



# WORKING PAPERS

23

**Peter Cmorej, Iveta Pauhofová**

## **TRANSFORMÁCIA FINANČNEJ ARCHITEKTÚRY SVETA**

ISSN 1337–5598 (elektronická verzia)

**Edícia WORKING PAPERS prináša priebežné, čiastkové výsledky výskumných prác pracovníkov alebo tímov EÚ SAV riešených v rámci výskumných projektov, ktoré môžu byť obsahom aj ďalších publikácií.**

*AUTORI*

**Doc. Ing. Iveta Pauhofová, CSc., Ing. Mgr. Peter Cmorej**

*RECENZENTI*

**Doc. Ing. Peter Staněk, CSc.**

**Ing. Ivan Klinec**

Táto práca bola spracovaná v rámci projektu VEGA 02/0208/09 Determinanty polarizácie bohatstva v globalizovanom svete (súčasnosť a budúcnosť).

*ABSTRAKT*

**Transformácia finančnej architektúry sveta**

**(vybrané súvislosti s polarizáciou bohatstva v globalizovanom svete)**

Finančná kríza pomohla obnažiť hlbokú diferenciaciu medzi reálnou a virtuálnou ekonomikou a naznačuje tiež potrebu iného pohľadu na štruktúru budúcej spotreby spoločnosti. Zadlžené sú všetky jej subjekty. Jediným významnejším subjektom operujúcim s reálnymi cash financiami, sú suverénne štátne fondy, ktoré začali signifikantne expandovať po roku 2000. Predstavujú výraznú ekonomickú silu, ktorá má možnosť vplyvať nielen na nové smerovanie investícií v globalnej ekonomike, ale ovplyvniť aj štruktúru finančnej architektúry sveta. Regulačné rámce vo väzbe na finančné trhy budú mať zmysel vtedy, ak budú nielen dôsledne uplatňované už dnes platné a dohodnuté pravidlá, ale tiež vtedy, keď sa v rámci jednotlivých hospodárskych a fiškálnych politik podarí úspešne predchádzať dôsledkom komprimácie rizikových faktorov v čase (splatnosť vysokého objemu podnikových dlhopisov, napätý trh kreditných kariet, diferencovaná dlhová služba jednotlivých krajín, potenciálny krach prime hypoték – inštitucionálnych dlžníkov (napr. developerov).

*KLÚČOVÉ SLOVÁ*

finančná kríza, zadlženosť subjektov, zmena štruktúry spotreby, nová finančná architektúra sveta, suverénne fondy, regulácia finančných trhov, komprimácia rizikových faktorov v čase

*ABSTRACT*

**Transformation of world financial architecture**

**(selected context with polarization of wealth in globalized world)**

Financial crisis has helped to uncover deep differentiation between real and virtual economies and indicates the demand for another point of view on structure of following consumption in society. All subjects of society are indebted. The only one outstanding subject manipulating with real cash finance are sovereign funds which have begun to expand after the year 2000. They present conspicuous economic power, which has the ability to influence not only the direction of investments in global economy but also the structure of world financial architecture. Regulation frameworks of financial markets will meet their purposes only if already arranged and legitimate rules are consistently applied. But also when prevention from consequences resulting from risk factors' compressing in time is successful in scope of each individual economy and fiscal policy (maturity of big amount of company bonds, stretched credit cards market, differential debt service of selected countries, potential collapse of prime loan market – institutional debtors, e.g. developers).

*KEYWORDS*

financial crisis, indebtedness of subjects, debts, change of consumption structure, new world financial architecture, sovereign funds, regulation of financial markets, compressing of risk factors in time

*JEL CLASSIFICATION*

**E21, E22, E61, F21, F23, F59, G15, G18, H62, H63**

Za obsah a jazykovú úroveň zodpovedajú autori.

Technické spracovanie : **Doc. Ing. Iveta Pauhofová, CSc.**

Ekonomický ústav SAV, Šancová 56, 811 05 Bratislava, [www.ekonom.sav.sk](http://www.ekonom.sav.sk)

**KONTAKT:** ipauhofova@yahoo.com, tel. 02/52 49 50 80 kl.114

Ekonomický ústav SAV, Bratislava 2010

## Obsah

Úvodné poznámky.....	4
1. Finančná, hospodárska kríza a zadlženosť subjektov v spoločnosti.....	5
2. Suverénne fondy a súčasný reálny kapitál .....	13
3. Regulácia a nová finančná architektúra sveta .....	15
4. NFA a komprimácia rizikových faktorov v čase .....	17
Záverečné poznámky.....	18
Literatúra .....	23

## Úvodné poznámky

Nevyhnutnosť transformácie finančnej architektúry sveta je spojená s potrebou zásadných zmien vo všetkých rovinách svetového spoločenského systému. Bezprostredne sa dotýka schopnosti adaptačných reakcií zložitých spoločností na vonkajšie a vnútorné okolnosti. Nejde teda len o dajaké inštitucionálne zmeny vo svetovom poriadku, ale o komplex prierezových problémov, ktoré majú mať svoje vyústenie v zmenách infraštruktúry človeka a infraštruktúry spoločnosti z aspektu civilizačných posunov.

Predmetom tejto state nie je tieto adaptačné schopnosti skúmať, ale pokúsiť sa načrtnúť tie zásadné oblasti, ktoré by mohli prispieť k objasneniu súčasného stavu skúmanej problematiky. Taktiež poukázať na tie súvislosti, ktoré signifikantne ovplyvňujú budúce formovanie novej finančnej architektúry sveta. Preto je v tejto práci venovaná pozornosť vzťahu medzi finančnou, hospodárskou krízou a zadlženosťou všetkých subjektov v spoločnosti vo väzbe na príjmovú stratifikáciu a spotrebu v spoločnosti, otázkam sanovania problémov finančnej sféry zo strany vlád, akcentu diferenciacie medzi reálnou a virtuálnou ekonomikou, otázkam formovania súčasného reálneho kapitálu a jeho regionálnym investičným aktivitám, súvislostiam tvorby novej finančnej architektúry sveta (NFA) a fungovania regulačných mechanizmov. Zvýraznené sú oblasti formovania NFA a komprimácia rizikových faktorov v čase.

Načrtnuté oblasti majú tiež prispieť k ujasneniu si otázok adaptačných reakcií v spoločnosti vo vzťahu k potrebe metodologicky formulovať budúci možný vývoj po kríze. Zároveň majú reagovať na súčasné determinanty polarizácie bohatstva a budúci možný vývoj v tejto oblasti.

## 1. Finančná, hospodárska kríza a zadlženosť subjektov v spoločnosti

Svetová finančná kríza, ktorá postupne prerastá do celosvetovej hospodárskej krízy, odhaľuje potrebu nového prístupu nielen k teoretickým aspektom skúmania globálnej ekonomiky, ale aj potrebu nového prístupu v realizácii hospodárskych politík vo väzbe na spoločnosť ako takú. Hospodársky rast z minulých rokov sa ukázal ako neudržateľný, živý najmä úverovou expanziou, nie reálnym dopytom. Virtuálna ekonomika ničím nekrytých peňazí prebehla reálnu ekonomiku krytú skutočnými hodnotami, nehnuteľným majetkom, výrobkami a službami, reflektujúcimi skutočný dopyt. Zadlženie priamo súvisiace s nárastom množstva disponibilných peňazí v ekonomike môže byť dlhodobo prospešné iba do tej miery, pokiaľ hospodársky rast dokáže zabezpečiť dostatočnú tvorbu zdrojov na financovanie potrieb domácností, podnikov a štátu.

