

## Bankrotы suverénov

Dlhové krízy a bankrotы suverénov – mestských štátov, kráľovstiev, ríš a štátov sú také staré ako požičiavanie samo. Prvé zaznamenané bankrotы suverénov pochádzajú zo štvrtého storočia pred našim letopočtom. Vtedy zbankrotovalo 10 z 13 gréckych samospráv aténskeho námorného spolku, keďže nedokázali splácať pôžičky od chrámu na Délose, ktorý slúžil ako pokladnica spolku.

Počas stredoveku bola dejiskom väčšiny bankrotov suverénov Európa. V polovici 16. storočia zbankrotovalo Francúzsko, Španielsko a Portugalsko. V 17. storočí nasledovali ďalšie krajiny vrátane Pruska, no Španielsko a Francúzsko sa stali vedúcimi bankrotérmi s celkovo šiestimi respektíve ôsmimi štátnymi bankrotmi v rozmedzí 16. a 18. storočia. Počiatkom 19. storočia začína rýchlo narastať množstvo, ako aj geografický rozmer štátnych bankrotov. Tento fakt bol najmä následkom rozvoja finančných trhov, vznikom nových nezávislých vlád a rastúcim objemom cezhraničných kapitálových tokov.

### Krehká rovnováha:

Rozdiel medzi úspešným, teda progresívnym fungovaním štátu a vyhlásením bankrotu je v skutočnosti tvorený veľmi tenkou hranicou. Ako takmer každý podnikateľ, ktorý si je za účelom rozvoja podniku nútení požičiavať, tak svoj rozvoj prostredníctvom pôžičiek financujú aj štáty. Problém nastane ak požičané peniaze štát nepoužíva na svoj rozvoj, teda rast budúcich výnosov, ale na momentálnu spotrebu, ktorá nezabezpečí budúce príjmy. Dlh, ktorý štát akumuluje predstavuje nákladovú stranu verejných financií. Ak nákladová strana preváži príjmovú, tvorenú predovšetkým daňami, začína štát vytvárať deficit verejných financií (fiškálny deficit). Úvery, ktoré štát akumuluje môžu byť poskytované dvoma základnými subjektmi a to domácimi alebo zahraničnými. Väčší problém pre štát predstavujú zahraničné pôžičky, keďže v tom prípade pre štát nie je také jednoduché ovplyvniť podmienky úveru. Štát okrem toho spláca svoj dlh v zahraničnej mene, ktorej má len obmedzené množstvo. Verejný, alebo štátny dlh vzniká kumuláciou fiškálnych deficitov a predstavuje dlhodobé zaťaženie verejného rozpočtu, keďže štát popri splátkach musí hradiť aj úroky, ktoré k dlhom pribúdajú. Ak začne výška splátok dosahovať úroveň vládnych príjmov dostáva sa štát do platobnej neschopnosti. To ochromuje nielen fungovanie štátu ako takého, ale znemožňuje aj ďalšie pôžičky. Od platobnej neschopnosti je tak už len krok k vyhláseniu bankrotu.

### Príčiny bankrotov:

Tento krok však môže mať množstvo podôb, o čom nás presvedčili aj mnohé prípady z minulosti. V niekoľkých prípadoch boli bankrotы dôsledkom pohnutej politickej histórie krajiny, inokedy zas vojen, revolúcií a civilných konfliktov, ktoré spôsobili neschopnosť alebo nevládu štátov splácať svoje záväzky. Napríklad Turecko, Bulharsko a Rakúsko-Uhorsko vypovedali splácanie

## Grafické informácie

**Tabuľka č. 1:** Najviac zadlžené krajiny podľa MMF za rok 2010

Krajina	Podiel dlhu na HDP
Japonsko	225,8%
St. Kitts and Nevis	196,3%
Libanon	138,9%
Jamajka	135,7%
Grécko	130,2%
Taliano	118,4%
Island	115,6%
Belgicko	100,2%
Singapur	98,9%
Írsko	93,6%
USA	92,7%
Francúzsko	84,2%
Portugalsko	83,1%
Dominikánska rep.	83,0%
Seychely	82,6%
Kanada	81,7%
Maďarsko	78,4%
Belize	78,1%
Veľká Británia	76,7%
Izrael	76,1%

### VYPRACOVAL:

Ing. Martin Cesnak, analytik  
Boris Penev, analytik

**CAPITAL MARKETS, o.c.p., a.s.**

Ul. 29. augusta 36, 811 09 Bratislava

tel: +421 2 2070 6880

e-mail: [info@capitalmarkets.sk](mailto:info@capitalmarkets.sk)

[www.capitalmarkets.sk](http://www.capitalmarkets.sk)

Uvedené akcie nesmú byť chápané ako investičné odporúčanie, ale iba ako východisko pre ďalšie skúmanie prostredníctvom fundamentálnych metód oceňovania, ako i technickej analýzy vývoja ceny a objemov na burze.

