

UNIVERZITA KOMENSKÉHO V BRATISLAVE
FAKULTA MATEMATIKY, FYZIKY A
INFORMATIKY



SVETOVÁ EKONOMICKÁ KRÍZA, JEJ PRÍČINY
A DOPAD NA REGIÓN STREDNEJ EURÓPY

2011

Róbert Staniek

UNIVERZITA KOMENSKÉHO V BRATISLAVE
FAKULTA MATEMATIKY, FYZIKY
A INFORMATIKY



SVETOVÁ EKONOMICKÁ KRÍZA, JEJ PRÍČINY
A DOPAD NA REGIÓN STREDNEJ EURÓPY

Bakalárska práca

Študijný program: 9.1.9 Aplikovaná matematika
Študijný odbor: Ekonomická a finančná matematika
Vedúci bakalárskej práce: doc. RNDr. Július Vanko, PhD.
Školiace pracovisko: Katedra aplikovanej matematiky a štatistiky
Kód práce: 6a83dc2f-4a47-4265-9243-06c8667e30b7

Bratislava, 2011

Róbert Staniek



Univerzita Komenského v Bratislave
Fakulta matematiky, fyziky a informatiky

ZADANIE ZÁVEREČNEJ PRÁCE

Meno a priezvisko študenta: Róbert Staniek
Študijný program: ekonomická a finančná matematika (Jednoodborové štúdium, bakalársky I. st., denná forma)
Študijný odbor: 9.1.9. aplikovaná matematika
Typ záverečnej práce: bakalárska
Jazyk záverečnej práce: slovenský

Názov : Svetová ekonomická kríza, jej príčiny a dopad na región strednej Európy
Cieľ : Zhodnotiť a porovnať nástup a priebeh súčasnej krízy a jej dopad v strednej Európe. Zanalyzovať perspektívy východísk pre jednotlivé krajiny.

Vedúci : doc. RNDr. Július Vanko, PhD.

Dátum zadania: 28.10.2010

Dátum schválenia: 08.11.2010

.....
doc. RNDr. Margaréta Halická, CSc.
garant študijného programu

.....
Staniek

študent

.....
Halická

vedúci práce

Dátum potvrdenia finálnej verzie práce, súhlas s jej odovzdaním (vrátane spôsobu sprístupnenia)

.....
Staniek

vedúci práce

ČESTNÉ PREHLÁSENIE

Čestne prehlasujem, že bakalársku prácu s názvom „Svetová ekonomická kríza, jej príčiny a dopad na región strednej Európy“ som vypracoval samostatne, iba s použitím uvedenej literatúry a s pomocou vedúceho bakalárskej práce. Svoje prehlásenie potvrdzujem podpisom.

V Bratislave, jún 2011

.....
Róbert Staniek

POĎAKOVANIE

Chcel by som sa poďakovať vedúcemu bakalárskej práce doc. RNDr. Júliusovi Vankovi, PhD. za spoluprácu, metodické usmernenia a cenné rady, Ing. Anne Sobotovej, PhD. z MF SR za odbornú literatúru, mojej rodine za psychickú podporu a všetkým priateľom, ktorí mi boli oporou.

ABSTRAKT

STANIEK, R.: *Svetová ekonomická kríza, jej príčiny a dopad na región strednej Európy*. [Bakalárska práca] .– Univerzita Komenského v Bratislave. Fakulta matematiky, fyziky a informatiky: Katedra aplikovanej matematiky. – Vedúci: doc. RNDr. Július Vanko, PhD. Bratislava: UK FMFI, 2011. 57 s.

Bakalárska práca analyzuje príčiny vzniku aktuálnej ekonomickej krízy a charakterizuje princípy bankovníctva, ktoré sú nosným pilierom finančného sektoru. Svetová ekonomická kríza je memento, ktoré nás varuje pred zložitou a nedokonalou moderných makroekonomických modelov. Súčasná situácia jednoznačne odhalila nedostatky a chybné paradigmy v postupoch a zmýšľaní investujúcich finančných subjektov. Globalizácia sveta, ktorá bola donedávna vnímaná skôr ako pozitívna záležitosť zlepšujúca ekonomickú a hospodársku situáciu všetkých zúčastnených krajín, ukázala aj negatívne stránky prepojených ekonomík jednotlivých regiónov sveta. Jedným z cieľov práce bolo preskúmať dopad krízy na región strednej Európy a ponúknuť perspektívy a východiská. Samotná práca má analytický charakter s dostatkom grafov a názorných príkladov nevyhnutných na komplexné pochopenie danej problematiky.

Kľúčové slová: ekonomická kríza, banka, investície, riziko, rating, stredná Európa.

ABSTRACT

STANIEK, R.: *Global economic crisis, its reasons and impact to the central Europe's region*. [Bachelor's thesis] .– Comenius University in Bratislava. Faculty of Mathematics, Physics and Informatics: Department of applied Mathematics and Statistics. – Supervisor: doc. RNDr. Július Vanko, PhD. Bratislava: CU FMPH, 2011. 57 p.

The bachelor thesis analyses reasons of the up to date global economic crisis and it characterises principles of banking that are crucial part of the financial sector. The crisis points out complexity and imperfection of modern macroeconomic models. Contemporary situation stripped defects and wrong paradigms in the thinking of financial subjects. Globalization that used to be considered as an advantage improving economic situation has shown drawbacks of globalised world. One of the aims of the thesis was to explore impacts of crisis to the central Europe's region as well as propose some perspectives. The thesis itself has an analytical character with many graphs and examples necessary for understanding the complexity of this problem.

Key words: economic crisis, bank, investments, risk, rating, central Europe

OBSAH

Predhovor	7
Úvod	8
1. Základné princípy obchodnej banky a vplyv finančných derivátov na jej obmedzenia....	10
1.1. Problém likvidity.....	11
1.2. Problém solventnosti.....	13
1.3. Pákový efekt.....	14
1.4. Rentabilita vlastného kapitálu	15
1.5. Rentabilita aktív	15
1.6. Vplyv inovatívnych finančných derivátov na obmedzenia obchodnej banky	19
2. Príčiny vzniku ekonomickej a hospodárskej krízy	20
2.1. Monetárna expanzia	20
2.2. Deregulácia trhov a finančné inovácie	23
2.2.1. Regulácia trhov	23
2.2.2. Deregulácia trhov.....	24
2.2.3. Morálny hazard	24
2.2.4. Glass-steagallov akt a vývoj (de)regulácie	25
2.2.5. Nedostatočná činnosť regulátorov v nadnárodnom meradle	27
2.2.6. Finančné inovácie	28
2.3. Ratingové agentúry a zlý odhad riadenie rizika	29
2.4. Bublina na trhu nehnuteľností a jej prasknutie	31
2.5. Globálne nerovnováhy	33
2.5.1. Otvorenosť ekonomiky	33
2.5.2. Medzinárodný pohyb kapitálu	34
2.5.3. Platobná bilancia.....	34
2.5.4. Príjmové nerovnosti.....	37

3.	Dopad svetovej ekonomickej a hospodárskej krízy na región strednej Európy	39
3.1.	Menové kurzy a inflácia	39
3.1.1.	Vývoj menových kurzov	40
3.1.2.	Inflácia	43
3.2.	Hospodársky rast a Poľský fenomén	44
3.3.	Fiškálna politika a schodok verejných financií	45
3.4.	Nezamestnanosť	47
3.5.	Závislosti makroekonomických ukazovateľov	48
4.	Perspektívy a východiská z finančnej krízy	51
4.1.	Larosiérová správa	51
4.1.1.	Regulátorné opatrenia doporučené Larosiérovou správou	51
4.2.	Riešenie problému verejného (štátneho) dlhu	52
4.3.	Plán európskej hospodárskej obnovy	53
	Záver	54
	Zoznam použitej literatúry	55

Predhovor

Pojmy ako ekonomická kríza, recesia, hospodársky pokles alebo depresia isto každý z nás už niekde počul. Hlavne od druhej polovice roka 2008 sa na nás tieto pojmy priam valia desiatky, stovky a možno aj tisíckrát denne z najrôznejších médií. Stretávame sa s nimi dokonca aj v obchodných domoch, na ulici, v autobuse a možno aj na takých miestach, kde by to človek ani nečakal.

A prečo je to vlastne tak? Čo pre nás tieto slovné spojenia znamenajú? „Veď ja predsa nežijem v USA, kde to všetko začalo.“ Týka sa všetkých nás bez ohľadu na to, či pracujeme v banke, poisťovni alebo akejkoľvek finančnej inštitúcii. Jedných viac, iných menej. Azda neveríte? Napríklad ľudia žijúci v pohraničných oblastiach Slovenska začali oveľa častejšie jazdiť na nákupy do Maďarska, Poľska, Českej republiky a Ukrajiny. Bolo to spôsobené prepadom ich národných mien voči nášmu fixnému kurzu na euro a od 1.1.2009 už priamo voči našej novej mene – euru, ktoré bolo odolnejšie voči turbulenciám na finančných trhoch. Následne na to začali masové reklamné kampane za robenie nákupov u nás doma. Snáď každý z nás si ešte spomenie na tieto lákavé frázy ako: „Sme lacnejší než u susedov.“

Ďalej spomenieme, že ceny ropy na svetových trhoch prudko klesli (ropa BRENT: \$144,38 (12.07.2008), \$34,49 (26.12.2008))¹, čo následne vyvolalo pokles cien pohonných látok na čerpacích staniach (benzín – priemer na Slovensku: 41,56 Sk/l (21.-27.07.2008), 29,83 Sk/l (22.-28.12.2008))² a prispelo tak k zníženiu cien rozličných tovarov a služieb. Napomohlo k tomu aj zmýšľanie predajcov a výrobcov, ktorí si dobre uvedomovali zhoršenú situáciu domácností (strata prémie, strata zamestnania, šetrenie na horšie časy, a pod.) a teda zníženie dopytu z ich strany. Napokon sa musíme zmieniť aj o prudko rastúcich štátnych výdavkoch (podpora nezamestnaným, sociálne výdavky, „šrotovné“ a pod.), ktoré bude musieť niekto raz zaplatiť. A hádajte kto to bude!

¹ FINANČNÉ CENTRUM O PENIAZOCH. *Vývoj cien ropy - BRENT Spot*. [online]. Dostupné na: <http://openiazoch.zoznam.sk/zivot/makro/ropa.asp?period=7> [dňa 23.3.2011]

² SME SK. *Priemerné ceny PHM na slovensku*. [online]. Dostupné na: http://natankuj.sme.sk/?go=vyhladavanie&submenu=priemerne_ceny&rok=2008 [dňa 23.3.2011]

Úvod

Je krásne žiť vo svete, kde sú všetci spokojní. Ku šťastiu ľudí nepochybne patria peniaze, ktoré potrebujú na uspokojenie svojich potrieb a teda dosiahnutie istej užitočnosti. Ak máte veľký sen kúpiť si nové auto, mať svoje vlastné bývanie a ísť na dovolenku do Karibiku, nie je to žiadny problém. Stačí si zbehnúť do banky a požičať si dostatočný objem finančného kapitálu. Ak máte to šťastie a žijete v USA, tak vám k tomu pomôžu aj hypotekárne agentúry (ústavy) Fannie Mae a Freddie Mac, ktoré vám poskytnú hypotéku za výhodných podmienok aj napriek tomu, že ste menej bonitný a solventný klient. Vy získate svoj úver a banka resp. agentúra je tiež spokojná. Zamestnanec banky, ktorý vám sprostredkoval tieto služby dostane prémie a banka zarobí „iba“ na administratívnych poplatkoch, nakoľko túto hypotéku prekonvertuje na cenný papier a následne predá inej finančnej inštitúcii.

Navyše kúpou nového auta podporíte istého predajcu, čím zvýšite jeho príjmy. Rovnako podporíte aj výrobcu áut, ktorý zamestnáva tisíce pracovníkov a vypláca im mzdy. Zisk môže použiť pri investovaní do spoločnosti a zvýšiť tak napr. kapacitu výroby. To však ani zďaleka nie je všetko, nakoľko na automobilový priemysel je napojených niekoľko iných odvetví od sklo výroby až po elektrické inštalácie. Podobne pri kúpe nehnuteľnosti podporíte stavebný priemysel, ktorý zamestnáva tisíce zamestnancov a rovnako nie je izolovaný od ostatných odvetví.

Nízke úrokové sadzby stimulujúce ekonomiku po dosť dlhé obdobie zapríčinili veľkú spotrebiteľskú „párty“. Tento prudký ekonomický rast, ktorý trval približne od polovice deväťdesiatych rokov dvadsiateho storočia bol z dlhodobého hľadiska neudržateľný. Do ekonomík sa dostali obrovské množstvá kapitálu, ktoré roztočili špirálu rastu hospodárstva a hlavne finančného trhu. Pointa je v tom, že takto vzniká tzv. „multiplikačný“ efekt, v ktorom jeden zisk implikuje zisk ďalší a tento cyklus pokračuje ďalej. Prudký rozvoj jedného odvetvia nenechá na seba čakať a podporia sa tak aj iné oblasti ekonomiky. Tajomstvom multiplikačného efektu ostáva fakt, že tento proces funguje aj opačným smerom, čoho svedkami sme v aktuálnej dobe economickej recesie.

Nízke úrokové miery zapríčinili najmä v USA a Španielsku tzv. stavebný „boom“. Prudký nárast dopytu po nehnuteľnostiach spôsobil zvýšenie ich cien a tým vznikla bublina, ktorá nemala reálny hmotný základ. Nehnuteľnosti naberali na cene a pocit bohatstva u obyvateľov stúpol, čo sa stalo dôvodom pre zvýšenie výdavkov a tendencie zadlžovania.

Následné zvýšenie úrokových mier spôsobilo výrazné komplikácie pri splácaní existujúcich úverov a klesol záujem o vydanie nových. Vznikla kríza na americkom hypotekárnom trhu, dlžníci prišli o nehnuteľnosti a ich ceny začali klesať. Banka sa namiesto splátok na splácanie istiny a úrokov stala vlastníkom nehnuteľností o ktoré nemala záujem, hlavne keď klesala ich cena.

Takto sa banky pripravili o veľkú časť vlastného kapitálu a likvidita sa začala postupne vytrácať. Cenné papiere viazané na aktíva prestali byť žiadané vzhľadom na fakt, že ich reálna bonita bola nadhodnotená ratingovými agentúrami. Navyše sa presne nevedelo, aký objem cenných papierov vlastnia jednotlivé finančné inštitúcie a aké straty ich môžu postihnúť. Táto vlna neistoty a strachu sa prejavila takmer zastavením obchodovania na svetových burzách a požičiavanie likvidity bolo na bode mrazu. Vznikol tu tzv. dominový efekt, kedy jedna veľká inštitúcia môže stiahnuť dole aj okolité subjekty. Nastal by totálny kolaps finančného sektora. Nikto by si nedokázal požičať peniaze a ani vybrať svoje úspory z banky. Banky by navzájom neobchodovali.

Aby sa zabránilo kolapsu finančného sektora, FED a neskôr aj iné centrálné banky poskytlí obrovské objemy likvidity problémovým bankám. To však neodvrátilo obavy o stabilite finančného sektora a v časoch neistoty klesli investície a agregovaný dopyt. Začala sa masívna vlna prepúšťania a štátom vznikli obrovské sociálne výdavky. Navyše vlády jednotlivých krajín sveta podporili respektíve znárodnili niektoré veľké podniky (General Motors, AIG, Northern Rock a pod.), lebo inak by sa dostali do krachu a nezamestnanosť by tým ešte viac stúpila. Vlády tak začali hospodáriť s výrazným deficitom verejných financií a začali sa zadlžovať. Objavujú sa otázky, do akej miery by mali vlády pomáhať súkromnému sektoru. Niet isto sporu o tom, že každá recesia sa raz skončí a opäť príde obdobie prosperity. Otázkou však zostáva, ako dlho by to ekonomike trvalo bez štátnych a monetárnych zásahov a akú cenu by si to vyžiadalo.

Cieľom tejto práce je charakterizovať vznik a priebeh novodobej ekonomickej a hospodárskej krízy, zanalyzovať možné príčiny jej vzniku a pozrieme sa na jej dopad na región strednej Európy. Po odhalení príčin vzniku krízy sa skúsime zamyslieť nad možnými východiskami a perspektívami k ekonomickej prosperite a stabilite. Ďalej sa pozrieme na možné opatrenia, ktorých prijatie by zabránilo podobným katastrofám do budúcnosti.

1. Základné princípy obchodnej banky a vplyv finančných derivátov na jej obmedzenia

Motivácia k napísaniu tejto kapitoly bola veľmi silná, nakoľko obchodné banky zohrali pri vzniku krízy významnú úlohu. Preto si v nej podrobne vysvetlíme ako banka vytvára nové peniaze, aké obmedzenia pri tom musí spĺňať a ako sa im snažila vyhnúť.

Prvé banky, ktoré používali prvé „papierové peniaze“ vznikli na území starovekej Číny. Práve Čína bola priekopníkom v depozitnom bankovníctve, takisto ako aj v bankovníctve s frakčnými rezervami. Depozitné bankovníctvo ako také začalo v 8. storočí, kedy obchody prijímali cennosti, vymieňali ich za potvrdenia, a dostávali poplatok za ich úschovu. Po čase tieto potvrdenia o depozite začali obiehať ako peniaze. Nakoniec, po dvoch storočiach, firmy začali vydávať a požičiavať viac potvrdení ako mali depozitov a pochopili princíp bankovníctva s frakčnými rezervami³. V USA sa prvé banky začali objavovať na podobnom princípe ako v Číne, ale tu sa ako cenina používalo hlavne zlato. Nastala situácia, že niekto bol vlastníkom dosť veľkého množstva zlata a mal ho veľmi bezpečne uskladnené. Iní vlastníci zlata, ktorí ho mali menej a preto nemali taký bezpečný trezor ho požiadali, aby aj im uskladnil zlato. Odmenou za riziko mu bola malá provízia. On si však neskôr uvedomil, že toto zlato tam má uložené na dosť dlhú dobu, a mohol by ho niekomu požičať a zarábať na úroku. Ak by si aj neskôr pôvodný majiteľ prišiel po toto zlato, ktoré on už medzitým požičal, mohol by mu dať svoje vlastné zlato.

