

Porovnanie dopadu a spôsobu prekonávania krízy európskych ekonomík a ekonomiky USA

Bakalárska práca

Vedúci práce:

Doc. Ing. Petr Rozmahel, Ph.D.

Filip Navrátil

Brno 2016

Pod'akovanie

Na tomto mieste by som rád pod'akoval vedúcemu mojej bakalárskej práce doc. Ing. Petrovi Rozmahelovi Ph.D. za čas, ktorý mi venoval pri jej vypracovaní a za cenné rady a pripomienky.

Čestné prehlásenie

Prehlasujem, že som túto prácu: **Porovnanie dopadu a spôsobu prekonávania krízy európskych ekonomík a ekonomiky USA**

Vypracoval samostatne a všetky použité pramene a informácie sú uvedené v zozname použitej literatúry. Súhlasím, aby moja práca bola zverejnená v súlade s § 47b zákona č. 111/1998 Sb., o vysokých školách v znení neskorších predpisov, a v súlade s platnou *Směrnicí o zveřejňování vysokoškolských závěrečných prací*.

Som si vedomý, že sa na moju prácu vzťahuje zákon č. 121/2000 Sb., autorský zákon, a že Mendelova univerzita v Brne má právo na uzavretie licenčnej zmluvy a použitie tejto práce ako školského diela podľa § 60 odst. 1 Autorského zákona.

Ďalej sa zaväzujem, že pred spísaním licenčnej zmluvy o využití diela inou osobou (subjektom) si vyžiadam písomné stanovisko univerzity o tom, že predmetná licenčná zmluva nie je v rozpore s oprávnenými záujmami univerzity, a zaväzujem se uhradiť prípadný príspevok na úhradu nákladov spojených so vznikom diela, a to až do ich skutočnej výšky.

V Brne dne 20. mája 2016

Abstract

Navrátil, F., *Comparing the impacts and a way of overcoming the crisis of European economies and the US economy*. Bachelor thesis. Brno: Mendel University, 2016.

The Bachelor thesis deals with financial crisis of 2008 in the economy of Europe and the US. The whole work is divided into two parts. The introduction describes the financial crisis from the perspective of various authors. The practical parts aims to analyse the impacts of the financial crisis on macroeconomic indicators and ways to overcome the crisis in Europe and in the USA.

Keywords

Financial crisis, inflation, unemployment, gross domestic product, fiscal policy, monetary policy.

Abstrakt

Navrátil, F., *Porovnanie dopadu a spôsobu prekonávania krízy európskych ekonomík a ekonomiky USA*. Bakalárska práca. Brno: Mendelova univerzita v Brne, 2016.

Bakalárska Práca sa zaoberá problematikou finančnej krízy z roku 2008 v ekonomike Európy a USA. Práca je rozdelená na dve časti. Na úvod popisujem finančnú krízu z pohľadu rôznych autorov. V praktickej časti sú rozobrané dopady finančnej krízy na makroekonomické ukazovatele a spôsob prekonávania krízy v Európe a USA.

Kľúčové slová

Finančná kríza, inflácia, nezamestnanosť, hrubý domáci produk, fiškálna politika, monetárna politika.

Obsah

1	Úvod	11
1.1	Úvod.....	11
1.2	Metodika a cieľ práce.....	11
2	Finančná kríza	13
2.1	Teoretické vymedzenie pojmu finančná kríza.....	13
2.2	Vznik ekonomickej finančnej krízy	13
2.3	Typy finančných kríz.....	14
2.4	Modely finančných kríz.....	16
2.4.1	Model prvej generácie	16
2.4.2	Modely druhej generácie.....	17
2.4.3	Modely tretej generácie	18
2.4.4	Modely štvrtej generácie	18
2.5	Mechanizmus vzniku systematickej finančnej krízy	19
3	Príčina vzniku finančnej krízy	23
3.1	Porovnanie ekonomiky v Európe a USA.....	24
4	Dopad finančnej krízy na makroekonomické ukazovatele v Európe a USA	25
4.1	Dopad na Hrubý Domáci Produkt.....	25
4.2	Dopad na nezamestnanosť	28
4.3	Dopad na infláciu.....	32
4.4	Dopad na deficit štátneho rozpočtu	35
5	Reakcie centrálnych bánk a vlád v Európe a USA	39
5.1	Reakcie na strane monetárnej politiky.....	39
5.1.1	Vývoj peňažných agregátov M1 a M2 v USA a EA.....	39
5.1.2	Vývoj monetárnej bázy v EA a USA	42
5.1.3	Vývoj úrokových sadzieb v EA a USA	47
5.2	Reakcia na strane fiškálnej politiky	49

