

Slovenská ekonomika a medzinárodný finančný systém

Peter STANEK*

Úvod

Slovenská republika dosiahla v posledných rokoch relatívne vysokú mieru otvorenosti v oblasti finančných služieb. V danej situácii je mimoriadne dôležité, *aby riadiace hospodárske orgány boli schopné odhadnúť riziká spojené s celkovým vplyvom globálneho finančného systému na slovenskú ekonomiku*, a najmä aby mali možnosť v predstihu sa pripraviť na zmeny, ktoré sa v tomto systéme chystajú a uskutočňujú. V nasledujúcej úvahe sa preto usilujeme upozorniť na najdôležitejšie očakávané zmeny v tomto systéme, ako aj na slabé miesta slovenskej ekonomiky, ktoré dosiaľ tvoria významnú bariéru pre schopnosť ekonomiky využiť v plnej miere pozitívne efekty liberalizácie kapitálových a finančných tokov a ktoré predstavujú aj možný zdroj ohrozenia stability nielen finančného sektora, ale i ekonomiky ako celku.

1. Očakávané zmeny v procese globalizácie kapitálových a finančných tokov

Medzinárodný pohyb kapitálu a finančných zdrojov bude v budúcnosti zásadne ovplyvňovať niekoľko veľmi významných zmien medzinárodného inštitucionálneho rámca podieľajúceho sa na regulácii kapitálových a finančných tokov. Zmeny zásadného charakteru možno očakávať najmä od pripravovanej Medzinárodnej dohody o investíciách, významné však budú aj ďalšie zmeny v oblasti pravidiel, inštitúcií a legislatívy celosvetového pôsobenia.

1.1. Multilaterálna dohoda o investíciách

Pripravovaná Multilaterálna dohoda o investíciách (*Multilateral Agreement on Investment – MAI*) v podstate predpokladá rozšírenie liberalizačného programu Medzinárodnej obchodnej organizácie (WTO), na pôde ktorej sa rokovania o MAI pôvodne začali (bližšie pozri [1; 2; 3]). Veľmi výrazný odpor, predovšetkým rozvojových krajín, viedol k posunu rokovaní z pôdy WTO na pôdu OECD.

* Ing. Peter STANEK, CSc., Ústav slovenskej a svetovej ekonomiky SAV, Šancová 56, 811 05 Bratislava 1

Treba povedať, že tento krok bol podmienený predovšetkým samotnou štruktúrou OECD, ktorá združuje najvyspelejšie krajiny sveta a tvorí teda podstatne homogénnejšie fórum pre rokovania o dohode. Predpokladá sa však aj možná účasť nečlenských štátov OECD na tejto dohode.

Základným cieľom pripravovanej dohody je vytvoriť ucelenú sústavu pravidiel na liberalizáciu „celkového investovania“. Rozsah dohody by mal okrem priamych zahraničných investícií zahrnúť portfóliové investície vrátane akcií a cených papierov, ako aj pôžičkový kapitál vrátane bankových pôžičiek. Takáto dohoda je výsostne potrebná, pretože rôzne kanály, prostredníctvom ktorých kapitál medzinárodne prúdi, sa integrovali v takom rozsahu, že parciálne dohody by boli nielen diskriminačné, ale aj nerealizovateľné z hľadiska ich administrácie.

Multilaterálna dohoda usilujúca sa o liberalizáciu „celkového investovania“ by vyžadovala kompletnú liberalizáciu kapitálového účtu platobnej bilancie, inými slovami, úplne voľný pohyb kapitálu. Vo vyspelých ekonomikách sa to už prevažne dosiahlo, pretože ich finančné trhy sa od 80. rokov vo zvyšujúcej miere integrovali. Na rozvíjajúcich sa trhoch liberalizácia kapitálového trhu silnela od 90. rokov. Bolo to sprevádzané – a možno aj podnecované – množiacimi sa diskusiami, ktoré sa viedli na fórach vedcov a tvorcov hospodárskej politiky o význame finančnej liberalizácie pre hospodársky rast v týchto krajinách. Viaceré otázky týkajúce sa voľného pohybu kapitálu sa, pravda, najmä z hľadiska ázijskej finančnej krízy budú musieť znovu premyslieť. Globálny inštitucionálny systém (v podobe MAI) musí v každom prípade plniť dve základné funkcie: maximalizovať prínos investícií a kapitálových tokov, ale zároveň aj minimalizovať riziko finančných kríz.

Medzinárodní investori by na základe MAI získali oprávnenia, ktoré by výrazne posilnili ich právomoci a posilnili by sa aj členské štáty OECD. Medzi kľúčové momenty, ktoré by mohli zasiahnuť do budúceho vývoja, a sú obsiahnuté v návrhu dohody, patrí predovšetkým:

- právo nadnárodných spoločností zabezpečiť, dovážať a vyvážať kapitál bez akéhokoľvek obmedzenia;
- právo požadovať zrušenie problémových právnych noriem alebo náhradu ušlého zisku v prípade, že investor sa cíti politikou štátu poškodený;
- oprávnenie žalovať štát na ktoromkoľvek obchodnom a arbitrážnom súde, pričom rozhodovanie o type práva patrí do kompetencie nadnárodnej korporácie.

Za mimoriadne dvojsečné možno považovať ustanovenie, ktoré umožňuje zahraničným investorom a podnikom postaviť sa proti zásadným vládnym opatreniam v prípade obáv z ohrozenia ich záujmov a ziskov. Všetky tradičné prostriedky štátnych zásahov (či už ide o sociálne, alebo ekologické normy, ovplyvňovanie ekonomického a územného rozvoja, podporu určitých spoločenských

skupín a pod.), ktoré by mohli potenciálne viesť k obmedzeniu ziskov zahraničných investorov, nie sú prípustné a možno sa domáhať ich zrušenia súdnou cestou.

Verejné služby – ako štátny monopol – sa budú tolerovať len v určitých prípadoch. V žiadnom prípade sa však nemôžu využívať subvencované ceny, ktoré by mohli, hoci len potenciálne, ohroziť zisky investorov. Autori návrhu MAI chcú dokonca urobiť vlády zodpovedné za ušlý zisk investorov v prípade verejných nepokojov alebo štrajkov, demonštrácií či ozbrojených konfliktov.

Multilaterálna dohoda o investíciách by mala byť v prvej fáze záväzná len pre členské štáty OECD. Ostatné štáty, ak sa chcú stať dostatočne atraktívne pre zahraničných investorov, sa však budú musieť prispôsobiť podmienkam platným v OECD. Treba povedať, že ratingové agentúry už vopred otvorene upozornili, že pripojenie k plneniu kritérií MAI bude mať vplyv aj na mieru ratingového ohodnotenia toho-ktorého štátu.

Medzi významné navrhované ustanovenia v MAI, ktoré znamenajú vnášanie určitého dlhodobého aspektu do medzinárodného investovania, patrí požiadavka, aby sa v prípade, keď dochádza k uzatvoreniu dohody medzi národnou vládou a zahraničným investorom, podpísala zmluva, ktorú nie je možné päť rokov meniť. V danom prípade bude každá národná vláda pri uzatváraní takejto zmluvy so strategickými investormi nútená veľmi dôsledne zvažovať, k akým zmenám v hospodárskej politike (v podmienkach pre podnikanie, v daňovom systéme a pod.) môže dôjsť a v akom rozsahu by táto zmena mohla ohroziť bilaterálnu dohodu uzatretú medzi strategickým investorom a zahraničným partnerom. Pre mnohé vyspelé krajiny táto požiadavka spravidla už nepredstavuje až taký zásadný problém, pretože vo väčšine týchto krajín sa stále vo väčšej miere presadzuje vypracúvanie strednodobých (príp. dlhodobých) finančných výhládov, ktoré v podstate obsahujú odpovede na kľúčové otázky formujúce podnikateľské prostredie. Na druhej strane je zrejmé, že väčšina rozvojových krajín, ale aj časť transformujúcich sa krajín, nebude schopná odhadnúť v okamihu uzavretia dohody všetky zmeny podnikateľského prostredia, ku ktorým by mohlo (či malo) dôjsť. Národné vlády sa tak môžu dostať do situácie, že nebudú schopné dodržať podmienky zmluvy počas dohodnutého obdobia (5 rokov), čo môže v konečnom dôsledku viesť aj k rozhodnutiu arbitrážneho súdu o kompenzácii ušlých ziskov strategickému investorovi. *Vypracovanie strednodobého finančného výhľadu sa preto aj na Slovensku musí stať jedným zo základných východísk pre rokovania so zahraničnými strategickými investormi.*

Multilaterálna dohoda o investíciách bude významným spôsobom ovplyvňovať pozíciu kandidátskych krajín Európskej únie. A to nielen z dôvodu, že členmi OECD sú v súčasnosti iba tri (vrátane Slovenska štyri) kandidátske krajiny a prijatie ďalších sedem krajín v najbližších rokoch je viac ako otázne. Uvoľnenie

podmienok pre kapitálové toky medzi samotnými členmi OECD bude predovšetkým vyžadovať inú kvalitu spolupráce národných vlád a strategických investorov už v rámci OECD. Vydanie interných smerníc pre členov OECD a podmienka plnej akceptácie MAI veľmi výrazne zmenia pozíciu národných vlád nielen pri predaji strategických podnikov, ale predovšetkým pri vytváraní podmienok pre vstup zahraničných investorov. Je zrejmé, že uvedená dohoda sa stane pravdepodobne základným fundamentálnym východiskom pre formulovanie podmienok vstupu zahraničných investorov do jednotlivých národných štátov. V danej súvislosti treba rátať s postupným uvoľnením akýchkoľvek obmedzení a zábran pre presúvanie dosiahnutého zisku z investorskej krajiny do krajiny, ktorá je pôvodnou krajinou investora,¹ ako aj s tým, že na národnej úrovni sa mimoriadne oslabia (alebo úplne stratia) reálne kontrolné mechanizmy národných vlád vo vzťahu k zahraničným investorom.

