

Súvislosť zmien v štruktúre kapitálu s globálnou finančnou krízou¹

Globálna finančná integrácia je výsledkom globalizačných tendencií zhruba od 80. rokov minulého storočia. Globalizáciu podmienili najmä tri významné trendy – nástup nových technológií, liberalizácia a s ňou spojená deregulácia ekonomík a nárast počtu ako aj ekonomickej sily transnacionálnych korporácií. G. Soros (2009) výstižne poukázal na vzájomný tesný vzťah globalizácie a finančných trhov keď hovorí, že globalizácia znamená rozvoj globálnych finančných trhov, rast nadnárodných korporácií a ich čoraz väčšiu vládu nad národnými ekonomikami. Všeobecne sa konštatuje, že finančné trhy sú nositeľmi globalizácie, že globalizačné trendy sa najprv s určitým predstihom prejavia prostredníctvom významných zmien na finančných a kapitálových trhoch. Ako uvádza H. Faruquee (2007) ide o multidimenziálny proces, pri ktorom nastáva tesné prepojenie finančných trhov v oblasti organizácii trhu a jeho infraštruktúre, v oblasti pravidiel a regulácie a v oblasti tvorby cien, transakcií a použitých trhových modelov. Tieto procesy teda spôsobujú na finančných trhoch ich prechod od úplnej segmentácie k úplnej integrácii. Finančná integrácia so sebou prináša množstvo pozitívnych prínosov, ale samozrejme súbežne s tým narastajú aj riziká. Najčastejšie sa za prínosy finančnej integrácie uvádzajú vyššie investičné výnosy, vyššia akumulácia investičného kapitálu a jeho efektívnejšia alokácia, ľahšie získavanie kapitálu pre veľké spoločnosti, aj pre malé a stredné podnikanie prostredníctvom fondov rizikového kapitálu, zlepšenie dostupnosti financovania potrieb domácností, ako aj zdieľanie rizika jeho diverzifikáciou. Prínosy finančnej integrácie vyčíslil London Economics (2002) znížením nákladov kapitálu o 0,5 % a zvýšením HDP o 1,1 % v dlhom období. Rast stimulujú tri faktory: 1. zvýšený podiel úspor usmernený do investícií; 2. zlepšenie alokácie zdrojov do investičných projektov a tým rast hraničnej produktivity kapitálu; 3. vplyv na mieru úspor domácností.

¹ Príspevok vznikol v rámci riešeného projektu OP VaV "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 logické, že finančná integrácia zároveň vedie k zvýšeniu miery rizika a jeho prenosu z jednotlivých trhov do integrovaného celku. Pre finančné trhy je existencia rizika typickou charakteristikou. Tu už však ide o také riziká, ktoré súvisia s prenosom šokov. Užšia vzájomná prepojenosť trhov zvyšuje pravdepodobnosť toho, že vývoj na jednom trhu ovplyvní situáciu na ostatných trhoch. Výsledkom týchto procesov sú finančné krízy, ktoré postupne vznikali od 70. rokov minulého storočia najprv v menej rozvinutých krajinách a kríza v r. 2007, ktorá udrela v najvyspelejšej krajine sveta - USA a postupne zasiahla celú globalizovanú ekonomiku. Globálna finančná kríza položila svetovú ekonomiku nečakane silnou a rýchlo sa šíriacou nákazou. Zároveň vyvolala najväčšiu koordinovanú záchrannú akciu štátov v histórii a odkryla veľký problém morálneho hazardu a jeho inštitucionalizáciu. Tieto ako aj ďalšie skutočnosti sa nutne prejavili modifikovaným fungovaním globalizovaných finančných trhoch.

