

## **Finančné trhy a ich budúci vývoj**

Financial markets and their future development

### **Abstrakt**

Fundamentálnou otázkou finančných trhov je dostatok alebo nedostatok kapitálu. Nové formy regulácie finančných trhov, zadlženosť ekonomických subjektov, reštrukturalizácia finančných trhov, banková únia, kvantitatívne uvoľňovanie a zadlženosť subjektov, riziká deficitného hospodárenia národných rozpočtov, kumulácia krízových faktorov na finančných trhoch.

**Kľúčové slová:** finančné trhy, kapitálové zdroje, banková únia, zadlženosť subjektov, dostatok a nedostatok kapitálu, finančné inovácie

### **Abstract**

The fundamental issue of financial markets is the presence and absence of capital. New forms of financial market regulations, indebtedness of economic players, restructuralization of financial markets, bank union, quantitative easing and indebtedness of market players, risks of deficit run of national budgets, accumulation of crisis factors in the financial markets.

**Key words:** financial markets, capital resources, bank union, indebtedness of market players, presence and absence of capital, financial innovation

### **Úvod**

V súčasnosti je pozornosť pri riešení globálnej krízy sústredená na fiškálny rozmer dnešných problémov. Môžeme hovoriť o snahách riešiť dlhovú krízu v Európskej únii, o snahách riešiť problém rastu kvantitatívnym uvoľňovaním, alebo o inej alternatívnej podobe, a to o odkupovaní štátnych dlhopisov Európskou centrálnou bankou. Zároveň vidíme snahy riešiť krízu zmenou rozpočtovej a fiškálnej politiky alebo globálne problémy integráciou v rámci Európskej únie. Diskutuje sa o tom, či kľúčovým spôsobom riešenia súčasnej krízy má byť iba riešenie finančných problémov.

Súčasný stav globálnej ekonomiky je charakteristický nedostatkom, alebo prebytkom likvidity, prípadne dochádza k asymetrickému rozloženiu likvidity medzi vyspelými a menej vyspelými krajinami. Vzhľadom na zdroje, ktorými disponujú napríklad hedgeové fondy a štátne suverénne fondy, možno konštatovať, že skôr ide o prebytok likvidity pri nedostatku dostatočne efektívnych možností investovania.

## **1 Finančné neistoty a finančné riziká ďalšieho vývoja**

Prebytok likvidity, koncentrovaný v rukách súkromných skupín investorov, je charakteristickým produktom obrovskej príjmovej polarizácie spoločnosti. Výsledkom je nielen obrovská koncentrácia bohatstva, ale aj obrovský tlak na to, ako efektívne zhodnotiť takto koncentrované finančné zdroje. Ak k tomu pridáme aj skutočnosť, že bankový sektor je vnútorne prepojený (existujú vlastnícke, ale aj iné prepojenia medzi jednotlivými významnými finančnými skupinami, ako je J. P. Morgan, Rockefellerovci, v Európe sú to kľúčové európske banky, ako Deutsche Bank, Dresdner Bank a podobne, včítane švajčiarskeho bankového sektora), je zrejmé, že bankový sektor má dostatok likvidity, aj keď formálne, napríklad vo väzbe na banky problémových krajín vzniká problém nedostatku likvidity. Táto je poskytovaná buď zo zdrojov Európskej centrálnej banky, alebo z európskeho záchranného mechanizmu. V skutočnosti si teda treba položiť zásadnú otázku, či na jednej strane koncentrované finančné zdroje v rukách úzkych skupín investorov, a na druhej strane bankové zdroje, ktoré vychádzajú z medzibankového trhu a úspor obyvateľstva a podnikov, sú v rovnováhe, prípadne sú výrazne asymetricky rozložené.

Súčasná asymetria má viacero rovín. Prvú rovinu asymetrie predstavuje asymetria medzi zdrojmi sústrednými v suverénnych fondoch ázijských krajín a finančnými rezervami, ktoré sú v tzv. vyspelých krajinách, to znamená v Európskej únii a v Spojených štátoch. Ak sa dnešná odhadovaná suma kapitálu v suverénnych fondoch odhaduje na sumu viac ako 5 biliónov dolárov, znamená to, že kľúčová časť investícií je možná z tohto finančného zdroja. Hedgeové fondy, ktoré až do roku 2008 predstavovali väčšiu koncentráciu kapitálu z hľadiska objemu kapitálu, poklesli na dnešnú úroveň zhruba 2,6 bilióna dolárov. Pričom hedgeové fondy, vzhľadom na svoj charakter, ale aj štruktúru vlastníckych vzťahov a investorských vkladov predstavujú pomerne problémový faktor.