Upozornenie! Všetky obchody s cennými papiermi môžu viesť ako k ziskom, tak i k stratám. Všetky informácie týkajúce sa pravidiel vypracovania a šírenia investičných odporúčaní podľa §132e až § 132n zákona 566/2001 o cenných papieroch nájdete na [www.capitalmarkets.sk/ID](http://www.capitalmarkets.sk/ID). Dohľad nad činnosťou spoločnosti CAPITAL MARKETS, o.c.p., a.s. vykonáva Národná banka Slovenska. Zdroj informácií: Bank of international settlement, Bloomberg, Debt defaults and lessons from a decade od crises – Federico Sturzenegger and Jeromin Zettelmeyer

záväzkov voči svojim nepriateľom na začiatku Prvej svetovej vojny. Podobná situácia sa v prípade Talianska, Turecka a Japonska zopakovala aj na začiatku Druhej svetovej vojny. Ďalšie štáty ako Mexiko (1914), Rusko (1917), Čína (1949), Československo (1952) a Kuba (1960) prestali splácať dlhy v dôsledku revolúcií, či komunistických prevratov. Niektoré krajiny ako Rakúsko (1802, 1868) a Rusko (1839) vyhlásili bankrot po tom, ako prehrali vojny, iné ako Španielsko (1831) a Čína (1921) zas v dôsledku dlhotrvajúcich občianskych vojen. Faktom však je, že väčšina z celkového počtu štátnych bankrotov po roku 1801 a takmer všetky od roku 1970 nepatrili do vyššie spomenutej kategórie, ale boli dôsledkom jemnejších interakcií medzi hospodárskymi politikami krajín a externým ekonomickým prostredím vrátane ekonomických kríz a politických šokov. Príčin bankrotov teda môže byť mnoho, no existujú faktory, ktoré sú spoločné pre väčšinu zbankrotovaných štátov. Takýmto faktorom sú napríklad spoloční veritelia. Najčastejšími veriteľmi väčšiny bankrotov boli v 19. storočí Spojené Kráľovstvo a Francúzsko. Na začiatku 20. storočia nimi boli USA, Spojené Kráľovstvo, Francúzsko, Nemecko a Holandsko. USA a Spojené Kráľovstvo boli najväčšími veriteľmi v medzivojnovom období, Západná Európa a USA v 70. rokoch 20. storočia a Západná Európa, USA a Japonsko v 90. rokoch 20. storočia. Ďalším spoločným faktorom bankrotov boli historické obdobia. Pôvod týchto veľkých pôžičkových období bol rôzny. Napríklad koniec Napoleonských vojen, vznik nezávislých krajín v Latinskej Amerike, koniec Prvej svetovej vojny, africká dekolonizácia alebo rozpad ZSSR. V iných prípadoch boli veľké pôžičkové obdobia iniciované zmenami ekonomického charakteru v zadlžujúcich sa krajinách ako napríklad prijatie stabilizačných reforiem, technologický rozvoj či nárast medzinárodnej konkurencieschopnosti. Napríklad počas 19. storočia bolo veľa pôžičiek vyvolaných veľkými investíciami do rozvoja dopravnej, obzvlášť železničnej infraštruktúry. Rozmach zadlžovania na začiatku 90. rokov 20. storočia bol zase spôsobený reformami v post socialistických republikách, ktoré mali zabezpečiť hospodársky rast.

