

Regulácia rizík v globálnom finančnom systéme¹

Boris HOŠOFF*

Regulating Risks in Global Financial System

Abstract

In this analysis we emphasize the limitations of financial system risk management, with special focus on the inconsistencies between achieving relative satisfactory outcomes for individual and systematic risks regulation. We analyze growth of financial system unbalances resulting from originate-and-distribute risk strategy and markt-to-market or fair-value accounting practices. Along with these and other risks arising from different investment revenue opportunities between more and less regulated financial markets, we seek for systemic risk management solutions and economic vulnerabilities of existing and projecting financial risks regulatory frameworks. From European point of view and in the light of deepening globalization we analyze proposed framework design for common policy and structural response to financial crisis.

Keywords: financial crisis, financial risk management, regulation

JEL Classification: F33, G01, G28

Na úvod

Skúsenosti z veľkej hospodárskej krízy v 30. rokoch minulého storočia viedli v desaťročiach po nej k istému konzervativizmu a opatrnosti autorov monetárnej politiky, pričom môžeme vo všeobecnosti konštatovať, že až do konca 60. rokov minulého storočia zostávali úrokové miery na relatívne nízkych hodnotách. Druhá svetová vojna a posilnenie vplyvu štátu na ekonomiku viedli k priamej kontrole úverov, čo v nasledujúcich dekádach prispelo k presmerovaniu bankového sprostredkovania smerom k štátom a veľkým priemyselným firmám. Obmedzenia

* Boris HOŠOFF, Ekonomický ústav SAV, Šancová 56, 811 05 Bratislava 1; e-mail: Boris.Hosoff@savba.sk

¹ Táto práca bola podporovaná Agentúrou na podporu výskumu a vývoja na základe zmluvy č. APVV-0599-07.

týkajúce sa bankových úverov alebo devízových operácií a medzinárodného pohybu kapitálu pôsobili proti novým inováciám a znižovali efektívnosť finančného sektora. Podnikanie komerčných bánk sa svojím charakterom priblížilo k verejnej službe. V porovnaní s dneškom bol bankový sektor relatívne ťažkopádnejším a do istej miery aj stagnujúcim odvetvím. Zároveň však bol v porovnaní s dneškom omnoho stabilnejší a bezpečnejší. Ako ukazuje Bordo a kol. (2001), od konca 30. rokov do začiatku 70. rokov minulého storočia neboli zdokumentované žiadne vážnejšie epizódy bankových kríz.

Prechod do viac liberálneho ekonomického režimu a inovácie informačných technológií viedol od 80. rokov minulého storočia k odbúraní obmedzení týkajúcich sa cezhraničných bankových operácií a k rastúcej internacionalizácii finančných transakcií. Liberalizácia podmienok, finančné inovácie a väčšia konkurencia na trhu následne prispeli k rastúcemu počtu bankrotov bánk a finančných kríz po celom svete.

Riadené podhodnocovanie výmenných kurzov mien ázijských ekonomík spolu s monetárnou expanziou centrálnych bánk patrí k hlavným makroekonomickým problémom globálneho finančného systému. Ázijská stratégia exportom ťahaného hospodárskeho rastu viedla k nevyhnutným obchodným deficitom v západných ekonomikách. Potenciálnej recesii sa vyspelé krajiny, a hlavne USA, snažili vyhnúť prostredníctvom monetárnej akomodácie, dôsledkom čoho bol rast úverov, všeobecné zadlžovanie a nadhodnocovanie cien aktív. Nerovnovážne tendencie prehlboval v globálnom finančnom systéme aj existujúci rámec regulácie BASEL I a II, ako aj využívanie rozdielnych daňových režimov. Pri snahe o rast ziskov a minimalizáciu kapitálových rezerv sa banky snažia využívať rozmanitú ponuku inovácií finančných aktív, nástroje mimobilančného investovania a daňové raje.

Naším cieľom je prispieť k analýze niektorých aspektov súčasnej finančnej a ekonomickej krízy. Príspevok vychádza z tézy, že príčiny krízy treba vnímať v súvislosti so zlyhaním regulácie a dozoru nad finančnými trhmi. Prvá časť sa preto venuje nekonzistentnosti medzi dosahovaním relatívne uspokojivého riadenia individuálnych a systémových rizík, pričom sa snažíme nájsť potenciálne riešenia tohto problému. Finančné riziká na makroúrovni sa zväčšili aj v dôsledku snahy o minimalizáciu rizík na mikroúrovni, čo okrem iného súvisí s globalizáciou finančných trhov, nedostatočnou reguláciou účtovných pravidiel a modelov oceňovania aktív. K tomuto vývoju významne prispela absencia adekvátneho dohľadu nad presúvaním kapitálu medzi regulovanými a neregulovanými finančnými trhmi.

V druhej časti sa venujeme mikroekonomickým a makroekonomickým dôsledkom finančnej a ekonomickej krízy. Analyzujeme potenciálny vplyv krízy

a navrhovaných regulačných opatrení na strednodobý a dlhodobý vývoj HDP, na čo nadväzujeme analýzou ich vplyvu na finančné vzťahy medzi bankami a klientmi, ako aj na vzťahy medzi bankami navzájom. V súvislosti s centralizáciou a harmonizáciou štandardov dozoru si všimame niektoré nedostatky a potenciálne riziká navrhovaných zmien v rámci finančného systému. Tretiu časť venujeme predpokladom užšej spolupráce na úrovni EÚ, nedostatkom pri výmene informácií medzi členskými štátmi a európskymi inštitúciami, ako aj niektorým zmenám v regulácii finančných trhov v rámci EÚ.