Dnes sa vyčíta suverénnym fondom, že sú nedostatočne transparentné, nedostatočne regulované a podobne. Ich investičné aktivity veľmi významným spôsobom zasahujú do

globálneho vývoja, ale musíme konštatovať, že v mnohých prípadoch poskytované informácie o portfóliách a vlastníckych vzťahoch sú v skutočnosti otvorenejšie ako u uzavretých alebo hedgeových fondoch. Ak z tohto hľadiska teda hodnotíme rozloženie kapitálu vo svete, je zrejmé, že ide o prebytok kapitálu.

Čínske suverénne fondy disponujú kapitálom viac ako 1,7 bilióna dolárov a čínska centrálna banka vlastní ďalší bilión amerických dolárov. Z tohto hľadiska západné krajiny – ako krajiny Európskej únie, Japonska a Spojené štáty – majú skôr obrovské vlastníctvo dlhov, ktoré sa postupne naakumulovali.

V prípade Spojených štátov je to postupná kumulácia trvalého deficitu zahraničnoobchodnej bilancie a deficitu štátneho rozpočtu, ktorá sa vykrývala významným prítokom kapitálu zo zahraničia. Zmena vlastníckych zdrojov tohto kapitálu, pôvodne čínskeho je dnes roztrieštená na rôzne skupiny investorov. To zároveň vedie k určitej zmene štruktúry vlastníctva amerických štátnych dlhopisov. Paradoxné je, že kým pôvodne vyše 50 % z emitovaných štátnych dlhopisov v Spojených štátoch skupovali predstavitelia Čínskej centrálnej banky, v súčasnosti tieto nákupy predstavujú len asi úroveň 20 % z celkovej sumy emitovaných dlhopisov.

Zároveň sa objavili nové skupiny investorov, ktoré vstúpili na americký trh, pričom čínske suverénne fondy a čínska strana skupujú stále viac a viac dlhopisov v európskych krajinách. Dokonca sa zvyšuje objem finančných zdrojov, ktoré Čínska centrálna banka uvoľňuje na nákup dlhopisov problémových európskych krajín. Z tohto teda vyplýva, že dochádza k určitému presmerovávaniu aktívne používaných finančných zdrojov. Musíme upozorniť na významnú skutočnosť, že mnohé suverénne fondy, ktoré sú predovšetkým vytvárané z príjmov z predaja ropy a plynu sú priamo závislé na tom, aby sa udržali vysoké ceny ropy a plynu, bez ohľadu na ich inflačné pôsobenie. Pre tieto skupiny fondov sa stáva veľkým rizikom vývoj napríklad v oblasti ťažby bridlicového plynu, alebo prípadne ťažba ropných pieskov. Už dnes hovoríme o tom, že Spojené štáty sa stali z výrazného dovozcu plynu jeho možným potenciálnym exportérom. To ale znamená, že dochádza k celkovému poklesu ceny zemného plynu na svetových trhoch. Podobný vývoj možno očakávať aj vo väzbe na ťažbu z ropných pieskov. To by potom znamenalo, že dlhodobo by ceny ropy a plynu mali klesať, a tým by sa mala obmedzovať reálna finančná sila suverénnych fondov predovšetkým v krajinách Blízkeho východu a v krajinách ako je Brazília, Rusko a Venezuela.

Pri riešení dlhovej krízy hovoríme o riešení zadlženosti štátnych rozpočtov, prípadne rozpočtov verejného sektora. Ak hovoríme o zadlženosti štátnych rozpočtov, znamená to, že prechod na vyrovnané rozpočtové hospodárenie sa zatiaľ podaril iba niektorým krajinám (napríklad škandinávske krajiny).

Väčšina krajín trvale hospodári s deficitom, ale to znamená, že postupné kumulovanie deficitov štátnych rozpočtov znamená znova zvyšovanie dlhovej služby, ktorá už v doterajšej situácii bola a je veľmi vysoká. Uvažujem, či by bolo možné zhomogenizovať a spríjateľniť priebeh dlhovej služby tak, aby nedochádzalo v niektorých obdobiach k významným excesom charakteristickým obrovským navyšovaním potreby finančných prostriedkov tak, ako sa to stalo v období 2002 až 2008. Z tohto hľadiska by teda bolo rozumnejšie vytvoriť novú kombináciu z dlho-, stredno- a krátkodobých štátnych cenných papierov, ktoré by postupne vykrývali vrcholy dlhovej služby, a tým vytvárali určitý odhadnuteľný rámec priebehu dlhovej služby v jednotlivých krajinách.