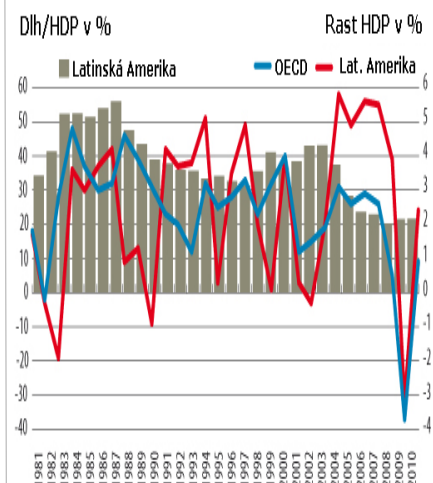
#### Následky vyhlásenia bankrotu:

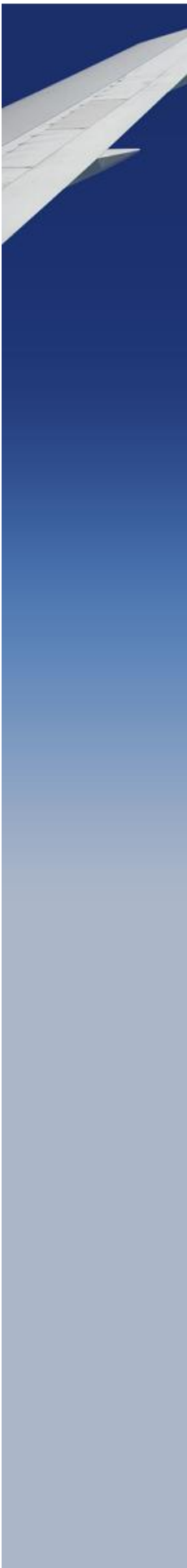
Väčšina z bankrotov zaznamenaných počas 19. a 20. storočia v konečnom dôsledku vyústilo do rôznych foriem vyrovnania medzi veriteľskými a dlžníckymi krajinami. Dôležitou otázkou je, aké dopady mali bankroty krajín na ich hospodárstvo. Priamym dôsledkom reštrukturalizácie, teda odloženia splácania pôžičky, či dokonca absolútneho škrtania dlhu je nedôvera veriteľov k subjektu, ktorý bankrot vyhlásil. Táto nedôvera sa pre reštrukturalizujúcu krajinu najčastejšie odrazí v podobe dočasnej straty prístupu na finančné trhy v dĺžke niekoľkých rokov. Týmto pádom si krajina nie je schopná požičať ďalší kapitál. Z toho vyplýva, že voľný kapitál, ktorý krajina získa nesplácaním dlhov by mal byť aspoň rovný alebo vyšší ako budúci kapitál potenciálne získaný na finančných trhoch. Ak táto podmienka nie je splnená krajina by mala preferovať riadne splácanie pred reštrukturalizáciou.

**Tabuľka č. 2:** Krajiny s najväčším počtom bankrotov

Krajina	Bankroty od roku 1824
Paraguaj	1827; 1874; 1892; 1920; 1932; 1986; 2003
Argentína	1830; 1890; 1915; 1930; 1982; 2001
Uruguaj	1876; 1891; 1915; 1933; 1983; 2003
Ekvádor	1832; 1868; 1911; 1931; 1982; 1999
Brazília	1826; 1898; 1914; 1931; 1983
Chile	1826; 1880; 1931; 1983
Mexiko	1827; 1867; 1914; 1982
Turecko	1876; 1915; 1940; 1978
Španielsko	1831; 1867; 1882
Srbsko	1895; 1933; 1983
Rakúsko	1868; 1914; 1932
Rumunsko	1915; 1933; 1981
Bulharsko	1915; 1932
Grécko	1824; 1892
Rusko	1917; 1988
Portugalsko	1834; 1892
Poľsko	1936; 1981
Ukrajina	1998; 2000
Nemecko	1932