Určitá otvorená platforma zostáva pri nadnárodnom vplyve. Pri protimonopolných opatreniach ako keby dochádzalo k posunu vplyvu z národných vlád na nadnárodnú úroveň. Protimonopolný úrad Európskej únie napríklad rozhoduje o pozícii jednotlivých strategických investícií, o prípadných dôsledkoch akvizícií alebo fúzií na konkurenčné prostredie Európskej únie ako celku.²

1.2. Očakávané zmeny v medzinárodnej finančnej architektúre

Okrem pripravovanej Multilaterálnej dohody o investíciách sa celková investičná klíma bude meniť aj v nadväznosti na úsilie o vytvorenie novej medzinárodnej finančnej architektúry zodpovedajúcej podmienkam globálnej ekonomiky.³ (Náčrt predstavy budúcej architektúry globálneho finančného systému uvádza v schéme 1.)

Uvedené úsilie je v konečnom dôsledku zamerané na prijatie opatrení na ovplyvnenie prílevu zahraničného kapitálu a na obmedzenie odlevu, najmä krátkodobého kapitálu v prípade prechodných problémov tej-ktorej krajiny. Podmienka úplne novej kvality informácií o vnútorných tokoch v jednotlivých ekonomikách

¹ Určité náznaky na elimináciu tohto procesu (napr. v návrhu novej daňovej reformy v Nemecku, v ktorej sa navrhuje úprava v zmysle zdaňovania ziskov dosahovaných v zahraničných pobočkách nemeckých firiem) vytvárajú sériu sporov vo väzbe na rokovania o liberalizácii kapitálových tokov.

² To isté sa týka aj procesov, ktoré prebiehajú v rámci zoskupenia NAFTA; obdobné signály sa zatiaľ neobjavujú výlučne v rámci obchodného zoskupenia APEC (Rada pre európsku spoluprácu Ázie a Tichomorja) v Ázii.

³ Volanie po novej medzinárodnej finančnej architektúre zosilnelo najmä v súvislosti s krízou v juhovýchodnej Ázii a s následnými krízami v Latinskej Amerike a v Rusku, a to nielen z odborných kruhov (pozri napr. analýzu príčin a zodpovednosti jednotlivých aktérov zúčastnených na jej riešení v [5]), ale aj zo strany viacerých štátov a nadnárodných finančných skupín.

a získanie dostatku informácií o jednotlivých kandidátskych krajinách, ktoré chcú byť prijemcami kapitálových tokov a chcú na medzinárodných trhoch emitovať dlhopisy alebo iné druhy cenných papierov, sa stáva jedným zo základných východísk, na ktorých sa zjednotili všetky skupiny, ktoré navrhujú novú medzinárodnú finančnú architektúru.

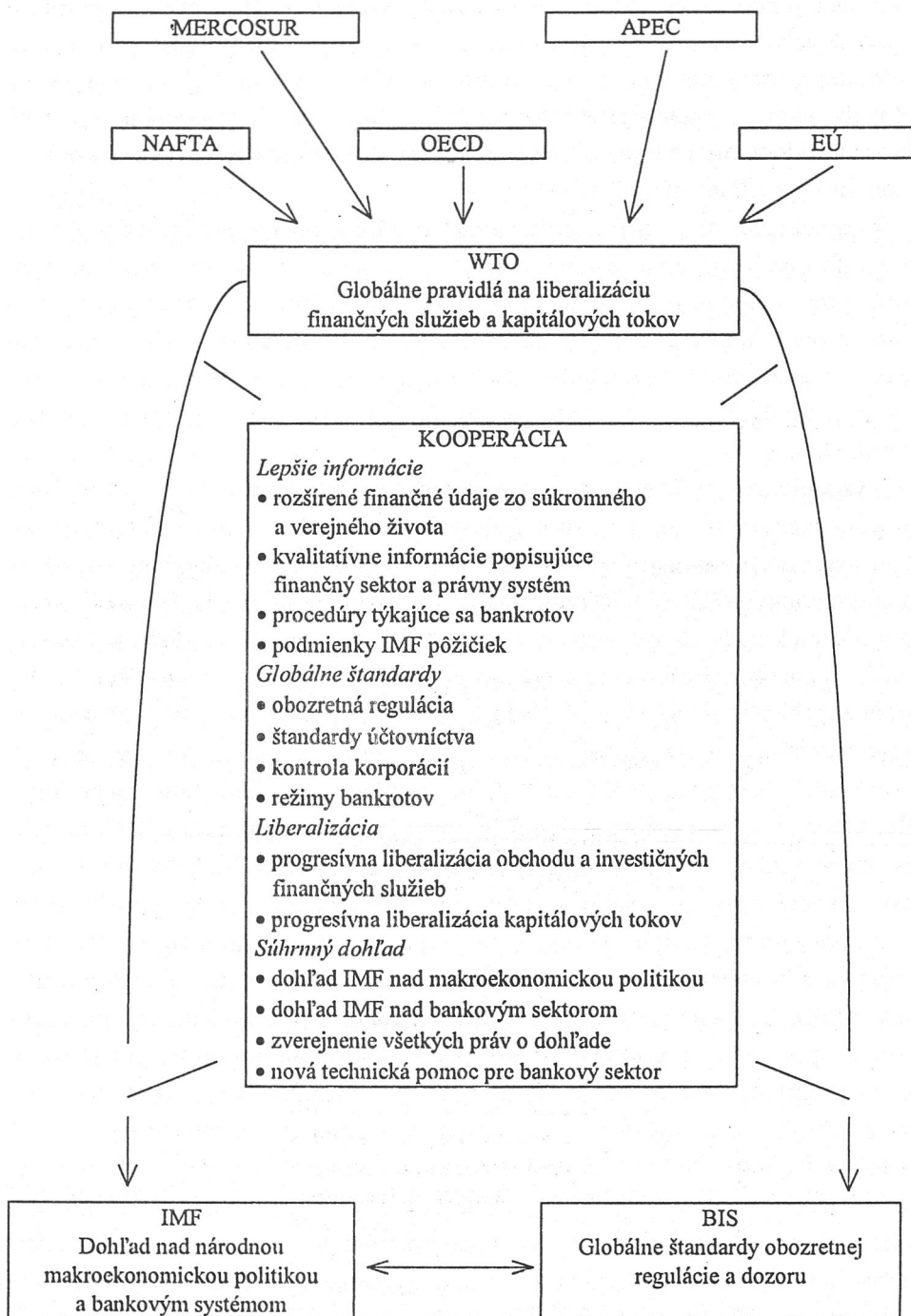
V konkrétnej podobe ide o širokú škálu otázok a problémov, ktoré je potrebné v medzinárodnom meradle riešiť. Je to najmä:

- vytvorenie nových pravidiel svetových finančných trhov,
- reforma inštitúcií celosvetového pôsobenia,
- odstránenie určitej premenlivosti medzinárodných kapitálových tokov,
- eliminovanie možnej nákazy zdravých ekonomík pri panike medzi investormi,
- riešenie *slabosti* domácich finančných systémov (osobitne bankových systémov) a ich posilnenie,
- riešenie kurzových režimov a ich makroekonomických dimenzií,
- spolupráca a spoluzodpovednosť súkromného a verejného sektora pri riešení dôsledkov finančných kríz,
- koordinácia postupu bánk vrátane riešenia problémov emisií dlhopisov podľa medzinárodnej právnej úpravy.⁴

Je zrejmé, že doterajší systém hodnotenia situácie jednotlivých krajín ratingovými agentúrami, existujúce prepojenie Medzinárodného menového fondu (MMF), Svetovej banky, ratingových agentúr a ďalších hodnotiacich agentúr pri publikovaní oficiálnych údajov o príslušných krajinách už nebudú postačovať. *Pravidlá svetových finančných trhov* budú musieť obsahovať nové klauzuly o garanciách pre investorov, ale aj o garanciách pre národné vlády, že nedôjde k určitému multiplikačnému efektu v prípade objavenia sa určitých problémov. Tým sa činnosť národných vlád podriadiuje globálnym mechanizmom finančného hodnotenia v rámci svetovej ekonomiky. Zahraničná zadlženosť národných vlád sa bude hodnotiť napríklad podľa toho, akým spôsobom prebieha tvorba rezerv na istiny dlhopisov a iných štátnych cenných papierov, ktoré boli emitované na riešenie rozpočtových problémov. Nehodnotí sa teda len schopnosť splácať bonus v období trvania dlhopisov, ale predovšetkým *tvorba finančnej rezervy na zabezpečenie istiny* po uplynutí časového obdobia, na ktoré boli dlhopisy emitované. Ďalším kritériom je kredibilita a schopnosť pravidelného splácania všetkých zahraničných záväzkov danej krajiny. Tieto záväzky možno reštrukturalizovať len v prípade významnejších problémov – v tomto prípade sa vytvára tzv. Výbor stability na riešenie problémov danej krajiny.

⁴ Na týchto bodoch sa v súčasnosti už v podstate zhodujú všetky skupiny medzinárodných finančných kapitálových tokov: tak skupina ázijská, ktorá preferuje vytvorenie samotného modifikovaného rizikového fondu pre investície v rámci ázijského regiónu, Medzinárodný menový fond a Svetová banka, ako aj skupiny, ktoré predstavujú investorské záujmy európskych krajín.

Schéma 1
Architektúra globálneho finančného systému



Vzhľadom na to, že prevažná väčšina investorov sa dnes začína kodifikovať z oblasti penzijných fondov, investičných fondov, kapitálových zoskupení, podielových fondov a otvorených fondov, bude sa musieť aj legislatíva, upravujúca činnosť týchto fondov (ale aj legislatíva, upravujúca podmienky podnikania týchto fondov), premietnuť do medzinárodných kritérií, upravujúcich činnosť investičných skupín v jednotlivých investorských oblastiach. Významným aspektom bude aj hodnotenie prílevu zahraničného kapitálu do jednotlivých častí svetovej ekonomiky a ich možnej efektívnosti.

V rámci *reformy inštitúcií celosvetového pôsobenia* ide predovšetkým o nový pohľad na MMF a na Svetovú banku. Požaduje sa zmena zamerania ich činnosti, predovšetkým prechod od priameho garantovania, prípadne poskytovania pomoci problémovým krajinám skôr do oblasti monitoringu, definovania kľúčových všeobecných podmienok – to znamená do oblasti nepriameho pôsobenia na jednotlivé krajiny, či už investorské, donorské alebo tie, ktoré prijímajú investície.

