinách sa významne odrazí na nepriaznivom vývoji domáceho dopytu. Maďarsko má relatívne veľkú časť svojich úverov denominovaných v zahraničnej mene, čo pri deprecii meny rovnomerne zvyšuje aj ich náklady. Navyše vykazuje aj najvyšší dlh verejnej správy v regióne. Na strane druhej Poľsko, Česko, Slovinsko a Slovensko postihla kríza v relatívne dobrej makroekonomickej kondícii. Slovensko a Slovinsko majú výhodu eura, ktoré eliminuje kurzové riziká. Tieto krajiny tak musia čeliť predovšetkým klesajúcemu zahraničnému dopytu a nízkemu prílevu priamych zahraničných investícií.

Pozícia Slovenska je z pohľadu dopadov nízkeho prílevu kapitálu relatívne stabilná. Úvery sú bezpečne kryté domácimi depozitmi. Krajina posledné roky znižovala deficit verejných financií a deficit bežného účtu bol na relatívne udržateľnej úrovni. Aj vďaka vstupu do eurozóny začiatkom roka 2009, je krajina vnímaná ako jedna z najmenej rizikových v regióne SVE.

Použitá literatúra

- 1) Capital flows to emerging market economies, Institute of International finance, 27.1.2009
- 2) Determinants of foreign currency borrowing in the new member states of the EU, CH.B. Rosenberg, M. Tirpák, IMF Working paper/08/173, jul 2008
- 3) Capital flow to central and eastern Europe, P.R. Lane, G.M. Milesi-Ferretti, IMF Working paper/06/188, august 2006
- 4) Interim forecast, European commission, január 2009
- 5) The whiff of contagion, The Economist, 26 februára 2009
- 6) The open world, Ernst & Young 2008 European attractiveness survey