Zatiaľ sa však pozornosť európskych inštitúcií a ani Európskej centrálnej banky nezaobera otázkou priebehu dlhovej služby v kombinácii za jednotlivé krajiny. Pritom práve kumulácia vrcholov dlhovej služby niektorých skupín krajín bola jedným z významných iniciátorov krízy v roku 2008. Väčšina európskych krajín má ďalšie vrcholy dlhovej služby pred sebou v rokoch 2015, 2016, prípadne 2018. Znamená to teda, z hľadiska fiškálnej politiky, opätovné ohrozenie financovania deficitov štátnych rozpočtov v týchto rokoch. Zadlženosť podnikov, ktorá vznikla predovšetkým emitovaním podnikových dlhopisov (čo sa týka predovšetkým veľkých a z časti stredných firiem), znamenala nielen kumuláciu dlhov na podnikovej úrovni, ale vzhľadom na klesajúcu ziskovú maržu sa stáva veľmi významným rizikom pre väčšinu európskych podnikov.

Pokiaľ by totiž zisková marža klesla pod úroveň 5 %, podniky by pravdepodobne mali mnoho väčšie problémy so splácaním záväzkov vyplývajúcich z emitovaných dlhopisov. Logickým dôsledkom by bolo znižovanie nákladov a aj znižovanie zamestnanosti, prípadne ďalšie znižovanie miezd a podobne. To by malo zásadné sociálne dôsledky a zároveň by aj ovplyvnilo celkový vývoj spotreby v podmienkach Európskej únie. V podstate možno už dnes hovoriť o výraznom prebytku zdrojov, ktoré sú však eliminované možným tlakom národných vlád vo väzbe na menové vojny.

Diskusia na Summit G20 okolo politiky Japonska (na znižovanie kurzu jenu) kde v podstate v priebehu dva aj pol roka došlo k poklesu kurzu o viac ako 25 %, znamená, že niektoré krajiny vidia jedinou záchranu exportu v tom, že devalvujú národné meny.

Je zrejmé, že podhodnotená čínska mena bude trvale pôsobiť v prospech čínskeho exportu.

Bez zníženia hodnoty jenu by pravdepodobne japonský export naďalej stagnoval, čo by v kombinácii s dlhovou krízou, ktorá je od roku 1989, znamenalo pokračujúcu stagnáciu Japonska. V Európe je situácia komplikovaná ešte aj ďalšou skutočnosťou. Formálne, vzhľadom na objemy poskytnutých úverov, či už malým a stredným firmám, municipalitám, alebo obyvateľstvu sa európske banky dostali do značných problémov likvidity.

Medzibankový trh, vzhľadom na to, že úspory obyvateľstva sa začali vo väčšine krajín znižovať vo väzbe na krízu a potrebu udržať svoju životnú úroveň čerpaním úspor, začali ohrozovať likviditu vlastných bánk. Možným riešením je poskytnutie prostriedkov z európskeho záchranného mechanizmu (trvalého alebo dočasného eurovalu), prípadne možnosť odkupovať dlhopisy problémových bánk Európskou centrálnou bankou (kvantitatívne uvoľňovanie). Je však zrejmé, že banky budú reagovať na tieto procesy ďalšou vlnou koncentrácie. Možno očakávať, že z celkového počtu 6 300 bánk (z toho 800 je významných bánk), je možný pokračujúci proces, ktorý zúži celkový rozsah kľúčových bánk a zvýši vzájomné prepojenie medzi bankami v jednotlivých krajinách zhruba o 20 až 30 %.