1. Riadenie finančných rizík

Liberalizované finančné trhy sa prostredníctvom inovácií produktov a služieb odpútali od reálnej ekonomiky. Po zrušení Glassovho-Steagallovho zákona sme za posledných desať rokov zaznamenali rozmach nových foriem sekuritizácie rizík a rast finančných derivátov všetkých druhov. Tento vývoj korešpondoval s preferovanou stratégiou riadenia rizík bánk, ktorú začali najskôr využívať v USA, ale v posledných rokoch pred krízou sa rozšírila aj v Európe a inde vo svete. Ide o stratégiu, pri ktorej sa finančný produkt najskôr vytvorí a následne rozdelí medzi investorov (*originate-and-distribute*), pričom banky poskytnú napríklad hypotéku, ktorú potom spolu s inými úvermi sekuritizujú a predávajú ďalším nebankovým subjektom. Úvery sa menia na cenné papiere a potom, keď sú predané, opúšťajú bilancie bánk, ktoré ich poskytli. Tento presun aktív mimo bilancie bánk je však často imaginárny. Banky si na subjekty, ktoré balíky aktív kupujú, nezriedka vytvárajú vlastnicke väzby, pričom banky ručia za prípadné záväzky týchto subjektov. Komerčné banky sa tak pre kapitálové trhy v podstate stali veriteľom poslednej inštancie.² Banky však na finančných trhoch pôsobia aj ako upisovatelia majetkových cenných papierov. Pozícia veriteľa poslednej inštancie, a zároveň ručiteľa za riziká sa pre finančný systém stáva zvlášť neistou pri rozširujúcom sa prekrývaní týchto dvoch funkcií bánk (Goodhart, 2009). Nekontrolovaným rozširovaním finančných inovácií, ktorých cieľom bolo obmedziť riziká na mikroúrovni, sa výrazne zväčšili riziká na makroúrovni a tým aj v celom finančnom systéme.

Model sekuritizácie *originate-and-distribute* takmer odstránil väzbu medzi veriteľom a dlžníkom, pretože nie všetky subjekty participujúce na tomto systéme majú aj primeranú finančnú zodpovednosť (EP, 2008). Pri tomto modeli

² V prípade potreby sa banky správajú rovnako ako centrálna banka, alebo vláda, a dotknutým subjektom poskytujú potrebnú likviditu. Toto postavenie komerčných bánk voči finančným trhom a nebankovým subjektom sa prejavilo počas súčasnej krízy, keď sa stali priamym sprostredkovateľom finančnej pomoci zo strany centrálnych bánk a vlád.

obchodovania znášajú najmenšie riziká obchodníci a finanční sprostredkovatelia, ktorých zisky nezávisia od dlhodobých rizík, pretože tie sa prenášajú na iných účastníkov trhu, ako sú komerčné banky, poisťovne a fondy. Brokeri, investičné banky a ratingové agentúry v minulosti nedostatočne monitorovali a zle ohodnotili potenciálne riziká. Neprimerané odmeňovanie ich manažmentu následne ešte viac zvýraznilo nedostatky celého systému.

Inovácie finančných produktov viedli k neproporcionálnemu rastu finančného sprostredkovania mimo sektora tradičných bánk, v rámci tzv. šedého bankového systému. Avšak poznatky o skutočnom rozsahu týchto obchodov má len veľmi málo subjektov. Samotné banky, ktoré využívajú tieňové aktivity v rámci regulačnej arbitráže, si neželajú prílišnú publicitu svojich obchodov. Podstatným nedostatkom systému je absencia regulačných pravidiel a inštitucionálneho dozoru, ktorých výsledkom by bolo zlepšenie kontroly systémových rizík, vyplývajúcich z rýchleho rastu finančného sprostredkovania v rámci kapitálových trhov, rastúceho podielu komplexných finančných produktov na trhu, ako aj zo zvýšenej aktivity brokerov, hedžových fondov či vzájomných a penzijných fondov.

Stabilitu finančného systému naruša nekontrolované rozširovanie inovácií bankových produktov. Regulačné autority podceňujú hlavne riziko nadmernej a lacnej likvidity, čo na strane investorov a veľkých bánk podporuje rizikové vyhľadávanie krátkodobého zisku. Z toho vyplývajúci rast trhového podielu finančných inovácií a derivátov cenných papierov je podporovaný vysokými ziskami, ktoré na trhu dosahujú predávajúci a očakávajú kupujúci. Tieto očakávania sú podporované udelenými ratingami a účasťou oficiálnych investorov na obchodoch, avšak štruktúrované finančné produkty sa stali natolko komplexnými, že v konečnom dôsledku nie je možné presne určiť ich mieru rizika.

Kríza sa prehĺbila tak vplyvom nedostatočne regulovaných trhov, ako aj mimobilančných položiek, ktoré finančné riziko nezmenšili. Naopak, po prepuknutí krízy sa podsúvahové účty stali jedným z jeho hlavných zdrojov. Bankové modely a účtovné postupy používané pri komplexných finančných produktoch sa pri pôsobení výnimočných faktorov ukázali ako zavádzajúce, pričom sa stali spúšťačom špirály prudkého poklesu cien aktív.

Používaním pravidiel BASEL II a aplikáciou *fair-value* alebo *mark-to-market* účtovných postupov oceňovania aktív sa do systému vniesli procyklické tendencie. Ukázalo sa, že finančné trhy vykazujú nekonzistentnosť medzi dosahovaním relatívne uspokojivého riadenia individuálnych a systémových rizík. Počas expanzie posledného finančného cyklu (2002 – 2007) sme boli svedkami výrazného rastu úverov a tým aj zadlženia. Po prepuknutí krízy sa tento trend na finančných trhoch prudko obrátil, čo sa odrazilo aj na vývoji reálnej ekonomiky. Existujúci regulačný rámec, ktorý vychádza z dohody BASEL II a *mark-to-market*

účetných pravidiel, nielenže podporoval nadmernú expanziu zadlženia a vytváranie bublín cien aktív, ale tým, ako sa počas recesie prudko znížila účtovná hodnota aktív aj zosilnil prebiehajúce spomalenie a hospodársku krízu (Goodhart, 2009).