Lenže bolo by nepraktické stále manipulovať so zlatom, tak vznikli prvé cenné papiere (peniaze), ktoré boli kryté zlatom. Tým pádom sa dalo rýchlejšie a praktickejšie obchodovať. Lenže takto vznikali rôzne banky, ktoré si vytvárali svoje vlastné peniaze. Obchodníci potom nemuseli uznávať niektoré peniaze, lebo neverili likvidnosti a solventnosti bánk. Preto bolo treba celý systém zjednotiť a vznikla centrálna banka, ktorá mala dohľad nad týmito obchodnými bankami a stanovila pravidlá a kritériá. Tieto sa viažu na dva základné problémy bankovníctva a to problém likvidity a problém solventnosti.

³RAKÚSKA ŠKOLA. *Pôvod štátnych papierových peňazí*. [online]. Dostupné na: <http://rakuskaskola.sk> [dňa 23.4.2011]

1.1. Problém likvidity

Pri spracovaní tohto problému ako aj ďalších podkapitol týkajúcich sa bankovníctva čerpáme z online dokumentu a vlastných študijných materiálov získaných z výučby predmetu Peniaze a bankovníctvo, ktoré vyučoval Juraj Zeman, zamestnanec NBS⁴ na fakulte FMFI UK. Problém likvidity vznikol, keď si vlastníci vkladov prišli vybrať svoje úspory a banka ich medzitým stihla požičať. Pre banku to nie je problém, pokiaľ si klienti chcú vybrať menej peňazí, ako je v rezervách banky. Rezervy banky vzniknú na začiatku z vlastného kapitálu (ktorý zložili akcionári, zakladatelia) a môžu byť navýšené zo zisku z aktív (teda nedajú zisk len na dividendy), alebo narýchlo, ak banka zloží veľmi likvidné cenné papiere ktoré vlastní do depozitu centrálnej banky. Väčšina rezerv je uložená na účte v centrálnej banke (menšina je napr. pokladničná hotovosť), teda je aj úročená. Lenže ak celkové rezervy nepokrývajú požiadavky klientov pre výber finančných prostriedkov, banka sa stáva nelikvidná a na uspokojenie klientov si musí dočasne požičať, lebo inak by musela čakať kým jej prídu úroky a splátky istiny z aktív. Z dlhodobého hľadiska sa zistilo, že je postačujúce, ak banky budú mať rezervný pomer minimálne 10% (v USA). Ten sa vypočíta ako podiel rezerv banky a záväzkov banky voči klientom, ale jedná sa o krátkodobé záväzky, inak povedané nie terminované vklady. Teda dostávame nasledovný vzťah (č. 01).

$$RR = \frac{R}{L} \quad (01)$$

RR rezervný pomer (z angl. Reserve Ratio)

R rezervy banky (z angl. Reserves)

L..... záväzkov banky voči klientom (z angl. Liabilities)

Takto vzniknuté desatinné číslo stačí vynásobiť 100 % a výsledok môžeme porovnať s hodnotou 10 %. Pre obchodné banky v Európskej Únii platí rezervný pomer 2 %. Je to spôsobené tým, že do likvidných vkladov sa berú aj termínované vklady do 2 rokov a tým objem záväzkov banky niekoľkonásobne vzrastie, čím sa hodnota výrazu (01) naopak niekoľkonásobne zníži. Rezervný pomer navyše určuje, koľko najviac

⁴ ZEMAN, J. *Peniaze a bankovníctvo* [online].

Dostupné na: <http://www.iam.fmph.uniba.sk/skripta/zeman/> [dňa 2.3.2011]

nových peňazí môže banka vytvoriť poskytnutím úverov. Teda minimálnu hodnotu 10 % vieme zapísať ako zlomok $1/10$, čo je ekvivalentné so zápisom $1:10$. To znamená, že z každých vložených 10 jednotiek meny sa 1 jednotka musí odložiť do rezerv. Teda ostane mi 9 jednotiek, ktoré môžem následne požičať. Tým sa týchto 9 jednotiek pripíše v banke na pravú stranu bilančnej sústavy (t.j. do pasív), z čoho sa opätovne musí odvieť 10 % do rezerv (t.j. do aktív), čomu zodpovedá hodnota 0.9. Zostatok z týchto 9 jednotiek je potom 8.1, ktoré sa opäť môžu niekomu požičať. Tomuto postupu zodpovedá geometrická postupnosť⁵ vzniknutých peňazí s kvocientom $q=0.9$ (lebo 10 % = 0.1 dám do rezerv a teda ostane mi na vznik nových peňazí zvyšok, t.j. $1 - 0.1 = 0.9$). Prvý člen postupnosti získame, ak kvocient umocníme na prvú mocninu a vynásobíme objemom počiatočného vkladu a dostávame nasledovný vzťah (č. 02).

$$a_1 = q^1 * V \quad (02)$$

q kvocient postupnosti (tvorby nových peňazí)

V objem počiatočného vkladu

Pre náš konkrétny prípad s vkladom 10 jednotiek je hodnota prvého člena postupnosti $a_1 = 0.9^1 * 10 = 9$. Pre súčet prvých „ n “ členov geometrickej postupnosti platí nasledovná formula⁶ (č. 03).

$$S_n = a_1 * \frac{q^n - 1}{q - 1} \quad (03)$$

S_n „ n – tý“ súčet geometrickej postupnosti

a_1 prvý člen geometrickej postupnosti

q kvocient geometrickej postupnosti

Nás však zaujíma limita⁷ tohto „ n -tého“ súčtu pre „ n “ idúce do nekonečna. Preto musíme vypočítať nasledujúcu limitu (č. 04).

⁵KUBÁČEK, Z. 2003. *Matematická Analýza II.* 3. Vyd. Bratislava: UK, 2003. ISBN 80-223-1782-9

⁶KUBÁČEK, Z. 2003. *Matematická Analýza II.* 3. Vyd. Bratislava: UK, 2003. ISBN 80-223-1782-9

⁷KUBÁČEK, Z. 2009. *Matematická Analýza I.* 5. Vyd. Bratislava: UK, 2009. ISBN 978-80-223-2691-9

$$\lim_{n \rightarrow \infty} a_1 * \frac{q^n - 1}{q - 1} = \lim_{n \rightarrow \infty} 9 * \frac{0,9^n - 1}{0,9 - 1} = 90 \quad (04)$$

Predchádzajúci postup nám explicitne ukázal, že ak banka dodrží minimálny rezervný pomer na úrovni 10 %, tak z 10 jednotiek vkladu môže vytvoriť až 90 jednotiek nových peňazí. Peniaze samozrejme aj zanikajú. To sa deje napríklad pri splácaní úverov alebo hypoték.

1.2. Problém solventnosti

Problém solventnosti vznikol, keď dlžníci banky prestali splácať svoje podlžnosti a banke tak vznikla strata. Túto stratu si nesie úplne sama banka a znižuje sa tým hodnota jej vlastného kapitálu. Problém solventnosti je matematicky charakterizovaný cez tzv. kapitálovú primeranosť. Je to podiel vlastného kapitálu a rizikovo váženého aktíva. Jednotlivé aktíva banky majú rôznu rizikovosť toho, že nebudú splatené. Je preto potrebné tieto aktíva nejakým spôsobom diferencovať a každé charakterizovať istou mierou rizika. Preto sa spravila dohoda o rizikivosti aktív, ktorá priradzuje každému typu aktíva isté riziko (váhu). Tieto hodnoty sú v nasledujúcej tabuľke (č. 01), pričom v jednotlivých krajinách sveta sa môžu odlišovať.

Tabuľku č. 01: *Rizikovosť aktív* (Zdroj: vlastný)

<i>Druh aktíva</i>	<i>Miera rizika (váha)</i>
rezervy banky	0
vládne dlhopisy	0
pôžičky iným bankám	0,2
hypotéky	0,5
spotrebné úvery	1

Rizikovo vážené aktívum je potom suma všetkých aktív, pričom objem každého z nich je prenasobený príslušnou mierou rizika.

$$RWA = \sum_{i=1}^n A_i * w_i \quad (05)$$

RWArizikovo vážené aktíva (z angl. Risk Weighted Assets)

iindex sumy

n..... počet druhov aktíva

w_i riziko (váha) aktíva (z angl. weight)

Keďže všetky hodnoty rizika sú z intervalu $< 0 ; 1 >$, potom musí platiť, že $RWA \leq A$, kde „ A “ je suma všetkých aktív. Kapitálovú primeranosť vieme matematicky vypočítať nasledovným vzťahom (č. 05).

$$k = \frac{E}{RWA} \quad (05)$$

k kapitálová primeranosť

E vlastný kapitál (z angl. Equity)

RWA rizikovo vážené aktíva (z angl. Risk Weighted Assets)

Hodnota kapitálovej primeranosti je podľa dohody minimálne 8%. Preto obchodná banka nemôže donekonečna požičiavať ľuďom peniaze, teda poskytovať im úvery a hypotéky. Ak chce obchodná banka ktorej hodnota kapitálovej primeranosti je 8% poskytnúť peniaze, musí si navýšiť hodnotu svojho vlastného kapitálu. Ten si môže navýšiť napríklad vydaním nových akcií, alebo z dosiahnutého zisku.

1.3. Pákový efekt

Aby banka maximalizovala výnosy z vlastného kapitálu, snaží sa vlastniť čo najviac aktív, pri čo najmenšom objeme vlastného kapitálu. Je predpoklad, že ak má banka väčší objem aktív, tak aj zisky budú väčšie. Čím väčší zisk dosiahne, tým viac sa zhodnotili peniaze akcionárov, ktorý banku založili. Aby sa zabránilo tomu, že banky budú mať snahu neustále zvyšovať objem aktív pri nezmenenom objeme vlastného kapitálu, zaviedlo sa ďalšie obmedzenie a to tzv. pákový pomer. Ten je stanovený na minimálnu hodnotu 3%. Numericky ho možno vypočítať, ako podiel vlastného kapitálu a všetkých aktív. Dostávame nasledovný vzťah(č. 06).

$$LR = \frac{E}{A} \quad (06)$$

LR pákový pomer (z angl. Leverage Ratio)

E hodnota vlastného kapitálu (z angl. Equity)

A hodnota všetkých aktív (z angl. Assets)

Ak spravíme prevrátenú hodnotu zlomku vyjadrujúceho pákový pomer, získame tzv. páku. Je to hodnota, ktorá hovorí, že koľko násobne viac všetkých aktív vlastní banka oproti hodnote svojho vlastného kapitálu. Numericky to môžeme zapísať nasledovne (č. 07).

$$L = \frac{A}{E} \quad (07)$$

L páka (z angl. Leverage)

A hodnota všetkých aktív (z angl. Assets)

E hodnota vlastného kapitálu (z angl. Equity)

1.4. Rentabilita vlastného kapitálu

Rentabilita (výnosnosť) vlastného kapitálu síce nie je obmedzenie banky, ale pre existenciu samotnej banky je veľmi podstatná. Bankovníctvo je tiež len spôsob podnikania na trhu, čím investor podstupuje isté riziko. Ak by sa rozhodol investovať napríklad do štátnych dlhopisov veľkej a stabilnej krajiny, riziko je prakticky nulové. Preto musí byť rentabilita vlastného kapitálu väčšia ako výnos zo štátnych dlhopisov. Matematicky sa vypočíta nasledovným vzťahom (č. 08).

$$ROE = \frac{NP}{E} \quad (08)$$

ROE rentabilita vlastného kapitálu (z angl. Rentability of Equity)

NP čistý zisk (z angl. Net Profit)

E hodnota vlastného kapitálu (z angl. Equity)

1.5. Rentabilita aktív

Rentabilita (výnosnosť) aktív tiež nie je obmedzenie banky, teda nemusí explicitne dosahovať isté minimálne alebo maximálne hodnoty, ale je to ukazovateľ o výnosnosti aktív banky. Ak banka podstupuje zvýšené riziko pri alokácií depozitov, jej čistý zisk je

pravdepodobne väčší, a možno povedať, že pri rovnakom objeme aktív dosiahla väčší zisk. Následne aj ukazovateľ rentability vlastného kapitálu bude vyšší, čo je dobre hlavne pre akcionárov banky. Rentabilitu aktív možno vypočítať cez nasledujúci vzťah (č. 09).

$$ROA = \frac{NP}{A} \quad (09)$$

ROArentabilita z aktív (z angl. Rentability of Assets)

NP čistý zisk (z angl. Net Profit)

Ahodnota všetkých aktív (z angl. Assets)

Realita však ukázala, že investovanie do rizikových aktív prináša často krát aj straty. Ak banke zlyhá časť aktív, t.j. dlžník prestane splácať úroky a istinu (z angl. default), banka si musí toto aktív odpísať. To sa deje na strane aktív aj pasív, pričom na strane pasív sa jej zníži hodnota vlastného kapitálu. Banke tak vznikla strata, ktorú znášajú akcionári. Pre ilustráciu uvádzame nasledujúci príklad. Nech banka „ I “ má vlastný kapitál (R) v objeme 25 miliárd USD a záväzky banky voči klientom (L) nech sú 75 miliárd USD. Potom hodnota aktív (A) bude $75+25=100$ miliárd USD. Nech existuje banka „ II “, ktorá má nasledovné objemy: R = 25 miliárd USD, L = 275 miliárd USD a teda A=300 miliárd USD. Tieto banky investovali do rovnakých aktív a preto aj rentabilitu aktív (ROA) budú mať rovnakú na úrovni 1%. Potom čistý zisk (NP) vieme vypočítať, ak ROA vynásobíme objemom všetkých aktív (A). Takže dostaneme $NP_I = 1$ miliarda USD a $NP_{II} = 3$ miliardy USD. Pre akcionárov je podstatná výnosnosť ich vlastného kapitálu, ktorú získame zo vzťahu č. 08. Dostávame nasledovné výnosnosti: $ROE_I = 4 \%$ a $ROE_{II} = 12 \%$. Z výsledku tohto príkladu jednoznačne vyplýva, že banky majú snahu zvyšovať objem aktív. Aby to nemohli robiť neobmedzene, musia spĺňať kritérium kapitálovej primeranosti a pákový pomer. Tým, že banka poskytnutím úveru vytvorí nové peniaze, ktoré budú na začiatku ležať v jej pasívach, musí navýšiť aj hodnotu rezerv, pretože musí spĺňať aj kritérium rezervného pomeru. Toto obmedzenie zabráni nekonečnému vytváraniu nových peňazí. Pre maximalizáciu zisku sa tieto kritéria v praxi dodržiavali na prípustnej hranici. Lenže bankám ani to nestačilo. Glass-Steagallov zákon, ktorý v USA od roku 1933 striktno oddeľoval investičné a obchodné bankovníctvo zamedzil špekulatívnym a rizikovým obchodom obchodných bánk. Tie to však považovali za obmedzenie ich slobody podnikat', oproti iným finančným subjektom a poukazovali na

to, že klienti im odchádzajú do zahraničných bánk, ktoré im dokážu ponúknuť atraktívnejšie produkty. Banky argumentovali, že aj tak sú dosť regulované a zdôrazňovali schopnosť vlastnej regulácie. Po dlhotrvajúcich tlakoch sa na ich stranu postavil aj FED a Glass-Steagallov zákon bol v roku 1999 zrušený. Obchodné bankovníctvo tak nepodliehalo takej prísnej kontrole a na trhu sa zvýšila deregulácia a vznikli nové finančné deriváty. To umožnilo premeniť aktíva na cenné papiere kryté aktívami. Tie potom banky predali ďalším finančným inštitúciám, čím sa zlepšila úroveň obmedzení a mohli tak poskytnúť ďalšie úvery. Vznikali nové peniaze a páka celého systému sa výrazne zvýšila. Tu nastalo riziko, že ak sa objaví väčšie množstvo klientov s problémom splácať, pohlta sa zisky a strata bude pri veľkej páke o to viac bolieť. Pre lepšiu predstavu, aké zloženie aktív a pasív má obchodná banka, pridávam nasledovnú tabuľku (č. 02), ktorá informuje o bilancii banky.

Tabuľku č. 02: *Obchodná banka*(Zdroj: vlastný)

Obchodná banka			
Aktíva		Pasíva	
<i>Druh</i>	<i>Hodnota</i>	<i>Druh</i>	<i>Hodnota</i>
Rezervy	5	Vlastný kapitál	10
Vládne dlhopisy	10		Vklady klientov na nie termínovaných účtoch
PIB	3	50	
Hypotéky	35	Termínované vklady	
Spotrebné úvery	47		
Spolu	100	Spolu	100

1.6. Vplyv inovatívnych finančných derivátov na obmedzenia obchodnej banky

Pre dosiahnutie väčších ziskov, sa banky rozhodli obchádzať obmedzenia, cez predaj svojich aktív nebankovej inštitúcii. Išlo o tzv. zvereneckého správcu (z angl. Trustee), ktorý nemusí dodržiavať obmedzenia ako kapitálová primeranosť, pákový a rezervný pomer. Banky tak začali konvertovať svoje úvery a hypotéky do cenných papierov krytých aktívami (z angl. Asset Backed Securities tzv. ABS). Ak šlo vyložené o cenné papiere odvodené od hypotekárnych úverov, hovorilo sa im cenné papiere kryté hypotekárnymi úvermi (z angl. Mortgage Backed Securities = MBS). Pri vytváraní týchto cenných papierov sa aktíva ešte roztriedili podľa rizika do niekoľkých balíčkov, išlo o tzv. sekuritizáciu. Tieto si následne kúpil zverenecký správca. Ten ich následne rozdelil na malé časti a pozliepal podľa potreby (riziko vs. výnos) do tzv. tranží. Tak potom vznikli tzv. zaistené dlhové obligácie (z angl. Collateralized Debt Obligations = CDO). Aby znížil riziko pri niektorých z nich, zaobstaral na ne poistenie. Vyvinul sa zase nový produkt a to tzv. zmluvné poistenie treťou stranou (z. angl. Credit Default Swap = CDS). Tým stúpila ich bonita. Tieto boli následne posunuté ďalšiemu článku v reťazci, a to mimobilančným špecializovaným investičným spoločnostiam (z. angl. Special Purpose Vehicles = SPV) a štrukturovaným investičným spoločnostiam (z. angl. Structuralized Investment Vehicles = SIV). Sú to investičný sprostredkovatelia, ktorý ich predajú investorom. Samozrejme ani oni to nerobia zadarmo a zoberú si nejakú províziu. Banka má potom úlohu administrátora úverov a hypoték, čiže dohliada na splácanie úrokov a istiny. Zarába tak nemalé peniaze na správcovských poplatkoch.