Vývoj zadlženia v predchádzajúcich desaťročiach, na ktorý dnes „doplácame“, nebol v súlade s princípmi trvalo udržateľného rozvoja. V dôsledku dlhového financovania vzniklo v niektorých odvetviach približne o 40 % viac výrobných kapacít, ako je možné pri súčasných príjmoch domácností vyťažiť (automobilový priemysel, elektrotechnický priemysel, ...).

Keď sa dnes pozeráme smerom do budúcnosti, logicky sa objavujú otázky: dopyt po akých statkoch by mal byť motorom budúceho hospodárskeho rastu ? (.. keď ponuka spotrebných statkov, ako ich chápeme dnes, výrazne prebehla dopyt ?), akým spôsobom bude financovaná ďalšia spotreba ? (.. keď v súčasnosti je zrejmé, že „nekonečné“ úverovanie nie je tá správna cesta ?), bude motorom ekonomickej obnovy spotreba domácností, alebo spotreba verejného sektora, resp. štátu ?

Miera spotreby však nie je jediným determinantom hospodárskeho rastu, rovnako ako miera spotreby nie je jedinou zložkou kvality života. Hospodársky rast neznamena nevyhnutne zvyšujúcu sa kvalitu života. Dôležitou je štruktúra spotreby, s čím priamo súvisí dôchodková stratifikácia obyvateľstva v spoločnosti. Empirickým dôkazom sú napríklad Čína alebo India, kde z nadpriemerného hospodárskeho rastu týchto krajín profitujú úzke skupiny obyvateľstva<sup>1</sup>. V týchto krajinách existujú skupiny obyvateľov s mierou spotreby na úrovni často presahujúcou úroveň spotreby v krajinách tzv. vyspelého sveta (skupina ultrabohatých) a na druhej strane existujú oveľa rozsiahlejšie skupiny „ultra“ chudobných, ktorých spotreba je na úrovni zabezpečovania si základných existenčných potrieb.

Rovnakú diferenciáciu môžeme pozorovať medzi jednotlivými krajinami, ktoré môžeme taktiež rozdeliť medzi ultrabohaté a ultrachudobné. Štyri z piatich afrických krajín

<sup>1</sup> v Číne podľa rôznych odhadov 200 až 300 miliónov obyvateľov, v Indii približne 100 miliónov obyvateľov.

a taktiež väčšina krajín Latinskej Ameriky patrí medzi krajiny takzvaného 4. sveta. Počet krajín blížiacich sa úrovňou svojho HDP k bohatým štátom, sa v predchádzajúcich desaťročiach výrazne znížil a naopak sa signifikantne zvýšil počet chudobných krajín, medzi ktorými je veľká časť krajín bez akejkoľvek reálnej šance na svojpomocné zlepšenie svojej situácie (politická nestabilita, ozbrojené konflikty, korupcia, neexistujúca infraštruktúra, epidémie, ..)<sup>2</sup>. Výraznú nerovnomernosť príjmovej stratifikácie však pozorujeme aj v najvyspelejších štátoch sveta, napríklad USA.

Z uvedeného je zrejmé, že v zabezpečovaní primeranej miery spotreby pre široké vrstvy obyvateľstva existujú veľké medzery. Je však možné mieru spotreby chudobných vrstiev obyvateľstva zdvihnúť natoľko, aby sa stala v globálnom vyjadrení rovnocennou so spotrebou vysokopříjmových vrstiev obyvateľstva ?

Kvalita života má však aj iné aspekty, ktoré sú často opomínané. Ide o celkovú kvalitu životného prostredia a o jeho udržateľnosť. Proces ekologizácie taktiež patrí do štruktúry globálnej spotreby a môže byť významnou súčasťou hospodárskeho rastu. Najmä v prostredí, kedy bol hospodársky rast často vnímaný v priamom protiklade s ekologizáciou. Znižovanie energetickej a surovinovej náročnosti, alternatívne zdroje energie, revitalizácia prostredia, alebo napr. vodné hospodárstvo, sú oblasti s významným investičným potenciálom.

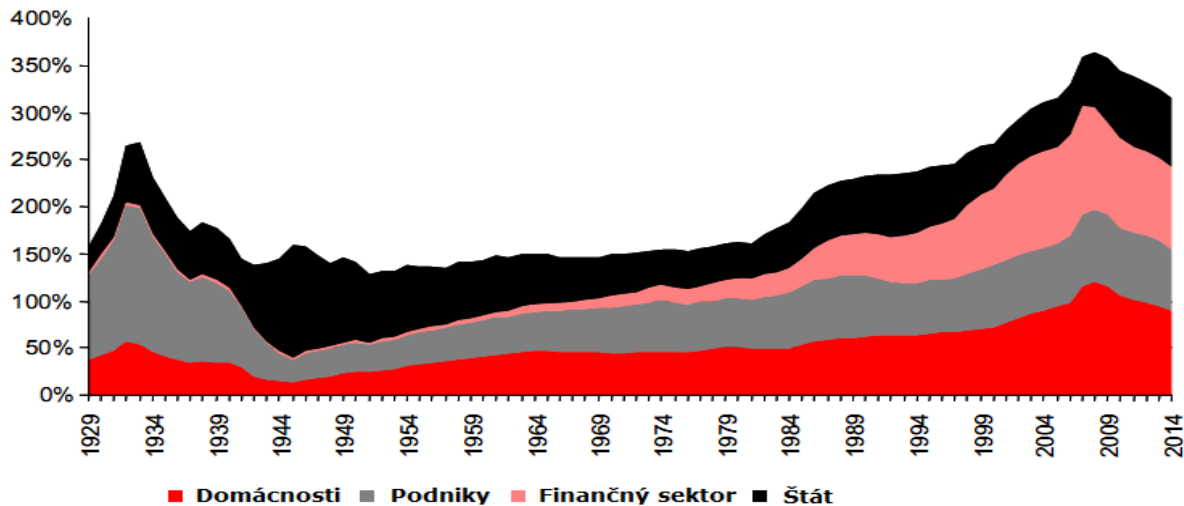
Ďalšou perspektívnou oblasťou rozvoja globálnej spotreby je oblasť zdravotníctva a s tým súvisiace prehlbovanie kvality života. Za jednu z najperspektívnejších spotrebiteľských skupín budúcnosti sú považovaní dôchodcovia. Títo výrazne ovplyvnia štruktúru spotreby spoločnosti v prvej polovici 21. storočia. Uvedené je však podmienené úrovňou ich dôchodkov, ktorá je viazaná aj na penzijné úspory. Penzijné úspory sú však len transformovaným zárobkom jednotlivca, čo nás opäť vracia naspäť ku stratifikácii globálnych príjmov a globálnej spotrebe. V predchádzajúcich desaťročiach bola idea riešenia stále sa zhoršujúcej stratifikácie príjmov v spoločnosti a stimulácie globálnej spotreby nasledovná: veľmi zjednodušene - spotreba domácností sa bude stimulovať úverovou cestou (napr. kreditné karty), čím sa vykryje nedostatok zdrojov jednotlivca zo strednej triedy (príjmová stratifikácia), čo bude mať za následok zvýšenie kvality života. Zvýšená kvalita života bude mať za následok zvýšený dopyt po sofistikovanejších statkoch, čo umožní vytvorenie novej úrovne ponuky a tým pádom nových pracovných miest na uspokojenie dopytu. Nové pracovné miesta znamenajú viac práce a vyššie príjmy, čo zlepšuje príjmovú stratifikáciu a v konečnom dôsledku umožní spotrebiteľovi splatiť požičané.