Jeden z najväčších nedostatkov existujúceho systému je fakt, že regulačné authority založili svoje hodnotenie rizík na trhových cenách, na základe čoho odvodzujú aj svoju stratégiu. Modely rizika, ktoré sú založené na trhových cenách aktív, vo fáze expanzie finančného cyklu naznačujú, že riziká sa znížili a banky disponujú dostatočným množstvom kapitálu na podstupovanie ďalšieho rizika. Ak by však mali trhové ceny aktív reálnu schopnosť predpovedať pády trhov, za posledné desaťročia by k finančným krízam pravdepodobne tak často nedochádzalo.

Krízy finančných trhov sa neobjavujú náhodne, nasledujú po fáze expanzie, ktorá sa vytvára na základe odhadu nízkych rizík. Rozšírený optimizmus podporuje nezodpovedné zadlžovanie a rast úverov, čo v konečnom dôsledku vedie ku krachom. V čase vrcholiaceho boomu a klesajúcich marží majú banky tendenciu získať čo najviac nových zákazníkov, z tých, ktorí ešte zostali voľní na trhu. Existujúca regulácia toto ich snaženie podporuje, namiesto toho, aby banky aj dlžníkov chránila pred narastajúcimi rizikami.

Môžeme konštatovať, že regulačný rámec sa v tomto smere nedostatočne prispôsobuje fungovaniu finančného systému. Regulačné authority uprednostňujú pri vyhodnocovaní finančných rizík trhové ceny, ale mali by vo väčšej miere zohľadňovať dlhšiu časť finančnej histórie aktív. Nový regulačný rámec by tiež mal byť viac flexibilný. Počas expanzie finančného cyklu by mal obmedzovať nadmerný rast úverov a zadlžovania a pri poklese cien aktív, v čase väčšej neistoty na trhu, by mal regulačné pravidlá uvoľňovať. Regulačný rámec by mal byť do istej miery protiváhou prirodzeného správania manažérov finančných spoločností (Goodhart, 2009).

Finančná kríza odhalila nové zdroje systémových rizík, ktoré buď vôbec nie sú, alebo sú len veľmi mierne regulované a dohliadané, pričom sa vyznačujú aj nedostatočnou transparentnosťou. Prebiehajúca kríza tak nepredstavuje len zlyhanie trhov, ale aj regulačných a dozorujúcich autorít.

1.1. Systémové riziká

Integráciu systémovej regulácie finančných trhov treba vnímať v kontexte pokračujúcej globalizácie, ktorá prináša permanentný odklon od požiadaviek, aby sa zahraničné ekonomické subjekty prispôbovali legislatíve platnej v danej krajine. Tlak na oslabovanie národných regulačných autorít a režimov sa zväčšuje a vedie k posilneniu nadnárodných spôsobov podnikania a foriem regulácie.

Podporovaním zjednocovania regulačných pravidiel a obmedzovaním regulačnej diverzity však prichádzame o zdravé formy konkurencie v oblasti podnikateľského prostredia a *corporate governance*, čo je dôvod, prečo treba klásť veľký dôraz na integritu trhov,³ ako aj na ochranu spotrebiteľov a investorov.

Finančná kríza zvýraznila globálnu potrebu reštrukturalizácie existujúceho regulačného rámca, ktorý rovnako ako samoregulácia nedostatočne reflektuje nové zdroje systémových rizík. Hlavné charakteristiky regulačných rámcov a nástroje proti finančným krízam sa od čias, keď systému dominovali klasické banky, zmenili len minimálne. Nová regulácia v USA a EÚ aj preto venuje väčšiu pozornosť systémovo dôležitým finančným aj nefinančným spoločnostiam. V dôsledku globalizácie a centralizácie regulácie sa posilňuje cezhraničný krízový manažment týchto nadnárodných spoločností.

Pri systémovej kríze sa do centra pozornosti regulačných autorít dostali faktory súvisiace s finančnými rizikami, ako je napríklad dlh, alebo nedostatok likvidity, pričom rastie tlak na vyššie kapitálové požiadavky bánk. Cieľom je, aby sa počas expanzie finančného cyklu vytvorilo dostatočné množstvo kvalitných rezerv, ktoré budú potrebné na vyrovnanie strát spôsobených budúcimi krízami. Systémové riziká však samotný rast finančných rezerv nemôže odstrániť. Tie je možné reálne zmenšiť len zmenou správania ekonomických subjektov (Persaud, 2009).

Vo všeobecnosti môžeme konštatovať, že to, čo je dobré pre jeden subjekt, nemusí byť zároveň vhodné pre ostatné subjekty na trhu. Inak povedané, investície bezpečné pre jeden subjekt môžu predstavovať vážne riziko, ak by ich naraz realizovali aj ostatné subjekty na trhu. Riešením by mohol byť regulačný rámec, v ktorom by sa väčšina subjektov na trhu nesprávala v jednom momente rovnako a nevystavovala by sa väčším rizikám pri rôznych kapacitách na ich zvládnutie.

Treba povedať, že hospodársky cyklus má na správanie ekonomických subjektov silný homogenizujúci vplyv, čo automaticky podporuje vytváranie systémových rizík. Na mikroúrovni pritom existujú rôzne typy rizík a jednotlivé finančné spoločnosti majú aj rôzne kapacity na ich zvládnutie. Vo všeobecnosti môžeme hovoriť o troch typoch finančných rizík – o likvidnom, úverovom a trhovom riziku. Môžeme tiež konštatovať, že relatívne väčšiu kapacitu na ich zvládnutie majú tie subjekty, ktoré majú dobrý prístup k dlhodobým zdrojom financovania. Systémové riziká je z tohto pohľadu možné zredukovať aj takým spôsobom, že budú udržiavané v tých oblastiach finančného trhu, kde sú dostatočné kapacity na ich zvládnutie, čím by sa zároveň podporila špecializácia a obmedzilo sa neprimerané rozširovanie aktivít finančných spoločností.