Zmeny v štruktúre kapitálu a ich dopady

Jedným z prejavov je tzv. „financionalizácia“ ekonomiky. Problematike financionalizácie kapitalizmu sa podrobne venujú viacerí autori. Napríklad Foster a Magdoff (2009) upozorňujú, že už Keynes videl v štrukturálnom charaktere moderných financií riziko narušovania väzieb medzi trhom a výrobou potenciálne vedúce k destabilizácii systému a vzniku špekulatívnych bublín. L. Pástor (2009), poukazuje na to, že finančný sektor sa dramaticky nafúkol, a to predovšetkým v USA. Napriek tomu, že ide o sektor obslužný, ktorý má napomáhať rastu reálnej ekonomiky a nie svojou silou a vplyvom ju prerastať, dosiahol podiel finančného sektora takmer štvrtinu celkového amerického korporátneho sektora. Zisky finančných firiem sa dokonca dostali na úroveň 40 % celkových korporátnych ziskov. Čo je však alarmujúce, za túto svoju pozíciu vďaka finančný sektor hlavne vysokej miere zadlženia. Medzi rozsahom finančných operácií a rozsahom reálneho medzinárodného obchodu vzniká čoraz väčšia medzera. Výsledkom je „virtualizácia“ svetovej ekonomiky a jej „odtrhnutie od reálnych ekonomických fundamentov“ (Šikula 2009). Expanzia svetových finančných trhov je tesne spojená s využitím IKT, ktoré umožnili prekonať obmedzenia v priestore a čase. Svedčí o tom tá skutočnosť, že zo 100 dolárov, ktoré v priebehu sekundy zmenia majiteľa, 98 nie je vynaložených na výrobnú činnosť alebo služby, ale ide na rôzne formy špekulatívnych virtuálnych finančných tokov.

Proces financionalizácie charakterizovaný presunom investovania od reálnej kapitálovej tvorby, kedy vznikajú reálne kapitálové statky, vedúce k zvýšeniu produktívnych síl ekonomiky, do finančných produktov zväčša virtuálnej, špekulatívnej podoby spôsobuje, že

finančný sektor sa premenil na akoby nezávislú nadstavbu nad reálnou ekonomikou, ktorá funguje čoraz viac odtrhnuto od nej. Kapitálový trh prestáva plniť v určovaní makroekonomickej rovnováhy svoju funkciu a stáva sa potenciálnym zdrojom nerovnováh a kríz.

Mení sa štruktúra akumulácie kapitálu. Ako uvádzajú ďalší autori, práve táto tendencia prevládla vplyvom rôznych udalostí a priaznivých podmienok na kapitálových trhoch prakticky od 80. rokov 20. storočia. Dochádzalo k masívnemu nárastu špekulatívnych procesov oproti reálnemu podnikaniu, čo postupne vyústilo do financializácie kapitálu a ekonomiky. K. Phlillips (1994) definoval túto situáciu ako prehľujúcu sa trhlinu medzi rozbiehajúcou sa reálnou a finančnou ekonomikou. Rastúci prebytok kapitálu nenachádza v reálnej ekonomike priestor pre svoje zhodnotenie, preto sa presúva z produktívnych odvetví do finančnej sféry. Prejavuje sa obrovskou expanziou finančného sektora, rozširovaním nových finančných produktov prevažne špekulatívneho charakteru, ale aj rýchlym rastom podielu zadlženia na HDP, ktoré je dôsledkom príjmovej polarizácie a poklesu spotreby. Vo vyspelých krajinách (USA) sa pre udržanie spotreby, ktorá je hlavnou zložkou rastu HDP, stáva nevyhnutnosťou spotreba na úver. Zadlžovanie domácností kompenzuje dlhodobú stagnáciu miezd. Mnohí ekonómovia zdôrazňujú, že počas posledných desaťročí zažívali vyspelé ekonomiky hospodársky rast založený v čoraz väčšej miere na úverovej expanzii. P. Staněk (2010) považuje úverovú expanziu počas posledných 40 rokov za „hlavný štartér súčasnej krízy“. Podľa neho práve táto rozsiahla úverová expanzia je dôsledkom príjmovej polarizácie, kedy sa za posledných 30 rokov príjem strednej triedy nemenil, stagnoval, či dokonca, v niektorých prípadoch reálne príjmy strednej vrstvy vo vyspelých trhovách ekonomikách klesali. Dochádzalo k zníženiu reálnych úspor a akumulovaného kapitálu u väčšiny populácie, bohatstvo sa koncentrovalo v rukách úzkej skupiny obyvateľstva. Tým vznikla potreba preklenúť aspoň čiastočne tieto rozdiely a oživiť spotrebu strednej vrstvy. Výsledkom snáh o oživenie dopytu bola podpora „života na dlh“. Kým ekonomika USA rástla ročne tempom 2 – 4 %, rast zadlženosti dosahoval ročne 8 – 10 percentné tempá.