<sup>2</sup> viac: Pauhofová, I., Determinanty bohatstva a chudoby vo svetovej ekonomike (vybrané aspekty), EKONÓM, Bratislava, 2008, 48 s., ISBN 978-80-255-2538-1

Plán architektov amerického „finančného sna“ bol však konštruovaný s horizontom maximálne na dve nasledujúce volebné obdobia a oficiálne abstrahoval od akýchkoľvek rizík a dlhodobých následkov. Nenaplnil sa ani prvý zo základných predpokladov, a to formovanie novej adekvátnej úrovne ponuky v národnej ekonomike. Vygenerovaný dopyt sa premietol v takej spotrebe, ktorú USA realizovalo dovozom tovaru všetkého druhu za nízke ceny v porovnaní s cenami tovarov vyrábaných u domácich výrobcov. Národné ekonomiky v Európe a Ázii sa prispôbili a dodatočný kapitál bol exportovaný na rozvíjajúce sa trhy, hľadajúc čo najnižšie mzdové náklady. Výsledkom je ešte nerovnomernejšia príjmová stratifikácia, útlm niektorých tradičných odvetví v jednotlivých štátoch a enormná zadlženosť obyvateľstva.

Podľa údajov na Grafe 1 je celkové zadlženie USA v súčasnosti nad úrovňou 350 % HDP. Výška kumulatívneho dlhu domácností napr. v USA je 13,79 bil. USD, z toho 10,49 bil. USD sú dlhy hypotekárne. Pomer dlhu domácností k disponibilnému príjmu bol v roku 1980 „iba“ 47,9% a do roku 2005 dokázal narásť až na 92,3%. Podľa niektorých odhadov, pomer dlhu domácnosti k ich disponibilnému príjmu ešte vzrastie, pre rok 2010 je odhadovaný na 97,6%<sup>3</sup>.

Graf 1. *Historické a prognózané zadlženie USA podľa kategórií (prognóza Societe Generale)*



Zdroj: spracované podľa (6)

Objem virtuálnej ekonomiky tvorenej finančnými derivátmi presahuje hodnotu 500 biliónov USD, pričom americký akciový trh mal na svojom vrchole v roku 2007 kapitalizáciu iba 18 biliónov a trh nehnuteľností 21 biliónov USD.

<sup>3</sup> podľa SIX Telekurs Deutschland GmbH

V globálnej ekonomike by mal nevyhnutne nastať proces oddlžovania (deleveraging), paradoxne však dochádza k opačnému procesu. Národné banky sa používaním rôznych neadekvátnych praktík pustili do masívnych záchranných operácií so zámerom dodať na zamrznutý medzibankový trh likviditu. Kvantitatívne uvoľňovanie, čo je len sofistikovanejší názov pre tlačenie ničím nekrytých peňazí, patrí ešte k tým transparentnejším opatreniam. Menej transparentné sú už programy, napr. v USA, ktoré potencionálnym investorom garantujú hodnotu tzv. toxických aktív, zmena bývalých investičných bánk na banky „normálne“ (aby mali nárok na štátnu pomoc), alebo pozmenenie účtovných štandardov pre banky (odobrenie „kreatívneho účtovníctva“). Došlo aj k falšovaniu makroekonomických údajov (napr. hodnota inflácie) a údaj o miere nezamestnanosti bol pravidelne niekoľko týždňov po zverejnení revidovaný smerom nahor.

Globálnu ekonomiku zasiahla jedna z jej hlavných charakteristických črt. Transnacionálne korporácie (TNK) sa stali „obmedzujúcim“ faktorom v globálnej ekonomickej rovnováhe. Začali predstavovať významné systémové riziko a je otáznе, ako sa s ním v budúcnosti vysporiadať. Je zrejme nutné redefinovanie ich postavenia v národnej aj v globálnej ekonomike. Nie ojedinele totiž TNK v jednotlivých štátoch ovplyvňujú politické dianie, tvorbu legislatívy, dostávajú investičné stimuly, napr. formou priamych dotácií, daňových prázdnin, riadia strategické podniky jednotlivých štátov, ovplyvňujú cenotvorbu základných spotrebných statkov a pod. Je reálne predpokladať, že spolupráca TNK s národnými vládami nadobudne novú dimenziu a stane sa viac vyrovnanou v prospech jednotlivých štátov. Predpokladom úspešnej spolupráce je aj etické konanie na oboch stranách a zásadné obmedzenie korupcie.

„Too big to fail“ je označenie, ktoré zachránilo množstvo amerických inštitúcií, najmä vo finančnom sektore. Súčasnú situáciu však nemôže zachrániť dodávanie likvidity. Na záchranu finančného sektora jednotlivé vlády vynaložili 2,7 bil. USD – čo je približne 9% globálnych finančných prostriedkov na medzibankových trhoch. Vlády si od uvedeného kroku sľubovali opätovné oživenie pôžičiek domácnostiam a podnikom, čo by naštartovalo globálnu spotrebu. Banky však uvedené peniaze používajú nasledovne :

- a) *Na zakrývanie ďalších strát z takzvaných toxických aktív.* FED má predstavu približne o 1/3 toxických aktív, ktoré banky a poisťovne skrývajú vo svojich súvahách.
- b) *Na investovanie na akciovom trhu.* Banky v súčasnej situácii, pri rozhodovaní o umiestnení finančných prostriedkov, vyhodnotili investície na akciovom trhu ako menej rizikovú oblasť činnosti v porovnaní s požíčianím finančných prostriedkov podnikom a domácnostiam. O uvedenom svedčia dva fakty. Po prvé, počet nových



pôžičiek v USA nezaznamenal výraznú zmenu a po druhé, v predchádzajúcich kvartáloch<sup>4</sup> vykázala väčšina bánk v USA zisk, ktorý bol výraznou mierou tvorený práve ziskom divízií investičného bankovníctva.

Uvedené vysvetľuje aj razantný nárast akciových indexov od ich minima v marci 2009. Americký akciový index S&P 500 zaznamenal od svojho minima viac ako 60 % nárast.<sup>5</sup> Odkiaľ sa v dobe, kedy je pre väčšinu inštitucionálnych investorov charakteristický nedostatok likvidity, berú peniaze, ktoré posúvajú akciové trhy nahor? Mnohí burzovní obchodníci sú presvedčení, že banky umiestňujú na akciový trh práve peniaze zo záchranných balíkov, ktoré mali podľa predstáv vlád skončiť u konečných spotrebiteľov. Nafukuje sa na akciovom trhu nová bublina?

Graf 2. *Vývoj indexu S&P 500 od októbra 2008 do 23.11.2009*



Zdroj:<http://finance.yahoo.com/echarts?s=^gspc#chart1:symbol=^gspc;range=1y;charttype=line;crosshair=on;ohlvalues=0;logscale=off;source=undefined>

Ak by boli uvedené finančné prostriedky použité na úvery domácnostiam a podnikom, znamenalo by to oživenie spotreby, avšak za cenu ešte vyššej zadlženosti domácností a podnikov. Jedinou krajinou, kde boli vládne finančné stimuly skutočne umiestnené na úverovom trhu vo forme pôžičiek domácnostiam a podnikom, je Čína. Čínske banky sú však pod priamym vplyvom štátu, a tak ani nemali inú možnosť, ako poskytnuté peniaze naozaj umiestniť na úverový trh. Výsledkom je síce na papieri imponujúci rast HDP 9 % ročne, avšak za cenu medziročného nárastu menovej zásoby M2 o 29,3 % a s vysokou

<sup>4</sup> druhý a tretí kvartál 2009

<sup>5</sup> k dátumu 23.11.2009

pravdepodobnosťou vysokého percenta úverov, ktoré dlžníci nebudú nikdy schopní splatiť. Na základe naakumulovaných poznatkov by delikvencia úverov v Číne mohla presiahnuť 30 %.