Vyžaduje sa aj iná úroveň prepojenia medzi MMF, Svetovou bankou a ratingovými agentúrami tak, aby sa nevytvárala mechanická väzba určitých záruk. V súčasnosti krajina, ktorá získa pôžičku, alebo ktorá získa hodnotenie od MMF, sa automaticky hodnotí vyšším ratingom, automaticky má lepšie šance pri získavaní pôžičiek od Svetovej banky a v podstate už samotná účasť MMF a Svetovej banky sa stáva garantom efektívnosti a prosperity krajiny z dlhodobého i strednodobého hľadiska. Skúsenosti z krajín juhovýchodnej Ázie jasne ukázali, že práve takéto garancie vytvárajú určitým spôsobom predpoklady pre „stádovosť“ v správaní investorov. Dochádza k veľmi rýchlemu prílevu zahraničného kapitálu, ktorý presahuje reálne stráviteľný objem, a k úverovaniu aj takých projektov, ktoré nemajú reálnu návratnosť a efektívnosť. V dôsledku toho sa po istom čase situácia mení („kyvadlo sa preklopuje do opačnej polohy“) a dochádza k rýchlemu úniku kapitálu so všetkými relevantnými negatívnymi dôsledkami. Reforma inštitúcií celosvetového pôsobenia musí v sebe obsiahnuť eliminovanie tohto rizika. Uvedené inštitúcie by sa mali transformovať skôr do podoby realizovania špeciálnych programov (napr. Svetová banka na boj proti chudobe, alebo na programy hodnotenia a monitoringu jednotlivých krajín bez toho, aby MMF poskytoval garančnú záruku pre skupiny súkromných investorov).

Jedna z najväčších výhrad voči doterajšej činnosti MMF spočíva v tom, že tento fond sám osebe svojou činnosťou garantoval aj špekulatívnym investorským skupinám návratnosť aspoň časti prostriedkov vložených do investícií v krajinách, ktoré boli značne problematické. Došlo prakticky k úplnému zospoločneniu eliminovania rizika investičných procesov, pretože sa dalo predpokladať, že MMF v konečnom dôsledku (na základe spolupráce danej krajiny

a MMF) bude väčšiu časť strát súkromným investorom sanovať. Viedlo to dokonca až k situácii, že prevažná väčšina investorov sa takto snažila zabezpečiť z hľadiska krytia budúcich strát.⁵ Pokračovanie v tejto stratégii (vrátane stratégie pomoci a garancie MMF alebo Svetovej banky pre investorské skupiny) sa ukazuje ako neúnosné predovšetkým pre nárast veľkosti objemu rizika v jednotlivých investičných blokoch a nárast objemu potrebného kapitálu.

Mimoriadne veľká pozornosť sa venuje *zmierneniu premenlivosti medzinárodných tokov kapitálu*.

Presun financovania prevažnej väčšiny podnikateľských subjektov na kapitálový trh vytvára jednoznačne podmienky na lepšie získavanie kapitálových zdrojov pre podnikateľské subjekty (osobitne pre nové subjekty, technologické firmy atď.), zároveň však vzniká riziko neodhadnuteľnosti ďalšieho vývoja (vlastníctvom akcií alebo priamym investovaním cez kapitálové trhy sa nevytvárajú priame závislosti ako v prípade poskytnutia úveru cez bankový sektor). Možnosť okamžitého úniku kapitálu v prípade poplašných správ, ako aj nemožnosť dlhodobo viazať prílev zahraničných investícií vytvárajú výraznú nestabilitu v samotnom mechanizme finančného svetového trhu. K veľmi výrazným a rýchlym presunom špekulatívneho kapitálu dochádza najmä vtedy, ak sa uvedená latentná nestabilita posilní niektorými ďalšími signálmi o finančných problémoch (napr. problémy so splácaním úverov na štátnej alebo podnikovej úrovni, určité kolísanie meny či prípadná politická nestabilita). Rýchly únik špekulatívneho kapitálu v krátkom časovom úseku nevyhnutne musí ohroziť stabilitu národnej meny; pružná kurzová politika sa v danom prípade stáva mimoriadne významným fenoménom.

Kríza v juhovýchodnej Ázii⁶ bola veľmi výrazným varovaním pred tým, aby sa nechala úplne voľná cesta pohybu kapitálu, špekulatívnemu i tradičnému investorskému kapitálu, ktorý pri rýchlych presunoch a operáciách v reálnom čase znamená veľmi výrazné ohrozenie národných mien so všetkými multiplikačnými efektmi. Úsilie o odstránenie premenlivosti medzinárodných tokov kapitálu vedie aj k podstatnému prehodnoteniu systému ratingu a hodnotenia jednotlivých investične zaujímavých oblastí.

⁵ Treba povedať, že doteraz aj národné vlády v rozhodujúcej miere podporovali filozofiu záchrany kľúčových investorov. Ak má problémy veľký fond, vlády spravidla prejavia výrazný záujem o jeho záchranu. Ukázalo sa to napríklad v prípade amerického investičného fondu Long-Term Capital Management v roku 1998. Americká vláda vtedy veľmi silne lobovala a dosiahla vysokú angažovanosť zoskupenia amerických, nemeckých a švajčiarskych bánk pri záchrane tohto fondu, hoci išlo rádo o viac ako 15 mld USD. Aj v Európe bolo veľa prípadov, v ktorých národné vlády zasiahli a zabránili kolapsu veľkých komerčných bánk.

⁶ V prípade krízy v juhovýchodnej Ázii po prvých signáloch o problémoch došlo k snahe o únik viac ako 30–40 mld USD z týchto krajín.

Osobitným problémom je nebezpečenstvo *nákazy zdravých ekonomik* pri panike medzi investormi.⁷ Jedným zo základných východísk pri stabilizácii investorov pred takouto panikou je poskytovanie kľúčových a presných informácií o reálnom stave jednotlivých národných ekonomik. Zablokovanie vzniku paniky medzi investormi priamo nadväzuje aj na určité obmedzenie možnosti pohybu špekulatívneho kapitálu aspoň z hľadiska času. Zablokovanie väčšiny špekulatívneho kapitálu po obdobie niekoľkých mesiacov sa javí najpriechodnejšie – výrazne sa tým znižuje riziko kumulácie negatívnych dôsledkov.⁸

Udržanie fixného a stabilného kurzu – v prípade väčších alebo menších výkyvov – sa ukazuje ako absolútne neudržateľné a znamená obrovské straty pre národnú ekonomiku. Preto je vhodnejšie použiť pohyblivé kurzové režimy, ktoré môžu pružne reagovať na meniacu sa vnútornú situáciu v krajine, ako aj na meniace sa ekonomické podmienky navonok.

Najvýznamnejšou ochranou pred vznikom finančných kríz a premenlivosťou kapitálových a finančných tokov je *priame posilnenie domácich finančných systémov*, osobitne bankového sektora, kapitálového trhu a investorských skupín.

Možno očakávať, že v budúcnosti aj v Európskej únii, podobne ako v USA, bude mať stále väčšia časť obyvateľstva záujem aktívne sa zapájať do obchodovania na kapitálových trhoch.⁹ To si však bude vyžadovať úplne inú štruktúru informácií poskytovaných o jednotlivých emitentoch akcií. Navyše procesy, ktoré prebiehajú v súčasnosti v rámci Európskej únie v oblasti fúzií, akvizícií, privatizácie a deregulácie, veľmi výrazne ovplyvnia priestor pre nové skupiny investorov a vytvoria – vo väzbe na rozvinutie ďalších penzijných systémov (v nadväznosti na celkovú reformu penzijných systémov) – pomerne rozsiahle investičné a kapitálové zdroje.

Otázkou je, ako zamedziť špekulatívnym nákupom akcií alebo špekulatívnym kapitálovým tokom. Možným riešením tohto problému je predovšetkým prijatie novej legislatívnej úpravy v oblasti investorských fondov. Príkladom v tomto

⁷ Najmä kríza v Južnej Amerike ukázala, že niektoré krajiny (ako napr. Brazília alebo Argentína), ktoré uskutočňovali v podstate rozumnú hospodársku a finančnú politiku, boli len pri náznakoch finančných problémov veľmi rýchlo zachvátené únikom kapitálu. Výrazne sa to ukázalo aj v čase mexickej krízy a v čase krízy v Rusku.

⁸ Prípád Malajzie, ktorá po začiatku krízy v juhovýchodnej Ázii bola veľmi kritizovaná za opatrenia, ktoré zablokovali rýchly únik špekulatívneho kapitálu, ukazuje, že niektoré opatrenia, ktoré by mali zamedziť úniku špekulatívneho kapitálu (ako určitá viazanosť v aktívach, ktoré budú disponibilné až po troch mesiacoch), sa budú musieť začať uskutočňovať.

⁹ Emisie akcií niektorých zaujímavých strategických monopolov (ako bol napr. Deutsche Telekom, Lufthanza, Deutsche Bahn alebo France Telecom) jasne ukázali obrovský záujem drobných investorov o nákup akcií takýchto veľkých firiem. Znamená to teda, že stále väčšia časť domácností bude zvyšovať podiel aktív, ktoré bude vlastniť v podobe cenných papierov. To vytvára pomerne rozsiahly priestor na investovanie v Európskej únii (možno hovoriť o finančnom rozmere rádovo 800 mld až 1 bilión USD).

smere je Veľká Británia, ktorá už pripravila úpravu činností verejnoprávnych fondov i súkromných investorských fondov. Tie budú musieť mať určitú štruktúru aktív, ktorá bude znamenať istú garanciu pre prípad problémov na finančných trhoch. Tým sa v podstate vopred znižuje riziko nadmerného investovania týchto fondov do sporných aktivít.

Prevažná väčšina investorov z kategórie investičných fondov je v súčasnosti priamo alebo nepriamo prepojená na penzijné a pripoišťovacie systémy. Ukazuje sa, že vo väzbe na toto výrazné vzájomné prepojenie bude nevyhnutné upustiť od priebežného systému platenia „pay and go“ a uskutočniť prechod k dvojpilierovému, resp. trojpilierovému až štvorpilierovému systému kapitálového pripoistenia, ktorý je založený na kumulatívnom pripoišťovaní (spojené poskytovanie finančných prostriedkov zamestnávateľmi i pracovníkmi). S tým budú súvisieť aj zmeny platieb do súčasných poisťných fondov. Doterajší systém verejnoprávneho platenia sa teda veľmi výrazne zmení. Zároveň sa posilní úloha nových inštitucionálnych investorov, predovšetkým v oblasti penzijných fondov a investičných fondov (klasického alebo podielového typu) a vytvorí sa jedinečná šanca na rozvinutie ďalšieho piliera financovania podnikovej sféry cez kapitálový trh. To však bude vyžadovať celý rad vnútorných úprav.