Finančné krízy, ktoré postupne vznikali od 70. rokoch minulého storočia najprv v menej rozvinutých krajinách, zvrátili spoločnosť postmaterialistických hodnôt. Nastal únik od investícií do človeka, do ľudského kapitálu a nahradil ho dravý finančný kapitál – novými finančnými investíciami, ktoré sa ukázali byť veľmi rýchlo a ľahko výnosnými. 70. roky sú označované za koniec štátu blahobytu. Nastáva oslabenie faktora práce, nástup pracovne úsporných technológií – ekonomický rast nie je sprevádzaný rastom pracovných miest.

Dokumentujú to údaje o tom, že rast HDP o 1% vyvolá rast nových pracovných miest len o 0,3%.

Zmena pomeru síl medzi prácou a kapitálom vedie k silnému tlaku na prácu. Kapitál sa vyznačuje vysokou mobilitou a nadobúda nadnárodný charakter. Práca však nie je natoľko mobilná. Zároveň sa oslabuje úloha odborov, rastie štrukturálna nezamestnanosť, ktorá má dlhodobý charakter, rozširuje sa tlak na prácu na čiastočný úväzok, na flexibilitu práce. Postupne rastie tzv. pracujúca chudoba, zvyšuje sa príjmová polarizácia a dochádza k poklesu spotreby.

Zlyhal trh alebo štát

Ďalšia naliehavá otázka, ktorá je na programe dňa, súvisiaca s kvalitatívnymi zmenami finančných a kapitálových trhov a s globálnou finančnou krízou, je otázka postavenia a úlohy národných štátov v oblasti dohľadu nad nimi a ich regulácie. To znamená, do akej miery má byť prenesená na medzinárodné organizácie a aká by mala byť úloha a funkcie národných štátov. Z pohľadu národných štátov existuje určitá neochota vzdať sa regulačných kompetencií a ich presun na nadnárodnú úroveň, čo je pochopiteľné, keďže finančný sektor predstavuje pre národnú ekonomiku dôležité odvetvie ekonomiky.

Rast nadnárodných korporácií a ich čoraz väčšia moc nad národnými ekonomikami, kedy, ako píše Soros (2002) snaha krajín pritiahnuť kapitál zároveň významne obmedzuje možnosť ich zdaníť či regulovať, vedie k obrovským daňovým stratám národných štátov a samozrejme podmieňuje vznik daňových únikov a tzv. optimalizáciu daní aj u domácej podnikateľskej sféry. Daňové raje a ich obrovský rozmach v posledných desaťročiach sú toho dôkazom. Daňové raje existuje vyše dvesto rokov, dnes sa však stáva tento problém vypuklým a neudržateľným. Odhaduje sa, že na tajných účtoch je 30 tisíc miliárd dolárov, čo je polovica svetového HDP a dvaapokrát viac, ako je HDP Európskej únie. Chýbajúce peniaze pociťujú vyspelé štáty a ich obyvatelia čoraz viac. Vlády siahajú po rozsiahlych škrtoch v školstve, zdravotníctve, na sociálnych dávkach. V chudobnejšej časti sveta dochádza k ohrozeniu života obyvateľov tým, že nadnárodné spoločnosti, ktoré tu pôsobia, sem svoje zisky neinvestujú, pričom často ničia životné prostredia, vytlačujú pôvodné obyvateľstvo z ich území. Podľa štúdie nórskej vlády uniká z krajín tretieho sveta až bilión dolárov ročne, v daňových rajoch sa stráca ročne trojnásobne viac, ako dostanú tieto krajiny v podobe rozvojovej pomoci. Ide teda o závažný problém, ktorého riešenie si vyžaduje koordinovaný postup všetkých krajín a ochotu ho riešiť.