³ Hlavne v rámci prenášania negatívnych externalít medzi trhmi s rôznymi druhmi aktív.

1.2. Hraničný problém

Regulované finančné trhy sú na rozdiel od neregulovaných trhov bezpečnejšie v tom, že obmedzujú investičné aktivity na relatívne likvidné a bezpečné aktíva, pričom zároveň poskytujú väčšiu ochranu vkladov. Pokiaľ je regulačný rámec efektívny, bude regulované subjekty obmedzovať pri realizovaní ich optimálnej stratégie, ktorú by uplatňovali na trhu bez obmedzení, pričom sa obvykle znižuje ziskovosť a kapitálová návratnosť ich aktivít.

Výnosy dosiahnuteľné v rámci regulovaného finančného trhu budú s veľkou pravdepodobnosťou nižšie ako výnosy porovnateľných subjektov a aktív na neregulovanom finančnom trhu, ktorý sa zvyčajne vyznačuje nižšími daňami, ale hlavne menšími obmedzeniami investovania a slabším dohľadom zodpovedných autorít. To vedie k tomu, že dotknuté finančné subjekty majú tendenciu presúvať svoje podnikateľské aktivity z regulovaných do neregulovaných segmentov finančného sektora.⁴ Príkladom sú komerčné banky, ktoré počas poslednej úverovej bubliny (od roku 2002) vo veľkom zakladali špeciálne investičné subjekty a využívali nové finančné deriváty.

Na začiatku bankovej krízy sa do finančných problémov spravidla ako prvý dostáva neregulovaný a nechránený trh, čo sa ukázalo aj v roku 2007, keď boli najskôr postihnuté špeciálne investičné subjekty, konkrétne dva hedžové fondy banky Bear Sterns. Existencia rozdielov medzi chráneným a nechráneným trhom a väčších obmedzení týkajúcich sa podnikania na regulovanom trhu sú zárukou toho, že počas expanzie hospodárskeho cyklu prúdi kapitál do neregulovanej časti finančného trhu a počas krízy dochádza k jeho prudkému obratu, čím sa zväčšuje tlak veriteľov na nechránenú časť trhu.

Keďže vývoj cien aktív je ťažšie odhadnuteľný, pri vykonávaní finančného dohľadu a regulácie sa bude pravdepodobne väčší dôraz klásť na rast bankových úverov, ktorý je teoreticky možné sledovať presnejšie. Navrhované opatrenia týkajúce sa vyšších kapitálových požiadaviek a nižšej miery rastu úverov však budú s najväčšou pravdepodobnosťou aj naďalej podporovať snahy bánk o presun aktív do majetkovo spriaznených subjektov, pôsobiacich na neregulovaných finančných trhoch, kde budú investori schopní dosiahnuť vyššie výnosy.

Nízke úrokové miery a príliš nízke náklady na kapitál v regulovanom bankovom sektore vedú pri možnostiach finančnej arbitráže k tomu, že banky hľadajú výnosnejšie investičné možnosti a finančné obchody sa tak rozvíjajú do príliš rizikovej podoby, čo by sa pravdepodobne nestalo, pokiaľ by cena kapitálu bola vyššia a dohľad nad presúvaním kapitálu prísnejší. V dôsledku expanzívnej

⁴ Pravidlá obchodovania platné na regulovanom trhu sú na neregulovanom trhu neplatné, alebo sú miernejšie.

monetárnej politiky, nedostatočnej regulácie a neprimerane vysokého rastu zadlženia vznikli okrem iných zdrojov nerovnováh aj systémovo dôležité finančné spoločnosti, ktoré sú príliš veľké na to, aby mohli skrachovať.

Bankový model sa pritom zmenil z tradičného úverového modelu na model, ktorý preferuje finančné sprostredkovanie cez kapitálové trhy, čím sa podkopalo financovanie malých a stredných podnikov. Túto úverovú tieseň sa banky snažia prekonať prostredníctvom podporných mechanizmov (garancie štátnych fondov a záručných bánk) a rastom objemu leasingových konštrukcií financovania (napr. *cross border sell* alebo *leas back*),⁵ čo však na oživenie súkromného dopytu nemusí stačiť. Z hľadiska obnovy hospodárskeho rastu je dôležité vytvoriť také predpoklady na udržateľnú konjunktúru ekonomiky, ktoré by popri dlhodobom zlepšení prístupu malých a stredných firiem k financovaniu riešili aj otázku zlepšenia ekonomického a sociálneho postavenia zaostalých regiónov.

2. Mikroekonomické a makroekonomické súvislosti

Kumulovaný efekt nových regulačných opatrení môže viesť aj k neočakávaným ekonomickým dôsledkom. Nová regulácia môže reflektovať výlučne uplynulé zlyhania, pričom vytvára nové pravidlá, ale nepozná príčiny vzniku budúcej krízy a preto sa môže stať, že prijatá regulácia bude mať na vznik budúcej krízy, potenciálne minimálny vplyv, alebo by ju mohla dokonca zhoršiť (Hvozdíková, 2009). Vo všeobecnosti však môžeme očakávať, že relatívne bezpečnejší bankový sektor by mal v strednodobom horizonte priniesť nižší rast HDP, pričom v dlhodobom horizonte by mal byť potenciál na rast väčší, hlavne v dôsledku slabšej intenzity budúcich finančných kríz. Bankový systém, ktorý bude musieť operovať s väčším množstvom kapitálu a s väčším podielom bezpečných a likvidných aktív, sa s najväčšou pravdepodobnosťou zmenší, pričom sa z pohľadu finančného sprostredkovania stane pre dlžníkov relatívne drahším (Miles, 2009).