2. Príčiny vzniku ekonomickej a hospodárskej krízy

V roku 2003, Robert Lucas, profesor na Univerzite v Chicagu a víťaz Nobelovej ceny za Ekonomiu za rok 1995 vysvetlil, že makroekonómia začala ako reakcia na „Veľkú hospodársku krízu“ a prehlásil, že to bola doba pre oblasť napredovania: „... ústredný problém prevencie k depresii bol vyriešený pre všetky praktické zámery“. Lucas netvrdil, že hospodárske cykly sa skončili, ale že boli skrotené. Nastala teda doba, aby sme sa sústredili na dlhodobý ekonomický rast. Podobné názory vyjadril o rok neskôr aj Ben Bernanke, profesor z Princetonskej Univerzity⁸.

Príčin vzniku ekonomickej a hospodárskej krízy je naopak dostatok. Treba ich preto špecifikovať a priradiť im istú dôležitosť, ktorou vplývali na celý proces. Mohli by sme ich rozdeliť na dve základné skupiny. Prvá skupina bude obsahovať príčiny, ktoré značnou mierou urýchlili celý proces prepuknutia ekonomických problémov. Keby tieto príčiny neexistovali, ekonomická kríza by prišla aj tak, ale nevieme koľko času by to ešte trvalo. Druhá skupina príčin obsahuje akési „pra – príčiny“, ktoré nie sú na prvý pohľad zreteľné, a preto sa im spočiatku neprípisovala zjavná dôležitosť. Možno teda predpokladať, že druhá skupina príčin si časom vynútila vznik prvej skupiny, aby sa tak zakryla podstata problému a celý dej sa tak zdokonalil a urýchlil. Samozrejme, že ani jeden z týchto faktorov nebol izolovaný od ostatných. Práve naopak, boli veľmi úzko prepojené a vytvorili na prvý pohľad dokonalý systém, ktorý nikdy neskončí. Nebudeme chodiť okolo horúcej kaše a tieto príčiny si vymenujeme a nižšie popíšeme. Takže prvú skupinu faktorov tvorí politika monetárnej expanzie, deregulácia trhu s nástupom inovovaných finančných derivátov, podcenenie rizika s nedostatkom informácií na strane ratingových agentúr a vznik cenovej bubliny na trhu s nehnuteľnosťami. Do druhej skupiny patria globálne nerovnováhy v zmysle investícií jednotlivých krajín sveta s presunom kapitálu a taktiež neustále sa zväčšujúce rozdiely medzi príjmami jednotlivých vrstiev populácie v krajinách celého sveta.

2.1. Monetárna expanzia

Predtým, ako začneme popisovať monetárnu expanziu, ktorú praktizovala americká centrálna banka (FED z angl. Federal Reserve System), jej dôvody a súvisiace okolnosti,

⁸KRUGMAN, P. 2009. *The return of depression economics and the crisis of 2008*. 1. Vyd. New York: W.W. Norton & Company, 2009. ISBN 978-0-393-07101-6

nedá nám nezačať citátom z knihy *Svetová ekonomická krize: Príčiny, projevy, perspektivy*, ktorej spoluautorkou je aj Eva Klvačová, ktorá čerpá z článku *Boom, Bust and Recovery in the World Economy* od amerického ekonóma menom Jeffrey Sasch.

„Súčasná globálna ekonomická kríza vstúpi do histórie ako Greenspanova hlúposť. Je to kríza, ktorú spôsobila predovšetkým banková rada Federálneho rezervného systému USA počas obdobia lacných peňazí a finančnej deregulácie v období od polovice deväťdesiatych rokov až doteraz. Táto politika lacných peňazí podporovaná regulátormi, ktorí neboli schopní regulovať, vytvorila bezprecedentnú bublinu hypotekárnych a spotrebných úverov v USA a ďalších krajinách, ktoré zdieľali americkú politickú orientáciu. U koreňov krízy bola honba za rastom cien bývania a cenami akcií. Oboje ceny sa vymkli svojim historickým hodnotám.

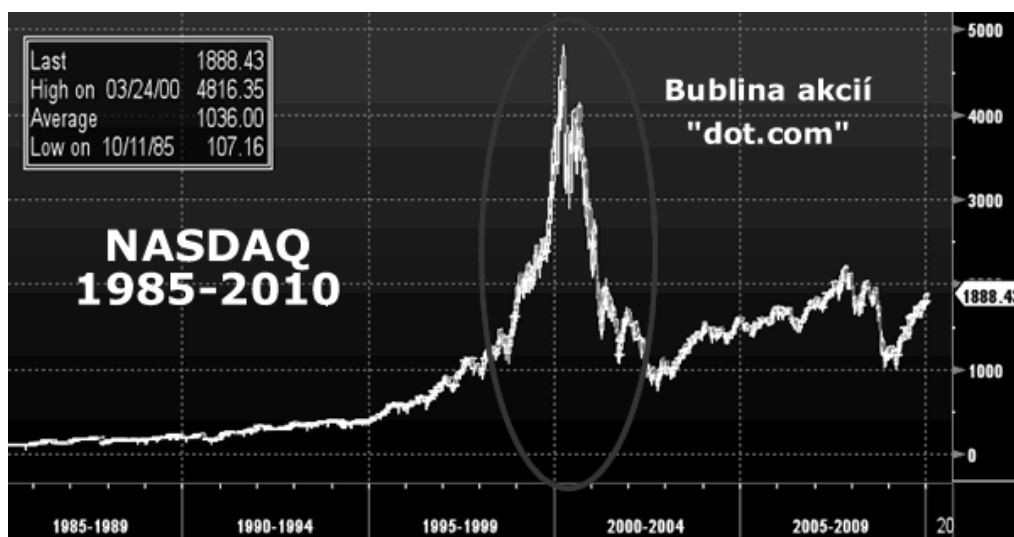
Greenspan nafúkol dve bubliny: internetovú v rokoch 1998-2001 a bublinu bývania, ktorá práve praskla. V oboch prípadoch rast hodnoty aktív spôsobil, že americké domácnosti nadobudli dojem, že ich bohatstvo vzrástlo. To ich podnietilo k masívnemu nárastu zadlžovania a utrácania – za nákup domov, áut a ďalších predmetov dlhodobej spotreby. Finančné trhy veľmi horlivo týmto domácnostiam požičiavali peniaze aj preto, že trh úverov bol deregulovaný. Náhlí nárast cien bývania a akcií zvýšil čisté bohatstvo domácností v rokoch 1996 – 2006 o 18 biliónov USD. Rast spotreby založený na tomto bohatstve hnal ceny ďalej nahor a pomáhal bublinu ďalej nafukovať.

Potom bublina praskla. Ceny bývania dosiahli vrcholu v roku 2006 a ceny akcií v roku 2007. Papierové bohatstvo o veľkosti 10, možno 15 biliónov USD zmizlo. Domácnosti začali šetriť, pretože majú pocit, že schudli. Najzadlženejšie firmy ako napríklad Lehman Brothers urobili úpadok, alebo sa ocitli v jeho tesnej blízkosti (poisťovací gigant AIG). Tým spôsobovali ďalšie straty bohatstva svojim akcionárom a veriteľom a súčasne znížili celkovú ponuku úverov.“⁹

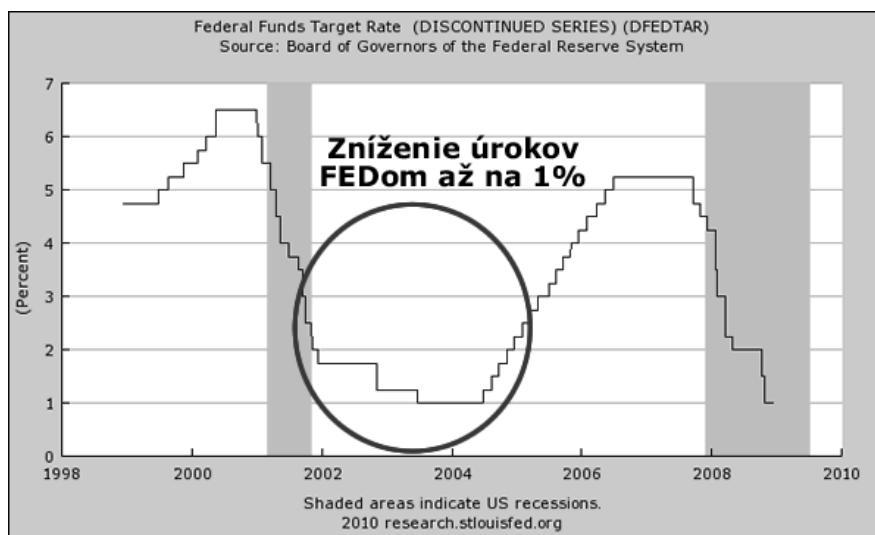
Expanzívna monetárna politika FED bola spôsobená menšou ekonomickou krízou po prasknutí internetovej bubliny označovanej ako „dot.com“ (obr. č. 01). Vtedy prudko klesol index technologických akcií NASDAQ, čo malo dopad aj na reálnu ekonomiku (pokles produkcie, zvýšenie nezamestnanosti,...). Preto sa FED rozhodol znížiť úrokovú mieru (obr. č. 02) a podporiť tak investície a následne obnoviť rast a prosperitu⁹.

⁹KLVAČOVÁ, E. a kol. 2009. *Svetová ekonomická krize: Príčiny, projevy, perspektivy*. 1. Vyd. Praha: Professional Publishing, 2009. ISBN 978-80-7431-012-6

Obrázok č. 01: *Bublina akcií „dot.com“* (Zdroj: internet ¹⁰)



Obrázok č. 02: *Zníženie úrokových mier FED-om*(Zdroj: internet ¹¹)



Nízke úrokové miery naštartovali trend zadlženia a nastala doba „lacných“ peňazí. Likvidita trhov stúpala, ale bohužiaľ príliš veľká časť peňažných prostriedkov sa použila na finančné špekulácie. Dôkazom toho aj fakt, že inflácia v USA bola stále nízka, i keď domácnosti sa zadlžovali a stúplo množstvo peňazí ekonomike. Tieto peniaze nespôsobili zvýšený dopyt po tovaroch a následné zvýšenie ich cien, ale skončili v rukách stavebných firiem, finančných sprostredkovateľov a špekulantov. Nastala tu rastúca nerovnováha na finančnom a komoditnom trhu. Preto ani FED nepociťoval potrebu okamžitého zvýšenia

¹⁰ FINCENTRUM MEDIA. *História kreditnej krízy v USA*. [online]. Dostupné na: <http://www.investujeme.sk/clanky/historia-kreditnej-krizy-v-usa/> [dňa 17.3.2011]

¹¹FINCENTRUM MEDIA. *História kreditnej krízy v USA*. [online]. Dostupné na: <http://www.investujeme.sk/clanky/historia-kreditnej-krizy-v-usa/> [dňa 17.3.2011]

úrokových mier. Navyše nízke úrokové sadzby, ktoré znamenali pre banky a iných finančných podnikateľov nižšie výnosy ich donútili hľadať riešenia, ako získať vyššie výnosy. Tu sa však nutne objavil aj ekonomický princíp, ktorý pripúšťa zvýšené výnosy iba za podmienky zvýšenia rizika. Keby to neplatilo, asi by každý racionálny investor ostro preferoval vyšší výnos pri rovnakom riziku. Toto bolo motorom vzniku nespočetného množstva nových produktov a derivátov na finančnom trhu. O tom však viac informuje nasledujúca podkapitola.

2.2. Deregulácia trhov a finančné inovácie

Niekoľko rokov pred vznikom samotnej krízy sa objavili názory, že deregulácia finančných trhov môže časom priniesť aj negatívne stránky veci. Pred týmito negatívami varoval aj George Soros, americký filozof a ekonóm maďarského pôvodu, ktorý vo svojej novej knihe *The New Paradigm for Financial Markets* prezentuje názor, že novodobej finančnej krízy sa bolo možné vyhnúť. Museli by sme však opustiť ideológiu, ktorá predpokladá, že trhy majú vlastnú schopnosť samoregulácie. Toto tvrdenie je ale absolútne v rozpore s realitou, kedy štáty a ich vlády zachraňujú celú situáciu a trhy v nej zapletené. Regulátory sa však aj naďalej prikláňajú k myšlienke, že trhy smerujú k rovnováhe a odchýlky od nej sú iba nepatrné a náhodné.¹²

2.2.1. Regulácia trhov

Niet asi pochyb o tom, že bankovníctvo je kľúčovým segmentom hospodárstva a finančného trhu. Je to preto, lebo zabezpečuje základné činnosti ako platobný styk, uchováva úspory domácností a firiem, poskytuje úvery a ďalšie dôležité služby. Toto implikuje nutnosť dozerat' nad týmto sektorom ekonomiky oveľa prísnejšie ako nad ostatnými, pretože jeho kolaps by znamenal kolaps aj iných odvetví hospodárstva. Bežní klienti bánk navyše nemajú dostatok informácií na to, aby sa správne rozhodli, komu zveria svoje úspory a koho služby budú využívať. Taktiež dôležité z pohľadu celého systému peňazí je aj sledovanie ich množstva. Tým sa však zaoberá hlavne centrála banka. Podľa bánk je ich regulácia už aj tak dosť prísna a kľúčovou úlohou pre regulátorov je zamerať sa na nebankové finančné inštitúcie, ktoré nie sú pod takým dozorom. Dôkazom

¹² SOROS, G., WOODRUFF, J. 2008. *The Financial Crisis: An interview with George Soros*. [online]. Dostupné na: <http://www.nybooks.com/articles/archives/2008/may/15/the-financial-crisis-an-interview-with-george-soro/> [dňa 25.3.2011]

toho je aj fakt, že celkové množstvo finančných transakcií bankových inštitúcií klesá a naopak rastie na strane poisťovní, dôchodkových, investičných a podielových fondov, a mnoho iných inštitúcií. Tieto prichádzajú na trh s novými produktmi, ktoré sú viac atraktívne pre rozhodujúcich sa klientov. Preto sa nebránia prísnejšej regulácií, teda pokiaľ ide o spomínané inštitúcie a dokonca sa objavuje aj „lobbing“ z ich strany.

2.2.2. Deregulácia trhov

Existujú však aj silné názory proti sprísneniu regulácií. „Hlavne liberáli ako odporcovia regulácie bankových a finančných trhov poukazujú na deformácie prirodzeného trhového prostredia a správanie finančných inštitúcií v ňom. Argumenty proti posilneniu regulácie sú spájané s ich vysokými nákladmi a často nie príliš veľkou efektívnosťou. Proti rozširovaniu regulácie na finančných trhoch sa doteraz argumentuje taktiež tým, že prijatie akéhokoľvek regulačného pravidla v podstate vyvolá aj tak snahu príslušných regulovaných subjektov o jeho obchádzanie. Táto situácia sa zvykne označovať ako „hra na mačku a myš“ (z angl. Cat and mouse game), kedy určitá finančná inovácia vyvolá svojimi dôsledkami potrebu vzniku a prijatie nového regulačného pravidla, ktoré naopak podnieti stranu regulovaných subjektov k hľadaniu inej, pre nich trhovo výhodnej finančnej inovácie a tento cyklus sa opakuje do nekonečna. Takéto prístupy sa momentálne objavujú aj v kontexte názorov na reguláciu produktov súvisiacich so sekuritizáciou úverov („príde prípadne niečo iné“).“¹³

2.2.3. Morálny hazard

V tejto súvislosti sa objavuje aj nárast „morálneho hazardu“. Je to novodobý problém, ktorý vznikol vtedy, keď sa štát v snahe zdvihnutia dôvery v bezpečnosť bankového sektoru rozhodol zaručiť za vrátenie svojich úspor do rúk klientov aj v prípade, ak sa banka dostane do problémov. Toto opatrenie zabezpečilo ukladanie našetrených úspor domácností priamo v bankách a nie „pod vankúšom“. Veriteľ tak získal úrok za „riziko“ a banka mohla finančné prostriedky požičať investorom. V časoch nedôvery v stabilitu bánk je táto ochrana vkladov nesmierne dôležitá. Preto bola dokonca napríklad aj v Slovenskej Republike zmenená hranica, do ktorej sú všetky úspory garantované štátom zriadeným fondom na ochranu vkladov z pôvodných 20 000€ (vrátenie 90% depozitu) na

¹³MRÁČEK, K. a kol. 2009. *Světová ekonomická krize: Příčiny, projevy, perspektivy*. 1. Vyd. Praha: Professional Publishing, 2009. ISBN 978-80-7431-012-6

neobmedzenú výšku (a navyše bez obmedzení t.j. 100% depozitu)¹⁴. Morálny hazard však prináša niekoľko problémov. Hneď prvý z nich je u klienta banky. Ak vám totiž niekto zaručí, že svoje úspory dostanete aj vtedy, keď banka bude mať problémy, nezáleží vám na miere rizika s akou banka vynakladá aj s vašimi peniazmi. Preto sa racionálne rozhodnete pre vyšší výnos, ktorý vám samozrejme poskytne rizikovejšia banka. Navyše aj manažment banky si je vedomí tejto okolnosti a v snahe dosiahnuť väčšie zisky a tým aj svoje navýšené prémie, bude tiež viacej riskovať. Morálny hazard bol už predtým spájaný s povinným poistením vkladov. K celej veci prispieva aj fakt, že banky sú väčšinou akciové spoločnosti a akcionári ručia len do výšky prostriedkov investovaných do akcií. Morálny hazard sa však netýka iba bánk, ale aj tých finančných subjektov, ktoré nenesú plnú zodpovednosť za prípadné straty. Ak chceme zabrániť tomuto fenoménu, mali by sme zvýšiť trestnoprávnu zodpovednosť manažmentu. Taktiež musíme dúfať, že prípadná strata dobrého mena spoločnosti je pre zníženie morálneho hazardu dostatočne silný fakt.

2.2.4. Glass-steagallov akt a vývoj (de)regulácie

Hlavným krokom, ktorým sa celá deregulácia zrýchlila bolo zrušenie Glass-Steagallovho aktu. Tento proces je pekne spracovaný českým autorom ktorý sa volá Karel Mráček¹⁵:

„V doterajšom vývoji sa stretávali snahy o silnejšiu reguláciu finančných trhov (hlavne v krízových obdobiach) so snahami o jej zmiernenie (dereguláciu). Tieto strety odrážali záujmy bankových a finančných skupín a ďalších „ stakeholderov“. Príkladom takéhoto stretu o mieru regulácie je aj história „ Glass-SteagallAct“ v USA, ktorého zrušenie prispelo k vytváraniu prostredia otvoreného k šíreniu rizika vo finančnom sektore.