Hospodársky rast Číny má aj ďalšie negatívne stránky. Prvou je výška finančných stimulov, ktoré čínska vláda vydala na podporu svojej ekonomiky. Ide o sumu prevyšujúcu 900 mld. USD (november 2009), čo je najviac na svete a súčasne ide o sumu vyššiu ako 20 % HDP Číny. Inou tienistou stránkou je spôsob výpočtu HDP v Číne. Pokým vo vyspelých štátoch sa HDP ráta tzv. výdavkovou metódou, kedy sa spočítajú výdavky štátu, verejného sektora a domácností, v Číne sa HDP ráta produkčnou metódou. Znamená to, že sa zráta počet vyrobených statkov, bez ohľadu na fakt či sa spotrebovali, alebo ležia v sklade a nie je o ne záujem.

Ako je vidieť v nasledujúcej tabuľke, Čína vykazuje ďaleko najvyššiu aktivitu vo finančných stimuloch na sanovanie problémov finančného sektora, a preto vykazuje aj najvyšší rast HDP. Neadekvátna pomoc finančnému sektoru má za dôsledok, že sa multiplikuju dopady na hospodársku sféru.

Tabuľka 1. *Odhad finančných stimulov vynaložených vládami na sanovanie problémov finančného sektora (2009, mld. USD, %)*

<b>Krajiny</b>	<b>mld. USD</b>	<b>% z HDP</b>
USA	787	6
Čína	586	15
Európa	298	2
Japonsko	154	3
Latinská Amerika	149	4
Ázia – rastúce rozvojové krajiny	52	2
	23	2
Rusko	20	1
<b>Spolu</b>		<b>3% z globálneho HDP</b>

Zdroj: spracované podľa (6)

Údaje uvedené v Tabuľke 1 nie sú konečné. Zo strany USA je avizované, že finančné stimuly ekonomiky budú mať dlhodobý charakter. Predpokladá sa, že tieto finančné stimuly vlády zväzili aj vo väzbe na náklady sociálneho a zdravotného systému. Sociálna úloha štátu pohlcuje čoraz väčšiu časť verejných prostriedkov. Oficiálna nezamestnanosť je koncom roka 2009 v USA nad hranicou 10 %. Zdravotný systém je ďalšou veľkou záťažou verejných financií USA. Reforma, ktorá má umožniť zdravotné poistenie miliónom doteraz nepoistených Američanov, má podľa odhadov stáť v priebehu nasledujúcej dekády viac ako 1 bil. USD.

Čiastka, ktorú je podľa amerických bánk potrebné dodať pre udržanie medzibankových finančných trhov - aby sa opäť rozprúdili medzibankové pôžičky - je však ešte niekoľkonásobne vyššia. Banky tvrdia, že potrebná je suma 30 až 35 bil. USD. Uvedené by znamenalo navýšenie globálnych finančných prostriedkov na medzibankových trhoch o 100 %. Vlády v súčasnom období hospodárskej krízy nemajú reálne zdroje na pokrytie požiadaviek takéhoto rozsahu.

Je riešením ďalšie kvantitatívne uvoľňovanie financií v ešte väčšom rozsahu ako doteraz? Dlhové financovanie vlád je podmienené aj dôverou investorov. Ak vlády stratia dôveru verejnosti, že svoje dlhy dokážu niekedy splatiť čo i len v nominálnej hodnote, nastane zákonitý default štátov.

V tejto súvislosti je zaujímavé poukázať na štruktúru federálneho dlhu USA, ktorý sa nachádza v Tabuľke 2. Celková výška federálneho dlhu je na úrovni 78,5 % HDP krajiny (v Grafe 1. zodpovedá dlhu vyznačenom čiernou farbou). Najväčším veriteľom USA spomedzi krajín sveta je Čína, ktorá vlastní 7,6 % federálneho dlhu. V nominálnom vyjadrení ide približne o 845 miliárd USD. Čína je v rebríčku veriteľov federálnej vlády USA pomerne tesne nasledovaná Japonskom, ktoré vlastní 6,2 % dlhu. Najväčším veriteľom federálnej vlády USA je však sama federálna vláda. USA dlhuje samo sebe približne 43 % svojho dlhu. Ide o záväzky voči rôznym federálnym agentúram a fondom, napríklad voči fondom priebežného penzijného systému. Čistý federálny dlh, je tak „iba“ na úrovni 44,7 % HDP. Z toho je však časť v držbe jednotlivých štátov federácie, samospráv a v neposlednom rade domácich bánk, poisťovní a súkromných fondov.

Ako federálny dlh sa však nezapočítava masívna pomoc finančnému sektoru, ktorá je v Grafe 1. vyznačená svetločervenou farbou - ako zadlženie finančného sektora. Je potrebné si uvedomiť, že v prípade ak tento dlh finančný sektor nesplatiť, s najväčšou pravdepodobnosťou ostane na pleciach federálnej vlády.

Tabuľka 2. **Štruktúra federálneho dlhu USA (mld.USD, %, % z HDP, 2009)**

<b>Štruktúra</b>	<b>mld. USD</b>	<b>%</b>	<b>% z HDP</b>
<b>Celkom</b>	<b>11 126,9</b>	<b>100</b>	<b>78,5</b>
<i>vláda a feder. agentúry</i>	4785,2	43	33,8
<i>banky, poisťovne, fondy</i>	1473,9	13,2	10,4
<i>fyz. osoby a nefin. spoločnosti</i>	1074,5	9,7	7,6
<i>štáty a municipality (USA)</i>	526,3	4,7	3,7
<i>Zahraničie, z toho :</i>	3267	29,4	23,0
<i>Čína a HK</i>	848,8	7,6	6,0
<i>Japonsko</i>	686,7	6,2	4,8
<i>ropné krajiny spolu</i>	192,0	1,7	1,4
<i>karibské daňové raje spolu</i>	213,6	1,9	1,5
<i>Brazília</i>	126,6	1,1	0,9

Rusko	138,4	1,2	1,0
-------	-------	-----	-----

Zdroj : spracované podľa (2)

V Tabuľke 2. je možné vidieť, že významným veriteľom vlády USA sú aj samotné domácnosti a nefinančné podniky. Podľa štatistiky majú v držbe 9,7 % celkového dlhu, respektíve dlh v objeme 7,6 % HDP. Financovanie dlhových potrieb štátu prostredníctvom úspor občanov má dlhodobú tradíciu a je rozšírené po celom svete. Počas druhej svetovej vojny boli v USA kampane zamerané na vlastenecké cítenie Američanov. Pomocou hesla „kto nevlastní americký dlhopis, nie je vlastenec“, financovala vláda svoju armádu. Väčšina vyspelých štátov má vo svojej histórii s predajom dlhopisov priamo občanom podobnú skúsenosť. V Nemecku a v Rakúsku si môže štátny dlhopis, respektíve štátnu pokladničnú poukážku, kúpiť ľubovoľná fyzická osoba<sup>6</sup>. V Českej republike dostanú podobnú možnosť občania už čoskoro a na Slovensku sa o podobnom kroku taktiež uvažuje<sup>7</sup>.

Praktickú skúsenosť so splácaním dlhu občanom má napríklad Veľká Británia. Britská vláda financovala prvú svetovú vojnu masívnym požíčianím. Medzi inými emitovala v roku 1917 dlhopisy s 30 ročnou splatnosťou. Splácanie úrokov z týchto dlhopisov však už v roku 1932 pohltilo viac ako dve pätiny všetkých daňových príjmov krajiny. Splatenie istiny sa tak ukazovalo byť problematické. Britská vláda zorganizovala obrovskú kampaň, apelujúcu na vlastenecké cítenie Britov a tridsaťročné dlhopisy s 5 % kupónom vymenila za dlhopisy s nekonečnou dobou splatnosti a kupónom 3,5 %. Priemerná inflácia v období 1932 až 1997 dosahovala v Británii hodnotu 6,31 %, čo znamená, že hodnota vojnových dlhopisov v reálnom vyjadrení poklesla o 97,7 %<sup>8</sup>.