V Európskej únii sa v súčasnosti tieto úpravy pripravujú nielen z hľadiska pozície investorských skupín, ale aj z hľadiska záväznosti štruktúry informácií o emitentoch cenných papierov, jednotlivých blokačných a kontrolných mechanizmoch, ako aj z hľadiska zamedzovania prania špinavých peňazí v samotnej Európskej únii.

Z hľadiska kapitálových tokov má – okrem reformy celkového postavenia investičných fondov v Európskej únii, spojenej s procesom posilnenia úlohy nových inštitucionálnych investorov – mimoriadny význam aj proces integrácie, ktorý prebieha v rámci európskych búr. ¹⁰ Za daných podmienok a pri využití informačných technológií je v súčasnosti možné v rámci globálnej svetovej ekonomiky uskutočňovať burzové operácie v reálnom čase, čo znamená veľmi výrazný zásah do možnosti špekulatívnych obchodov a operácií na jednotlivých burzách.

Je len prirodzené, že tlak na legislatívu, upravujúcu činnosť jednotlivých investorov a búr, sa bude neustále zvyšovať. Týka sa to najmä posilňovania

¹⁰ Integrácia európskych búr prebieha vo viacerých formách. Spájajú sa predovšetkým menšie regionálne burzy (napr. v Haagu, v Amsterdame a v niektorých ďalších krajinách Beneluxu) s burzami vo Viedni atď. Prebieha však aj proces vytvárania a spájania kľúčových európskych búr (napr. podpísanie dohody o spolupráci medzi Londýnskou burzou a Frankfurtskou burzou) a vytvárania špeciálnych technologických búr, ktoré predstavujú najväčší priestor pre emisiu cenných papierov, akcií, internetových firiem a technologických firiem vyššieho rangu. Proces spájania búr (ich vnútorná modifikácia a špecializácia) a proces prepájania európskych búr napríklad s americkými alebo tokijskými burzami vytvárajú zásadné predpoklady na globalizáciu burzových operácií v rámci celosvetového finančného trhu.

kontroly jednotlivých skupín investorov (verejnoprávnych fondov, investičných skupín, bankových zoskupení atď.) s cieľom zamedziť praniu špinavých peňazí, rozkrádaniu a úniku peňazí vo vnútornej činnosti týchto fondov a odhaliť rôzne kriminálne praktiky na burzách (špekuláciami s jednotlivými cenami akcií a insiderskými informáciami).

2. Predpoklady adaptácie Slovenska na nové podmienky na medzinárodných finančných trhoch

Reálne možno očakávať, že v priebehu dvoch až piatich rokov sa vytvorí nová globálna legislatívna úprava, ktorá bude limitovať činnosť inštitucionálnych investorov, upravovať (podobne ako Bazilejské pravidlá) činnosť a hodnotenie bankových operácií a bankových štruktúr a upravovať činnosti na medzinárodných, a dnes už možno povedať aj na svetových burzách. Takáto medzinárodná globálna legislatívna úprava sa stane omnoho významnejšou ako prijímanie jednotlivých národných legislatív. Pre Slovenskú republiku šanca spočíva v zúčastnení sa na prácach pri tvorbe týchto nadnárodných úprav a v možnosti následne ich implikovať do slovenskej legislatívy. To umožní predísť rozporom v procese približovania slovenskej legislatívy k legislatíve Európskej únie alebo v rámci procesu približovania slovenskej legislatívy k legislatíve prijatej v rámci Bazilejského protokolu a Londýnskych princípov.

Reálne využitie danej legislatívy v slovenskej ekonomike, ale najmä využitie pozitívnych efektov súvisiacich s liberalizáciou a celkovým zrýchlením i rastom kapitálových a finančných tokov vo svete pre investičný proces a hospodársky rast si vyžaduje riešiť celý rad úloh a problémov v domácej ekonomike, ktoré dosiaľ pôsobia ako významná bariéra integrácie Slovenska do tohto procesu. Všimnime si najvýznamnejšie z nich.

2.1. Podmienky vstupu zahraničných investorov a kapitálový trh

Pre vstup *strategických investorov* do podnikov sú významné predovšetkým podnikateľské podmienky vytvárané pre zahraničných investorov. Všeobecne sa za ich kľúčové atribúty považujú: daňové prázdny, úľavy v oblasti ekológie, úľavy v oblasti platenia do poisťovních fondov, vytvorenie základných technických podmienok pre investorov, garantovanie dlhodobo stabilných cien základných inputov (napr. elektriny) pre investorov a pod.

Samotný blok daňových úľav alebo niektoré úpravy v oblasti ekologických daní, pravda, dnes už nie sú dostatočným lákadlom pre zahraničných investorov. Vstup strategických investorov je čím ďalej tým viac podmienený celkovým hodnotením ekonomiky krajiny.

Významnú pozíciu má odhadnuteľnosť zmien v podnikateľskom prostredí (v daňovej oblasti, v oblasti platieb do poisťných fondov, daňového základu, pri vrátení zálohových platieb daní a pod.), predpokladaný celkový vývoj nákladov na pracovnú silu (nielen priame, ale aj nepriame náklady), plnenie ekologických noriem a štandardov a pod. V našich podmienkach môže atraktivnosť podniku pre strategického investora výrazne zvýšiť jeho predchádzajúca reštrukturalizácia (oddlženie podniku, prispôsobenie počtu pracovníkov, vytvorenie podmienok na lepšiu štruktúru aktív a jeho príp. privatizácia).¹¹ Ak z tohto hľadiska hodnotíme situáciu na Slovensku, potom treba konštatovať, že snaha získať kapitál iba na základe poskytovania daňových úľav či znížením platieb do poisťných fondov alebo zaplatením nákladov na rekvifikáciu sa nemôže stretnúť s očakávanou odozvou.

Atraktivnosť Slovenska pre zahraničných investorov znižuje viacero negatívnych faktorov všeobecného, ale i veľmi konkrétneho charakteru. A to počnúc veľmi krehkou politickou stabilitou a končiac neschopnosťou zvládnuť niektoré elementárne podmienky pre vstup investorov medzi ktoré patrí napríklad príprava pozemkov, ktoré sú majetkovoprávne doriešené a zabezpečené infraštruktúrou,¹² a doriešenie majetkovoprávných sporov súvisiacich s vlastníckymi právami v privatizovaných podnikoch. Veľmi negatívnym signálom pre zahraničných investorov je aj platobná neschopnosť podnikov, ktorej riešenie sa dlho odsúvalo.

Za zásadný nedostatok však treba považovať skutočnosť, že dosiaľ sa nepodarilo vytvoriť adekvátne podmienky na vstup investorov cez kapitálový trh, a to predovšetkým vo väzbe na podielové a investičné fondy a vo väzbe na minoritné kapitálové a akcionárske podiely. Sfunkčnenie kapitálového trhu, bez ktorého zlepšenie v danom smere nemožno očakávať, pravda, vyžaduje celý rad legislatívnych krokov zameraných na vytvorenie globálneho inštitucionálneho rámca (vytvorenie nadrezortného kontrolného orgánu pre bankový, poisťný a kapitálový trh) garantujúceho minoritným akcionárom ich pozície, návratnosť ich akcií a možnosť získania dividendy.¹³

¹¹ Ako príklad môže slúžiť privatizácia hutníckych a hlinikárskych podnikov v Španielsku alebo v Portugalsku.

¹² Napríklad v Poľsku alebo v Maďarsku boli investorom za symbolický poplatok poskytnuté pozemky, ktoré boli majetkovoprávne doriešené, boli vybavené infraštruktúrou, alebo ležali pri dopravných trasách.

¹³ Treba povedať, že v súčasnosti sa vo svete stále viac realizuje proces investovania cez akciový trh, a nielen cez úverovanie podniku vo väzbe na banku. Súčasne s tým sa mení aj pozícia a vzťahy minoritných akcionárov a majoritných akcionárov v rámci procesu investovania i vykonávania vlastníckych práv. Do popredia sa dostáva hodnotenie podniku podľa dividendovej ziskovosti a preferovanie okamžitej vysokej ziskovosti pre akcionárov, na rozdiel od klasickej podoby dlhodobého alebo strategického zamerania investorov.

Je zrejmé, že bez zabezpečenia celého komplexu podmienok pre zahraničných investorov nie je možné dostatočne zužitkovať tie výhody, ktoré vyplývajú z liberalizačného procesu v oblasti kapitálových tokov a finančných služieb. Svedčia o tom nasledujúce skutočnosti:

1. Vytvoril sa potenciálny – formálno-legislatívny – predpoklad pre investovanie a pre vlastníctvo cenných papierov slovenských subjektov zahraničnými investormi. Významnejšiemu vstupu zahraničných investorov na slovenský kapitálový trh však v súčasnosti reálne bráni nerozvinutosť kapitálového trhu.

2. Nerozvinutosť domáceho kapitálového trhu zatiaľ stimuluje emitentov akcií k vstupovaniu na zahraničné kapitálové trhy (na Viedenskú, Pražskú či Budapešťiansku burzu) so snahou uskutočňovať tam operácie, získať a emitovať cenné papiere a akcie (veľké podniky). Je to podstatne zložitejší spôsob získavania prostriedkov spojený s nevyhnutnosťou prispôbiť sa novej informačnej štruktúre, ktorá je definovaná pre emitentov akcií. Vo svojej podstate znamená aj výrazné oslabenie celkovej sústavy finančných tokov na Slovensku.

3. Nedostatočne sa využila možnosť oživiť domáci kapitálový trh emitovaním akcií strategických podnikov na domacom kapitálovom trhu. Poľské, maďarské alebo české skúsenosti ukázali, že jedným z hlavných hybných momentov kapitálového trhu sa stalo obchodovanie s určitým percentuálnym podielom akcií strategických monopolných podnikov (v Poľsku prevažne s akciami bankového sektora, v Česku s akciami telekomunikácií, v Maďarsku to boli akcie niektorých telekomunikačných a energetických štátnych monopolov). V každom prípade sa dosiahol veľmi výrazný nárast záujmu (aj minoritných akcionárov zo zahraničia) o investovanie do týchto strategických podnikov. Tým sa jednak zefektívnil proces privatizácie štátnych monopolov, jednak sa vytvorili podstatne lepšie podmienky na rozvoj záujmu investovať cez takýto kapitálový trh aj do ďalších podnikov.