Vplyvom krízy sa sprísnia podmienky a požiadavky pri poskytovaní úverov, čím sa zúžia ziskové marže, zrealnia ceny aktív a môže dôjsť aj k dlhodobému poklesu ziskov finančných spoločností, čo bude vyplývať zo všeobecného príklonu k bezpečnejším formám ukladania úspor (ktoré prinášajú nižší úrok) a z vyššej rizikovej prirážky, teda drahších úverov pre firmy.

⁵ Cezhraničný leasing *cross border sell* predstavuje osobitnú formu prenájmu majetku dlhobej spotreby, pričom okrem sprostredkovania cudzích investičných zdrojov ponúka možnosti daňovej arbitráže, čo vytvára priestor na znižovanie nákladov firiem. Financovanie prostredníctvom spätného leasingu *leas back* sa zvyčajne používa pri nehnuteľných aktívach, ktoré ich vlastník najskôr predá investorovi, od ktorého ich obratom získa späť ako leasingový nájomca.

Zväčšuje sa tlak na taký rast finančných trhov, ktorý by bol postavený na pravidelných a mandatórnych splátkach, čím by sa teoreticky zabezpečila udržateľnosť príjmov bánk. V tomto duchu sa banky budú snažiť zlepšiť aj manažment diskretných súkromných úspor, pričom im môžu pomôcť informačné technológie a integrátori trhu, ktorých vplyv bude sporenie domácností do veľkej miery automatizovať.

Vplyv prísnejšej regulácie a menší tlak na rast hodnoty investície môžu síce viesť k pomalšiemu priemernému rastu ekonomiky, avšak potenciálny rast úspor bude nápomocný pri budúcich finančných krízach a, čo je pravdepodobne rovnako dôležité, môže sa oslabiť tlak na niekedy hazardné podporovanie oblastí s najväčšími výnosmi a neprimerané oslabovanie podpory menej výnosných oblastí podnikania.

Meradlom konkurencieschopnosti by nemal byť najväčší zisk, ale udržateľnosť rozvoja. Tento vývoj môže ovplyvniť kapitálovo náročné a veľké finančné spoločnosti, ktoré budú hľadať cesty na zefektívnenie svojich činností, prípadne ich rozvoj v rámci menej kapitálovo náročných oblastí. Zahraničný finančný sektor reaguje na krízu štruktúrnymi a inštitucionálnymi zmenami, ktoré sú sprevádzané znárodňovaním, fúziami a akvizíciami. Pokiaľ sa budú preferovať nadnárodné ciele a ciele materských bánk na úkor regionálneho rozvoja a menších bánk, protichodnosť záujmov môže viesť až k nepriamemu konkurenčnému boju, pri ktorom budú mať veľké banky na svojej strane nákladové aj disponibilné zložky. Malé regionálne banky a poisťovne sa tak budú musieť na trhu presadiť ponukou inovatívnych produktov a spôsobov predaja.

Rast konkurencie prebiehajúci v rámci integrovaných finančných trhov, ktoré ponúkajú komplexné finančné služby a investičné produkty, si vyžaduje lepšie finančné plánovanie a kvalifikovanejšie rozhodovanie. Tak na strane dopytu, ako aj ponuky, čo kladie nároky na lepšie finančné povedomie obyvateľstva a infraštruktúru ponuky. Do popredia by sa malo dostať zodpovedné finančné poradenstvo, ktoré bude profitovať zo zväčšujúcej sa komplexnosti investičných produktov a finančného manažmentu, pričom môže významne pomôcť pri lokálnej mobilizácii zákazníkov a finančných spoločností.⁶

Tento mikroekonomický vývoj je komplementárny so zmenami na makroúrovni, kde môžeme popri harmonizácii právomocí kompetentných autorít očakávať väčšiu kumuláciu zdrojov nadnárodných inštitúcií. Centrálné inštitúcie budú vo väčšej miere určovať základné štandardy dozoru a regulácie nadnárodných spoločností, pričom budú pôsobiť aj ako mediátor sporov medzi decentralizovanými národnými dozorujúcimi inštitúciami. Tie budú aj naďalej vykonávať dohľad nad

⁶ Nejde pri tom len o banky a poisťovne, ale aj o brokerov s akciami, vzájomné fondy a iné finančné subjekty, ktoré budú musieť zlepšiť svoje vzťahy so zákazníkmi.

lokálnymi trhmi, hlavne z dôvodu znalosti miestnych podmienok. Nad domácimi inštitúciami však bude stáť centrálna autorita, určujúca pravidlá (CESR, 2009).

Postavenie domácich inštitúcií by sa ale nemalo oslabovať, pokiaľ budú rozpočty národných štátov aj naďalej nositeľmi najväčšej fiškálnej zodpovednosti. V tomto smere sa môže prehĺbiť nebezpečná tendencia, ktorá podporuje morálny hazard. Jednak sú to skúsenosti akcionárov a manažmentu finančných spoločností, že za ich záväzky môže ručiť daňový poplatník. A zároveň je to tendencia k presúvaniu regulačných právomocí na nadnárodné inštitúcie, za rozhodnutia ktorých nesie finančnú zodpovednosť aj daňový poplatník. Podrobnejšiu analýzu inštitucionalizácie morálneho hazardu pozri Šikula (2009).