Prijatie tohto zákona americkým kongresom v roku 1933 bolo reakciou na zlyhanie obchodných bánk, ktoré boli dokonca považované za hlavného vinníka krízy (v USA skrachovalo takmer 40% bánk) v rokoch 1929 – 1933. Glass – Steagallov zákon (GSA) oddelil preto v USA obchodné a investičné bankovníctvo, vytvoril medzi nimi akúsi stenu s cieľom zabrániť používaniu depozitov v rizikových obchodoch s cennými papiermi. V jeho článku 20 bolo obchodným bankám zakázané uskutočňovať zverenecké obchody s cennými papiermi a investičným bankám obchodujúcich s cennými papiermi získavať depozity. Zákon zaviedol taktiež povinné poistenie vkladov u novo zriadenej Federálnej

¹⁴ČTK, SITA. *Štát ochráni všetky vklady bez obmedzenia*. [online]. Dostupné na: http://spravy.pravda.sk/sk_ekonomika.asp?c=A081024_112448_sk_pludia_p01 [dňa 15.4.2011]

¹⁵MRÁČEK, K. a kol. 2009. *Světová ekonomická krize: Příčiny, projevy, perspektivy*. 1. Vyd. Praha: Professional Publishing, 2009. ISBN 978-80-7431-012-6

korporácie poistenia vkladov (Federal Deposit Insurance Corporation – FDIC) a niektoré ďalšie regulačné opatrenia (Regulation Q). Banky mali rok na to, aby sa rozhodli, či sa budú špecializovať na obchodné alebo investičné bankovníctvo. Iba 10% celkových príjmov obchodných bánk mohlo potom pochádzať z cenných papierov (s výnimkou štátnych dlhopisov). K výnimkám zo zákona patrilo, že banky mohli napr. nakupovať a držať akcie iných bánk (za stanovených limitov).

V roku 1956 prišiel americký kongres s ďalším rozhodnutím o regulácii bankového sektora s cieľom zabrániť hromadeniu moci finančných konglomerátov a vlastne i obchádzaniu GSA. Založenie bankovej holdingovej spoločnosti, ktorej súčasťou je investičná banka predstavovalo určitú možnosť pre obchodné banky výrazne sa angažovať v oblastiach investičného bankovníctva. Nový zákon (Bank Holding Company Act) sa okrem nastoleniu pravidiel zakladania a regulácie činnosti bankových holdingových spoločností zamerával taktiež na banky zapojené do sektoru poisťovníctva a v duchu GSA vytvoril určitú stenu medzi bankovníctvom a poisťovníctvom. Banky síce mohli a stále môžu predávať poisťovacie produkty (v rámci princípu cross-selling), ale bolo im zakázané prijímať poisťné riziko (underwriting insurance).

Zacielenie GSA na bankový sektor vyvolávalo také diskusie, aké rozsiahle obmedzenia sú vôbec zdravé pre toto odvetvie. Neskôr na tzv. post-enronovskom trhu sa okrem toho začalo poukazovať na to, že veľké banky sú pravdepodobne viacej transparentné a znižuje sa u nich možnosť koncentrácie príliš veľkého rizika. Práve reputácia veľkých bánk bola v tejto súvislosti vyzdvihovaná ako motivujúci faktor k ich sebe - regulácií. Výsledkom tlaku záujmových bankových a finančných skupín bolo v novembri 1999 zrušenie GSA americkým kongresom a to prijatím „Gramm-Leach-Bliley Act (GLBA)“, známeho taktiež pod názvom „Financial Services Modernization Act of 1999“. Tento nový zákon dovoľuje bankovým inštitúciám vykonávať a poskytovať širší okruh služieb a obchodných aktivít. V podstate sa uznalo, že síce bariéry medzi obchodným a investičným bankovníctvom môžu zabrániť možnej strate depozitov v dôsledku investičných chýb, ale dôvody pre zrušenie GSA a prijatie GLBA boli vzhľadnuté predovšetkým v tom, že obyčajný regulačný dôraz na bezpečnosť môže mať aj nepriaznivé efekty v rozvoji odvetvia a rastu konkurencieschopnosti. V podmienkach súčasnej finančnej krízy sa však otázky rizika a bezpečnosti v podnikaní bánk začali znovu intenzívne predkladať a GLBA je často kritizovaný ako „príspevok“ ku vzniku finančnej krízy ako zo strany ekonómov, napr. držiteľmi Nobelovej ceny za ekonómiu

Paulom Krugmanom a Josephom Stiglitzom, tak aj zo strany vysokých politikov, napr. Barackom Obamom.“

2.2.5. Nedostatočná činnosť regulátorov v nadnárodnom meradle

Je fakt, že hospodárstva jednotlivých krajín sveta sú úzko prepojené. S týmto prepojením prirodzene prichádza aj prepojenie finančné, ktoré je však oveľa prístupnejšie a náklady na jeho transfer sú minimálne. Asi každému je jasné, že presťahovať nejakú firmu bude oveľa zložitejšie a nákladnejšie (časovo aj finančne), ako presunúť niekoľko miliónov USD do inej krajiny alebo iného finančného produktu. Práve preto je finančný svet oveľa viacej prepojený a rozložený, čo je samozrejme následkom globalizácie. Ak sa tak vyskytne v niektorej z jeho častí problém, okamžite sa rozptýli aj do ostatných kútov sveta. K tomuto javu tak paradoxne prispieva aj diverzifikácia portfólia investícií, ktorá má práve aj rozmiestnením kapitálu zabrániť veľkým výkyvom a stratám, pričom môžeme byť svedkami, že práve v období tak rozsiahlej krízy sa nákaza rozšírila do širokej sféry inštitúcií a diverzifikácia tak nespĺnila svoj účel. Pri tejto prepojenosti trhov sa však zabudlo na ich globálnu reguláciu. Príkladom boli zjavné prejavy hypotekárnej krízy už v roku 2007 a ich následný dopad aj na sféru finančnú sa dal preto predpokladať. Ale i napriek tomu regulátory finančných trhov nedokázali včas identifikovať a oddeliť účastníkov trhov s tzv. toxickými aktívami. Namiesto toho iba sledovali nárast nedôvery na týchto trhoch a nedokázali zabrániť šíreniu „nákazy“ na ostatné zdravé subjekty. Najviac regulované finančné subjekty a to banky boli pritom najväčším zdrojom problémov. Nedostatočná pozornosť bola venovaná likvidite trhov a bolo taktiež podcenené riziko na makroúrovni. Veľmi veľa pozornosti bolo venovanej jednotlivým subjektom na úkor analyzovania celých odvetví alebo trhov.

„ Súčasná globálna finančná kríza ukázala taktiež na určitú zaostalosť inštitucionálneho a regulačného rámca globálneho finančného trhu a hlavne na nedostatky v koordinácií medzi regulátormi rôznych úrovní. Doposiaľ sa nepriaznivo prejavuje roztrieštené inštitucionálne usporiadanie v oblasti regulácie a dohľadu s rozhodujúcou úlohou národne orientovaných regulátorov a národného dohľadu. V tomto kontexte sa začína preto uvažovať aj o globálnom regulačnom a dohliadajúcom systéme a o existencii

celosvetového veriteľa poslednej inštancie. Zjednodušene by bolo možné konštatovať, že globálna kríza vyžaduje globálnu obranu.¹⁶

2.2.6. Finančné inovácie

Po uvoľnení regulačných tlakov bolo možné investovať do rizikovejších produktov. Lenže banky boli aj napriek zrušeniu GSA a prijatiu GLBA dosť kontrolované a preto hľadali možnosti, ako obísť tieto regulácie a kritériá. Tým viacej sa snažili, čím väčšie straty im regulácia spôsobovala. Kreativita tých, ktorí tieto produkty nazývané finančné deriváty (lebo ich hodnota je odvodená od hodnoty podkladového aktíva) vymysleli, bola nesmierne veľká. Jedná sa hlavne o tzv. ABS – Asset Backed Securities, čiže cenné papiere kryté aktívami a MBS – Mortgage Backed Securities, čiže cenné papiere kryté hypotekárnymi úvermi. Pri vytváraní týchto cenných papierov sa aktíva ešte roztriedili podľa rizika do niekoľkých balíčkov, išlo o tzv. sekuritizáciu. Z nich potom vznikli CDO – Collateralized Debt Obligations, čiže zaistené dlhové obligácie. Pre zníženie rizika CDO bolo vyvinuté poistenie CDS - Credit Default Swap, čiže tzv. zmluvné poistenie treťou stranou. CDS ponúkalo prémii a preto sa veľmi rýchlo stalo obchodovateľným. Ale pri poklese cien nehnuteľností v USA za súčasných problémov pri splácaní hypoték začala klesať hodnota CDO a na CDS sa tak vyvinul enormný tlak. Následne sa ukázalo, že zaistenie CDO produktom CDS bolo nedostatočné a teda aj rating CDO ako nadhodnotený. „Obchodovanie s týmito finančnými derivátmi, ktoré sa rozbiehalo približne pred 30 rokmi, začalo byť stále viac a viac atraktívne pre investorov nakoľko tu nebolo zvýšené riziko vyvolané rastúcou volatilitou kurzov finančných aktív (menové kurzy, úrokové sadzby, hodnoty cenných papierov) a rozmach dosiahlo v poslednom desaťročí. Podľa údajov banky pre medzinárodné platby so sídlom v Bazileji (Bank for International Settlements – BIS) sa objem OTC (over the counter) derivátových kontraktov zvýšil zo 100 miliárd USD na konci roku 2001 na takmer 600 miliárd USD na konci roku 2008, čo predstavuje niekoľkonásobok svetového HDP alebo trhovej kapitalizácii firiem po celom svete. K tomu je nutné poznamenať, že tento údaj zahrňuje všetky OTC derivátové obchody, pričom dochádza k vzájomnému „vynulovaniu“ niektorých derivátov a po tomto očistení by tak skutočná hodnota derivátových obchodov klesla až na 34 miliárd USD, čo je podstatný rádový rozdiel oproti vyššie uvedenému údaju. Bankári síce preferujú používanie očisteného údaju derivátových obchodov ako viacej vypovedajúce,

¹⁶MRÁČEK, K. a kol. 2009. *Světová ekonomická krize: Příčiny, projevy, perspektivy*. 1. Vyd. Praha: Professional Publishing, 2009. ISBN 978-80-7431-012-6

avšak nemôžeme zanedbať fakt, že banky vyberajú obvykle poplatky za každý kontrakt, a tak údaj o všetkých OTC derivátových kontraktoch dáva lepší signál o skutočných bankových výnosoch z týchto obchodov. Práve OTC derivátové obchody sú pre banky veľkým zdrojom ziskov. Zhruba 25% týchto obchodov prebieha v USA. Pritom je nutné vziať do úvahy skutočnosť, že celý proces obchodovania vytvára sieť previazaných rizík. OTC derivátové obchody, ktoré sú vlastne obchodovaním s derivátmi na voľnom trhu, tvoria potom približne 4/5 všetkých derivátových obchodov. Zostatkovú 1/5 predstavujú obchody s derivátmi na regulovaných burzách. “

2.3. Ratingové agentúry a zlý odhad riadenie rizika

Na vzniku súčasnej ekonomickej krízy sa do značnej miery podpísali aj ratingové agentúry. Úlohou ratingových agentúr (z angl. rating = ohodnotenie, klasifikovanie) je zanalyzovať riziko istého produktu, aby sa potenciálny investor vedel rozhodnúť, či je ochotný podstúpiť danú mieru rizika pri istom očakávanom výnose. Jedným z kľúčových problémov ohľadne ratingových agentúr je ten, že za ohodnotenie produktu platí pôvodný majiteľ. Ten následne vyvíja tlak na ratingovú agentúru, aby jeho produktu dala čo najlepší rating, čím sa stane zaujímavejšie aj pre rizikovo averzného investora. V opačnom prípade by si majiteľ aktíva vybral inú agentúru. Iným problémom je celková situácia okolo týchto agentúr. Ide tu totiž o príklad nedokonalkej konkurencie na finančných trhoch, nakoľko bariéry vstupu sú pre ratingové agentúry dosť vysoké. Samotná regulácia a dohľad nad nimi prakticky neexistuje, čím nemožno vylúčiť prípadné nepoctivé praktiky na ich strane. Ich pozícia sa tak stáva výrazne silnejšia. Navyše regulátory bánk si vyžiadali zaobstaranie väčšieho množstva ratingov ako napr. kreditné riziko držaných cenných papierov, čím donútili účastníkov finančných trhov stále viac sa opierať o tieto ratingy, hlavne keď na sekundárnych trhoch (burzách) nie sú sekuritizované produkty obvykle obchodované. Ohodnotenie rizika (inak nazývané bonita – kvalita) sa označuje prvými písmenami abecedy, pričom môžu byť použité najviac tri písmená. Najkvalitnejšie produkty sú označované AAA, potom AA, ďalej A,... D. Ratingové agentúry sa dopustili závažnej chyby, keď senior tranžám štruktúrovaných produktov ako napr. CDO priradili najvyšší rating AAA, ktorý zvyčajne majú iba štandardné štátne dlhopisy. Práve získanie ratingu AAA bolo pre majiteľov aktív nesmierne dôležité, lebo napr. dôchodkové fondy vlastniace značnú časť kapitálu mohli investovať iba do takýchto nerizikových cenných papierov. Ukázalo sa tak, že ratingové agentúry používajú chybné alebo zastarané metódy

hodnotenia rizík, ktoré sa prejavili pri hodnotení „ subprime “ hypoték, o ktorých nebolo dostatok historických dát.

„ Je dôležité rozlišovať finančné riziká na mikroekonomickej úrovni a systémové riziká. Systémové riziko vo financiách predstavuje riziko kolapsu alebo nestability určitého finančného systému alebo určitého trhu. Systémové riziko môže byť definované ako pravdepodobnosť či stupeň negatívnych dôsledkov aktivít daných finančných inštitúcií pre väčšie okolie, väčšiu časť ekonomiky, ktoré vyvolajú určité intervencie štátu ku zlepšeniu situácie. Zvyčajne je systémové riziko identifikované a hodnotené v dvoch hlavných situáciách. Prvá z nich označovaná ako „ too big to fail “ je situácia vyjadrená v kontexte veľkosti finančnej inštitúcie relatívne k národnému alebo medzinárodnému trhu a s tým súvisiacou koncentráciou trhu (napr. s využitím Herfindahl-Hirschmanovho indexu) a ďalej bariérami vstupu na tento trh alebo možnosťou a ľahkosťou substitúcie produktu. Druhá situácia označovaná ako „ too interconnected to fail “ zachytáva možnú rozsiahlu sieť negatívnych dopadov pri zlyhaní danej finančnej inštitúcie v jej podnikaní na väčšiu časť ekonomiky (závislosť a prepojenosť iných obchodov s touto inštitúciou). Systémové riziko je vlastne rizikom bezpečnosti a nemôže byť preto redukované cestou diverzifikácie. Subjekty na trhu ako napr. hedgeové fondy môžu byť samy zdrojom rastu systémového rizika a transfer rizík na ne môže viesť paradoxne k zvýšeniu rozsahu systémového rizika. Práve súčasná finančná kríza odhalila rastúce nebezpečenstvá, ktoré pre finančné systémy predstavujú systémové riziká s ich prepojenosťou, komplexnosťou a medzi-sektorovým pôsobením. Termín systémové riziko sa tak začal početne objavovať v diskusiách o finančnej kríze a navrhovaných opatreniach.

Systémové riziko by sa nemalo zamieňať s trhovým rizikom, ktoré sa môže prejavovať ako úrokové, kreditné, akciové, menové alebo komoditné riziko a vzťahuje sa svojimi dôsledkami jednoznačne k predávanému či kupovanému produktu a príslušnej spoločnosti (firme). Trhové riziko je teda v podstate riziko na mikroekonomickej úrovni spojené s konkrétnou finančnou spoločnosťou, finančnou skupinou či príslušným produktom.

Niektoré finančné produkty boli veľmi komplikované a zapletené (napr. niekoľko vrstiev CDO) a vyžadovali si sofistikovanejšie hodnotenie rizika, ku ktorému sa však nedospelo. Taktiež možno poukázať na nedostatočnú transparentnosť segmentov a inštitúcií finančných trhov. Málo sa vedelo o veľkosti a alokácii kreditného rizika. Povaha systému neumožnila skontrolovať, do akej miery sa riziko zo sekuritizovaných

produktov rozprestrela alebo koncentrovala v menej viditeľných častiach systému. Toto bolo dôsledkom následnej nedôvery v jednotlivé časti finančného sektoru.

Tieto skutočnosti boli navyše umocnené podhodnotením rizika likvidity ako zo strany inštitúcií tak aj zo strany dohliadajúcich orgánov. Išlo o možnosť nízkej likvidity trhu. Takže tento atraktívny obchodný model v kontexte trhov likvidných peňazí a rastúceho sklonu výnosových kriviek sa zmenil na nebezpečnú pascu vtedy, keď na úverových trhoch začala „vysychať“ likvidita a systém sa tak zacyklil.“¹⁷

2.4. Bublina na trhu nehnuteľností a jej prasknutie

Monetárna expanzia, deregulácia trhu, vznik nových derivátov a ďalších inovácií, nesprávny odhad rizika a nadhodnotený ratingy ratingových agentúr. Toto všetko sú iste hnacie motory vzniku bubliny na trhu s nehnuteľnosťami, ale ako samotné príčiny jej vzniku by sme ich nemali označovať. Veď v prvom rade to boli samotní obyvatelia USA, ktorí sa slobodne rozhodli zobrať si hocijaký úver. Oni si predsa museli byť vedomí toho, že podstupujú isté riziko v prípade, ak by už nedokázali splácať istinu a dokonca ani úroky. Do istej miery by sme ich mohli ospravedlniť snád' tým, že nemali takú silnú výchovu k šetreniu peňazí, ako to bolo a stále je v konzervatívnejšej európskej spoločnosti. Európa zažila počas svojej dlhej histórie omnoho viac tragédií a vojen než tomu bolo v relatívne krátkej histórii USA, ktoré tak posilnili u obyvateľov Európy mieru šetrenia na horšie časy a teda aj sklon k úsporám. Tento fakt zohrá pravdepodobne v nasledujúcom období významnú úlohu pri obnovovaní prosperity celého hospodárstva a finančného sektoru jednotlivých krajín sveta.