Pravdepodobne národné regulačné mechanizmy nebudú schopné zachytiť presuny týchto vlastníckych vzťahov a nebudú schopné zabezpečiť to, čo sa očakáva vo väzbe na reguláciu činnosti bankového sektora. Z tohto hľadiska možno považovať skôr za rozumnejšie vytvorenie univerzálneho bankového dohľadu na úrovni Európskej únie s tým, že pôvodná stratégia, tak ako sa zakotvila v bankovej únii, aj keby mohla prejsť niektorými zmenami, by mohla dospieť k podstate ku relatívne rozumnej kontrole bankového sektora. Problém dcér v transformácii na pobočky a matiek je možné ošetriť legislatívou tak, aby nedochádzalo k tunelovaniu, alebo prelievaniu kapitálu z vysokoefektívnych dcér, alebo pobočiek do matiek, ktoré majú problémy. Faktom však zostáva, že krajiny strednej Európy – Čechy, Poľsko, Maďarsko a Slovensko – prešli výraznou reformou bankového sektora už pred 8 – 10 rokmi, pričom celú reformu a oddĺženie bankového sektora zaplatilo obyvateľstvo týchto krajín, na rozdiel od reforiem, ktorými by mali prejsť dnešné európske banky, ktoré sa však majú financovať zo spoločných zdrojov sústredených v trvalom eurovale. Všeobecne však možno konštatovať, že bankový sektor nie je až v tak zlej situácii, ako to vyzerá, o čom svedčí napríklad objem nesplácaných spotrebných úverov na úrovni zhruba 4 % európskeho priemeru. V niektorých krajinách, ktoré sú postihnuté krízou, objem nesplácaných úverov stúpa až na 12 %, ale v škandinávskych krajinách objem nesplácaných úverov sa pohybuje na úrovni 2 až 3 %.

Z toho teda vyplýva, že zatiaľ, z hľadiska nesplácaných úverov obyvateľstvom bankovému sektoru, nehrozia výraznejšie riziká. Banky, ktoré vlastnia podnikové dlhopisy sa môžu dostať do výrazných problémov, pokiaľ by recesia európskeho hospodárskeho priestoru pokračovala. Predovšetkým preto, že by išlo o sumu malých a z časti stredných firiem, ktoré nebudú schopné dostať k svojim záväzkom. V takomto prípade nelikvidita týchto firiem by mohla značne zasiahnuť do portfólia bánk. Opačným procesom je skutočnosť, že veľké transnacionálne korporácie, ako je napríklad Siemens, svoje kapitálové prebytky vkladajú do bankového sektora ako kapitálové vstupy. Pripomíname, že len samotný Siemens vstúpil do nemeckých bánk s kapitálom vyše 19 miliárd eur. Z tohto hľadiska je teda možné očakávať prelínanie sa podnikového a bankového sektora a postupné stieranie jasnej hranice medzi bankami a podnikmi. K tomu pridajme aj skutočnosť, že samotný podnikový sektor sa začína stále viac a viac vnútorne stratifikovať, to znamená, dochádza k oddeľovaniu jednotlivých segmentov podnikateľských subjektov s tým, že najproblémovejším subjektom sa stávajú malé firmy a malé stredné firmy, ktoré vzhľadom na výrazný pokles objednávok museli optimalizovať zamestnanosť.

Bohužiaľ, ani tento krok ich nezachránil od vývoja finančných rizík. Z tohto hľadiska konštatujeme, že pohľad na finančný sektor musí obsahovať integráciu všetkých segmentov (zadlženosť krajín, obyvateľstva, podnikov), čo sa premieta do reálneho stavu portfólia bánk. Až v takomto prípade možno reálne prijímať opatrenia, ktoré by mohli fungovať a mohli by sanovať finančný sektor.

Keď prepukla kríza v roku 2008, objavili sa veľmi razantné návrhy na kontrolu činnosti manažmentu bánk, na kontrolu portfólia bánk, na priame redefinovanie väzby medzi manažérmi a vedením bánk a odmenami. Manažerom bánk sa prémie vyplácali iba na úrovni 20 – 30 % a až v horizonte 1,5 až 2 roky sa vyplácali ostatné časti odmien vo väzbe na dlhodobé výsledky finančných ústavov.

Prijali sa tézy proti pákovému efektu na komoditných trhoch, opatrenia na podstatné transparentnenie činnosti investičných fondov a takisto, vzhľadom na smernicu Bazilej III sa bankový sektor nútil do podstatne podrobnejšej analýzy vlastného portfólia s tým, že sa mala skôr predimenzovávať hladina rizika ako poddimenzovávať. Prešli tri roky a dnes už znova hovoríme o tom, že netreba regulovať bankový sektor, že jednotlivé derivátové produkty možno znova použiť na obnovu portfólia bánk, že je znova možné obchodovať na komoditných trhoch, a že hedgeové fondy znova majú oprávnenie používať pákový efekt pri obchodoch na komoditných trhoch predovšetkým v oblasti potravín a energetických médií.