Masívne požíčovanie od občanov môže v konečnom dôsledku vyústiť v deštrukciu úspor obyvateľstva. Dôležité je uvedomiť si aj fakt, že sprostredkovanými záväzkami voči občanom sú aj záväzky voči bankám, poisťovniam, súkromným fondom a penzijným schémam.

Vlády dnes zvažujú všetky možnosti, ako a kde získať dodatočné finančné zdroje. Európske vlády v rokoch 1998 až 2006 už privatizovali prakticky všetok svoj majetok. Úvahy sa uberajú aj smerom, či legalizovať šedú a čiernu ekonomiku. Ďalšou z možností je pustiť na globalizujúce sa trhy cudzích veľkých investorov – suverénne fondy.

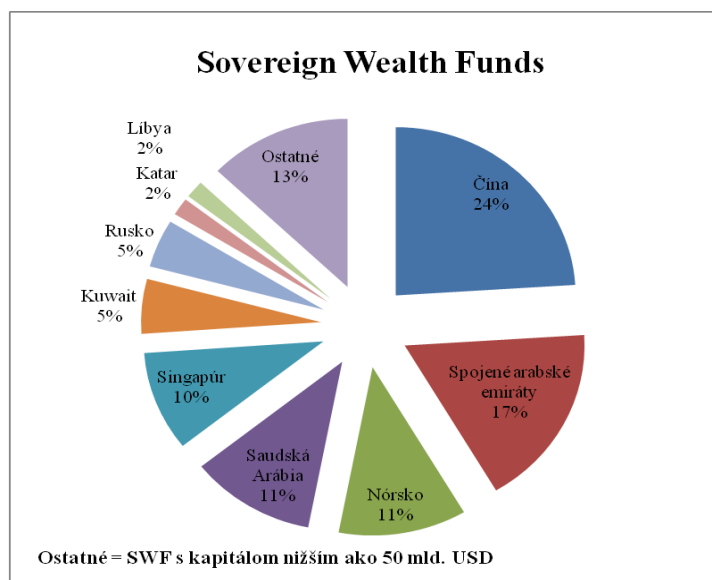
<sup>6</sup> <http://www.bundesschatz.at>, <https://www.bundeswertpapiere.de/ueberblick>

<sup>7</sup> <http://ekonomika.sme.sk/c/4336446/cesko-planuje-predavat-vladne-dlhopisy-priamo-obcanom.html>  
<http://ekonomika.sme.sk/c/4351542/dlhopisy-pre-obcanov-zvazuje-aj-nase-ministerstvo.html>

<sup>8</sup> viac: Kohout, P., in: Finmag - finanční magazín, Praha, máj 2009, ISSN 1802-9620, str.25

## 2. Suverénne fondy a súčasný reálny kapitál

Graf 3. *Štruktúra ekonomickej sily suverénnych (štátnych) fondov vo svete podľa krajín*



Suverénne fondy<sup>9</sup> sú v dnešnej dobe jedny z mála donorov reálneho kapitálu. Suverénne fondy sa nepodieľali na virtualizácii svetovej ekonomiky tak ako banky a hedgeove fondy, v dôsledku čoho nie sú zasiahnuté tým istým spôsobom ako ostatní inštitucionálni investori. Finančné prostriedky suverénnych fondov pochádzajú najmä z obchodu s

ropou, s plynom, prípadne s inými komoditami a z prebytkov medzinárodného obchodu jednotlivých štátov. Výhodou suverénnych fondov je, že majú dlhodobý kapitál, ktorý nemá špekulatívny charakter (aj keď komplexné hodnotenie transparentnosti SF vykazuje okrem Nórska veľmi nízke hodnoty). Suverénne fondy majú v súčasnosti odhadovaný kapitál približne 3,9 bil. USD.

Väčšina suverénnych fondov je vytvorená rozvojovými štátmi. Samozrejme, že jednotlivé štáty sledujú prostredníctvom svojich suverénnych fondov vlastné strategické záujmy a ciele. Preto je pre vyspelé krajiny ešte stále otáznou či pustiť suverénne fondy na svoje územie, do svojich podnikov, a ak áno, v akej miere.

Akvizície suverénnych fondov sú vo významnej miere strategického významu. Napr. čínske štátne suverénne fondy podporujú čínske subjekty podnikajúce v zahraničí pri akvizíciách v oblasti energetiky, nerastných surovín, nákupu pôdy, oblasti dizajnu a automobilových technológií<sup>10</sup>. Jednotlivé suverénne fondy týmto spôsobom zabezpečujú budúcu surovinovú a v prípade pôdy i potravinovú bezpečnosť svojej krajiny. Znamená to, že tieto krajiny operujú aj s dopadmi klimatických zmien v jednotlivých regiónoch sveta, ktoré

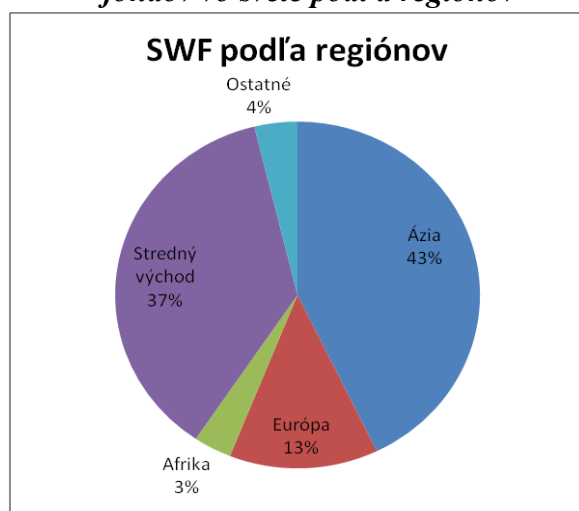
<sup>9</sup> Pauhofová, I., in: Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky, Globálna finančná a hospodárska kríza, príčiny – náklady – východiská, Ekonomický ústav SAV, Bratislava, 2009, 301 s., ISBN 978-80-7144-175-5, str.255-268

<sup>10</sup> Napr. čínske suverénne fondy v mesiacoch september až november 2009 investovali do energetických distribučných sietí, alternatívnych energií, ťažobných spoločností v Mongolsku, ropných polí v Iraku, pôdy v Afrike a na Ukrajine.

sa napr. v niektorých oblastiach Číny prejavia výrazným suchom a vylúčením značnej časti pôdy z poľnohospodárskeho využívania. Na druhej strane predstavuje Čína ten región sveta, kde v dôsledku klimatických zmien dôjde k zaplaveniu významnej časti husto obývaného pobrežia.

Z aspektu vývoja regionálnych historických súvislostí je zjavné, že Čína má záujem vo väčšej miere ako doposiaľ smerovať svoje investície do európskeho priestoru. V súčasnosti je možné sledovať opatrný nástup čínskych investorov do získavania nižšieho percenta podielov vo všetkých dostupných podnikoch. V závislosti od profilovania súčasnej hospodárskej politiky smerom k budúcnosti, vychádzajúc z vízií a stratégií európskych štátov – ak ich majú, budú svoje podiely buď zvyšovať, alebo podniky opustia.

Graf 4. *Štruktúra ekonomickej sily suverénnych fondov vo svete podľa regiónov*



V prípade Číny ide aj o eminentný záujem zabezpečiť si svoje dolárové rezervy proti znehodnoteniu dolára prostredníctvom konverzie do priamych investícií. Ide či už o nákup amerických a európskych firiem v ťažkostiach alebo o skupovanie všetkých dostupných komodít. Na komoditných burzách je možné pozorovať, že nákupné aktivity Číny bezpečne bránia cenám komodít v akomkoľvek výraznejšom poklese na ich cene. Akúkoľvek

korekciu v cene Čína využíva na nákup tej ktorej komodity, čím cenu vytlačí vždy minimálne na rovnakú úroveň.