Tento trend stúpajúceho zadlženia obyvateľov USA sa stal aj novodobým motto vlády, ktorá chcela svojim obyvateľom dopriať svoje vlastné bývanie a sľuť im tak ich „americký sen“. Tento vynikajúci nápad sa ujal aj veľkej podpory finančných inštitúcií, ktoré veľmi ochotne začali poskytovať obyvateľstvu úvery. Vláda USA sa v tejto podpore angažovala už v roku 1934 vydaním „National Housing Act“, čiže národným zákonom o bývaní. Následne v roku 1938 bol k nemu prijatý dodatok, ktorým vznikla The Federal National Mortgage Association (FNMA), bežne nazývaná aj Fannie Mae. Bola to stratégia amerického prezidenta F. D. Roosevelta, ktorá bola súčasťou tzv. „New Deal“, čiže „Nový údel“. Fannie Mae bola založená ako GSE (z angl. Government-Sponsored

¹⁷MRÁČEK, K. a kol. 2009. *Světová ekonomická krize: Příčiny, projevy, perspektivy*. 1. Vyd. Praha: Professional Publishing, 2009. ISBN 978-80-7431-012-6

Enterprise), teda vládou sponzorovaný podnik, ale v roku 1968 bola konvertovaná na verejnú obchodnú spoločnosť. Jej cieľom je podporiť sekundárny hypotekárny trh, bez ktorého by chudobnejší alebo menej solventný občania nemali šancu dostať hypotéku za priateľských podmienok ak vôbec. Práve tu sa začala používať sekuritizácia a vznikli produkty ako MBS. V roku 1970 vznikla ešte Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC) nazývaná aj Freddie Mac, ktorá sa stala istou konkurenciou pre Fannie Mae a vzniklo tak súťaživé prostredie. Svojho vrcholu dosiahli tieto agentúry práve v období nízkych úrokových mier, kedy výrazne akcelerovalo poskytnutie nových hypotekárnych úverov. Na americkom trhu poskytli viac ako 31 miliónov úverov na bývanie v celkovej hodnote viac ako 5 biliónov USD, čo predstavuje takmer polovicu všetkých hypoték vydaných na americkom trhu.¹⁸ „Ročná nominálna miera rastu hypotekárnych úverov poskytnutých domácnostiam prekračovala v rokoch 2001 – 2006 stabilne 10%. Rizikovým segmentom tohto neúmerného žitia na dlh boli tzv. subprime hypotéky, ktoré vzrástli zo 180 miliárd USD v roku 2001 na 625 miliárd USD v roku 2006.“¹⁹ I keď tieto agentúry nie sú priamo garantované štátom, sú to gigantické finančné domy, ktorých pád by znamenal katastrofu na americkom trhu s nehnuteľnosťami. Sú preto často označované ako „too big to fail“ čo znamená príliš veľké na to aby ich vláda nechala padnúť.

Prasknutie bubliny na trhu s nehnuteľnosťami bolo následkom rastúcich úrokových mier spôsobených FED-om. Ten postupným privádzaním úrokových mier do štandardných hodnôt znížil záujem o nové úvery a majiteľom starých úverov spôsobil zvýšenie splátok. To sa stalo akýmsi bremenom práve pre vlastníkov subprime hypoték a tí boli následne donútení odovzdávať nehnuteľnosti bankám. Tým stúpila ich ponuka, ale na trhu začali chýbať občania, ktorý si pri vyššej úrokovej miere mohli zobrať úver a nastáhovať sa do týchto domov. To spôsobilo prepád ich ceny a na trhu vznikla zaujímavá situácia pre už existujúcich vlastníkov hypoték, pre ktorých bolo výhodné vypovedať pôvodnú hypotéku a zobrať si novú na lacnejšiu nehnuteľnosť. Takto vznikol jeden veľký cyklus, ktorým táto bublina praskla a cez finančné deriváty ako CDO sa presunula do celého sveta. Pavel Kohout vo svojej knihe *Finance po kríži*²⁰ navyše uvádza, že akciové trhy sa snažili zatvárať oči pred blížiacou sa finančnou krízou (na jeseň 2007 sa ešte písalo „americká hypotekárna“). Darilo sa im to tak dobre, že mnohí boli presvedčení, že ide o obyčajnú

¹⁸FINWEB. *Freddie Mac je prvýkrát za dva roky v zisku* [online]. Dostupné na:

<http://finweb.hnonline.sk/c1-51774520-freddie-mac-je-prvykrat-za-dva-roky-v-zisku> [dňa 25.4.2011]

¹⁹MRÁČEK, K. a kol. 2009. *Světová ekonomická krize: Příčiny, projevy, perspektivy*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2009. ISBN 978-80-7431-012-6

²⁰KOHOOUT, P. 2009. *Finance po kríži: důsledky hospodářské recese a co bude dál*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2009. ISBN 978-80-247-3199-5

malichernosť. Ved' predsa akcie, ktoré nemajú nič spoločného s hypotékami, by nemali reagovať, že? Tak si to možno hovorili aj mnohí investori a špekulanti.

2.5. Globálne nerovnováhy

Z definície modernej ekonomiky podľa knihy *Ekonomía v novej ekonomike*²¹ jednoznačne vyplýva, že nová ekonomika, ktorá v masovom meradle využíva moderné informačné prostriedky a telekomunikačné technológie, prispela k rozsiahlemu a mnohostrannému prepojeniu národných ekonomík a k vzniku globálnej ekonomiky, v ktorej sa vzdialenosti a relatívna uzavretosť národných ekonomík strácajú. V novej ekonomike geografická poloha a vzdialenosti nie sú prekážkou medzinárodnej ekonomickej spolupráce, z čoho následne plynie aj fakt, že národné ekonomiky sú vo veľkej miere otvorenými ekonomikami.

2.5.1. Otvorenosť ekonomiky

Otvorenosť ekonomiky spočíva v jej zapojení do medzinárodných ekonomických vzťahov, ktoré predstavujú pohyb tovarov, služieb a kapitálu medzi rezidentmi rôznych národných ekonomík. Kľúčovú úlohu v nej zohráva medzinárodný obchod ako najstaršia forma medzinárodných ekonomických vzťahov, ktorý umožňuje zvýšiť životnú úroveň a blahobyt všetkých participujúcich krajín tým, že každá krajina sa môže špecifikovať na výrobu toho tovaru a alebo služby, v ktorých dosahuje komparatívnu výhodu. Otvorenosť ekonomiky môžeme merať ako pomer vývozu alebo dovozu domácej ekonomiky a HDP.

Pre kvantifikovanie medzinárodného pohybu tovarov sa používajú ukazovatele ako vývoz, dovoz, čistý vývoz (tvorí časť obchodnej bilancie). Vývoz (export) je hodnota tovarov a služieb, ktoré boli vyprodukované v domácej ekonomike a predávajú sa v zahraničí (ozn. EX). Dovož (import) predstavuje hodnotu tovarov a služieb, ktoré boli vyrobené v zahraničí a predávajú sa na domácom trhu (ozn. IM). Čistý vývoz (čistý export, ozn. NX) je rozdiel medzi hodnotou vývozu a dovozu domácej ekonomiky, t.j. $NX=EX-IM$. Ak NX nadobúda kladné hodnoty, teda vývoz je väčší ako dovoz, krajina má prebytok obchodnej bilancie. Ak je naopak táto hodnota záporná, krajina má deficit obchodnej bilancie. Ak je hodnota čistého exportu rovná resp. veľmi blízka nule, možno povedať, že daná krajina má vyrovnanú obchodnú bilanciu.

²¹Lisý, J. a kol. 2005. *Ekonomía v novej ekonomike*. 1. Vyd. Bratislava: IURA EDITION, 2005. ISBN 80-80787-063-3

2.5.2. Medzinárodný pohyb kapitálu

Podľa knihy *Ekonomía v novej ekonomike*²² je medzinárodný pohyb kapitálu charakterizovaný cez medzinárodné kapitálové toky. Ekonomické subjekty sa v otvorených ekonomikách zúčastňujú na transakciách na medzinárodných finančných trhoch. Krajiny tak obchodujú s reálnymi finančnými aktívami podobne ako s tovarmi a službami. Nákup domácich aktív zahraničnými subjektmi (domácnosťami alebo firmami) nazývame prílevom kapitálu. Naopak nákup zahraničných aktív domácimi subjektmi nazývame odlev kapitálu. Ak prílev kapitálu do danej krajiny je vyšší ako jeho odlev z krajiny, ide o stav nazývaný čistý prílev kapitálu. V opačnom prípade ide o čistý odlev kapitálu. V literatúre sa niekedy medzinárodný pohyb kapitálu analyzuje prostredníctvom čistých zahraničných investícií.

2.5.3. Platobná bilancia

Podľa definície²³ je súhrnným výkazom transakcií obyvateľov a inštitúcií sídliačich v domácej ekonomike so zvyškom sveta počas určitého obdobia, v ktorom sa zachytáva medzinárodný pohyb tovarov, služieb, pohľadávok a záväzkov (kapitálu). Tento výkaz sa zvyčajne vedie v domácej mene, obvykle za rok, štvrťrok alebo mesiac. Platobná bilancia sa skladá z troch účtov: bežný účet, finančný účet a kapitálový účet.

Bežný účet platobnej bilancie zachytáva obchodnú bilanciu, obchody so službami a čisté transferové platby smerujúce k cudzincom. Ak má krajina väčšie výdavky smerujúce do zahraničia ako príjmy zo zahraničia, vzniká deficit bežného účtu, ktorý je následne financovaný z predaja aktív alebo požičaním zo zahraničia. Treba ho teda financovať prílevom kapitálu. Prebytok bežného účtu sa môže riešiť dvoma spôsobmi: využije sa na splácanie dlhov zahraničiu resp. nákupom zahraničných aktív alebo centrálna banka nakupuje zahraničnú menu získanú súkromným sektorom a pripojí ju k svojim devízovým rezervám.

Kapitálový účet zachytáva kapitálové transfery, ako napr. odpustenie pohľadávok, prevod akcií, odpustenie dlhov. Patria sem aj prevody nevýrobných nefinančných hmotných aktív a nehmotných práv, ako patenty, autorské práva a pod.

Finančný účet vyjadruje vývoj pohľadávok a záväzkov rezidentov danej ekonomiky voči zahraničiu. Člení sa na: priame zahraničné investície (napr. ide o nákup akcií, reálne

²²Lisý, J. a kol. 2005. *Ekonomía v novej ekonomike*. 1. Vyd. Bratislava: IURA EDITION, 2005. ISBN 80-80787-063-3

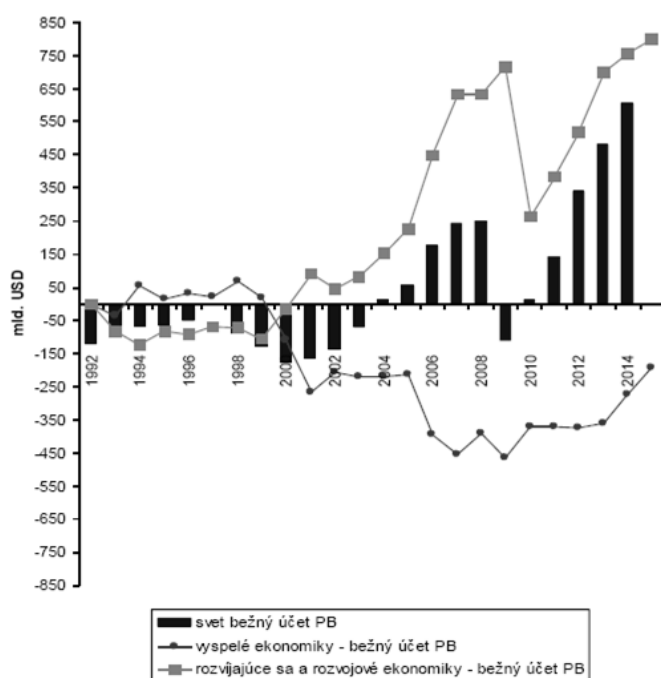
²³Lisý, J. a kol. 2005. *Ekonomía v novej ekonomike*. 1. Vyd. Bratislava: IURA EDITION, 2005. ISBN 80-80787-063-3

investovanie či reinvestovanie zahraničného zisku), portfóliové investície (napr. ide o nákup obligácií zahraničných podnikov a vlád a nákup akcií) a ostatné investície (vládne úvery, kapitálové operácie centrálnych bánk).

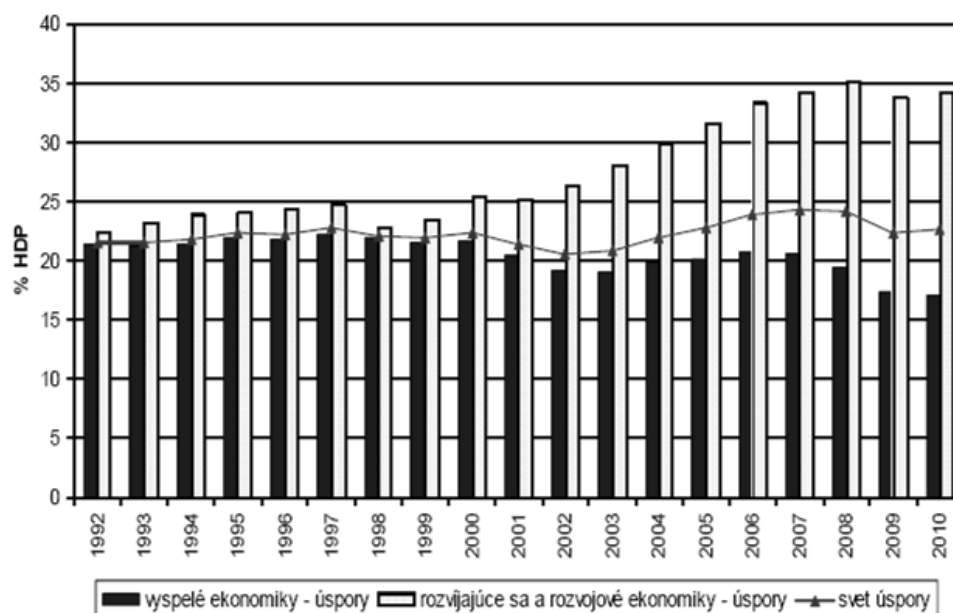
Vývoj stavu bežného účtu je vhodné pozorovať oddelene pre krajiny, ktoré sú veľmi vyspelé ako napr. USA a Európa a samostatne pre rozvojové a rozvíjajúce sa krajiny. Je to podstatné hlavne z toho hľadiska, že rozvojové a rozvíjajúce sa ekonomiky majú značnú časť príjmov z nerastného bohatstva a iných komodít. V časoch krízy sa navyše začalo oveľa viacej šetriť a západný svet preto čoraz viac dováža lacnejšie substitúty tovarov z rozvojových a rozvíjajúcich sa ekonomík, najmä z Ázie. Tento stav je pekne zachytený na obrázku č. 03 (*Vývoj bežného účtu platobnej bilancie v hlavných skupinách krajín*). Pozorovaný je v ňom prebytok bežného účtu platobnej bilancie globálnej ekonomiky od roku 2004, ktorý vznikol vďaka rozvojovým a rozvíjajúcim sa ekonomikám.

Celková platobná bilancia závisí aj od miery úspor, teda potenciálnych zdrojov pre investície. Vo vyspelých krajinách sveta sa od roku 2000 výraznejšie znižuje miera úspor, ktorá sa naopak v chudobnejších regiónoch zvyšuje. Tento trend je zachytený na obrázku č.04 (*Vývoj úspor v hlavných skupinách krajín ako % HDP*). Ďalším dôležitým ukazovateľom je miera investícií. Úspory a investície sú úzko prepojené, pretože úspory sú hlavným zdrojom investovania. Keďže v rozvojových a rozvíjajúcich sa regiónoch sveta dosahujú úspory vyššie hodnoty ako vo vyspelých krajinách, je preto prirodzené, že sú práve v nich investované. Investície vo vyspelých ekonomikách teda nie sú kryté ich vlastnou tvorbou úspor. I keď situácia sa pomaly zlepšuje a investície v bohatých regiónoch pomaly klesajú, kým v chudobnejších a rozvíjajúcich sa regiónoch stúpajú, stále tak vznikajú globálne nerovnováhy. Vývoj miery investovania v týchto oblastiach je zachytený na obrázku č.05 (*Vývoj investícií v hlavných skupinách krajín ako % HDP*).