Zdanlivo teda vzniká paradoxný dojem. Na jednej strane chceme zvýšiť mieru kontroly bankového a finančného sektora (k tomu slúži Bazilej III aj Solvency III), zároveň sa prijímajú aj ďalšie regulačné opatrenia, ktoré sa týkajú bankového sektora.

Vytvára sa znovu priestor pre špekulatívne obchodovanie s derivátmi, ktoré v skutočnosti boli jednou z príčin krízy, ktorá vypukla v roku 2008, avšak teraz sa to deje pod heslom nevyhnutnej obnovy bankového a finančného sektora za každú cenu. Vzniká otázka, či to má byť za cenu ďalšej finančnej degradácie obyvateľstva a podnikateľských subjektov, alebo pôjde o ďalšie regulovanie bánk. Vo väzbe na uvedené skutočnosti sa finančný sektor môže z časti virtuálne spamätať z dôsledkov krízy ( hoci skutočné problémy sa nevyriešia). Riziko vyplýva z obchodovania s derivátmi, ktoré nemajú reálnu hodnotu. To by mohlo vytvoriť ďalšiu bublinu finančného sektora.

Pripomíname dva paradoxné pohľady:

1. V podstate začiatkom februára prebehol Summit G 30 združujúci kľúčové centrálné banky a finančné inštitúcie. Záverom summitu bolo konštatovanie, že je nevyhnutné obmedziť ďalej reguláciu finančného a bankového sektora, odstrániť regulačné mechanizmy (Glass-Steagall Act) a svojím spôsobom ďalej znova liberalizovať obchodovanie na komoditných trhoch. To ale znamená, že je to diametrálne odlišný pohľad na príčiny a dôsledky krízy a na možnosť eliminovať krízové javy do budúcnosti. Aj keď možno konštatovať, že združenie G 30 predstavuje finančníkov, ktorí sami seba považujú za stredobod vesmíru, treba konštatovať, že rozhodnutie Summitu G 20 v decembri 2011 jasne definovalo skupinu bánk a finančných zoskupení, ktoré nesmú nikdy padnúť a vlády musia robiť všetky dostupné kroky, aby tento konglomerát kľúčových bánk zachránili. Je pritom paradoxné aj ďalšie sledovanie vývoja.
2. Veľké dlhodobé finančné zdroje je možné sústrediť v II. penzijnom pilieri. Pokiaľ by sa tento pilier použil vo všetkých európskych krajinách, a pokiaľ by do piliera vstúpila tretina zamestnaných, je možné očakávať reálny ročný výber dlhodobých peňazí na úrovni zhruba 2,5 až 3 bilióny eur. Pričom ide o peniaze, ktoré vlastníci budú požadovať, z hľadiska vrátenia o 30 – 40 rokov. Samozrejme, s tak rozsiahlymi finančnými zdrojmi by bolo možné veľmi výrazným spôsobom reformovať európsky priemyselný a hospodársky sektor a dosiahnuť jeho podstatné zefektívnenie.

## **2 Bankový sektor a šedé zóny**

Pri pokračujúcich analýzach bankového sektora vystupujú na povrch neustále nové a nové aspekty kriminalizácie bankového sektora. Zoberme len známe otvorené kauzy s úpravou a dohodami na úrovni Libor, Euribor, najnovšie je to operovanie so sadzbami v tokijskej centrálnej banke. Okrem toho sa ukazujú ďalšie špekulácie, napríklad v talianskych, švajčiarskych bankách a podobne. Tieto kartelové dohody a špekulácie s diskontnými a úverovými sadzbami znamenajú výrazné zasiahnutie úverovej spôsobilosti aj obyvateľstva, aj podnikateľského sektora, a to v čase, kedy vďaka ich úrokovým sadzbám dochádza k prehĺbovaniu príjmovej polarizácie obyvateľstva, a kedy časť podnikateľských subjektov nie je schopná splácať záväzky, ktoré sú viazané na poskytnuté úvery. To ale znamená, že by malo dôjsť k prehodnoteniu k celkovej sústavy kontroly, pretože, bohužiaľ, okrem samotných dohôd na využívaní úrokových sadzieb Libor, Euribor a tak ďalej, sa stále významnejšími stávajú špekulatívne obchody, napríklad s akciami firiem. Je to príklad talianskych bánk, alebo je to veľmi výrazné a rizikové obchodovanie, čo sa znova objavuje zhruba od polovice roku 2012 a zároveň predstavuje stále významnejšie obchodovanie so štátnymi dlhopismi, ktoré sa používajú ako špekulatívne obchody.