4. Doterajšie legislatívne úpravy boli zamerané najmä na infraštruktúrnú stránku kapitálového trhu, nedostatočná pozornosť sa však venovala vytvoreniu tlaku na samotných emitentov a uskutočňovateľov operácií s cennými papiermi (to znamená brokerské firmy) na vlastnej burze cenných papierov. Skôr sa vnášali destabilizujúce parametre, napríklad pri obchodovaní cez RM-System Slovakia, a. s., pri kupónovej privatizácii, dlhopisoch atď.

Stabilita podnikateľského prostredia a garantovanie stabilných podmienok pre zahraničných investorov je jedným z významných fenoménov ekonomickej stability. Ak tieto faktory nie sú, alebo sa nejavia ako dostatočne stabilné, je zrejmé, že väčšina zahraničných investorov nebude ochotná investovať do akcií slovenských podnikov.¹⁴

¹⁴ Ak berieme do úvahy, že sa zaznamenalo niekoľko prípadov ohrozenia akcií minoritných akcionárov zo zahraničia v slovenských podmienkach (nejde len o prípad VSŽ Košice, ale aj

Problémom v tomto smere, samozrejme, nie je len samotná neprehľadnosť operácií na kapitálovom trhu, ale aj nedostatočná ziskovosť podnikov, ktoré majú záujem vstupovať na kapitálový trh, a teda aj nízka (alebo nulová) úroveň dividend pre investorov. Prijatie podmienok liberalizácie obchodovania s cenými papiermi teda zatiaľ (bez dôsledného vyriešenia relevantných problémov) nemôže priniesť pozitívne efekty, a to ani v strednodobom horizonte.

Podpísaním dohody o liberalizácii investícií a kapitálových tokov s OECD sa pre Slovensko stanú všetky štandardy, ktoré budú obsiahnuté v tejto dohode, záväzné. Slovensko sa tým ocitne v podstatne horšej situácii ako ostatné krajiny nielen vzhľadom na svoju malosť, ale predovšetkým vzhľadom na to, že prevažná väčšina subjektov nebude schopná dostatočne efektívne využívať systém obchodovania cez kapitálový trh a systém strategických investícií tak, ako ho budú využívať podniky ostatných členských štátov OECD.

Možno predpokladať, že v nadväznosti na nové pravidlá medzinárodnej finančnej architektúry sa bude veľmi dôsledne prehodnocovať pohľad na Slovensko. Pôjde nielen o užšiu vzájomnú koordináciu a spoluprácu s MMF, so Svetovou bankou a s ratingovými agentúrami, ale predovšetkým o hodnotenie jednotlivých finančných ukazovateľov Slovenska. Vzhľadom na rozsah emitovaných dlhopisov v rokoch 1998, 1999 a 2000 treba očakávať, že veľmi dôsledne sa bude hodnotiť tvorba rezervného fondu na zabezpečenie splácania istiny dlhopisov v jednotlivých rokoch splatnosti (prevažná väčšina zatiaľ emitovaných dlhopisov má dobu splatnosti 5, 7 a 10 rokov).

Zatiaľ ide o objem 1,2 mld USD emitovaných štátnych dlhopisov, 30 % tvoria 1–2-ročné, 70 % 3–5-ročné. Je však nevyhnutné poukázať na skutočnosť, že zatiaľ sa nevytvoril rezervný fond. Ďalších 2,3 mld USD tvoria úvery priamo prevzaté slovenskou vládou. Celková zadlženosť SR dosahuje 11 mld USD, z toho zadlženosť vlády SR 3,5 mld USD, zadlženosť miest a obcí 600 mil. USD a ostatnú zadlženosť tvoria dlhy podnikov a bánk. Rizikom je zadlženosť miest a obcí, ktorú predstavujú vo veľkej časti emitované dlhopisy, denominované v USD alebo v EUR. Je zrejmé, že vzhľadom na rozsah týchto dlhopisov je už v súčasnosti nevyhnutné začať postupne budovať rezervný fond, ktorý vytvorí predpoklady na reálne splatenie istiny v termíne splatnosti bondov.

Z tohto hľadiska diskusie o výhodnosti, alebo nevýhodnosti finančných prostriedkov získaných emisiou bondov, týkajúce sa výšky bonusu, ktorý bude platený po dobu platnosti, sú sčasti druhoradé – kľúčovou otázkou bude práve tvorba rezervného fondu.

niektoré ďalšie), je zrejmé, že dôvera zahraničných investorských skupín v realnosť podmienok (vrátane dôvery v slovenský právny systém), ale aj v ziskovosť slovenských podnikov sa prinajmenšom nemohla zvýšiť.

Celkove možno v budúcom období očakávať tieto postupy:

- Nová finančná architektúra bude vytvárať tlak na vytváranie rezerv pre zabezpečenie dlhopisov a bondov, ktoré boli emitované.
- Bude sa vyžadovať iná štruktúra informácií o finančných tokoch v ekonomike, než ako sa poskytovali doteraz, najmä vyšší podiel kvalitatívnych informácií o reálnom stave slovenskej ekonomiky, ako aj o jej kľúčových subjektoch.
- Výrazne sa zosilní tlak na dokončenie reštrukturalizácie (a privatizácie) bankového sektora a posilnenie bankového a peňažného sektora. Začlenenie do nadnárodných finančných systémov vytvorí štandardy, ktoré bude používať MMF alebo Svetová banka aj vo vzťahu k slovenskému bankovému sektoru, čo si však bude vyžadovať úplne inú kvalitu riešenia vzťahu banky, podnikov a štátu (vrátane dodržiavania finančnej disciplíny z hľadiska štátu). Účinnejšia bude musieť byť aj vzájomná spolupráca medzi súkromným a verejným sektorom pri riešení finančných problémov (problémy súkromných firiem nebude už možné riešiť prostriedkami z verejného sektora).

Ak z tohto hľadiska hodnotíme pozíciu Slovenskej republiky, treba konštatovať, že rozvinutie takejto vzájomnej spolupráce bude ešte dôležitejšie ako doterajšie úspechy, ktoré sa dosiahli v procese integrácie Slovenska do medzinárodných hospodárskych štruktúr.

2.2. Vzťah podnikateľských subjektov a kapitálového trhu

Mimoriadne závažným problémom je celkový vzťah podnikateľských subjektov a kapitálového trhu. Zatiaľ sa ukazuje, že skôr len burza cenných papierov, samotné zoskupenie obchodníkov s cennými papiermi a správca RM-Systému sa snažia rozvinúť bilaterálnu spoluprácu s burzami a kapitálovými trhmi v ďalších kandidátskych krajinách, ale aj s menšími burzami a kapitálovými trhmi, ktoré sú v Amsterdame, v Haagu atď.

Podpísanie bilaterálnych dohôd, ale aj postupné rozvíjanie spolupráce medzi jednotlivými menšími burzami vytvára priestor na podstatne liberalizovanejšie obchodovanie s cennými papiermi. Zvyšuje sa dostupnosť informácií, dostupnosť akcií (navonok aj dovnútra), vzniká teda potenciálny priestor na to, aby sa vytvoril nový kapitálový zdroj financovania slovenských podnikov.

Na druhej strane sa štandardy (predovšetkým v oblasti informácií o emitentoch) na Slovensku ešte plne neakceptovali. S tým súvisí aj skutočnosť priameho alebo nepriameho zasahovania štátu do súkromných alebo polosúkromných firiem. Takisto určité prieťahy a netransparentnosť procesu privatizácie (napr. pri privatizácii telekomunikácií, energetiky, dopravy atď.) vytvárajú určitý faktor neistoty. V súčasnosti sa kľúčovou otázkou pre zahraničných investorov stáva

nielen prijatie liberalizovaných noriem na obchodovanie s cennými papiermi, ale predovšetkým odstránenie investorskej neistoty a dodržiavanie právnych noriem. V tomto zmysle slova bude prijatie podmienok Medzinárodnej dohody o investíciách a prijatie podmienok novej finančnej architektúry veľmi výrazne prispievať k odstráneniu neistoty zahraničných investorov aj vo vzťahu k slovenským subjektom.

Zmätko vyvolávajú aj rozporné informácie o zadlženosti privatizovaných štátnych monopolov (železnice 43–56 mld Sk, Slovenské elektrárne 60–73 mld Sk, tzv. Duckého zmenky v SPP atď.). V bankách došlo k zmene v tom, že 102 mld Sk (107 mld Sk) klasifikovaných úverov malo byť pôvodne:

- krytých štátnymi dlhopismi emitovanými na zahraničných trhoch a denominovanými v eurách,
- úverom od Svetovej banky (EFSAL) a zahraničnými zdrojmi,
- napokon štátnymi dlhopismi emitovanými Ministerstvom financií SR a vloženými do portfólia privatizovaných bánk (tento systém nepodlieha systémom kontroly uvedeným v predchádzajúcom texte).

Samozrejme, s tým súvisí aj možnosť využiť privatizovanie strategických štátnych monopolov práve na obchodovanie a rozvinutie obchodov na kapitálovom trhu. Realizovanie aspoň 10 % akcií obchodmi cez kapitálový trh by vytvorilo prvý štartovací impulz výraznejšieho záujmu väčších skupín investorov o investovanie do slovenskej ekonomiky.