Obrázok č. 03: Vývoj bežného účtu platobnej bilancie v hlavných skupinách krajín
(Zdroj: internet ²⁴)



Obrázok č. 04: Vývoj úspor v hlavných skupinách krajín ako % HDP
(Zdroj: internet ²⁵)

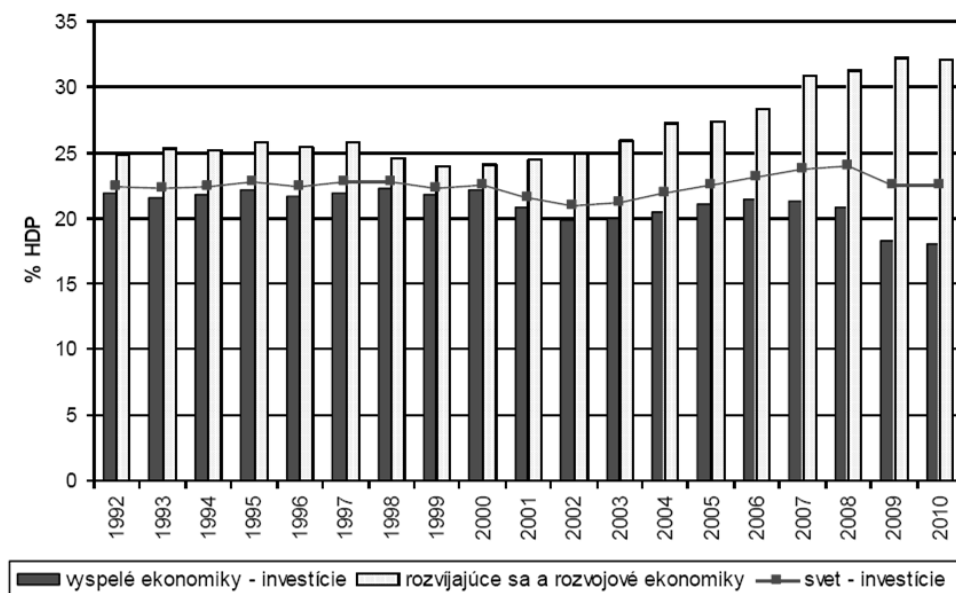


²⁴KOTLEBOVÁ, J. 2009. Základné prejavy globálnej nerovnováhy v súčasnej svetovej ekonomike. [online - pdf]. Dostupné na: http://www.derivat.sk/files/konferencia_forfin2009/Kotlebova.pdf [dňa 24.5.2011]

²⁵KOTLEBOVÁ, J. 2009. Základné prejavy globálnej nerovnováhy v súčasnej svetovej ekonomike. [online - pdf]. Dostupné na: http://www.derivat.sk/files/konferencia_forfin2009/Kotlebova.pdf [dňa 24.5.2011]

Obrázok č. 05: *Vývoj investícií v hlavných skupinách krajín ako % HDP*

(Zdroj: internet ²⁶)



2.5.4. Príjmové nerovnosti

Príjmové nerovnosti medzi jednotlivými skupinami obyvateľov sa v posledných desaťročiach výrazne zvyšujú. Tento trend má za následok zužovanie strednej vrstvy v populácii, naopak implikuje malý nárast počtu obyvateľov hornej vrstvy a dosť výrazný nárast obyvateľov nižšej vrstvy. Tento trend je do istej miery zapríčinený relatívne malými zásahmi štátov do ich ekonomík, čo je prirodzene späté s relatívne nízkou mierou zdanenia. Z toho plynie slabšie sociálne zabezpečenie a ponechanie obyvateľov na dobročinnosť okolitého sveta. Jednoducho povedané, ak ste chudobný, nedosiahnete kvalitné vzdelanie, nenájdete si dobre zaplatenú prácu a táto situácia sa bude postupne zhoršovať pre ďalšie generácie. V súčasnej ekonomickej kríze možno tento jav pozorovať práve v procese zadlžovania. Bohatí, ktorí sa stali vďaka špekuláciám ešte bohatší tak nestačia míňať svoj obrovský finančný kapitál. Aby na ňom zarobili ešte viac, rozhodli sa poskytovať chudobným tieto finančné prostriedky a zarobiť na úrokoch. Tento model však nepočíta s podstatným faktom, že chudobný raz budú musieť tieto podlžnosti splatiť, čím klesne agregovaný dopyt a ekonomiky sa tak dostanú do dlhodobej recesie, ak nie depresie. Následne stúpne nezamestnanosť a problémy so splácaním budú ešte horšie. Táto

²⁶KOTLEBOVÁ, J. 2009. *Základné prejavy globálnej nerovnováhy v súčasnej svetovej ekonomike*. [online - pdf]. Dostupné na: http://www.derivat.sk/files/konferencia_forfin2009/Kotlebova.pdf [dňa 24.5.2011]

nerovnováha sa zlepši po tom, keď si problémy so splácaním dlhov definitívne odnesú veritelia a prídu tak o značnú časť svojho kapitálu.

Príjmové nerovnosti si pripisujú aj jedno pozitívum. V knihe *Krízonómia z nadhľadu alebo trochu recesie v časoch recesie*²⁷ sa uvádza príklad Číny a Indie. I keď príjmové rozdiely medzi jednotlivými vrstvami obyvateľov narástli, chudobná vrstva však zarába taktiež viacej. Vďaka globalizácii urobili tieto krajiny veľmi výrazný ekonomický krok vpred, čím vytiahli z chudoby stá milióny ľudí. Kým pred tridsiatimi rokmi štyria z piatich chudobných na svete žili vo Východnej a Južnej Ázii, v súčasnosti zostáva na dne už len Afrika. Ak si zoberieme dva doláre na deň ako definíciu chudoby (podobne to definuje aj Svetová banka), tak v roku 1970 bolo vo Východnej Ázii chudobných až 80% ľudí, teraz pod touto hranicou žije už len 7% ľudí. V Afrike to zaostalo stále nad hranicou 60%.

²⁷ÓDOR, L. 2009. *Krízonómia z nadhľadu alebo trochu recesie v časoch recesie*. 1. Vyd. Bratislava: TREND Holding, 2009. ISBN 978-80-89357-03-1

3. Dopad svetovej ekonomickej a hospodárskej krízy na región strednej Európy

Ako región strednej Európy sa chápe zoskupenie krajín tvoriacich tzv. Vyšehradskú štvorku označovanú ako región V4. Názov pochádza z roku 1335, kedy sa konalo stretnutie českého (Ján Luxemburský), poľského (Kazimír III. Veľký) a uhorského (Karol I.) kráľa v uhorskom (dnes maďarskom) meste Vyšehrad²⁸. Jedná sa o tieto krajiny: Česká republika, Maďarsko, Poľsko a Slovensko. Tieto krajiny okrem spoločných hraníc spája aj spoločná história druhej polovice dvadsiateho storočia, kedy boli súčasťou „východného bloku“ so socialistickým zriadením. Snáď najvýraznejší rozdiel oproti kapitalizmu, ktorý vládol západnému svetu, bolo zrušené súkromné vlastníctvo, ktoré nahradilo vlastníctvo kolektívne (družstvá, národné podniky). Ceny tovarov a služieb ako aj ich množstvá boli dlhodobo plánované, namiesto prirodzeného vývoja v trhovej ekonomike.

Tento režim však musel vzdorovať silnému politickému tlaku západu a vlastným ekonomickým ťažkostiam, ktorým už koncom osemdesiatych rokov dvadsiateho storočia nedokázal odolať. Následný postupný prechod ekonomík od plánovaného hospodárstva k trhovej ekonomike nebol vôbec jednoduchý. Tak či onak, nechajme tento historický vývoj odborníkom v danej oblasti a charakterizujme si súčasnú resp. nedávnu ekonomickú situáciu regiónu Vyšehradskej skupiny.

Pri analyzovaní celkovej ekonomickej situácii jednotlivých krajín oblasti V4 sa budeme opierať o základné makroekonomické ukazovatele. Najvýznamnejší z nich je určite vývoj hrubého domáceho produktu. Ale ani ďalšie parametre ako inflácia, menové kurzy, nezamestnanosť či stav verejných financií nenecháme bokom.

3.1. Menové kurzy a inflácia

Menové kurzy alebo inak povedané výmenné kurzy zažili v časoch nastupujúcej a stupňujúcej sa ekonomickej krízy výrazné turbulencie. Riaditeľ Inštitútu európskej integrácie NEWTON College (CZ), Jiří Malý²⁹, upozorňuje v zmysle európskeho kontextu

²⁸WIKIPÉDIA. *Vyšehradská skupina*. Dostupné na:

http://sk.wikipedia.org/wiki/Vy%C5%A1ehradsk%C3%A1_skupina [dňa 25.5.2011]

²⁹MALÝ, J. a kol. 2009. *Světová ekonomická krize: Příčiny, projevy, perspektivy*. 1. Vyd. Praha: Professional Publishing, 2009. ISBN 978-80-7431-012-6

na skutočnosť, či je daná krajina členom eurozóny, ktorá je dostatočne veľká a relatívne stabilná oproti ostatným európskym krajinám mimo nej. Otázkou však ostáva, či jednotné uplatňovanie monetárnej politiky bude vyhovovať všetkým krajinám európskej menovej únie, alebo realizácia autonómnej monetárnej politiky bude prevyšujúcou výhodou nečlenských krajín. Výhody plynúce z jednotnej meny ako napr. odstránenie strachu a neistoty investorov z výkyvov menových kurzov, odbúranie časti administratívy importujúcim alebo exportujúcim firmám, zamedzenie špekulácií, atď. sú silným argumentom pre prijatie eura v čo najkratšom čase, avšak odporcovia spoločnej meny argumentujú dôležitosťou vlastnej a slobodnej monetárnej politiky. Krajiny regiónu V4 sa však už dávno rozhodli a je len otázkou času, kedy aj ony splnia konvergenčné kritéria pre prijatie eura.

Zástancov ale aj odporcov eura je naozaj dostatok. Oba tábory argumentujú svojimi názormi a pravda leží niekde uprostred. Každopádne súčasná ekonomická kríza opäť zvýšila záujem diskutovať na túto tému. Príkladom je Česká republika, ktorá je dosť opatrná vo svojich výpovediach a so zavedením eura sa absolútne neponáhľa. Dôkazom toho je aj výrok viceguvernéra Českej národnej banky z 28.7.2009: „*S prijatím eura by sme sa nemali ponáhľať. Načasovanie vstupu momentálne nie je otázkou života a smrti.*“³⁰ Opačné snahy ako Česká republika vyvíja Poľsko, ktoré na jeseň 2008 vyhlásilo vstup do eurozóny na rok 2012. Nakoniec však tento termín museli odvolať, nakoľko schodok verejných financií prekročil požadovanú úroveň 3% HDP.

3.1.1. Vývoj menových kurzov

Vývoj menových kurzov v dobe ekonomickej krízy nie je ľahko predvídateľný. Okrem celkovej zmeny hospodárskej produkcie a iných dôležitých faktorov sú zmeny kurzov spôsobované aj útokmi špekulantov. O tejto skutočnosti nás môže presvedčiť citát z knihy *Světová ekonomická krize: Příčiny, projevy, perspektivy*, ktorý bol pôvodne napísaný v denníku Financial Times. „*Je akosi politicky správne hovoriť, že krajiny strednej a východnej Európy sú každá iná. Takže do mikrofónu hovorím, že to je naozaj tak. Jediný problém je, že to vôbec nie je dôležité. Pokiaľ sa koná špekulatívny útok na celý región, vôbec nezáleží na tom, či ste Maďarsko alebo Česká republika.*“ Tento výrok bol reakciou na list od viceguvernéra Českej národnej banky Mojžíra Hampla, ktorý kritizoval postup niektorých komentátorov západných médií, ktorí nerozlišovali štáty v strednej

³⁰MALÝ, J. a kol. 2009. *Světová ekonomická krize: Příčiny, projevy, perspektivy*. 1. Vyd. Praha: Professional Publishing, 2009. ISBN 978-80-7431-012-6

a východnej Európe pri hodnotení ich ekonomickej situácie v súčasnej globálnej finančnej a ekonomickej kríze. My sa preto pozrieme na vývoj jednotlivých menových kurzov krajín V4 samostatne a pre zachytenie vývoja pridávame nasledujúce grafy.

Obrázok č. 06: *Vývoj CZK/USD*

(Zdroj: internet ³¹)



Obrázok č. 07: *Vývoj HUF/USD*

(Zdroj: internet ³²)

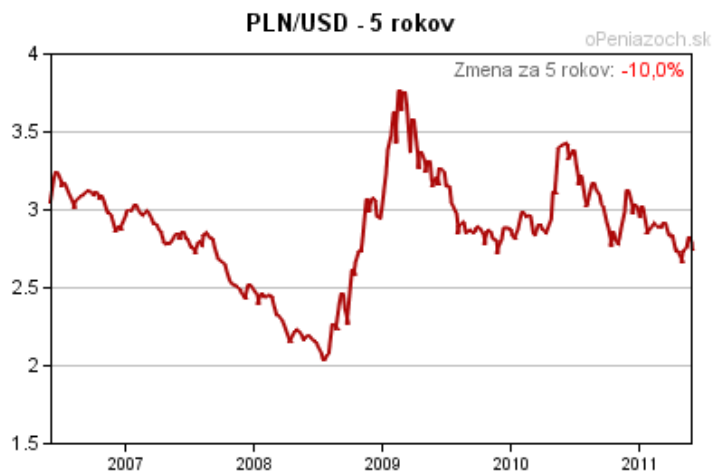


³¹FINANČNÉ CENTRUM O PENIAZOCH, *Križové grafy*. [online]. Dostupné na: <http://openiazoch.zoznam.sk/produkty/me/cross.asp?TID=MEUSD&CID=MECZK&period=7> [dňa 26.5.2011]

³²FINANČNÉ CENTRUM O PENIAZOCH, *Križové grafy*. [online]. Dostupné na: <http://openiazoch.zoznam.sk/produkty/me/cross.asp?TID=MEUSD&CID=MEHUF&period=7> [dňa 26.5.2011]

Obrázok č. 08: Vývoj PLN/USD

(Zdroj: internet ³³)



Obrázok č. 09: Vývoj EUR/USD

(Zdroj: internet ³⁴)



Ako môžeme pozorovať z hore uvedených obrázkov zachytávajúcich vývoj národných mien jednotlivých krajín voči americkému doláru bol veľmi podobný. Najväčší pred amerického doláru bol pozorovaný v druhej polovici roku 2008, kedy vypukla kríza v najvýraznejšej miere. To sa dialo práve na americkom trhu z čoho vyplýva výrazný pred amerického dolára. Potom nastalo obdobie výrazných ekonomických stimulov v USA a dolár naberal na sile. Naopak ekonomiky regiónu V4 ešte len začali pociťovať negatívne

³³FINANČNÉ CENTRUM O PENIAZOCH, *Križové grafy*. [online]. Dostupné na: <http://openiazoch.zoznam.sk/produkty/me/cross.asp?TID=MEUSD&CID=MEPLN&period=7> [dňa 26.5.2011]

³⁴FINANČNÉ CENTRUM O PENIAZOCH, *Križové grafy*. [online]. Dostupné na: <http://openiazoch.zoznam.sk/produkty/me/cross.asp?TID=MEUSD&CID=MEEUR&period=7> [dňa 26.5.2011]

dopady na ich ekonomiky. Začiatkom roku 2009 tak americký dolár dosiahol aktuálny vrchol krízového obdobia voči menám V4. Neskôr nasleduje o niečo pokojnejšie obdobie, ktoré čiastočne upokojilo výrazne výkyvy spomínaných národných mien.

3.1.2. Inflácia

Podľa Miroslavy Federičovej³⁵ má zhodnocovanie a znehodnocovanie výmenného kurzu priamy vplyv na infláciu, a to zmenou cien obchodovateľných tovarov vyjadrených v domácej mene. Výmenný kurz vplýva na infláciu taktiež nepriamo, cez zmeny v ekonomickej aktivite krajiny. Pohyby výmenného kurzu sa prenášajú do rôznych úrovní cenového reťazca. Ak všetko ostatné ostáva nezmenené, dovozná cena by sa mala zmeniť s výmenným kurzom v pomere jedna k jednej, ako predpisuje zákon jednej ceny. Zmeny dovozných cien by mali následne vyvolať zmeny výrobných a spotrebiteľských cien.

Inflácia je jedným z kľúčových makroekonomických ukazovateľov. Je to medziročná percentuálna zmena cenovej úrovne (hladiny). Jej vývoj v čase pre krajiny regiónu V4 sme zachytili v nasledujúcej tabuľke (č.03) ako aj grafe (č.01). Dáta sme získali z internetového zdroja zo stránky Eurostatu. Pre časové obdobie sme zvolili roky 2000-2010, lebo zachytávajú situáciu v dostatočnom odstupe od blížiacej sa krízy.

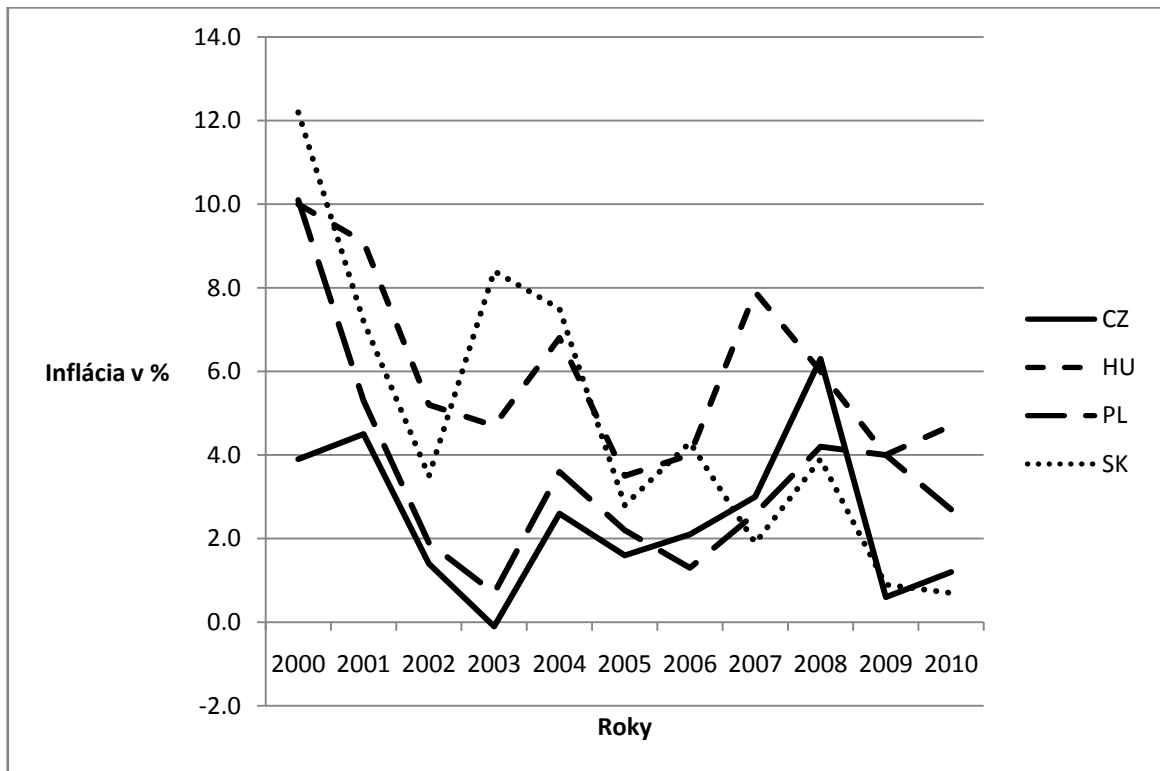
Tabuľku č. 03: *Inflácia* (Zdroj: vlastný)

GEO/ROK	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
CZ	3,9	4,5	1,4	-0,1	2,6	1,6	2,1	3,0	6,3	0,6	1,2
HU	10,0	9,1	5,2	4,7	6,8	3,5	4,0	7,9	6,0	4,0	4,7
PL	10,1	5,3	1,9	0,7	3,6	2,2	1,3	2,6	4,2	4,0	2,7
SK	12,2	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9	0,9	0,7

Inflácia všetkých štyroch krajín regiónu V4 sa výrazne znížila v roku 2009, ktorý bol rokom najvýraznejších dopadov pre tieto ekonomiky. Bolo to spôsobené poklesom dopytu a následne aj cien tovarov a služieb, ako aj znížením úrokových mier na historické minimá.