S tým súvisí aj otázka prepierania špinavých peňazí. Predovšetkým európske banky (švajčiarske, nemecké a niektoré iné) boli v mnohých prípadoch označované za „práčky špinavých peňazí“. Pokiaľ dochádza k tak rozsiahlym finančným transferom a k rozsiahlym obchodovaniam na finančných trhoch, môžu sa vyskytnúť určité problémy s insiderskými informáciami, nekorektnosťou postupu a podobne. Informácie, ktoré prenikajú o činnosti a stave bankového sektora, ukazujú, že ide o jav plošný, trvalý – trvajúci roky – a jav, ktorý úplne unikol pozornosti národných regulačných a kontrolných orgánov. Unikol aj pozornosti orgánov na úrovni Európskej únie. Logickým záverom je, že by malo dôjsť opätovne k sprísneniu kontroly finančných operácií, a to nie je možné vyriešiť napríklad zdanením finančných operácií a finančných transferov podľa doteraz platnej legislatívy EU.

Problém je totiž v tom, že sa môžu zdaňovať priznané, alebo logicky upravované finančné operácie. Tie však nebude možné odkryť v rámci operácií bánk, a pravdepodobne toto je kľúčový tok peňazí, ktorý nebude viditeľný.

Druhou možnosťou je prejsť od regulačného rámca na národnej úrovni na regulačný rámec celoeurópsky. V takomto prípade by bolo možné významným spôsobom dosiahnuť kontrolu kapitálových tokov na medzištátnej úrovni, avšak, na druhej strane, vzhľadom na stále sa zvyšujúci objem kapitálových tokov idúcich do daňových rajov – bez možnosti



získania informácií a bez príslušnej jurisdikcie na kontrolu informačných tokov – bude tento problém čoraz ťažšie riešiteľný.

Väčšina európskych krajín hovorí o nedostatku likvidity, o nutnosti sanovať bankový sektor a o nutnosti nájsť investorov, ktorí budú kupovať emitované štátne dlhopisy, vzhľadom na deficitnosť štátnych rozpočtov, aj okruhov verejného okruhu. Existujú obrovské finančné toky, ktoré sú mimo kontroly a ktorých využitie, aspoň z časti, by mohlo zásadným spôsobom zasiahnuť do splácania dlhovej krízy. Tieto sú v podstate generované nielen šedou a čiernou ekonomikou, ale týkajú sa aj korupcie, podnikovej kriminality, daňových únikov a podobne. Vzniká teda paradoxný jav, ktorý možno ilustrovať na príklade Grécka. Grécko žiadalo o pomoc na úrovni 159 miliárd eur, ale zároveň – za posledné tri roky – z Grécka odtieklo do zahraničných bánk viac ako 230 miliárd eur.

Podobné finančné transfery sa dnes dejú v stále väčšom a väčšom rozsahu vo väčšine krajín. Logickým záverom je, že pokiaľ by sa podarilo zastaviť tieto únikové kanály a finančné transfery, bolo by možné výrazne zvýšiť predpoklad vyrovnaného štátneho rozpočtu, ale zároveň tým aj znížiť tlak na finančné trhy z hľadiska odkupovania štátnych dlhopisov. Z tohto hľadiska politika Európskej centrálnej banky (zameranej na odkupovanie akéhokoľvek množstva štátnych dlhopisov), sa ukazuje ako neperspektívna. Keby sme však zvolili stratégiu dôsledného obmedzenia týchto finančných tokov, je zrejmé, že by to stačilo na vykrytie deficitnosti hospodárenia, a zároveň, pri kumulovaní ziskov z týchto operácií, by bolo možné postupne riešiť aj ďalšie dlhy, ako sú dlhy podnikov, alebo dlhy obyvateľstva. Bohužiaľ, zatiaľ sa stále nenachádza odvaha k tomu, aby sa tieto kľúčové finančne negatívne javy obmedzili.

Na bankový sektor, aj finančný trh budú stále viac a viac pôsobiť nadnárodné opatrenia a systémy, ktoré boli schválené v posledných dvoch rokoch. Ide predovšetkým o rozvinutie systému Bazilej III. Vzhľadom na nutné navýšenie likvidných prostriedkov v portfóliu banky, ale aj celkové prehodnotenie jednotlivých úverov, je možné očakávať, zníženie ratingu mnohých európskych bánk. Rizikom sa stáva stále väčšia a väčšia zadlženosť municipalít. To ale znamená, že pokiaľ sa municipality budú dostávať do trvalého deficitného hospodárenia, je viac-menej zrejmé, že sa to premietne aj do bankového sektora.