### 3. Regulácia a nová finančná architektúra sveta

Nová finančná architektúra nebude iba o finančnom sektore. Mala by zohľadniť komplex širších problémov ako je vedecko-technický rozvoj spoločnosti, konkurencieschopnosť jednotlivých štátov, redefinovanie funkcií štátu alebo stále sa zhoršujúca príjmová stratifikácia obyvateľstva. Nová finančná architektúra predstavuje novú architektúru globálnej ekonomiky.

V rámci novej finančnej architektúry musia byť vytvorené nové kontrolné mechanizmy, ktoré nahradia neúspešnú Svetovú banku (SB) a Medzinárodný menový fond (MMF) v role hlavných regulátorov a kontrolórov svetových financií. Na stretnutí G20 už odznali plány, aby tieto úlohy zastrešovala Komisia pre finančnú stabilitu. SB a MMF by ostala iba podporná úloha.

Akákoľvek regulácia, ak má byť úspešná, predpokladá úzku medzinárodnú spoluprácu, rozsiahle právomoci a vysokú akcieschopnosť budúcich kontrolných orgánov. Už dnes je možné pozorovať tendenciu finančných inštitúcií vykonávať „gro“ svojho podnikania v rôznych daňových rajoch, respektíve krajinách, ktoré im poskytujú najlepšie podmienky nielen po legislatívnej stránke, ale aj z hľadiska regulácie ich podnikania. Preto je možné reguláciu finančného sektora na národnej úrovni rovno odmietnuť ako dlhodobu nedostatočnú riešenie. Posilnenie americkej regulácie finančných trhov ani vytvorenie európskeho finančného dohľadu nevyrieši potrebu celosvetového regulátora. Je evidentná nutnosť vytvoriť Svetový výbor, ktorý bude nielen vybavený dostatočnými právomocami v oblasti regulácie svetových finančných trhov, ale aj právomocami rozhodovať v krízovom období o tom, akú mieru spoluúčasti na finančných záchranných plánoch a zárukách bude mať každá konkrétna krajina.

V rámci regulácie finančných trhov je potrebné venovať zvláštnu pozornosť sekuritizáciám finančného sektora. Obchod s derivátmi má nadnárodný charakter a je predmetom mnohých inovácií, ktoré je potrebné regulovať. Plošná regulácia preto nemá zmysel, naopak zlikvidovala by všetky „zdravé výhonky“ vo finančnom sektore. V Európskej únii sa však nevyužíva ani už existujúca legislatíva, ktorá zahŕňa základné pravidlá plošnej regulácie, Solvency II. pre poisťovníctvo a Bazilej II. pre bankový trh.

Špeciálnu pozornosť je potrebné venovať regulácii podnikateľských subjektov významného významu pre globálnu ekonomiku či už významu strategického oblasťou pôsobenia subjektu, alebo významu ekonomického z pohľadu sily podniku v regióne, respektíve vo svete, alebo z pohľadu zamestnanosti. Zoznamy podnikov spĺňajúcich

pomyselné kritéria „too big to fail“ by mali byť vytvorené na úrovni medzinárodnej, ako aj na úrovni národných vlád.

Aj keď uvedené nie je na prvý pohľad v súlade s liberálnym princípom voľného trhu bez štátnych zásahov, ide o legitímnu a obozretnú požiadavku. Ak môže podnikateľský subjekt oprávnené očakávať pomoc od štátu v prípade, že sa dostane do problémov, štát oprávnené očakáva, že podnikateľský subjekt podniká obozretne tak, aby sa do problémov nedostal. Ako sa však počas finančnej krízy ukázalo, nie je to pravda. Manažéri významných podnikov často podstupovali významné podnikateľské riziko iba s cieľom dosiahnuť čo najvyšší zisk. V prípade bežného podnikateľského subjektu by prípadný neúspech neznamenal žiadny významný problém a konkurencia by uvoľnený priestor na trhu rýchlo absorbovala. To však neplatí pri podnikoch signifikantného významu. Ako sa ukázalo, v prípade ich problémov dochádza k štátnym zásahom v liberálnom pohľade na ekonomiku neakceptovateľného rozsahu. Paradoxne dohľad a regulácia významných podnikateľských subjektov chráni v konečnom dôsledku voľný trh a stáva sa tak významnou súčasťou požadovanej novej finančnej architektúry sveta.

Je zrejmé, že v novej finančnej architektúre je nevyhnutné posilniť postavenie jednotlivých štátov v oblasti dohľadu a regulácie nad finančným trhom a globálnou ekonomikou ako takou. Finančná kríza ukázala, že hegemonia jednej krajiny, v tomto prípade USA, nie je dobrým predpokladom pre bezproblémové fungovanie finančných trhov. USA, ako nositeľ svetovej rezervnej meny, dokáže menovou expanziou významne narušiť makroekonomickú rovnováhu vo svete. USA nedokáže svojou menovou politikou uspokojiť potreby štátu a súčasne potreby globálnej ekonomiky. Navyše, hospodárske problémy USA sú automaticky „vyvážané“ pomocou USD do celého sveta.

Nová finančná architektúra sveta musí zohľadniť komplex širších problémov, zahrnujúcich globálnu ekonomiku a v neposlednom rade dbať aj na nastávajúce riziká, s ktorými sa bude musieť vysporiadať.



#### 4. NFA a komprimácia rizikových faktorov v čase

Nová finančná architektúra sveta sa bude musieť v krátkom časovom horizonte vysporiadať s už načrtnutým problémom oddĺženia (deleveraging), respektíve refinancovania dlhového bremena rôznych segmentov globálnej ekonomiky.

Krach subprime hypoték a následný krach trhu exotických derivátov naviazaných na tieto hypotéky bol iba parciálnym problémom globálnej zadlženosti. Ešte väčším problémom môže byť nesplácanie a následný krach takzvaných prime hypoték, konkrétne pôžičiek inštitucionálnych dlžníkov, ako napr. developerov a obchodných centier, alebo krach trhu kreditných kariet. Objem nesplácaných prime hypoték sa v súčasnosti pohybuje na najvyššej úrovni v histórii. Problémy inštitucionálnych dlžníkov prichádzajú oneskorene z dôvodu priamej závislosti od problémov na spotrebiteľskom trhu. Napríklad v prípade obchodných centier nižšia miera spotreby znamená problémy maloobchodných predajcov, čo má za následok nižší dopyt po obchodných priestoroch, ktorý sa však prejaví až oneskorene.

Objem nesplácaných kreditných kariet má rastúcu tendenciu. V krajinách, kde je väčšina spotreby financovaná formou kreditu, sa uvedené nevyhnutne prejaví na významnom poklese dopytu. Najvypuklejší je tento problém v USA, kde jedna rodina vlastní v priemere 7 kreditných kariet a vo Veľkej Británii, kde jedna rodina vlastní v priemere až 12 kreditných kariet. Vo Veľkej Británii je objem nesplácaných kreditných kariet dokonca o 30% vyšší ako v USA.<sup>11</sup>

Ďalším parciálnym problémom globálneho zadlženia je zadlženie podnikovej sféry. V nasledujúcich troch rokoch sa stane splatnými veľký objem podnikových dlhopisov. V roku 2009 sú splatné podnikové dlhopisy v EÚ v hodnote 849 mld. eur a v USA v hodnote 611 mld. eur. Celkovo sa stane v Európskej únii v nasledujúcich rokoch splatnými 3,1 bil. Eur v dlhopisoch a v USA 1,8 bil. Eur. Uvedené sa dotýka najmä automobilového, energetického a elektrotechnického priemyslu.