³⁵ FEDERIČOVÁ, M. 2008. *Výmenný kurz a jeho vplyv na infláciu*: diplomová práca. Bratislava: Univerzita Komenského, 2008.

Graf č. 01: *Inflácia* (Zdroj: vlastný)



3.2. Hospodársky rast a Poľský fenomén

Nie len americká ekonomika sa dostala v časoch hospodárskej krízy do stavu recesie. Globalizovaný svet a jeho prepojenosť sa naplno ukázala v týchto ťažkých časoch, v ktorých sa región strednej Európy rovnako dostal do zostupnej fáze hospodárskeho cyklu. Miera spomalenia tempa ekonomického rastu, respektíve miera poklesu reálneho HDP je dosť odlišná pre jednotlivé krajiny sveta. Dôkazom toho je aj región V4, kde sa Poľsko a jeho zmeny makroekonomických ukazovateľov výrazne líšia od ostatných krajín spomínaného regiónu. Faktom však zostáva, že ani Poľskom sa v časoch svetovej recesie nežije lepšie.

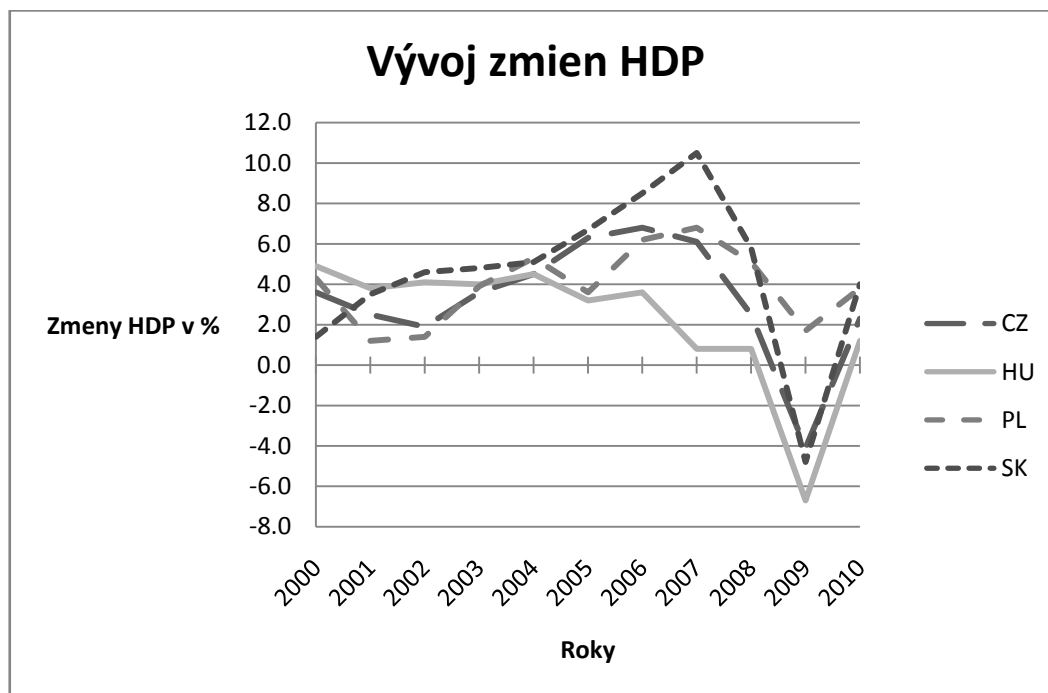
Pre ilustráciu vyvíjajúcej sa percentuálnej medziročnej zmeny HDP v stálych cenách informujeme nasledujúcou tabuľkou (č.04) ako aj grafom (č.02). Dáta sme získali z internetového zdroja zo stránky Eurostatu. Z pomedzi krajín V4 patrilo Slovensko na prvé miesto v raste ekonomiky pred recesiou. Bolo to spôsobené množstvom reforiem, ktoré zlepšili podnikateľské prostredie a prilákali mnoho zahraničných investorov. Slovensko sa tak stalo silne pro-exportne orientovanou ekonomikou, ktorá na to doplatila

najviac z pomedzi krajín V4. Podobne je na tom aj Česká republika a Maďarsko. Výnimkou ostáva jedine Poľsko, ktoré vďaka svojej územnej veľkosti a sile domáceho trhu dokázalo najlepšie odolávať globálnej recesii. Ako jediná krajina V4 si dokázala udržať hospodársky rast a najlepšie sa vyrovnala s vonkajšími a vnútornými nerovnováhami, ako aj s ponukovými a dopytovými šokmi.

Tabuľku č. 04: *Medziročná zmena HDP* (Zdroj: vlastný)

GEO/ROK	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
CZ	3,6	2,5	1,9	3,6	4,5	6,3	6,8	6,1	2,5	-4,1	2,3
HU	4,9	3,8	4,1	4,0	4,5	3,2	3,6	0,8	0,8	-6,7	1,2
PL	4,3	1,2	1,4	3,9	5,3	3,6	6,2	6,8	5,1	1,7	3,8
SK	1,4	3,5	4,6	4,8	5,1	6,7	8,5	10,5	5,8	-4,8	4,0

Graf č. 02: *Medziročná zmena HDP* (Zdroj: vlastný)



3.3. Fiškálna politika a schodok verejných financií

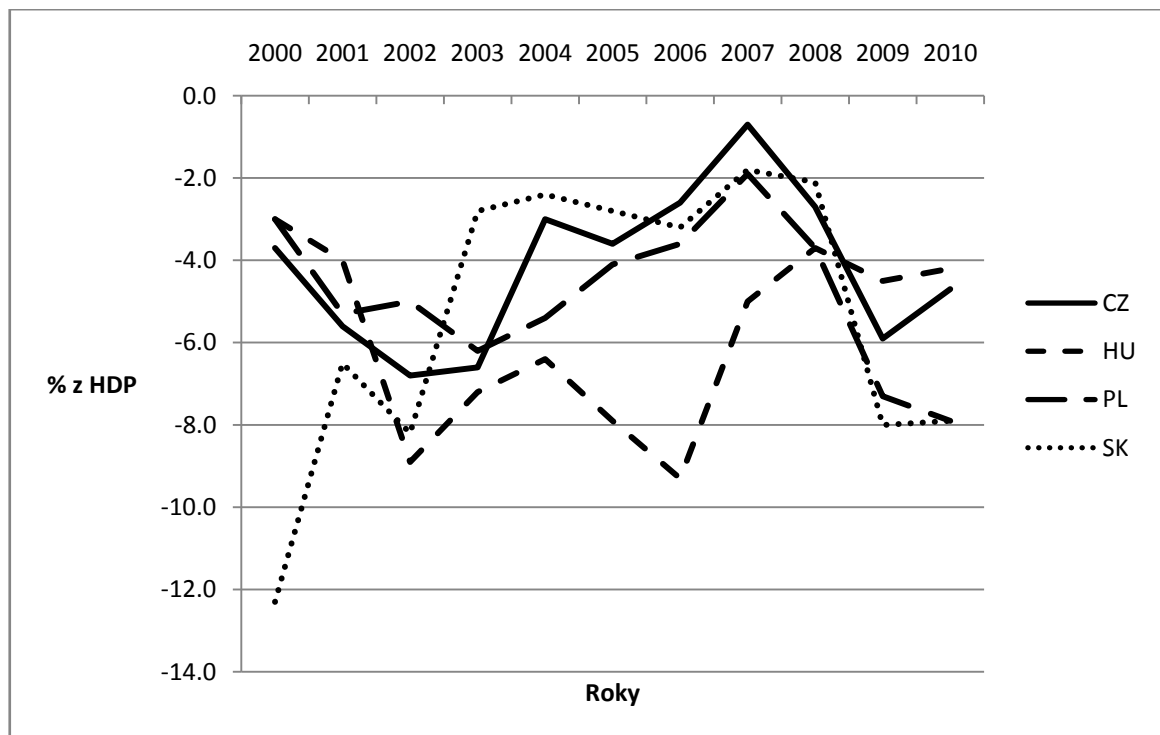
Mohutné fiškálne stimuly boli základnou metódou pri zlepšovaní hospodárskej situácie všetkých krajín regiónu V4. Tieto stimuly však nie sú zadarmo a prejavujú sa vo zvýšených deficitoch štátnych rozpočtov. Numericky ich vyjadrujeme ako percento z HDP danej krajiny pre konkrétny rok. Deficity za jednotlivé roky sa postupne hromadia a vzniká tak verejný dlh. Pre porovnanie ekonomickej situácie V4 so zvyškom sveta prikladáme

informáciu o deficite USA z knihy *Světová ekonomická krize: Příčiny, projevy, perspektivy*³⁶, ktorý sa pohybuje na úrovni okolo 5% HDP. Verejný dlh USA sa vyšplhá zo 62,2% v roku 2007 na 93,9% v roku 2010. Hodnoty deficitou verejných financií regiónu V4 sme zachytili v nasledujúcej tabuľke (č.05) a grafe (č.03). Dáta sme získali z internetového zdroja zo stránky Eurostatu.

Tabuľku č. 05: *Deficit štátneho rozpočtu ako % z HDP* (Zdroj: vlastný)

GEO/ROK	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
CZ	-3,7	-5,6	-6,8	-6,6	-3,0	-3,6	-2,6	-0,7	-2,7	-5,9	-4,7
HU	-3,0	-4,0	-8,9	-7,2	-6,4	-7,9	-9,3	-5,0	-3,7	-4,5	-4,2
PL	-3,0	-5,3	-5,0	-6,2	-5,4	-4,1	-3,6	-1,9	-3,7	-7,3	-7,9
SK	-12,3	-6,5	-8,2	-2,8	-2,4	-2,8	-3,2	-1,8	-2,1	-8,0	-7,9

Graf č. 03: *Deficit štátneho rozpočtu ako % z HDP* (Zdroj: vlastný)



Z grafu jednoznačne vyplýva, že schodok verejných financií sa v dobe ekonomickej a finančnej krízy výrazne zvýšil. Najväčší pozor v dobe recesie si dali Maďari, ktorí sú pod prísny dohľadom MMF, ktorý ich musel zachraňovať ešte pred vypuknutím globálnych problémov. Ekonomovia však varujú pred dlhodobými fiškálnymi stimulmi, pretože nebezpečne stúpajúci štátnych dlh sa môže vymknúť kontrole a to by ešte len znamenalo zhoršenie ekonomickej situácie a návrat ešte väčšej recesie.

³⁶ MALÝ, J. a kol. 2009. *Světová ekonomická krize: Příčiny, projevy, perspektivy*. 1. Vyd. Praha: Professional Publishing, 2009. ISBN 978-80-7431-012-6

3.4. Nezamestnanosť

Nezamestnanosť je z kľúčových ukazovateľov makroekonomickej analýzy, nakoľko výrazne ovplyvňuje zmeny ostatných činiteľov. Zvýšenie nezamestnanosti znamená pokles hospodárskej aktivity obyvateľov danej krajiny a tým aj pokles reálneho hrubého domáceho produktu. Navyše pre verejné financie to znamená zvýšenie výdavkov, ktoré sa prejavia v náraste deficitu verejných financií. Jiří Malý³⁷ zdôrazňuje, že miera nezamestnanosti v období krízy narástla vo všetkých sledovaných krajinách bez ohľadu na to, či daná krajina je alebo nie je členom eurozóny. Dokonca to nezávisí ani od veľkosti zmeny reálneho HDP. Ako príklad uvádza USA, ktoré patria medzi ekonomiky s menej negatívnym vývojom reálneho HDP v období krízy a predpokladá, že v roku 2010 by malo dôjsť k zdvojnásobeniu miery nezamestnanosti z 5% na 10%. Vo Veľkej Británii, ktorá čelí horšiemu vývoju HDP by sa miera nezamestnanosti mala zvýšiť len o 2/3 na takmer 9% a v eurozóne s tiež dosť výrazným zhoršením HDP by mohla narásť približne o jednu polovicu na 10,7%.

O situácii s nezamestnanosťou v regióne strednej Európy sme si pripravili nasledovnú tabuľku (č.06) a graf (č.04). Dáta pochádzajú z internetového zdroja zo stránky Eurostatu. Z týchto údajov môžeme vyčítať veľmi podobný vývoj nezamestnanosti na Slovensku a Poľsku, ktorý sa výrazne zlepšoval v predkrízovom období. Bolo to spôsobené zlepšovaním ekonomickej situácie ako aj zvyšujúcim sa počtom hlavne mladých ľudí, ktorí odišli za prácou do západnej Európy. Po prepuknutí krízy sa situácia na pracovnom trhu zhoršila nie len u nás doma, ale podobne tomu bolo aj vo vyspelejších krajinách sveta, odkiaľ sa časť pracovníkov bez zamestnania vrátila späť do svojej vlasti a zvýšila sa tak domáca miera nezamestnanosti.

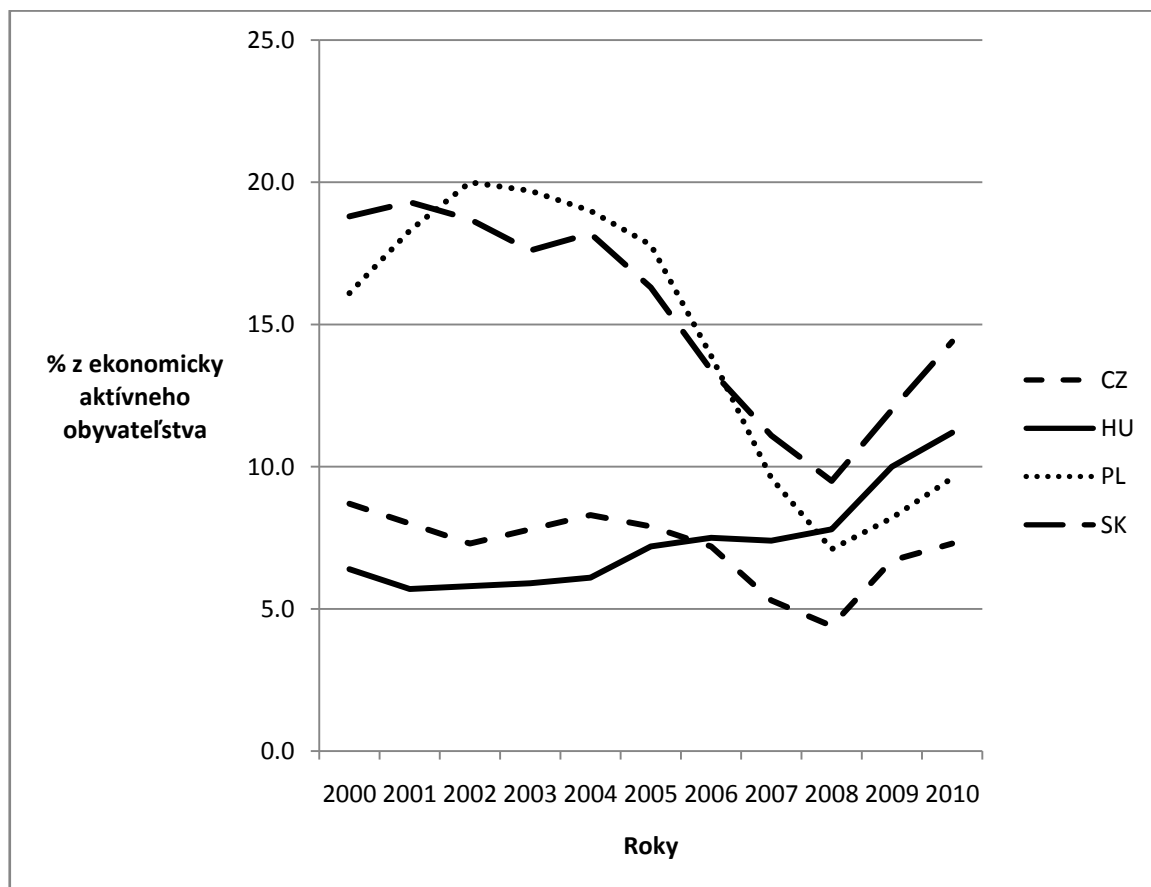
Tabuľku č. 06: *Miera nezamestnanosti ako % z ekonomicky aktívneho obyvateľstva*
(Zdroj: vlastný)

GEO/ROK	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
CZ	8,7	8,0	7,3	7,8	8,3	7,9	7,2	5,3	4,4	6,7	7,3
HU	6,4	5,7	5,8	5,9	6,1	7,2	7,5	7,4	7,8	10,0	11,2
PL	16,1	18,3	20,0	19,7	19,0	17,8	13,9	9,6	7,1	8,2	9,6
SK	18,8	19,3	18,7	17,6	18,2	16,3	13,4	11,1	9,5	12,0	14,4

³⁷ MALÝ, J. a kol. 2009. *Světová ekonomická krize: Příčiny, projevy, perspektivy*. 1. Vyd. Praha: Professional Publishing, 2009. ISBN 978-80-7431-012-6

Situácia v Českej republike bola oveľa pokojnejšia. Nezamestnanosť pred krízou dlhodobo dosahovala veľmi výborné hodnoty a preto aj náhly nárast nezamestnanosti nebol ani zďaleka taký výrazný, ako tomu bolo na Slovensku či Poľsku. Pre Maďarsko je v tomto ohľade charakteristický dosť odlišný vývoj, pretože kým pred desiatimi rokmi na tom bolo najlepšie z pomedzi všetkých krajín V4, postupný ekonomický úpadok a zhoršenie situácie znamenal neustály nárast nezamestnanosti aj v období svetovej ekonomickej prosperity. Po vypuknutí krízy sa trend nárastu nezamestnanosti prudko zrýchlil a v súčasnosti patrí Maďarsku druhá najhoršia priečka nezamestnanosti hneď po Slovensku v rámci V4.

Graf č. 04: Miera nezamestnanosti ako % z ekonomicky aktívneho obyvateľstva
(Zdroj: vlastný)



3.5. Závislosti makroekonomických ukazovateľov

My sme sa rozhodli skúmať závislosti pre tieto štyri makroekonomické ukazovatele: Reálny rast HDP – medziročná percentuálna zmena HDP v stálych cenách, nezamestnanosť – podiel nezamestnaných ku ekonomicky aktívnemu obyvateľstvu vyjadrený v percentách, deficit – podiel schodku resp. prebytku štátneho rozpočtu ku HDP

vyjadrený v percentách, inflácia – medziročná percentuálna zmena cenovej úrovne. Tieto dáta sme zoradili podľa rokov od roku 2000 po rok 2010 a roztriedili pre jednotlivé krajiny. Tieto dáta sme spracovali v ekonometrickom softvéri E-views a nechali sme si vypočítať korelačné matice pre jednotlivé krajiny.