Výrazný nárast investičných možností v Európe súvisí s rozvinutím ďalších mechanizmov penzijného pripoistenia, ale aj s ďalším procesom liberalizácie európskych kapitálových tokov. Je zrejmé, že prevažná väčšina inštitucionálnych investorov v Európe bude hľadať uplatnenie v európskom regióne, a to aj na menších burzách, prirodzene, len vtedy, ak im budú garantovať dostatočnú mieru ziskovosti. Možno predpokladať, že investori „hrajúci na istotu“ budú viac investovať aj v kandidátskych krajinách. Tým vznikne vzájomná konkurencia ponuky pre investorov, predovšetkým pri emitovaní akcií podnikov, akcií a emitovaní cenných papierov samosprávnych orgánov miest, obcí atď.¹⁵

Proces získavania kapitálových zdrojov významne ovplyvňuje postoj veľkej časti slovenských subjektov, ktoré sa zatiaľ stále spoliehajú prevažne na úverovanie a financovanie cez domáce banky. Vychádza sa pritom z predpokladu, že po privatizácii zahraniční vlastníci bánk poskytnú domácim subjektom všeobecne

¹⁵ Veľká časť poľských miest (ale sčasti aj maďarských a českých miest) začína riešiť svoju finančnú situáciu získaním pôžičiek na medzinárodných kapitálových trhoch, a to buď formou syndikátnych úverov získavaných od konzorcií bánk, alebo emitovaním cenných papierov (spravidla dlhopisov) na významnejších európskych kapitálových trhoch. Pokiaľ by s týmto začali aj slovenské mestá – pri určitej nasýtenosti kapitálových trhov v Európe – vzniká riziko, že už nebude reálny priestor pre prijateľné podmienky na emitovanie dlhopisov.

výhodnejšie úverové podmienky a že budú mať záujem o rozvoj slovenských podnikateľských subjektov. Predpokladá sa tiež, že sa posilní podiel úverovania podnikov a zníži sa podiel štátnych cenných papierov na aktívach bánk.

Skúsenosti Poľska a Maďarska však jasne preukazujú neopodstatnenosť takejto úvahy. Prevažná väčšina zahraničných investorov, ktorí získali domáce banky, neznížila úrokové sadzby, ale skôr ich udržiavala na pôvodnej úrovni a zostala veľmi opatrná k úverovaniu domácich podnikateľských subjektov – najmä vzhľadom na reálnu mieru ziskovosti, ktorú tieto domáce subjekty dosahujú, ako aj so zreteľom na očakávanú celkovú mieru efektívnosti predkladaných projektov. Prevažná väčšina nových vlastníkov bánk sa orientuje na obchodovanie s lukratívnymi štátnymi cennými papiermi (so štátnymi pokladničnými poukážkami alebo so štátnymi dlhopismi, predovšetkým s trojročnou až päťročnou splatnosťou). Snaha výrazne zefektívniť portfólio a štruktúru aktív získaných bánk vedie nových vlastníkov minimálne počas niekoľkých rokov k zvýšenej opatrnosti v investovaní.

Rozpočtová situácia jednotlivých kandidátskych krajín (či už Českej republiky, Poľska, Maďarska alebo Slovenska), z dlhodobého hľadiska poznačená deficitným rozpočtovým hospodárením, bude vytvárať naďalej pomerne významný priestor pre obchodovanie so štátnymi cennými papiermi nielen vo väzbe na možnosti priebežného financovania štátneho rozpočtu, ale predovšetkým vo väzbe na revolving splácania úverov štátu z minulosti.

Je teda zrejme, že dobudovanie inštitúcií kapitálového trhu, dotvorenie jeho legislatívy a jej následné dôsledné uplatňovanie je mimoriadne významnou úlohou, ktorá sa musí časovo aj vecne zladíť s prijatím medzinárodných noriem v danej oblasti. Rozvinutie druhého piliera úverovania by mohlo významne odľahčiť banky a vytvoriť podmienky na získavanie nevyhnutných prostriedkov pre podniky za podstatne výhodnejších podmienok.

Plné rozvinutie kapitálového trhu je, pravda, nevyhnutné aj z iných dôvodov.

V rámci reformy penzijného systému bude aj nás postupne dochádzať k rozvíniu pripoišťovacích systémov. Predpokladá sa rozvoj minimálne dvojpilierového až trojpilierového systému, čo znamená jednak klasické pripoištenie, kumulujúce prostriedky od podnikateľov a zamestnancov, jednak kapitalizačné pripoištenie. V rámci penzijného systému možno očakávať reálny výber v rozsahu 16 až 20 mld Sk ročne. To by boli tzv. posledné dlhé peniaze, ktoré by v slovenskej ekonomike mohli existovať okrem aktív domácností. Týchto 20 mld Sk by mohlo veľmi významne prispieť k celkovej finančnej reštrukturalizácii podnikovej sféry. Ak však nebude fungovať domáci kapitálový trh, správcovia fondov sa budú snažiť uskutočňovať kapitálové operácie na zahraničných kapitálových trhoch. Preto je nevyhnutné rozvinúť legislatívnu úpravu, ktorá bude podmieňovať štruktúru činnosti aktív a pasív týchto fondov a usmerňovať ich činnosť.

Liberalizácia kapitálových tokov aj z medzinárodného hľadiska jednoznačne smeruje k definovaniu nutnej štruktúry aktív v jednotlivých investorských skupeniach. Pritom sa naďalej preferuje, aby sa v aktívach zachoval určitý podiel štátnych cenných depozít, na druhej strane sa však zvyšuje tlak na to, aby sa stále väčšia časť aktív vytvárala získaním akcií lukratívnych podnikov. Tento trend sa stále výraznejšie presadzuje nielen v krajinách Európskej únie, ale jeho náznaky sa začínajú objavovať aj v podmienkach Poľska alebo Českej republiky. Aj po predpokladanej úprave činností investorov v Európskej únii bude podiel štátnych aktív v slovenských podmienkach zrejme tvoriť 30–40 % portfólia penzijných fondov a ostatné aktíva sa budú tvoriť predovšetkým nákupom aktív podnikateľskej sféry.

Treba tiež zobrať do úvahy *proces integrácie kapitálových trhov*, ktorý prebieha v okolitých krajinách (ale aj v rámci európskeho ekonomického priestoru).¹⁶ Pokiaľ sa nepodniknú významné kroky na rýchle oživenie slovenského kapitálového trhu, treba rátať s tým, že o niekoľko rokov v podstate už takáto šanca pre slovenský kapitálový trh nebude existovať.

Jednou z významných podmienok novej finančnej architektúry je znížiť zraniteľnosť národnej ekonomiky z hľadiska otrasov na medzinárodných finančných a kapitálových trhoch. Ak by sa však všetky operácie, ktoré sa uskutočňujú cez kapitálové trhy, uskutočňovali na zahraničných kapitálových trhoch, Slovensko by sa stalo plne závislým od vývoja kapitálových trhov v okolitých krajinách, resp. v Európskej únii. To by ale znamenalo podstatné zvýšenie zraniteľnosti Slovenska voči možným otrasom na svetových alebo európskych finančných trhoch.

Faktom zostáva, že vzhľadom na štruktúru zadlženosti celého verejného sektora (viac ako 600 mld Sk) by bolo žiaduce už v roku 2000 disponovať rezervou viac ako 50 mld Sk (vzhľadom na časový priebeh splatnosti). Táto rezerva neexistuje a priebežné platenie sa hradí zo zdrojov z privatizácie. Kľúčový balík splatnosti však, vzhľadom na priebeh dlhovej služby, dosiahne vrcholy v rokoch 2003, 2006, 2008 a 2011. Je to časovo i blízko (ak ekonomika nefunguje), i ďaleko (ak funguje). Orientácia na vstup zahraničných investorov cez kapitálový trh, popri úsilí o priame zahraničné investície, však predpokladá splniť aj niektoré ďalšie požiadavky, najmä:

- poskytovať informácie o emitentoch;
- zabezpečiť korektnosť vzťahu k minoritným akcionárom, resp. k jednotlivým investorským skupinám, ktoré budú investovať na Slovensku;

¹⁶ Možno predpokladať, že v priebehu troch rokov budú kapitálové trhy v Prahe, v Budapešti, vo Varšave alebo vo Viedni v podstate prepojené s ďalšími menšími trhmi v Belgicku, Holandsku, Luxembursku alebo v Nemecku.

- nevyhnutne prispôbiť štandard ochrany minoritných akcionárov na Slovensku európskym a svetovým štandardom.

Rozvinutie spolupráce Viedenskej a Bratislavskej burzy by mohlo byť napríklad významným stimulom pre vstup rakúskych investorských skupín do slovenskej ekonomickej reality, pravda, za podmienky reálne rozvinutej spolupráce a splnenia štandardov, ktoré sú charakteristické pre Rakúsko. V danom prípade by už prihraničné investície nevznikali len tým, že podnikateľ z Rakúska investuje finančné prostriedky do vytvorenia spoločnej firmy alebo vlastnej firiálky. Omnoho rýchlejšim a reálnejším tokom by bola spolupráca regionálnych búr a vytvorenie obojstranne výhodných podmienok pre skupiny investorov zo Slovenska do Rakúska a naopak, z Rakúska na Slovensko. V tomto zmysle netreba podceňovať ani reálnu silu slovenských investorských subjektov, ktoré sa môžu zúčastňovať procesu investovania a ovplyvňovať tak proces bilaterálnej závislosti a spolupráce pri investovaní medzi Rakúskom a Slovenskom.

Celkove však treba reálne možnosti finančných tokov v krajinách okolo Slovenska posudzovať veľmi triezvo. V Maďarsku kľúčové nadnárodné korporácie dnes v podstate už ovládajú rozhodujúce podniky maďarskej ekonomiky. Je zrejmé, že k spolupráci slovenských a maďarských podnikov môže dôjsť maximálne na úrovni menších a stredných podnikov. To isté platí aj vo väzbe na Poľskú republiku a Českú republiku. V Českej republike sa v dôsledku rozsiahlych investícií postupne vytvorilo napojenie českých podnikateľských subjektov na nadnárodné korporácie, preto vo väzbe na Slovenskú republiku opätovne zostáva reálna spolupráca v oblasti investícií, kapitálových a tovarových tokov skôr medzi malými a strednými podnikmi v prihraničnom pásme. Veľké nadnárodné podniky idú svojou cestou a ich investovanie v slovenských podmienkach sa bude orientovať na privatizáciu strategických monopolov.

Slovensko je v podstatne komplikovanejšej situácii aj z hľadiska regionálneho rozmiestnenia zahraničného kapitálu. Kým v Poľsku alebo v Maďarsku dochádzalo k rozmiestneniu investorských aktivít skôr rovnomerne, na Slovensku (vzhľadom na dopravný systém a zabezpečenie infraštruktúry) sa prevažná väčšina investorov koncentruje na západné Slovensko. To ale znamená, že vstup zahraničného kapitálu nebude ovplyvňovať vývoj nezamestnanosti na strednom a východnom Slovensku (týka sa to aj priemyselných parkov). Možno predpokladať, že aj prevažná väčšina potenciálnych investorov vstupujúcich do podnikateľských subjektov cez kapitálový trh sa bude orientovať na západné Slovensko a že bude veľmi ťažké dosiahnuť, aby podniky zo stredného a z východného Slovenska pri emitovaní svojich cenných papierov na kapitálovom trhu vzbudili väčší záujem zahraničných investorov. *Tu sa otvára priestor pre štát, ktorý by mohol pomôcť pri vytváraní informačného imidžu o týchto subjektoch, a tak*

dosiahnuť určité zvýšenie ich atraktívnosti pre zahraničných investorov a investorské skupiny.