V rámci cezhraničného krízového manažmentu budú domáce inštitúcie spolupracovať s hlavnými predstaviteľmi systémovo dôležitých spoločností, pričom ich záujmy sa môžu periodicky premietat' do hospodárskej politiky štátu (G 20, 2009). Kontrola nadnárodných spoločností prostredníctvom štandardov na ochranu konkurencie sa vplyvom finančnej krízy relatívne oslabila, pričom sa posilňuje tendencia smerom k finančnej podpore týchto spoločností, aj na úkor efektívnej protimonopolnej politiky.

Medzi kritické oblasti medzinárodného manažmentu finančných rizík patrí aj rozdelenie pracovných síl medzi domácou a zahraničnými ekonomikami. Systémovo dôležité nadnárodné spoločnosti ovplyvňujú trhy práce vo viacerých ekonomikách, pričom ochrane host'ujúcich krajín sa v tejto súvislosti nevenuje dostatočná pozornosť. Otvorený protekcionizmus dnes nie je hlavnou prekážkou medzinárodného obchodu, oveľa väčšia pozornosť sa venuje nedostatku obchodných úverov, a preto sa aktivity spojené s centralizáciou finančného dozoru a regulácie zameriavajú hlavne na odstránenie finančných prekážok, s ktorými sa musia vyrovnat' subjekty s veľkým podielom cezhraničného obratu a zahraničného kapitálu. Takto môže vzniknúť neproporcionálna inštitucionálna podpora, ktorá bude pôsobiť v neprospech systémovo menej dôležitých podnikateľských subjektov.

Vo svetle časovo náročného procesu oddlžovania finančného systému a pri očakávaných zmenách v posudzovaní rizík je potrebné presne adresovať otázku financovania inovatívnych technológií, budovania medzinárodnej konkurencieschopnosti priemyslu a financovania malých a stredných podnikov. Finančný systém by mal navzájom spájať vedecké a technologické kapacity s outputom, ako aj záujmy štátu s ekonomickým a sociálnym rozvojom spoločnosti.

3. Európsky rámec pre spoločný postup

Nové pravidlá pre finančný dozor a reguláciu sú potrebné nielen z hľadiska nedostatkov, ktoré odhalila finančná kríza, ale napríklad aj z pohľadu rozširovania Európskej únie. Nové členské štáty a konkrétne ich finančné sektory sa

vyznačujú vysokým podielom zahraničného kapitálu. Podiel aktív vo vlastníctve zahraničných subjektov sa v starých členských štátoch pohybuje okolo 28 %, zatiaľ čo v nových členských štátoch je to až 68 % (Kluza, 2009). Podnikateľské rozhodnutia prijímané v zahraničí tak môžu pre trhy a firmy v nových členských štátoch EÚ predstavovať fundamentálne zdroje systémových rizík a negatívnych externalít.

Európska únia prechádza dlhodobým procesom integrácie a zjednocovania regulačných pravidiel, pričom sa prerozdeľujú a delegujú právomoci medzi členskými štátmi a nadnárodnými inštitúciami. V prospech udržania právomocí na národnej úrovni však hovorí fakt, že pri dosahovaní vyššieho rastu HDP zohrávajú najdôležitejšiu úlohu politiky a stratégie prijímané na národnej úrovni. Za väčšinu politík ovplyvňujúcich ekonomický rast – napríklad vzdelávanie, regulovanie trhu s prácou, daňová politika, podpora výskumu a vývoja a iné – sú zodpovedné vlády jednotlivých členských štátov EÚ. Pokiaľ niektoré z členských štátov dosahujú nižší rast HDP ako iné krajiny, môžeme predpokladať, že za tým stojí národohospodárska politika. Tento fakt nehovorí v prospech väčšieho delegovania právomocí v rámci procesu európskej integrácie.

Na druhej strane v prospech delegovania právomocí môžeme povedať, že Európa by pravdepodobne dosahovala vyššiu dynamiku hospodárskeho rastu, ak by boli jednoznačne vyriešené otázky ohľadom rozdelenia zodpovednosti a kompetencií medzi národnými a nadnárodnými inštitúciami (Smaghi, 2008). V nie celkom jasnej situácii dochádza k tomu, že za rozhodnutia a kroky prijaté na národnej úrovni je obviňovaná EÚ ako celok, resp. jej nadnárodné inštitúcie, a naopak. V súčasnosti nie je spochybňovaná len Lisabonská zmluva, ale aj staršie dohody, ako je Pakt stability a rastu. Kritika sa nezriedka ozýva v súvislosti s inštitucionálnym usporiadaním EÚ, pričom sú spochybňované kompetencie výkonnej moci na rôznych úrovniach.

Európska únia a jej členské štáty sa pritom musia vyrovnávať s neodvratným poklesom ich relatívnej váhy vo svetovej ekonomike. Na ich miesto sa predierajú hlavne ázijské ekonomiky a vplyv jednotlivých členských štátov EÚ na dianie vo svetovej ekonomike sa postupom času znižuje. V medzinárodnom porovnaní tvoria EÚ len relatívne malé štáty, ktorých váhu v globalizovanej svetovej ekonomike môže zväčšiť len spoločný postup, reprezentovaný silnými inštitúciami EÚ. Inak sa môže stať, že európske krajiny budú vynechané z dôležitých rozhodnutí a stanú sa neutrálnymi pozorovateľmi diania na globálnej úrovni. Ak chcú členské štáty EÚ zohrávať vo svete aktívnu úlohu, ale nemôžu to dosiahnuť prostredníctvom národných inštitúcií, mali by posilniť svoju reprezentáciu na úrovni EÚ. Niektoré politiky a nástroje majú optimálne využitie práve na nadnárodnej úrovni. Potvrdilo sa to napríklad pri delegovaní kompetencií v monetárnej

a protimonopolnej oblasti či v oblasti zahraničnej politiky. Po skúsenostiach z finančnej krízy sa ukazuje, že podobne by mali byť delegované kompetencie aj v oblasti bankového dozoru a vo sfére pôsobenia nadnárodných finančných spoločností.