Korelačná matica pre SK

	HDP	NEZ	DEF	INF
HDP	1	-0.13913	0.659264	-0.06681
NEZ	-0.13913	1	-0.40153	0.643421
DEF	0.659264	-0.40153	1	-0.25739
INF	-0.06681	0.643421	-0.25739	1

Korelačná matica pre CZ

	HDP	NEZ	DEF	INF
HDP	1	0.097823	0.604915	0.166412
NEZ	0.097823	1	-0.41931	-0.38454
DEF	0.604915	-0.41931	1	0.482817
INF	0.166412	-0.38454	0.482817	1

Korelačná matica pre PL

	HDP	NEZ	DEF	INF
HDP	1	-0.29915	0.57589	-0.11423
NEZ	-0.29915	1	0.00076	-0.06627
DEF	0.57589	0.00076	1	0.235138
INF	-0.11423	-0.06627	0.23513	1

Korelačná matica pre HU

	HDP	NEZ	DEF	INF
HDP	1	-0.70836	-0.32266	0.343379
NEZ	-0.70836	1	0.312781	-0.43269
DEF	-0.32266	0.312781	1	0.611558
INF	0.343379	-0.43269	0.611558	1

Závislosť medzi rastom HDP a nezamestnanosťou by mala byť záporná. Logicky to možno vysvetliť tak, že ak sa ekonomike začne viac dariť, bolo to pravdepodobne spôsobené zvýšeným počtom odpracovaných hodín, ktoré docielime zvýšeným počtom pracujúcich, teda nezamestnanosť klesne. Mohlo to byť taktiež spôsobené odrobením väčšieho počtu hodín (nadčasy) tými istými zamestnancami a preto závislosť medzi HDP a nezamestnanosťou nebude príliš veľká. Navyše ak stúpne efektívnosť práce pri nezmenenom počte pracujúcich, HDP by tiež malo stúpnúť a miera nezamestnanosti sa pritom nemení. Najvýraznejšiu koreláciu nachádzame v prípade Maďarska, čo vieme

interpretovať tým, že Maďarská ekonomika sa dostala na dlhšie obdobie do recesie (malý rast HDP), čo sa prejavovalo nárastom nezamestnanosti.

Kým Slovensko, Česká republika a Poľsko potvrdzujú celkom silnú závislosť medzi rastom HDP a poklesom deficitu (nárast hodnôt – znižovanie deficitu) verejných financií, Maďarsko vykazuje presne opačný trend. Možno to interpretovať tým, že v časoch ekonomickej prosperity rastie HDP krajín a teda aj príjmy z daní do štátneho rozpočtu, ktoré znamenajú zlepšovanie hodnôt deficitu v zmysle poklesu deficitu a smerovaniu k prebytku. Samozrejme v dobe krízy je situácia presne opačná, kedy klesá rast HDP a deficit verejných financií sa zvyšuje. Nesprávnym tvrdením by bolo spájanie rastúceho deficitu s celkovým rastom HDP, nakoľko nárast deficitu nemusí nutne znamenať zvýšenie vládnych výdavkov. Tie by pokojne mohli ostať konštantné a následné zníženie príjmu z daní by znamenalo nárast deficitu verejných financií. V prípade Maďarska ide o podobnú situáciu, pretože nárast deficitu verejných financií nepomáha reálnej ekonomike k jej výraznému napredovaniu.

Závislosť medzi HDP a infláciou nie je výrazná, čo potvrdzuje aj definíciu ekonomickej teórie, že kým HDP odzrkadľuje reálny stav ekonomickej situácie a hospodárstva, tak inflácia je len hodnota, ktorá nie je hmotná. Z krátkodobého hľadiska by mala existovať kladná závislosť medzi mierov rastu HDP a inflácie, nakoľko zvýšený rast HDP je sprevádzaný zníženou nezamestnanosťou, zamestnanci majú lepšiu vyjednávaciu pozíciu pri určovaní miezd a tie sa prejavujú zvýšením výrobných nákladov a napokon aj zvýšením cien tovarov.

Závislosť medzi infláciou a nezamestnanosťou sa dá vysvetliť cez tzv. Phillipsove krivky. Znižovanie inflácie nie je zadarmo a cenou za to je zvýšená nezamestnanosť. Ide tu teda o záporný súvis. Tento sa potvrdil u všetkých krajín V4 okrem Slovenska, ktoré sa tak stáva fenoménom ekonomickej teórie.

4. Perspektívy a východiská z finančnej krízy

„Súčasná svetová a ekonomická kríza, respektíve súčasné ekonomické a finančné problémy opäť odhalili vnútornú nestabilitu demokratickej, konkurenčnej kapitalistickej ekonomiky. Nutne tak znovu vyvstávajú otázky, či je možné krízam predchádzať, alebo riešenie spočíva vo väčšej regulácii trhov a pod., aké inštitúcie (formálne a neformálne pravidlá) by mali byť prijaté, aby sa krízy neopakovali. So svojimi iniciatívami prichádza aj Európska Únia. Jednu z týchto iniciatív predstavuje tzv. Larosiérová správa, ktorá bola zverejnená vo februári 2009.“³⁸

4.1. Larosiérová správa

V októbri 2008, prezident Európskej komisie José Manuel Barroso poveril skupinu odborníkov pod vedením Jacquesa de Larosiéra vypracovať analýzy o budúcej európskej finančnej regulácii a dohľade. Ich cieľom bolo identifikovať príčiny ekonomickej a finančnej krízy a navrhnúť riešenie v rovine zmeny inštitucionálneho rámca pre finančný sektor. Hlavnou úlohou bolo vytvoriť nový systém, ktorým by sa dosiahlo zníženie rizika a lepšia transparentnosť pre jeho lepšiu identifikáciu. Tým by sa prinavrátila dôvera vo finančný sektor a jeho účastníci by mali pocit primeranej ochrany pred rizikami.

4.1.1. Regulačné opatrenia doporučené Larosiérovou správou

1. Regulácia bánk pod názvom Basel 2 by mala byť sprísnená, a to ohľadom kapitálovej primeranosti, proticyklickosti, účtovnej bilancie, riadenia likvidity, vnútornej kontroly
2. Dohľad nad ratingovými agentúrami
3. Vytvorenie metódy pre účtovné oceňovanie komplexných produktov
4. Vytvorenie bezpečného systému poisťovníctva
5. Zvýšiť moc supervízorov a sprísniť sankcie
6. Regulovať všetky firmy prevádzajúce finančné aktivity
7. Zjednodušiť a štandardizovať finančné deriváty

³⁸ WAWROSZ, P. a kol. 2009. *Světová ekonomická krize: Příčiny, projevy, perspektivy*. 1. Vyd. Praha: Professional Publishing, 2009. ISBN 978-80-7431-012-6

8. Zaviesť jednotné pravidlá pre investičné fondy
9. Odstránenie výnimiek jednotlivých krajín EU
10. Založiť systém odmeňovania na dlhodobom princípe
11. Posilnenie vnútorného monitorovania rizika vo finančných inštitúciách
12. Pripraviť jednotné krízové riešenie v rámci EU
13. Zaviesť jednotnú ochranu vkladov v EU
14. Prijatť dohodu EU pri zdieľaní dopadov krízy
15. Vytvoriť Európsku radu pre systémové riziko (ESRB)
16. Vybudovať systém včasného varovania pod správou ESRB
17. Harmonizovať regulačné a sankčné mechanizmy v EU
18. Vytvoriť integrovaný systém –Európsky systém finančného dohľadu
19. Konvergovať medzinárodnú finančnú reguláciu pod Fórum finančnej stability
20. Posilniť medzinárodnú spoluprácu nad dohľadom najväčších finančných skupín
21. Zamedziť nedostatku transparentnosti a neochote výmeny informácií
22. Posilnenie úlohy MMF

Ak zhrnieme hlavné posolstvo Larosiérovej správy, dostaneme príčiny, ktoré viedli k vzniku globálnej krízy. Je to príliš mäkká monetárna politika centrálnych bánk, deregulácia trhov, ktoré sa tak stali do značnej miery netransparentné, vznik rizikových finančných derivátov a ich nesprávne ohodnotenie ratingovými agentúrami a nepostačujúce poisťné krytie a rezervy v prípade problémov.

4.2. Riešenie problému verejného (štátneho) dlhu

Larosiérová správa má jeden výrazný nedostatok. Vôbec nerieši stav, kedy krajiny podporujúce svojich občanov a firmy spôsobujú zvýšený deficit verejných financií, ktorý sa tak následne akumuluje do verejného dlhu. Tento dlh je hrozbou pre budúci vývoj a prosperitu krajín. Ako ho vyriešiť bez výraznej miery daňového zaťaženia alebo škrtov na nesprávnych miestach ?

Jedným z možných riešení, ako veľmi elegantne a bez výrazných problémov môžu zadlžené štáty splatiť svoje dlhy, je postupné zvyšovanie inflácie. Ukážkový príklad z reálnej histórie uvádza český ekonomický analytik Pavel Kohout vo svojej knihe *Finance po krízi*³⁹. Je pravdou, že britská vláda počas celej svojej histórie nikdy neurobila štátny bankrot. Dlhy z prvej a druhej svetovej vojny však boli priveľmi zaťažujúce a štátnemu

³⁹ KOHOUT, P. 2009. *Finance po krízi: dôsledky hospodárskej recese a čo bude dál*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2009. ISBN 978-80-247-3199-5

rozpočtu hrozil bankrot. Čo teda urobila vláda? Zorganizovala obrovskú kampaň apelujúcu na vlastenecké cítenie Britov. S pomocou maklérskeho firiem presvedčila verejnosť, aby vymenila tridsať ročné obligácie s 5% kupónom za dlhopisy s nekonečnou dobou splatnosti (tzv. perpetuity alebo konzoly) s kupónom 3,5%. Potom nastal nárast inflácie, kedy v rokoch 1932 – 1997 dosahovala priemerná ročná inflácia hodnoty až 6,31%. Nešlo teda o žiadnu hyperinfláciu, aká po prvej svetovej vojne riadila v Nemecku. Ale aj tak počas tohto obdobia spotrebiteľské ceny vzrástli o 5 250%. Čo v realite znamenalo pokles hodnoty britských vojnových obligácií v období 1932 – 1998 o 97,7 %.Štátny dlh bol z väčšej časti zmazaný aj bez štátneho bankrotu. Pochopiteľne aj ostatné pevne úročené cenné papiere denominované v britských librách boli rastom inflácie zasiahnuté, čo v konečnom dôsledku pomohlo dlžníkom.

4.3. Plán európskej hospodárskej obnovy

Európska Únia si chce zabezpečiť dlhodobý a udržateľný ekonomický rast, či už v časoch recesie alebo bez nej. Pre tieto účely bol vypracovaný plán európskej hospodárskej obnovy, ktorý bol vyhlásený v novembri 2008, ako protikrizové opatrenie. V knihe *Svetová ekonomická krize: Príčiny, projevy, perspektivy*⁴⁰ je tento plán zhrnutý do desiatich bodov, ktoré vymenujeme.

1. Podpora zamestnanosti
2. Vytvorenie dopytu po práci
3. Lepšia dostupnosť finančných zdrojov pre podniky
4. Zníženie administratívnej záťaže a podpora v podnikaní
5. Zvýšenie investícií do modernizácie európskej infraštruktúry
6. Zlepšenie energetickej účinnosti v budovách
7. Podpora rýchleho zavedenia ekologických projektov
8. Zvýšenie investícií do výskumu, vývoja, inovácií a vzdelávania
9. Vývoj čistých technológií pre automobily a stavby
10. Vysokorýchlostný internet pre všetkých

⁴⁰ KLVAČOVÁ, E. a kol. 2009. *Svetová ekonomická krize: Príčiny, projevy, perspektivy*. 1. Vyd. Praha: Professional Publishing, 2009. ISBN 978-80-7431-012-6

Záver

Svet peňazí a reálnej ekonomiky sa týka takmer každého obyvateľa súčasnej modernej civilizácie. Globálna ekonomická a hospodárska kríza nás postihla takmer v každej oblasti života. Mnohým ľuďom tak prirodzene vznikajú otázky, ako vôbec mohla vzniknúť v súčasnej spoločnosti vyspelej technicky aj informačne.

Odpoveď na túto ako aj radu ďalších otázok sme sa snažili vypracovať v tejto bakalárskej práci. Veríme, že sa nám to podarilo a čitateľovi sme v dostatočnej miere poskytli zodpovedajúce informácie.

Cieľom tejto práce bolo zhodnotiť a porovnať nástup a priebeh súčasnej krízy. Tento proces sme zachytili už od samotného počiatku jej vzniku, kedy sme podrobne preskúmali všetky hlavné príčiny a zdôraznili ich komplexnosť a prepojenosť. K tomu bolo nutné zaviesť deterministické označenie a vysvetlenie jednotlivých ekonomických definícií a princípov, ako aj sformulovať základy bankovníctva. Ďalším cieľom bolo zanalyzovať jej dopad na región strednej Európy s načrtnutím perspektívy východísk pre jednotlivé krajiny. K tomu bolo potrebné nahromadiť značné množstvo dát makroekonomických ukazovateľov a prepojiť ich analýzu s ekonomickou teóriou. V tomto procese sme kombinovali niekoľko druhov zdrojov informácií, ako odborná literatúra, internet a iné odborné zdroje. Takisto sme využili aj základné znalosti matematického aparátu, akým bol výpočet limity n -tého súčtu geometrickej postupnosti vzniku nových peňazí alebo výpočet a prezentácia korelačnej matice vybraných makroekonomických ukazovateľov.

Zoznam použitej literatúry

FEDERIČOVÁ, M. 2008. *Výmenný kurz a jeho vplyv na infláciu*: diplomová práca. Bratislava: Univerzita Komenského, 2008.

KLVAČOVÁ, E. a kol. 2009. *Světová ekonomická krize: Příčiny, projevy, perspektivy*.

1. Vyd. Praha: Professional Publishing, 2009. ISBN 978-80-7431-012-6

KOHOUT, P. 2009. *Finance po krizi: důsledky hospodářské recese a co bude dál*.

1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2009. ISBN 978-80-247-3199-5

KOTLEBOVÁ, J. 2009. *Základné prejavy globálnej nerovnováhy v súčasnej svetovej ekonomike*. [online-pdf]. Dostupné na:

http://www.derivat.sk/files/konferencia_forfin2009/Kotlebova.pdf [dňa 24.5.2011]

KRUGMAN, P. 2009. *The return of depression economics and the crisis of 2008*.

1. Vyd. New York: W.W. Norton&Company, 2009. ISBN 978-0-393-07101-6

KUBÁČEK, Z. 2009. *Matematická Analýza I*. 5. Vyd. Bratislava: UK, 2009.

ISBN 978-80-223-2691-9

KUBÁČEK, Z. 2003. *Matematická Analýza II*. 3. Vyd. Bratislava: UK, 2003.

ISBN 80-223-1782-9

Lisý, J. a kol. 2005. *Ekonomía v novej ekonomike*. 1. Vyd.

Bratislava: IURA EDITION, 2005. ISBN 80-80787-063-3

MALÝ, J. a kol. 2009. *Světová ekonomická krize: Příčiny, projevy, perspektivy*. 1. Vyd.

Praha: Professional Publishing, 2009. ISBN 978-80-7431-012-6

MRÁČEK, K. a kol. 2009. *Světová ekonomická krize: Příčiny, projevy, perspektivy*.

1. Vyd. Praha: Professional Publishing, 2009. ISBN 978-80-7431-012-6

ÓDOR, Ľ. 2009. *Krízonómia z nadhľadu alebo trochu recesie v časoch recesie*. 1. Vyd. Bratislava: TREND Holding, 2009. ISBN 978-80-89357-03-1

SOROS, G., WOODRUFF, J. 2008. *The Financial Crisis: An interview with George Soros*. [online]. Dostupné na: <http://www.nybooks.com/articles/archives/2008/may/15/the-financial-crisis-an-interview-with-george-soro/> [dňa 25.3.2011]

WAWROSZ, P. a kol. 2009. *Světová ekonomická krize: Příčiny, projevy, perspektivy*. 1. Vyd. Praha: Professional Publishing, 2009. ISBN 978-80-7431-012-6

ZEMAN, J. *Peniaze a bankovníctvo* [online].

Dostupné na: <http://www.iam.fmph.uniba.sk/skripta/zeman/> [dňa 2.3.2011]

Internetové zdroje:

ČTK, SITA. *Štát ochráni všetky vklady bez obmedzenia*. [online]. Dostupné na: http://spravy.pravda.sk/sk_ekonomika.asp?c=A081024_112448_sk_pludia_p01 [dňa 15.4.2011]

FINANČNÉ CENTRUM O PENIAZOCH, *Krížové grafy*. [online]. Dostupné na: <http://openiazoch.zoznam.sk/produkty/me/cross.asp?TID=MEUSD&CID=MECZK&period=7> [dňa 26.5.2011]

FINANČNÉ CENTRUM O PENIAZOCH. *Vývoj cien ropy - BRENT Spot*. [online]. Dostupné na: <http://openiazoch.zoznam.sk/zivot/makro/ropa.asp?period=7> [dňa 23.3.2011]

FINCENTRUM MEDIA. *História kreditnej krízy v USA*. [online]. Dostupné na: <http://www.investujeme.sk/clanky/historia-kreditnej-krizy-v-usa/> [dňa 17.3.2011]

FINWEB. *Freddie Mac je prvýkrát za dva roky v zisku* [online]. Dostupné na: <http://finweb.hnonline.sk/c1-51774520-freddie-mac-je-prvykrat-za-dva-roky-v-zisku> [dňa 25.4.2011]

RAKÚSKA ŠKOLA. *Pôvod štátnych papierových peňazí*. [online]. Dostupné na:
<http://rakuskaskola.sk>
[dňa 23.4.2011]

SME SK. *Priemerné ceny PHM na slovensku*. [online]. Dostupné na:
http://natankuj.sme.sk/?go=vyhladavanie&submenu=priemerne_ceny&rok=2008
[dňa 23.3.2011]

WIKIPÉDIA. *Vyšehradská skupina*. Dostupné na:
http://sk.wikipedia.org/wiki/Vy%C5%A1ehradsk%C3%A1_skupina
[dňa 25.5.2011]