Ak si to rozmeníme na drobné znamená to v prvom rade definovať spôsob regulácie takých podnikateľských subjektov, ktoré majú významný vplyv na globálnu ekonomiku, či už z hľadiska strategického, alebo z pohľadu ich ekonomickej sily a vplyvu v určitom regióne, napr. na zamestnanosť a pod. Ako totiž ukázala globálna finančná a hospodárska kríza, väčšina takýchto podnikov, ak sa dostali do problémov v dôsledku (alebo hlavne) neobozretného a rizikového podnikania za účelom dosiahnutia maximálneho a krátkodobého zisku, museli zachraňovať národné štáty. Je zrejmé, že tu ide najmä o finančné inštitúcie, resp. také podnikateľské subjekty, ktorých krach by vyvolal obrovské problémy pre daný štát, či región. To viedlo k rozvoju morálneho hazardu doposiaľ nevidaného rozsahu. Je preto logické, že významnou súčasťou formovania novej finančnej architektúry musí byť určenie miery zodpovednosti a účasti súkromnej sféry na riešení vzniknutých problémoch, či už formou zvýšeného alebo dodatočného zdanenia, resp. vytvorenia prísnych noriem týkajúcich sa obozretného podnikania, vytvárania rôznych povinných rezervných fondov a pod.

Záver

Pri hľadaní príčin prebiehajúcej recesie nemožno od seba oddeliť úlohu, ktorú v procese jej vzniku zohrali trh a štát. Zlyhania na oboch stranách a hlavne kombinácia viacerých príčin v rovnakom čase prispeli k dnešnému globálnemu rozmeru finančnej a hospodárskej krízy. V oblasti bankového a finančného sektora je potrebné vychádzať z toho, že ide o sektor obslužný, ktorý má napomáhať rastu reálnej ekonomiky a nie svojou silou a vplyvom ju prerastať. Treba prehodnotiť úlohu peňazí, množstvo operácií, ktoré nemajú pre reálnu ekonomiku zmysel treba eliminovať, stransparentniť, resp. prísne regulovať. Rovnako dôležité je nové chápanie funkcií štátu v ére globalizácie. Nevyhnutnosťou sa ukazuje vyvážený prístup k funkciám trhu, štátu, verejného sektora, rôznorodosti foriem vlastníctva z hľadiska historických tradícií a konkrétnych podmienok jednotlivých krajín.

Globálna finančná kríza nastavila zrkadlo fungovaniu finančných trhov v dnešnom globalizovanom svete, zviditeľnila pozitívne i negatívne efekty týchto trhov na vývoj reálnej ekonomiky, na kvalitu ekonomického rastu. Kríza odhalila v plnej sile tú skutočnosť, že tempo, akým sa globalizačné procesy presadzovali na finančných a kapitálových trhoch sa výrazne vzdialilo od tempa adaptácie systému regulácie (trh, štát) na národnej a medzinárodnej úrovni, pričom tu už nejde iba o reguláciu finančných trhov. Jej sila a rozsah sú dôkazom, že existujúci systém regulácie nedokázal flexibilne reagovať na zmeny čoraz inovatívnejšieho globálneho finančného trhu. Finančné trhy len s predstihom absorbujú všetky zmeny, ktoré sa dejú v reálnych ekonomikách. Domnievame sa, že tu ide nielen o vytvorenie