3.1. Regulácia finančných trhov v Európskej únii

V posledných desaťročiach sa podstatne zväčšila expanzia a integrácia finančných trhov v globálnom meradle, ako aj v rámci EÚ. Faktory podporujúce rast finančných trhov boli rôzne. Môžeme spomenúť napríklad vplyv technologického pokroku, rastu bohatstva, či demografických zmien na dopyt po finančných službách a tvorbu kapitálu. Rast kapitálových trhov bol v Európe navyše ovplyvnený zavedením jednotnej meny eura, čím sa podstatne zväčšila likvidita na trhu. Paralelne s týmito zmenami prebiehali zmeny aj v rámci inštitucionálnej štruktúry.

Udalosti z posledných rokov však v EÚ odhalili nedostatky regulačného rámca, tak vo vzťahu k prevencii, ako aj vo vzťahu k manažmentu krízového vývoja. Týka sa to napríklad nedostatkov v účtovných pravidlách pre finančné deriváty a obchádzania maastrichtských kritérií. Ukazuje sa, že kreatívne účtovníctvo sa netýka len súkromných firiem, ale aj štátov. Okolo roku 2002 začali investičné banky ponúkať komplexné finančné produkty, ktoré umožňujú vládam presunúť časť zo záväzkov do budúcnosti. Pri podobnej transakcii zohrala dôležitú úlohu banka Goldman Sachs, ktorá prostredníctvom špekulačných menových swapových obchodov maskovala pred dozorujúcimi autoritami skutočný fiškálny deficit Grécka.

Jadro protikrízovej politiky, ktorým je výmena informácií a samotná spolupráca medzi členskými štátmi a európskymi inštitúciami, vychádza z memoránd o porozumení, ktoré nie sú legálne záväzné a vznikajú na dobrovoľnej báze. Z pohľadu systémových rizík sa ukázalo, že výmena informácií medzi národnými a nadnárodnými inštitúciami sa musí v EÚ zlepšiť. Reforma krízového manažmentu by preto mala pre členské štáty zaviesť legálne záväzné pravidlá a podporovať zodpovedný prístup na medzištátnej úrovni. Je potrebné vytvoriť podmienky na lepšiu ochranu európskych úspor a nespoliehať sa na spoločné zdieľanie nákladov budúcich kríz.

Členské štáty EÚ majú na reakciu proti akejkoľvek finančnej kríze v podstate dve možnosti: buď regulovať, alebo stimulovať ekonomiku. Zatiaľ čo hospodárska politika USA sa uberá smerom stimulácie ekonomiky, k čomu im nahráva aj postavenie USD ako rezervnej meny, EÚ sa priklonila skôr na stranu prísnejšej regulácie.

Európske finančné spoločnosti sú väčšinou regulované a dohliadané na národnej úrovni, pričom sa čoraz viac musia prispôbovať vplyvom externých rizík a koncentracie aktív v rukách relatívne úzkej skupiny nadnárodných finančných subjektov. Integráciou a centralizáciou rozhodovania by sa mala doceliť jednoduchšia

kontrola aktivít nadnárodných finančných skupín, ktoré sú systémovo dôležité a do konjunktúry ekonomík členských štátov EÚ môžu vnášať potenciálne negatívne externality. Navrhovanú reguláciu môžeme vo všeobecnosti rozdeliť na dve časti (EP, 2008):

1. *Makroekonomickú reguláciu*, ktorú bude vykonávať nový orgán pod drobnohľadom Európskej centrálnej banky (ECB). Výbor bankového dohľadu by mala nahradiť nová inštitúcia, Európska rada pre systémové riziko (ESRC), ktorá bude monitorovať riziká a zamedzovať zlyhaniu finančných trhov. Na jej čele bude prezident ECB a budú v nej zastúpení guvernéri všetkých európskych centrálnych bánk, keďže systémové riziká môžu vychádzať aj z krajín mimo eurozóny (Veľká Británia).

2. *Mikroekonomickú reguláciu*, ktorá bude v rukách kolégií supervízorov pre každú nadnárodnú finančnú skupinu. V prípade nezhôd v rámci kolégia bude zasahovať jeden z troch nových orgánov, ktoré nahradia existujúce výbory kontrolujúce činnosť bánk, poisťovní a obchodníkov s cennými papiermi. Budú zohrávať funkciu mediátora medzi kompetentnými národnými autoritami a navrhovať riešenia v prípade nezhôd medzi regulačnými autoritami.

Oproti minulosti však nastáva určitý posun, ktorý môže potenciálne ohroziť naplnenie cieľa minimalizácie systémových rizík. Pre prvé štyri z týchto kolégií (Euronext, Nordea, Fortis a ING) platilo, že v nich mohli mať svoje zastúpenie všetky krajiny, v ktorých daná finančná skupina pôsobila. Rozdelenie právomocí medzi krajiny bolo relatívne rovnomerné. V prípade nových kolégií, ktoré by mali vzniknúť v rámci programu SOLVENCY II,⁷ však budú hostujúce authority odkázané na informácie zo strany krajiny, v ktorej príslušná nadnárodná finančná spoločnosť sídli (EP, 2009). Národné authority sa budú musieť spoliehať na vonkajšie zdroje informácií aj napriek tomu, že aktivity zahraničných finančných skupín môžu mať pre ich ekonomiky systémový význam.