Kľúčovým záujmom investorských skupín, ktoré nechcú zasahovať do riadenia spoločnosti, je získanie dostatočných dividend. Ak platí, že väčšina podnikateľských zámerov je reálna, potom tie vytvárajú dostatočný priestor na získanie kapitálu. Ak ale platí, že značná časť podnikateľských zámerov je nereálna (čo napokon potvrdzuje určitý pesimizmus komerčných bánk vo vzťahu k predloženým projektom), potom nemožno očakávať, že zahraniční investori budú masovo podporovať a úverovať tieto nereálne projekty.

Druhou oblasťou, v ktorej by štát mohol veľmi významne pomôcť, je *oblasť objektivizácie predložených podnikateľských projektov* (pre investorské skupiny, ktoré nechcú zasahovať do riadenia spoločnosti sú rozhodujúce najmä budúce dividendy) a vytváranie imidžu pre tieto podnikateľské projekty u zahraničných investorov.

Na to však nestačí len väzba na Agentúru pre podporu zahraničných investícií, ale musí sa vytvoriť väzba aj na reálne fungovanie kapitálového trhu, väzba na reálne vytvorenie priestoru pre investovanie zahraničných investorov, väzba na domáci kapitálový trh, väzba na domácich emitentov akcií, ktorí majú záujem o zahraničných investorov.

Prijatie noriem, ktoré liberalizujú kapitálové toky vo svetovej ekonomike, bude zásadne meniť situáciu v slovenskej ekonomike. Problém kapitálových tokov však budú riešiť iba sčasti. Pokiaľ nebude vyriešený celý funkčný mechanizmus, nie je reálny predpoklad, že by došlo k výraznejšiemu vstupu zahraničných investorov, a teda aj kapitálových tokov do Slovenskej republiky.

Pri týchto úvahách však stále vychádzame z tzv. priebežného financovania. Ak zohľadníme aj dlhy a záväzky z minulosti, celková dlhová služba verejného sektora vyzerať ináč:

- modernizačný dlh za školstvo dosahuje 7 mld Sk, za zdravotníctvo 14 mld Sk;
- modernizačný dlh za železnice a cesty (ich modernizácia, nie nová výstavba) podľa Svetovej banky dosahuje 100 mld Sk;
- ekologické dlhy v oblasti tuhého komunálneho odpadu a vodárenstva 150–200 mld Sk;
- dlhy v oblasti financovania samospráv 10 mld Sk;
- nutné technologické prezbrojenie slovenského priemyslu v súlade s novými ekologickými normami EÚ 50 mld Sk a vlastné technologické prezbrojenie definovalo Ministerstvo hospodárstva SR na potrebu 220–250 mld Sk.

Tieto potreby bude nevyhnutné riešiť dôsledným využitím zdrojov z privatizácie, zahraničnými investíciami, úvermi od Európskej investičnej banky (EIB) a Európskej banky pre obnovu a rozvoj (EBOR), úvermi od konzorcií bánk, ale

aj emitovaním štátnych dlhopisov. Pritom upozorňujeme, že na rozbeh penzijného nového systému je nevyhnutný štartovací kapitál v rozsahu 30–50 mld Sk. Ak by sa spustil druhý, tretí pilier penzijného pripoistenia a rozbehol sa druhý pilier zdravotného pripoistenia, išlo by ročne o výber 25–30 mld Sk pri nákladoch na úrovni 40–50 % vybraných zdrojov. Pravda, nábeh systému vyžaduje 2–3 roky.

Uvedené údaje môžu vyvolať spory, sú však výsledkom analýz krokov vlády za obdobie 1994–1998 a 1998–2000 a ich dôsledkov. Treba si však uvedomiť reálne možný manévrovací priestor pre vládu SR i podnikateľský sektor, a to vo väzbe na realitu SR i vonkajšie zmeny kapitálových a investičných trhov.

2.3. Otázka vytvorenia regulačného orgánu pre finančný trh

Regulačný orgán pre finančný trh môže mať rôzne podoby. Môže ísť o jednu inštitúciu, ktorá v sebe integruje dohľad nad všetkými časťami finančného trhu (anglická cesta), alebo o niekoľko inštitúcií, ktoré pôsobia samostatne nad jednotlivými segmentmi finančného trhu (holandská cesta).

Vo Veľkej Británii došlo k zjednoteniu všetkých častí dozeraajúcich na fungovanie finančných tokov, vytvorila sa jedna inštitúcia, ktorá koordinuje v podstate dohľad nad všetkými segmentmi finančného trhu – kapitálovým trhom, investičnými fondmi, bankovníctvom a poisťovníctvom. Holandsko zvolilo model, ktorý dovoľuje izolovaný prístup k jednotlivým častiam kapitálových tokov. Krajiny strednej Európy zatiaľ problém vytvorenia regulačného orgánu nedoriešili, stále v nich prebieha diskusia okolo koncepčných prístupov. Maďarsko sa zatiaľ prikláňa skôr k vytvoreniu jedného orgánu, Poľsko preferuje vytvorenie niekoľkých orgánov.

Na Slovensku sa rozhodlo o vytvorení nezávislého samostatného štátneho orgánu, ktorý bude v sebe integrovať jednotu dohľadu nad bankovým, poisťným a kapitálovým trhom. Pôjde však nielen o vytvorenie inštitúcie, ale predovšetkým o stanovenie kompetencií a určenie vzťahu medzi Národnou bankou Slovenska (NBS) a týmto regulačným orgánom. (V Poľsku, Maďarsku a v Českej republike riešenie zostáva naďalej otvorené aj preto, lebo doteraz nedošlo k zjednoteniu vzťahu pozície regulačného orgánu a pozície národnej banky.)

Je zrejmé, že pokiaľ dôjde k úplnému uvoľneniu dohľadu národnej banky nad bankovým sektorom, má to svoje pozitíva aj negatíva. Na strane druhej však treba konštatovať, že pozornosť predovšetkým Európskej centrálnej banky, ale aj Medzinárodného menového fondu sa stále viac koncentruje na novú pozíciu národných bánk. V nadväznosti na to by sa mala národná banka zamerať predovšetkým na riadenie a usmerňovanie inflácie (ako kľúčovej otázky, ktorá

ovplyvňuje celkovú makroekonomickú situáciu), kým operatívne otázky dohľadu nad bankovým sektorom (alebo dohľadu nad ďalšími zložkami finančných tokov), by mali byť presunuté na iné samostatné inštitúcie.

V tomto zmysle slova sa slovenské riešenie – vytvorenie špecializovaného samostatného štátneho orgánu, ktorý by v sebe na jednej strane integroval dohľad nad všetkými kapitálovými tokmi a na druhej strane bol zároveň nezávislý od NBS, aj od Ministerstva financií SR – ukazuje ako pozitívne a vhodné riešenie. V podstate zodpovedá aj názorom expertov Svetovej banky a Medzinárodného menového fondu a v mnohom sa približuje aj k názorom expertov z Európskej centrálnej banky.

Niektoré otázky však zatiaľ zostávajú otvorené. Ide najmä o kompetencie v oblasti udeľovania licencií a povoľovania činnosti ďalších komerčných bánk, čo doteraz patrilo do právomoci NBS. Podľa názoru viacerých expertov, predovšetkým z Medzinárodného menového fondu, by bolo rozumnejšie a vhodnejšie zvoliť stratégiu, pri ktorej by licencie udeľoval práve takýto kontrolný nezávislý orgán. Ďalej ide o určenie právomocí vo väzbe na tok zahraničných investícií, vo väzbe na ďalšie priame, portfóliové alebo strategické kapitálové investície v danej krajine a určenie pozície ďalších finančných nebankových inštitúcií.

2.4. Otázka tzv. výstupu bánk z komerčného sektora

Charakteristickým javom (predovšetkým pre krajiny strednej Európy) v súčasnosti je postupný vznik a zánik komerčných bánk. Vo väčšine prípadov zatiaľ išlo o menšie banky, ktoré sa z objektívnych i subjektívnych dôvodov dostali do situácie, v ktorej už nebolo možné udržať ich ďalšiu činnosť a v podstate došlo k ich krachu. Otázne je, akým spôsobom regulovať proces zániku bánk a akú úlohu má pritom zohrávať ministerstvo financií, národná banka, prípadne nadrezortný kontrolný orgán, ktorý robí dozor nad bankovým, kapitálovým a poisťovacím trhom.

Medzinárodný menový fond v podstate používa americkú alternatívu, ktorá obsahuje 12-bodový proces postupného zániku licencie a činnosti banky, pričom kľúčovou úlohou je zamedziť rozkrádaniu zvyšných aktív komerčnej banky, a zároveň vytvoriť priestor na prevzatie tejto banky iným bankovým alebo nebankovým subjektom. Zvoliť možno aj alternatívu klasického konkurzného konania (so všetkými dôsledkami, ktoré z toho vyplývajú), ktorá zodpovedá národným legislatívam kandidátskych krajín v strednej Európe. Jedno aj druhé riešenie má svoje pozitíva i negatíva.¹⁷

¹⁷ Viacero medzinárodných konferencií a sympózií na túto tému ukázalo, že neexistuje jednotný názor na spôsob riešenia zániku bankového subjektu a jeho elimináciu z bankovej sústavy.

Skúsenosti však ukazujú, že ak sa proces postupnej likvidácie banky neúmerne predlžuje, vzniká veľké riziko vytunelovania zvyšných aktív banky a vytvára sa priestor na to, aby sa na procese likvidácie banky priživovali rôzne ďalšie skupiny. V danom prípade bude podstatne ťažšie nájsť záujemcu (predovšetkým zahraničného záujemcu), ktorý by bol ochotný banku s jej pozitívami aj negatívami prevziať. Skúsenosti stredoeurópskych krajín skôr svedčia o nevyhnutnosti rýchlo a razantne riešiť situáciu komerčnej banky, ktorá sa dostala do výrazných problémov s tým, že kľúčovou otázkou sa stáva rýchle definovanie nového vlastníka, a zároveň zablokovanie tých aktív, ktoré v portfóliu danej komerčnej banky zostali.