**Graf č. 1:** Latinská Amerika vs OECD



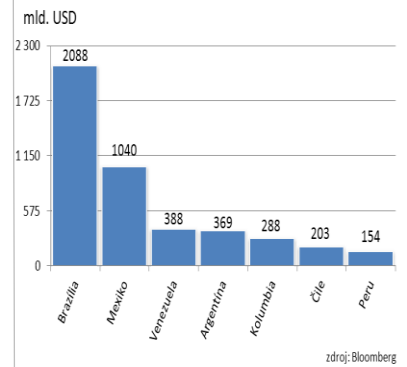


Kontrakcia dostupnosti k zahraničnej mene sa môže odraziť na redukcii zahraničného obchodu, a tým znižovať životnú úroveň domáceho obyvateľstva. V praxi však väčšinou existujú subjekty ochotné požičiavať aj napriek bankrotu krajiny, keďže nie sú držiteľmi reštrukturalizovaného dlhu. Napríklad počas bankrotu štátov Latinskej Ameriky v 80. rokoch 20. storočia držalo väčšinu dlhu pomerne malé množstvo medzinárodne pôsobiacich bánk, čo však nezabránilo iným bankám poskytovať potrebný kapitál. Motiváciou iných bánk požičiavať zbankrotovanej krajine môžu byť napríklad vysoké, no zároveň aj vysoko rizikové úrokové sadzby. Okrem toho sú z minulosti známe prípady (1930, 1980), kedy si v podmienkach všeobecných kríz na finančných trhoch nedokázali požičať žiadne krajiny bez ohľadu na to, či vyhlásili bankrot alebo nie. V prípade, že krajina pristúpi k reštrukturalizácii dlhu, môže strata prístupu na finančné trhy vyústiť aj do ďalších negatívnych efektov.

#### Širšie dôsledky bankrotu:

Ak je väčšia časť verejného dlhu tvorená domácimi úvermi a štát vyhlási bankrot, bude to znamenať zánik väčšej časti investícií domáceho obyvateľstva. To bude mať za následok zníženie spotreby a investícií a následne aj HDP. Toto bol prípad Ruska v roku 1998. Na druhej strane však štát v tejto situácii môže pristúpiť ku zvýšeniu daňového zaťaženia, čím získa časť splácaného dlhu vo forme daní naspäť. Týmto spôsobom môže získať dodatočné prostriedky na obsluhu tohto dlhu. Dôsledkom predmetného riešenia by však bolo sťaženie požičiavania si od domácich rezidentov v budúcnosti. Vyhlásenie bankrotu sťažuje prístup na finančné trhy aj domácim subjektom. Ak je okrem toho štát u domáceho obyvateľstva aj zadlžený, môže tento stav vyvolať nestabilitu domáceho bankového systému. To má za následok nedôveru klientov, ktorí hromadne pristúpia k výberu svojich bankových depozitov. V prípade, že by štát bol dôveryhodný (likvidný) mohol by sa za banky zaručiť, a tým zabrániť hromadnému vyberaniu vkladov. V prípade bankrotu sa však štát stáva neschopným tejto situácii zabrániť. Tento stav tak môže vyústiť až do úplného kolapsu bankového systému, ktorý odštartuje vlnu bankrotov šíriacich sa celou ekonomikou. Čistý vypožičiatelia devíz, napríklad na financovanie importu tovarov a služieb sa v prípade straty prístupu na finančné trhy, dostávajú do situácie, kedy nie sú schopní zaistiť stabilitu svojich mien. V prípade bankrotu sa z dôvodu rizikovosti znižuje dopyt po domácej mene, čo vyústi do depreciačie výmenného kurzu. Tento proces zvýši čistý dlh krajiny ako aj náklady na jeho obsluhu v prípade, ak je denominovaný v zahraničnej mene. Z krátkodobého hľadiska by reštriktívna monetárna politika tento efekt mohla obmedziť, no opäť by to malo za následok zníženie likvidity a pokles domáceho dopytu. V najhoršom prípade by tak štátny bankrot mohol vyústiť do troj - krízy teda štátnej, bankovej a menovej krízy uvrhnúc ekonomiku danej krajiny do hlbokéj recesie. Po istom časovom odstupe by sa však napriek tomu prejavil aj jeden pozitívny efekt depreciačie, a tým je rast výnosov z exportu. Sila tohto efektu by však závisela od veľkosti exportného sektora ako aj dostupnosti obchodného kapitálu.

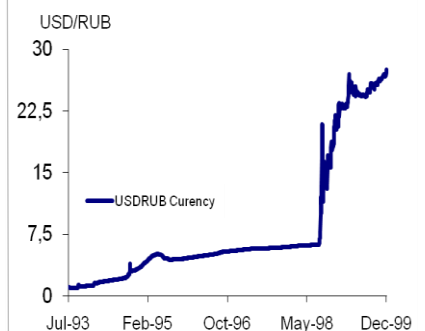
**Graf č. 2:** HDP krajín Južnej Ameriky v roku 2010



**Graf č. 3:** Prepad ruského akciového indexu v roku 1998



**Graf č. 4:** Vývoj kurzu RUB/USD počas krízy v roku 1998



**Graf č. 5:** Vývoj HDP Ruska od r. 1995 do r. 2011