V rámci navrhovaných zmien sa zavádza povinná registrácia a prísnejšia kontrola ratingových agentúr, pričom by sa mal klásť zvláštny dôraz na riziko morálneho hazardu. Ten stál za zlyhaním ratingových agentúr pri veľkom podcenení rizík sekuritizovaných cenných papierov, ktoré boli ohodnotené vysokými ratingami, a napriek tomu sa stali nepredajnými. Registráciu ratingových agentúr bude mať na starosti Výbor európskych regulačných orgánov pre cenné papiere (CESR), ktorý bude spravovať a aktualizovať databázu minulých aj súčasných výsledkov činnosti ratingových agentúr. To investorom umožní lepšie porovnať presnosť a kvalitu výsledkov činnosti konkurenčných ratingových agentúr.⁸

⁷ Smernica na reguláciu poisťovní a zaistovní.

⁸ Aj keď v tomto smere možno konštatovať, že rastu konkurencie by prospel väčší počet ratingových agentúr na trhu.

Európska komisia navrhla aj prísnejšie pravidlá pre hedžové fondy. Zavádza sa povinná registrácia manažérov fondov a sprísňujú sa požiadavky na ich transparentnosť (EP, 2008), pričom by sa oproti minulosti mala zlepšiť kontrola tohto segmentu aj tak, že sa budú relatívne oslabovať motívy pôsobenia hedžových fondov na neregulovaných finančných trhoch.

Záver

Regulačný rámec a nástroje sa od čias, keď finančnému systému dominovali klasické banky, zmenili len minimálne. Kompetentné autority nedokážu držať krok s liberalizáciou, rastúcimi cezhraničnými transakciami a zrýchľovaním globalizácie finančných trhov, čo sa odrazilo na nekontrolovateľnom raste finančných inovácií a derivátov, ktoré nie sú dostatočne monitorované a v kombinácii s morálnym hazardom vniesli do systému vysoko rizikové prvky.

Medzi hlavné nedostatky existujúceho systému patrí proces premeny ne-likvidných finančných aktív na obchodovateľné nástroje kapitálového trhu (sekuritizácia), ktorý takmer odstránil väzbu medzi veriteľom a dlžníkom. Problematické sú aj používané účtovné postupy na oceňovanie aktív. Tieto modely zosilňujú procyklické tendencie a vytvárajú nekonzistentnosť medzi dosahovaním relatívne uspokojivého riadenia individuálnych a systémových rizík. Nový regulačný rámec by mal preto popri zmenách v účtovných pravidlách klásť dôraz na elimináciu systémových rizík a venovať pozornosť presúvaniu kapitálu medzi regulovanými a neregulovanými finančnými trhmi. Ako sa ukazuje, zvýšenie kapitálových rezerv a sprísnenie dohľadu nebude stačiť na dosiahnutie želaných výsledkov, ale na odbúranie systémových rizík bude potrebná zmena v správaní samotných ekonomických subjektov.

V dôsledku navrhovaných opatrení možno predpokladať, že rast HDP sa v strednodobom horizonte zníži, avšak v dlhodobom horizonte by mal byť potenciál na rast väčší, hlavne v dôsledku potenciálneho zoslabenia finančných kríz. Medzi riziká navrhovanej legislatívy môžeme zaradiť centralizáciu rozhodovania (pričom prichádzame o zdravé prvky regulačnej diverzity), relatívne oslabovanie štandardov na ochranu konkurencie a slabý dôraz na financovanie malých a stredných firiem. V rámci medzinárodného manažmentu finančných rizík sa nerieši vplyv systémovo dôležitých nadnárodných spoločností na trhy práce v host'ujúcich ekonomikách.

Globalizácia svetovej ekonomiky už dlhší čas vytvára podmienky na spoločný postup v rámci EÚ, čo sa vplyvom finančnej krízy ešte viac zvýraznilo. Navrhované zmeny v rámci inštitucionálnej štruktúry by mali zlepšiť výmenu informácií medzi národnými a európskymi inštitúciami a doceliť lepšiu kontrolu

aktivít systémovo dôležitých nadnárodných finančných skupín. Napriek prijatým opatreniam sa však nepodarilo odstrániť deriváty aktív z bilancií veľkých bánk, čím sa obchádza podstata finančných problémov a podľa charakteru prijatých krokov môžeme vo všeobecnosti konštatovať, že skôr sa vytvárajú predpoklady na ľahšie zvládnutie budúcej krízy.

Literatúra

- BORDO, M. – EICHENGREEN, B. – KLINGEBIEL, D. – MARTINEZ-PERIA, M. S. (2001): Is the Crisis Problem Growing More Severe? *Economic Policy*, č. 32, s. 51 – 82.
- CESR (2009): Specific Inputs as to the Securities Sector. Ref.: CESR/08-289b. Brussels: Committee of European Securities Regulators.
- EP (2008): Working Document on Lamfalussy Follow-up: Future Structure of Supervision. Brussels: European Parliament.
- EP (2009): Solventnosť II, smernica Európskeho parlamentu a rady 2009/138/ES. Brussels: Európsky parlament.
- GOODHART, Ch. A. E. (2009): *The Regulatory Response to the Financial Crisis*. Cheltenham, UK: Edward Edgar Publishing.
- HVOZDÍKOVÁ, V. (2009): Je finančná kríza zlyhaním štátu, trhu, alebo morálky. *Ekonomický časopis/Journal of Economics*, 57, č. 5, s. 492 – 502.
- KLUZA, S. (2009): *The Future European Framework for the Financial Supervision*. Warsaw: Polish Financial Supervision Authority.
- MILES, D. (2009): *The Future Financial Landscape*. London: Bank of England.
- PERSAUD, A. D. (2009): *Towards a More Cohesive Framework for Macro Financial Risk Management*. Brussels: European Parliament.
- SMAGHI, L. B. (2008): *The First Ten Years of Economic and Monetary Union and Future Challenges*. Committee on Economic and Monetary Affairs. Brussels: European Parliament.
- ŠIKULA, M. (2009): Kritická miera rozporov civilizácie a globálna ekonomická kríza. *Ekonomický časopis/Journal of Economics*, 57, č. 8, s. 732 – 755.