Podnikové dlhopisy sú dnes chápané bonitnejšie ako štátne dlhopisy, avšak vývoj sa môže veľmi rýchlo zvrátiť, ako napríklad v roku 2012. Vtedy boli výhodnejšie štátne dlhopisy ako podnikové dlhopisy. Problém je v tom, že celkový rozsah emitovaných dlhopisov za Európsku úniu už prevyšuje 5 biliónov eur. Veľká časť podnikových dlhopisov je časovo

limitovaná na obdobie 3 až 5 rokov. To znamená obrátka finančného kapitálu je veľmi rýchla. Zároveň to znamená, že dochádza k ročnej obrátke približne na úrovni zhruba 800 miliárd eur ročne. Podniková sféra, vzhľadom na trvalý pokles ziskov, zvyšovanie nákladovosti, tlak na zvýšenie miezd a podobne, nie je schopná riešiť tak rozsiahly blok deficitu, prípadne nedostatku finančných prostriedkov.

### **3 Nedostatok – prebytok kapitálu**

Ak hodnotíme jednotlivé indikátory kapitálu, možno všeobecne konštatovať, že pre EÚ platí v súčasnosti skôr nedostatok kapitálu (pri asymetrickom rozložení prebytku kapitálu). Krajiny ako je Cyprus a podobne žiadajú zároveň od Európskej únie pomoc v rozsahu 50 miliárd eur. Obrovské množstvo kapitálu, ktoré k nim prichádza ako do daňového raja (a zároveň odteká), zostáva nedotknuté. Z tohto hľadiska je možné počítať so zvýšením tlaku na systém daňových rajov, pretože tieto sa ukazujú ako Achillova päta možnej regulácie rozpočtovej politiky a daňových výnosov. Dnes diskutované otázky (napríklad deregulácia) by priniesli oživenie ekonomiky, ale nebolo by to možné bez výraznejších zmien podnikateľského prostredia. Príjmová polarizácia radikálnym spôsobom pôsobí na rozšírenie úverov, ale zároveň aj na výrazné zúženie faktickej spotreby viazanej na hotovostné zdroje.

Filozofia bankovej únie, ktorá umožňuje kontrolovať 6 300 európskych bánk Európskou centrálnou bankou, a v prípade nedodržiavania kvality portfólia odobrať licenciu, môže byť určitým riešením. Je však veľmi problematické kontrolovať nadnárodné finančné konglomeráty, ktoré operujú vo všetkých európskych krajinách, ktoré vzájomne presúvajú finančné prostriedky medzi penzijnými fondmi, lízingovými spoločnosťami, retailovým finančným bankovníctvom, normálnym bankovníctvom atď. Z tohto hľadiska teda bude zrejme problematické odhadnúť účinnosť navrhovaných opatrení. Keď Američania získali výnimku na uplatnenie Bazileja III. (do roku 2016), aj tak možno očakávať problémy v americkom bankovom sektore. Otázkou je, či idea zóny voľného obchodu je výsledkom toho, aby mohli americké banky uskutočniť kľúčové operácie predtým, než sa na nich budú vzťahovať zásady Bazilej III., alebo je odrazom pochopenia, že sa musí zvýšiť vzájomná výmena obchodu medzi EÚ a USA práve preto, že tento export do iných krajín nebude možný. Dnes v Číne vidíme snahu posilniť spotrebu produkcie na vnútornom trhu. Táto téza sa môže preniesť aj na ďalšie krajiny ako je India, Brazília, atď.

Kľúčovým sa stáva analyzovanie stavu bankového sektora a finančného sektora, dôsledné prehodnotenie jeho vnútorných kapitálových zdrojov a definovanie oblastí, kde by bol prijateľný vstup zahraničných kapitálových skupín (či už by išlo o skupiny čínske, singapurské, arabské atď).