Prerolovanie dlhov na dlhopisy s dlhšou splatnosťou bude možné iba s navýšením rizikovej prirážky, čo podnikom významne predraží dlhové financovanie. Je vysoko pravdepodobné, že podniky budú hľadať externé zdroje financovania aj v prostredí suverénnych fondov. Bude zaujímavé sledovať, nakoľko budú národné vlády ochotné nechať suverénne fondy investovať do svojich strategických podnikov.

---

<sup>11</sup> Uvedená divergencia Veľkej Británie bola spôsobená zásadným uvoľnením úverovej politiky voči pôvodným pravidlám. Naakumulovaný dopyt po úverovom financovaní sa prejavil v masívnom poskytovaní spotrebiteľských pôžičiek formou kreditných kariet.

Problémom je aj samotná dlhová služba jednotlivých krajín. Ako už bolo naznačené, dlhové financovanie štátov je podmienené dôverou investorov. Prax však prezentuje vývoj, akoby si žiadna krajina neuvedomovala spätosť dlhovej služby a zadlženosti, ako sa vyvíja a aké sú možnosti získania externých zdrojov.

Uvedené sa už prejavilo v nedávnom znížení ratingu Grécka a výhľadu ratingu Španielska. Spúšťacím mechanizmom boli však problémy investičného fondu Spojených arabských emirátov Dubai World. Cez Dubai World bola financovaná megalomanská výstavba a rozvoj emirátu Dubaj. Celkové záväzky spoločnosti sa odhadujú na viac ako 50 miliárd USD, z čoho sú ohrozené úvery vo výške 26 miliárd. Niekoľko miliárd z ohrozeného dlhu poskytli Dubai World viaceré európske banky, čo spôsobilo na finančnom trhu paniku. Investori sa začali sťahovať z trhu rizikových dlhopisov, medzi ktoré patria aj dlhopisy Španielska a Grécka. Credit default swaps (CDS)<sup>12</sup> na dlhopisy oboch krajín výrazne vzrástli. Podľa viacerých odborníkov, v prípade Grécka je riziko štátneho bankrotu vysoko aktuálne.

Popísaná komprimácia rizikových faktorov, ako v prípade Dubai World a Grécka, môže odštartovať novú etapu krízy. V texte sme vymenovali iba niektoré z rizikových faktorov, s ktorými sa je potrebné v najbližšej dobe vysporiadať. Ktorýkoľvek z rizikových faktorov môže na finančné trhy priniesť paniku, čo len urýchli komprimáciu rizík v krátkom časovom slede. Ako sa už počas doterajšieho vývoja finančnej a hospodárskej krízy ukázalo, panika na finančnom trhu je významný makroekonomický faktor.

Nová finančná architektúra sveta, ak má byť úspešná, musí zohľadniť všetky roviny - systém, mechanizmus a vecné problémy naraz a musí zahŕňať účinné mechanizmy nielen na elimináciu rizikových faktorov, ale najmä na predchádzanie ich vzniku. Len tak je možné zmeniť štruktúru spotreby spoločnosti a budúci spôsob jej financovania.

## **Záverečné poznámky**

---

<sup>12</sup> Credit default swaps (CDS) sú finančnými derivátmi, ktoré majú funkciu poistenia úveru proti riziku úpadku veriteľa. V tomto prípade ide o poistenie investorov pre prípad krachu emitenta dlhopisov.

Nielen dôsledky súčasnej finančnej a hospodárskej krízy, ale aj environmentálne otázky a problémy, tiež existujúca prezentácia možných dopadov klimatických zmien v krátkodobom časovom horizonte, sú pre zložité spoločnosti výzvami k civilizačnému posunu. Bez neho zložité spoločnosti spejú ku kolapsu.

Civilizačný posun je determinovaný veľkým počtom zásadných zmien v rôznych oblastiach fungovania spoločnosti. Tieto sa nezaobídu bez zdrojovej základne systému, ktorú tvorí finančná architektúra sveta. Vzhľadom na pokračovanie destabilizácie svetového ekonomického systému je nutné očakávať zásadnú zmenu súčasnej finančnej architektúry. Táto by mala reflektovať tak zmeny v príjmovej nerovnosti medzi skupinami krajín, ako aj zmeny v príjmovej stratifikácii v jednotlivých krajinách i v rámci týchto krajín, vo väzbe na zmeny v štruktúre spotreby. Nejde teda len o dajaké inštitucionálne zmeny vo svetovom poriadku, ale o komplex prierezových problémov, ktoré majú mať svoje vyústenie v zmenách infraštruktúry človeka a infraštruktúry spoločnosti.

Vývoj zadlženia v predchádzajúcich desaťročiach nebol v súlade s princípmi udržateľného rozvoja. V dôsledku dlhového financovania vzniklo v niektorých odvetviach približne o 40 % výrobných kapacít viac, ako je možné pri súčasných príjmoch domácností vyťažiť (napr. automobilový priemysel, elektrotechnický priemysel). Miera spotreby nie je jediným determinantom hospodárskeho rastu, rovnako ako miera spotreby nie je jedinou zložkou kvality života. Hospodársky rast neznamená nevyhnutne zvyšujúcu sa kvalitu života. Dôležitou je štruktúra spotreby, s čím priamo súvisí príjmová stratifikácia obyvateľstva v spoločnosti. Pre ňu je posledné dve desaťročia charakteristický rast nerovnosti. Medzi krajinami a skupinami krajín môžeme v príjmovej nerovnosti pozorovať skôr divergenčný ako žiaduci konvergenčný vývoj. Štyri z piatich afrických krajín a taktiež väčšina krajín Latinskej Ameriky patrí medzi krajiny tzv. 4. sveta.

Významným faktorom naznačeného vývoja je rast zadlženosti všetkých subjektov v spoločnosti. Dotýka sa nielen chudobných rozvojových ekonomík, ale aj vyspelých krajín ako je napr. USA. Celkové zadlženie USA je v súčasnosti nad úrovňou 350 % HDP. Výška kumulatívneho dlhu domácností je 13,79 bil. USD, z toho 10,49 bil. USD sú dlhy hypotekárne. Pomer dlhu domácností k disponibilnému príjmu bol v roku 1980 47,9% a v roku 2005 už 92,3%, pre rok 2010 je odhadovaný na 97,6%.

V globálnej ekonomike by mal nevyhnutne nastať proces oddlžovania, paradoxne však dochádza k opačnému procesu. Národné banky sa používaním rôznych praktík pustili do masívnych záchranných operácií so zámerom dodať na zamrznutý medzibankový trh

likviditu. Finančné prostriedky boli v minimálnej miere použité na úvery domácnostiam a podnikom, vo významnej miere sa použili na zakrývanie strát z toxických aktív a investovanie na akciovom trhu.. Zo strany USA je avizované, že finančné stimuly ekonomiky budú mať dlhodobý charakter. Sociálna úloha štátu pohlcuje čoraz väčšiu časť verejných prostriedkov. Reforma, ktorá má umožniť zdravotné poistenie doteraz nepoistených Američanov, má stáť viac ako 1 bil. USD. Čiastka, ktorú je podľa amerických bánk potrebné dodať pre udržanie medzibankových finančných trhov je však 30 až 35 bil. Vlády v súčasnom období nemajú reálne zdroje na pokrytie požiadaviek takéhoto rozsahu. Zvažujú všetky možnosti, ako a kde získať dodatočné finančné zdroje. Európske vlády v rokoch 1998 až 2006 už privatizovali prakticky všetok svoj majetok. Úvahy sa uberajú aj smerom, či legalizovať šedú a čiernu ekonomiku. Ďalšou z možností je pustiť na globalizujúce sa trhy cudzích veľkých investorov – suverénne fondy., ktoré sú v dnešnej dobe jedny z mála donorov reálneho kapitálu. Nepodielali sa na virtualizácii svetovej ekonomiky tak ako banky a hedgeove fondy. Finančné prostriedky suverénnych fondov pochádzajú najmä z obchodu s ropou, s plynom, prípadne s inými komoditami a z prebytkov medzinárodného obchodu jednotlivých štátov. Majú dlhodobý kapitál, v súčasnosti odhadovaný približne na 3,9 bil. USD. Väčšina suverénnych fondov je vytvorená rozvojovými štátmi a ich investičné aktivity sú vo významnej miere strategického významu. Týmto spôsobom zabezpečujú budúcu surovinovú a v prípade pôdy i potravinovú bezpečnosť svojej krajiny. Znamená to, že tieto krajiny operujú aj s dopadmi klimatických zmien v jednotlivých regiónoch sveta.