2.5. Privatizácia komerčných bánk

Možné smerovanie kapitálových tokov do kandidátskych krajín a vstup do Európskej únie súvisí aj s procesom privatizácie komerčných bánk. V súčasnosti dochádza k postupnému ukončeniu privatizácie veľkých komerčných bánk (či už v Poľsku, v Maďarsku alebo v Českej republike). Analogicky to platí aj pre Slovenskú republiku, ktorá v súčasnosti vstupuje do záverečného procesu privatizácie kľúčových, najväčších štátnych bánk. V danej súvislosti mimoriadne závažnou je otázka, či prioritou pri privatizácií komerčných bánk má byť najvýhodnejšia komerčná ponuka zahraničného alebo domáceho investora (vo väčšine prípadov ide o zahraničných investorov), alebo hlavne nevyhnutné celkové ozdravenie komerčnej banky a jej následné začleňovanie do európskeho bankového systému.

Bez ohľadu na zvolenú stratégiu je príprava privatizácie komerčných bánk náročný a veľmi komplikovaný proces. Zlepšenie pozície bánk, ktoré sa majú privatizovať, je podmienené nielen ozdravením úverového portfólia (na Slovensku uskutočnenie reštrukturalizácie úverového portfólia bánk a odstránenie zlých klasifikovaných úverov), ale aj prehodnotením ich vnútornej štruktúry a smerovania ich činnosti.

V rámci krajín stredoeurópskeho priestoru proces privatizácie komerčných bánk komplikuje aj vzájomná previazanosť jednotlivých komerčných bánk (napr. vzájomné väzby medzi Komerčnou bankou, ČSOB, Prvou investičnou bankou atď. v ČR, resp. vzájomné väzby medzi Slovenskou sporiteľňou, VÚB a IRB na Slovensku). Tieto väzby sú mimoriadne úzke a súvisia so vzájomným prepojením úložiek a pohľadávok, ktoré existujú medzi týmito bankami navzájom a ktoré sa realizovali na medzibankovom trhu. Jednou z kľúčových požiadaviek teda je eliminovanie vzájomného prepojenia portfólií jednotlivých komerčných bánk. V podmienkach Českej republiky bola privatizácia Komerčnej banky,

Investičnej a poštovej banky alebo ČSOB veľmi dôsledne viazaná práve na eliminovanie vzájomných pôžičiek, pohľadávok a záväzkov a ďalších vzájomných aktív a pasív, ktoré vyplývajú z pôvodných vzťahov medzi jednotlivými komerčnými bankami na štátnej báze (napriek tomu však došlo k problémom).

Veľké banky majú spravidla pohľadávky voči malým bankám. Ak sa tieto banky dostávajú do konkurzu, neujasnenosť riešenia situácie malých bánk sa spätne premieta nielen do problému klasifikovaných úverov vo veľkej banke, ale aj do celkového vzťahu pohľadávok a záväzkov komerčných bánk. Veľká časť štátnych komerčných bánk, ktoré idú do procesu privatizácie, má pohľadávky aj voči podnikovej sfére, kryté ich hnutelným a nehnuteľným majetkom. Ak by došlo k dôslednému riešeniu záväzkov a pohľadávok bánk voči podnikovej sfére (napr. procesom kapitalizácie pohľadávok voči veľkým štátnym monopolom v oblasti energetiky alebo dopravy), mohlo by dôjsť k zmene vlastníckych vzťahov, predovšetkým vo väzbe na štátne monopolné podniky.¹⁸ Riešenie problému klasifikovaných úverov, ale aj pohľadávok a záväzkov komerčných bánk medzi sebou navzájom a voči podnikovej sfére je z hľadiska ich privatizácie mimoriadne zložitý, ale z dlhodobého hľadiska azda najvýznamnejší proces.

Proces vstupovania zahraničných investorov do komerčných bánk je v značnej miere limitovaný korektnosťou a funkčnosťou orgánov riadiacich a usmerňujúcich bankový a poisťný trh. Mimoriadne významná bude z tohto hľadiska pozícia nového kontrolného orgánu, ktorý má usmerňovať bankový, poisťný a kapitálový trh, pretože spolu s protimonopolným úradom to budú jediné dva orgány, ktoré budú posudzovať celkové ambície nových zahraničných investorov.

* * *

Záverom možno konštatovať, že na základe členstva v OECD a prebiehajúceho prístupového procesu k EÚ bude Slovenská republika vtáňovaná do všetkých zmien, ktoré sa budú v medzinárodnom meradle uskutočňovať a na ktoré bude musieť adekvátne reagovať.

V nadväznosti na črtajúce sa zmeny v podmienkach a v štruktúre novej medzinárodnej finančnej architektúry, ktorej súčasťou je aj pripravovaná Multilaterálna dohoda o investíciách, Slovensko bude musieť v najbližších rokoch pružne prispôbovať svoju legislatívu aj uvedeným novým podmienkam. Schopnosť uplatňovať medzinárodné regulačné mechanizmy usmerňujúce kapitálové toky, definujúce pozíciu jednotlivých účastníkov kapitálového a finančného trhu,

¹⁸ Napríklad pri Investičnej a poštovej banke v ČR sa ukázalo, že zahraničnému investorovi išlo predovšetkým o využitie kapitalizácie pohľadávok voči dlžníckym subjektom, prehodnotenie celkovej pozície vlastníckych akcionárskych práv voči zaujímavým, lukratívnym podnikom a následné zbavenie sa zvyšku komerčnej banky, pretože jej aktíva už boli v podstate nelikvidné.

kontrolných orgánov pre oblasť bankovníctva, poisťovníctva a kapitálového trhu a pod. vo väzbe na vymožitelnosť práva a transparentnosť podmienok podnikateľského sektora, bude mať významný vplyv nielen na definovanie kredibility krajiny pri získavaní zahraničných pôžičiek, ale predovšetkým na celkové hodnotenie spôsobilosti krajiny splácať svoje medzinárodné záväzky. Jednotlivé bloky finančného systému pritom nie je možné od seba navzájom oddeľovať, ale naopak, je nevyhnutné postupne harmonizovať celý systém.

Reálne procesy prebiehajúce vo svete svedčia o rýchlo prebiehajúcej integrácii kapitálových trhov a o ich rastúcom význame pre financovanie podnikateľskej sféry. Silu a význam kapitálových trhov ešte viac zvyrazňuje prepájanie veľkých nadnárodných korporácií a finančných inštitúcií, ako aj vznik nových investorských skupín najmä v nadväznosti na reformu penzijných systémov. Tento proces predstavuje pre tranzitívne ekonomiky vstupujúce na medzinárodné finančné trhy mimoriadnu šancu, ale aj nesmierne náročnú úlohu. Výrazne sa zvyšujú najmä požiadavky na medzinárodne kompatibilnú ochranu finančných systémov pred ich zneužitím, ktorá sa čím ďalej tým viac bude nielen posudzovať, ale aj reálne uskutočňovať na nadnárodnej úrovni.

Došlo 2. 2. 2001

Literatúra

- [1] GAVIN, B. – HAEGELI, J.: International Investment Rules and Capital Mobility. Considerations in Light of the Asian Financial Crisis. *Intereconomics*, január/február 1999.
- [2] Multilateral Agreement on Investment. Consolidated Text and Commentary. Paris, OECD, Directorate for Financial, Fiscal and Enterprise Affairs Negotiating Group on the MAI 1997.
- [3] ŠESTÁK, J.: Liberalizácia investičných tokov v SR v nadväznosti na prípravu Multilaterálnej dohody o investíciách členskými krajinami OECD. In: Podpora rastu exportnej výkonnosti – základ hospodárskej stratégie transformácie slovenskej ekonomiky. [Zborník.] Bratislava, JAMEX 1998.

SLOVAK ECONOMY AND INTERNATIONAL FINANCIAL SYSTEM

Peter STANEK

The paper deals with several aspects of the international financial system. The first aspect reflects the appreciation of character and possible impacts of the Multilateral Agreement on Investments (MAI). One characterises this agreement not only from the point of view of real and system framework (contents and key aspects), but also from the influence on candidate countries point of view. The release of capital flows and new level of co-operation of national governments and strategic investors changes not only the

position of candidate countries but also the position of national governments toward foreign investors. Temporary interception of the admission process into MAI or its temporary constricted application to OECD member countries only (two groups of candidate countries, OECD members and non-members) makes no difference here.

Second aspect constitutes a draft of expected changes in the international financial architecture in the horizon of 2–5 years. Drafting of key changes in the sphere of new rules for world financial markets, abolition of unsteadiness of international capital markets and the reform of globally operating institutions are involved here. The point is not only the design of current and future changes, but also to draft new level of co-operation between: IMF, World Bank, WTO and BIS. New system of rules is involved, which should limit turbulence in world financial markets, make financial flows more transparent and mitigate the unsteadiness of international capital flows. The inevitability to define conditions for international capital flows (investors, exchange rates) and also the provision of a set of tools to limit the danger of infection of healthy economies through panics among investors appears in a new shape. Also it will be necessary to accept international rules for the limitation of capital drift (above all short-term one) during turbulence in capital markets.

New international financial architecture (yet in the process of completing) markedly influences Slovakia's position too. It represents not only the formation of conditions for foreign investors' entry (the possibility to foresee changes in enterprising environment), but also to provide conditions to gain capital resources in international capital markets. One therefore analyses not only barriers that exist and limit the entry for foreign investors, but drafts also needful changes that might lead to make Slovakia more attractive from foreign investors' point of view.

Special part of the paper is dedicated to the discussion of the relation of enterprising subjects and capital market. Interconnection of smaller national stock exchanges, new business strategy of diversifying possible acquisition of capital resources (capital market-banks-foreign investors), decreased vulnerability of national economy in relation to international capital flows create one aspect of changes.

The second aspect is constituted by the new regulation framework represented by the establishment of the Financial Market Regulatory Office, which integrates in itself the supervision of bank, insurance and capital markets.

The privatisation process of commercial banks and drafting its potential influence provides the third aspect. The aim of the paper is to draft the interconnection of individual changes in the whole structure of international capital flows currently and in the near future including the outline of possible consequences for the Slovak Republic also for the accession process into the EU.