Dnes akcionársky vstup do jednotlivých kľúčových firiem strategického významu v Európskej únii je možný a je veľmi problematické tomu zabrániť. Aj keď Američania siahajú ku krokom (ktoré napríklad uplatnili proti snahám arabským suverénnym fondom kúpiť americké prístavy), môžu byť určitú dobu úspešné, ale nevyhnutne narazia na liberálne princípy, ktoré presadzuje Svetová obchodná organizácia. Aké finančné transfery možno očakávať vo väzbe na zavedenie bankovej únie a Bazileja III v európskom bankovom sektore predovšetkým vo väzbe na sektor malých a stredných bánk, a osobite Landesbank (napríklad v Nemecku alebo vo Francúzsku)? Celkový finančný stav municipalít (vzhľadom na ich stav zadlženosti), ukazuje, že budú veľmi obtiažne schopní splácať svoje úvery a dlhy.

Landesbanky sú cez vlastnícke a kapitálové toky prepojené s veľkými bankami v nemeckej ekonomike. Logickým dôsledkom, pokiaľ budú mať malé banky problémy, bude aj nárast problémov veľkých nemeckých bánk. Zaujímavé na tom je to, že tieto problémy nevyriešia žiadne operácie Európskej centrálnej banky, ani amerického FEDu, ale v podstate musia byť riešené vo vnútri financovania nemeckej finančnej sústavy.

## **Záver**

Zreálnenie hodnoty subjektov, ktoré emitovali podnikové dlhopisy, povedie v drvivej väčšine prípadov k prehodnoteniu celkovej úrovne portfólia, kvality firmy a know-how. To znamená, že reálna bonita bude nižšia. Na základe stavu bankového sektora zároveň možno konštatovať, že predovšetkým malé a stredné banky, vzhľadom aj na menší objem sporenia, sú prvé, ktoré budú mať kľúčové problémy pri svojej vlastnej činnosti. Až neskôr sa dotknú popisované problémy činnosti veľkých národných a nadnárodných bánk. Otázkou je, kde sa tento cyklus zastaví. Je možné počítať s tým, že banky radikálnym spôsobom skrátia svoje vlastné náklady a cez zníženie nákladovosti sa pokúsia eliminovať tieto dopady, o ktorých hovoríme? Je možné uvažovať aj s inou situáciou, v ktorej priame sanovanie bankového sektora Európskou centrálnou bankou môže na určitú dobu (je to otázka pre politikov) zachrániť bankový systém. O to horší bude prepád, keď sa ukážu všetky problémy s finančnými tokmi vo vnútri finančného systému a medzi finančným systémom a štátom.

Jedna z kľúčových otázok je aj otázka množstva obeživa a želanej miery inflácie. Nie je udržateľný kreatívne stanovený rozsah inflácie pri obrovskom súbežnom emitovaní množstva nového obeživa bez reálneho krytia.

### **Použitá literatúra**

1. OBADI, S. M. a kol. 2012. *Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky. Medzi stagnáciou a oživením*. Bratislava: Ekonomický ústav SAV, 2012. ISBN 978-80-7144-197-7.
2. Správa Eurostatu O vývoji šedej ekonomiky v krajinách EÚ. 2012, 2014. Brusel.
3. Správa OECD O vývoji korporátnych daní v období 2000 – 2012. 2013. Paríž.
4. Správa OXFAM O polarizácii bohatstva a chudoby. 2013. Londýn.
5. STANĚK, P. 2010. *Globálna kríza – hrozba alebo výzva?* Bratislava: Sprint dva, 2010. ISBN 987-80-89393-24-4.
6. TALEB, N. N. 2013. *Zrádná nahodilosť. O skryté roli náhody na finančných tržích a v živote*. Praha: Paseka, 2013. ISBN 978-80-7432-292-1.
7. TONGELOVÁ - IVANOVÁ, Pavlína. *Humanization of Economy and Macroeconomic Processes in 21st Century*. 1. vyd. Bratislava : Vydavateľstvo OZ Ľudia za rovnosť a prosperitu, 2014. 127 s. ISBN 978-80-971657-0-3.
8. WORKIE TIRUNEH, M. a kol. 2008. *Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky. Turbulencie na finančných trhoch a dilemy hospodárskej politiky*. Bratislava: Ekonomický ústav SAV, 2008. ISBN 978-80-7144-166-3.
9. WORKIE TIRUNEH, M. a kol. 2010. *Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky. Ozdravenie svetovej ekonomiky: realita alebo mýtus?* Bratislava: Ekonomický ústav SAV, 2010. ISBN 978-80-7144-178-6.

Ing. Pavlína Ivanová, PhD.  
Ekonomická univerzita  
Národohospodárska fakulta  
Dolnozemska cesta 1  
852 35 Bratislava  
pavlina.ivanova@euba.sk