Nová finančná architektúra teda nebude iba o finančnom sektore. Musí zohľadniť komplex širších problémov ako je vedecko-technický rozvoj spoločnosti, konkurencieschopnosť jednotlivých štátov, redefinovanie funkcií štátu či stále sa zhoršujúcu príjmovú stratifikáciu. Nová finančná architektúra predstavuje novú architektúru globálnej ekonomiky. V rámci novej finančnej architektúry musia byť vytvorené nové kontrolné mechanizmy, ktoré nahradia neúspešnú Svetovú banku a Medzinárodný menový fond. Akákoľvek regulácia, ak má byť úspešná, predpokladá úzku medzinárodnú spoluprácu, rozsiahle právomoci a vysokú akcieschopnosť budúcich kontrolných orgánov. Posilnenie americkej regulácie finančných trhov ani vytvorenie európskeho finančného dohľadu nevyrieši potrebu celosvetového regulátora. Je evidentná nutnosť vytvoriť Svetový výbor, ktorý bude nielen vybavený dostatočnými právomocami v oblasti regulácie svetových finančných trhov, ale aj právomocami rozhodovať v krízovom období o tom, akú mieru spoluúčasti na finančných záchranných plánoch a zárukách bude mať každá konkrétna krajina. V rámci regulácie finančných trhov je potrebné venovať zvláštnu pozornosť

sekuritizácií finančného sektora. Obchod s derivátmi má nadnárodný charakter a je predmetom mnohých inovácií, ktoré je potrebné regulovať. Plošná regulácia preto nemá zmysel, naopak zlikvidovala by všetky „zdravé výhonky“ vo finančnom sektore. V Európskej únii sa však nevyužíva ani už existujúca legislatíva, ktorá zahŕňa základné pravidlá plošnej regulácie, Solvency II. pre poisťovníctvo a Bazilej II. pre bankový trh. Špeciálnu pozornosť je potrebné venovať regulácii podnikateľských subjektov signifikantného významu pre globálnu ekonomiku. Zoznamy podnikov spĺňajúcich pomyselné kritéria „too big to fail“ by mali byť vytvorené na úrovni medzinárodnej, ako aj na úrovni národných vlád. Finančná kríza ukázala, že hegemonia jednej krajiny, v tomto prípade USA, nie je dobrým predpokladom pre bezproblémové fungovanie finančných trhov. USA, ako nositeľ svetovej rezervnej meny, dokáže menovou expanziou významne narušiť makroekonomickú rovnováhu vo svete. USA nedokáže svojou menovou politikou uspokojiť potreby štátu a súčasne potreby globálnej ekonomiky.

Nová finančná architektúra sveta sa bude musieť v krátkom časovom horizonte vysporiadať s už načrtnutým problémom oddlženia, resp. refinancovania dlhového bremena rôznych segmentov globálnej ekonomiky. Krach subprime hypoték a následný krach trhu exotických derivátov naviazaných na tieto hypotéky bol iba parciálnym problémom globálnej zadlženosti. Ešte väčším problémom môže byť nesplácanie a následný krach tzv. prime hypoték, pôžičiek inštitucionálnych dlžníkov, ako napr. developerov a obchodných centier, alebo krach trhu kreditných kariet. Objem nesplácaných kreditných kariet má rastúcu tendenciu. V krajinách, kde je väčšina spotreby financovaná formou kreditu, sa uvedené nevyhnutne prejaví na významnom poklese dopytu. Ďalším parciálnym problémom globálneho zadlženia je zadlženie podnikovej sféry. V nasledujúcich troch rokoch sa stane splatnými veľký objem podnikových dlhopisov. V roku 2009 sú splatné podnikové dlhopisy v EÚ v hodnote 849 mld. eur a v USA v hodnote 611 mld. eur. Celkovo sa stane v Európskej únii v nasledujúcich rokoch splatnými 3,1 bil. Eur v dlhopisoch a v USA 1,8 bil. Eur. Prerolovanie dlhov na dlhopisy s dlhšou splatnosťou bude možné iba s navýšením rizikovej prirážky, čo podnikom významne predraží dlhové financovanie. Je vysoko pravdepodobné, že podniky budú hľadať externé zdroje financovania aj v prostredí suverénnych fondov. Problémom je aj samotná dlhová služba jednotlivých krajín. Prax prezentuje vývoj, akoby si žiadna krajina neuvedomovala spätosť dlhovej služby a zadlženosti, ako sa vyvíja a aké sú možnosti získania externých zdrojov.

Ktorýkoľvek z rizikových faktorov môže na finančné trhy priniesť paniku, čo len urýchli komprimáciu rizík v krátkom časovom slede. Ako sa už počas doterajšieho vývoja

finančnej a hospodárskej krízy ukázalo, panika na finančnom trhu je významný makroekonomický faktor, s dopadmi globálneho rozmeru.

Nová finančná architektúra sveta, ak má byť úspešná, musí zohľadniť všetky roviny - systém, mechanizmus a vecné problémy naraz a musí zahŕňať účinné mechanizmy nielen na elimináciu rizikových faktorov, ale najmä na predchádzanie ich vzniku. Len tak je možné zmeniť štruktúru spotreby spoločnosti a budúci spôsob jej financovania.

Jednotlivé prezentované oblasti majú prispieť aj k ujasneniu si otázok adaptačných reakcií v spoločnosti vo vzťahu k potrebe metodologicky formulovať budúci možný vývoj po kríze. Zároveň majú reagovať na súčasné determinanty polarizácie bohatstva a budúci možný vývoj v tejto oblasti.

## Literatúra

- (1) Klinec, I., Pauhofová, I., Staněk, P. : Nové globálne prostredie, zmena parametrov tvorby a rozdeľovania bohatstva v 21. storočí, Working Paper 20, Ekonomický ústav SAV, Bratislava, 2009, 37s., ISSN 1337-5598
- (2) Kohout, P., in: Finmag - finanční magazín, Praha, máj 2009, ISSN 1802-9620, str.25
- (3) Pauhofová, I., in: Menbere T. Workie a kolektív : Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky, Globálna finančná a hospodárska kríza, príčiny – náklady – východiská, Ekonomický ústav SAV, Bratislava, 2009, 301 s., ISBN 978-80-7144-175-5 , str.255-268
- (4) Pauhofová, I., in: Menbere T. Workie a kolektív : Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky: Turbulencie na finančných trhoch a dilemy hospodárskej politiky, Ekonomický ústav SAV, Bratislava, 2008. 280 s. ISBN 978-80-7144-175-5, str.217-240
- (5) Pauhofová, I., Determinanty bohatstva a chudoby vo svetovej ekonomike (vybrané aspekty), EKONÓM, Bratislava, 2008, 48 s., ISBN 978-80-255-2538-1
- (6) SOCIETE GENERALE Cross Asset Research: Worst Case Debt Scenario, special report, 2009, <http://www.sgresearch.socgen.com>
- (7) Tainter, Joseph A. : Kolapsy složitých společností, Dokořán, Praha, 2009, 319 s., ISBN 978-80-7363-248-9