nových pravidiel v segmente finančných trhov, ale o riešenia a nové mechanizmy fungovania globalizovanej ekonomiky vo všetkých jej segmentoch, či už ide o otázky verejných financií a rozpočtov a s tým spojené otázky daní, daňových úľav, daňových rajov. Oproti tomu stoja problémy financovania školstva, zdravotníctva, sociálnych služieb, dôchodkových fondov. Ďalej sú to procesy rozdeľovania dôchodkov a bohatstva a v tej súvislosti sa opäť vraciame k problémom zadlžovania, žitia na úver a reakcie finančných trhov na ne. Otázka, ktorú dnes čoraz častejšie naskoľujú politickí ekonómovia je, či touto krízou dochádza k fundamentálnej zmene ekonomického systému, či skutočne zlyhal kapitalizmus ako systém, či globálna kríza nepoukazuje na neudržateľnosť súčasného rastového modelu a predznamenáva civilizačnú zmenu. Hospodársky rast zrejme neznamena automaticky rast kvality života.

Literatúra

1. DECRESSIN, J., FARUQEE, H., FONTEYNE, W.: *Integrating Europe's financial markets*. Washington D.C.: IMF, 2007. ISBN 978-1-58906-623-6.
2. FOSTER, J. B. – MAGDOFF, F.: *Velká finanční krize – příčiny a následky*. Všeň: Grimmus, 2009, 160 s., ISBN 978-80-902831-1-4.
3. HUERTA DE SOTO, J.: *Peníze, banky a hospodářské krize*. Praha: ASPI, Liberální institut, 2009, ISBN 978-80-7357-411-6.
4. KRUGMAN, P. 2009: *Návrat ekonomické krize*. Vyšehrad 2009. ISBN 978-80-7021-984-3.
5. London Economics (2002), *Quantification of the macro-economic impact of integration of EU financial markets*. Report to the European Commission.
6. PÁSTOR, Ľ.: *Poučenie z krízového vývoja*. Prednáška na Ekonomickej univerzite v Bratislave, Bratislava, 19. 10. 2009.
7. PÁSTOR, Ľ.: *Pozor na stimuly*. Trend, 28. 1. 2009, www.etrend.sk.
8. PHILLIPS, K. *Arrogant Capital*. New York. 1994.
9. SOROS, G.: *Nové paradigma pro finančné trhy*. Úvěrová krize 2008 a co dál. ELK Praha 2009. ISBN 80-86316-82-6.
10. STANĚK P.: *Globálna kríza – hrozba alebo výzva?* Bratislava. Sprint.2010. ISBN 978-80-89393-24-4.
11. STIGLITZ, J.E.: *Freefall. America, Free Markets and the Sinking of the World Economy*. New York: W.W.Norton&Company, 2010. ISBN 978-0-393-07596-0.
12. ŠIKULA, M.: *Kritická miera rozporov civilizácie a globálna ekonomická kríza*. In: Membere T. Workie a kol.: *Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky*. Bratislava. EÚ SAV 2009. ISBN 978-80-7144-175-5.
13. ŠOLTÉS, V., VAŠKOVÁ, N.: *Global Financial and Economic Crisis of 2007-2009 as a Reflexion of Turbulent Times in the Global Economy*. In: *Influence of global economic crisis on CEE region – possible way out*. Technical University of Košice, 2010. ISBN 978-80-553-0431-1.
14. VAŠKOVÁ, N.: *Vplyv finančnej integrácie na vývoj európskeho bankovníctva na pozadí globálnej finančnej krízy*. Dostupné na <http://www3.ekf.tuke.sk/konfera2010/zbornik/files/prispevky>.

15. WORKIE, M. T.: *Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky – globálna finančná a hospodárska kríza, príčiny, náklady, východiská*. Bratislava: EÚ SAV, 2009, ISBN 978-80-7144-175-5