5.2.1	Vládne výdaje.....	49
5.2.2	Reakcia vlád vybraných krajín v Európe.....	53
5.2.3	Sadzba dane.....	54
6	Záver	56
7	Literatúra	59

Zoznam grafov

Graf č. 1 – Podiel krajín na svetovom HDP v roku 2003 (%)	25
Graf č. 2 – Podiel na svetovom HDP v roku 2013 (%)	26
Graf č. 3 - Vývoj nominálneho HDP na 1 obyvateľa USA (v tisícoch dolároch)	27
Graf č. 4 – Vývoj nominálneho HDP na 1 obyvateľa v EÚ (v tisícoch dolároch)	27
Graf č. 5 – Medziročná percentuálna zmena rastu HDP v EÚ a USA (v %)	28
Graf č. 6 – Všeobecná miera nezamestnanosti v EÚ (v % z celkovej pracovnej sily)	29
Graf č. 7 – Všeobecná miera nezamestnanosti v USA (v % z celkovej pracovnej sily)	30
Graf č. 8 – Miera nezamestnanosti v Európe a USA (v %)	30
Graf č. 9 – Miera nezamestnanosti mladých ľudí v Európe a USA (v % z celkovej pracovnej sily)	31
Graf č. 10 – Vývoj inflácie v EÚ (v %, merané pomocou CPI)	33
Graf č. 11 – Vývoj inflácie v USA (v %, merané pomocou CPI)	34
Graf č. 12 – Vývoj inflácie v Európe a USA (v %)	35
Graf č. 13 – Vývoj deficitu v USA (ako % z HDP)	36
Graf č. 14 – Vývoj deficitu vo vládnom sektore v EÚ (ako % z HDP)	36
Graf č. 15 – Vývoj verejného dlhu v USA a EA (% HDP)	37
Graf č. 16 – Vývoj verejného dlhu vo vybraných krajinách Európy (v % HDP)	38
Graf č. 17 – Vývoj peňažných agregátov M1 a M2 v USA (percentuálna zmena oproti minulému roku)	39

Graf č. 18 – Vývoj peňažných agregátov M1 a M2 v EA (ročný percentuálny rast)	40
Graf č. 19 – Vývoj peňažného agregátu M1 v USA a EA (v %)	41
Graf č. 20 – Monetárna báza v USA ako podiel k HDP (v %)	43
Graf č. 21 – Povinné minimálne rezervy vs. prebytočné rezervy bánk v USA (v miliardách dolárov)	44
Graf č. 22 – Monetárna báza v EA ako podiel k HDP (v %)	46
Graf č. 23 - Povinné minimálne rezervy vs. prebytočné rezervy v bankách EA ()	46
Graf č. 24 – Vývoj krátkodobej medzinárodnej úrokovej sadzby v EA a USA (v %)	47
Graf č. 25 – Vývoj základnej úrokovej sadzby v Českej republike (v %)	48
Graf č. 26 – Vývoj základných úrokových sadzieb v USA a EÚ (v %)	48
Graf č. 27 – Celkové vládne príjmy a výdaje v EÚ (% HDP)	50
Graf č. 28 – Celkové vládne výdaje na rôzne oblasti (% z celkových vládnych výdajov)	51
Graf č. 29 – Vývoj vládnych výdajov a príjmov v USA (% HDP)	52
Graf č. 30 – Vývoj vládnych výdajov v rôznych oblastiach (% HDP)	53
Graf č. 31 – Sadzba dane z príjmu právnických osôb v USA a vybraných krajín Európy (v %)	55

Zoznam tabuliek

Tab. 1	Priemerné tempo rastu peňažnej zásoby v USA (v %)	40
Tab. 2	Priemerné ročné tempo rastu peňažnej zásoby v Európe (v %)	41
Tab. 3	Štruktúra sociálnej ochrany v EÚ (% z celkových výdajov)	50

1 Úvod

1.1 Úvod

Čo je to vlastne finančná kríza? Aký má vplyv finančná kríza z roku 2008 na človeka a ekonomiku celého sveta?

Finančnou krízou sa zaoberám vo svojej bakalárskej práci. Dôvodom prečo som si vybral túto tému je, že ma problematika finančnej krízy zaujíma a zaujíma ma taktiež to, ktorá z ekonomík pristupuje k riešeniu otázky finančnej krízy lepšie a aké metódy na prekonanie používajú.

Svetová finančná kríza z roku 2008 má katastrofálny dopad na celosvetovú ekonomiku. Dôsledkom vzniku je americká hypotekárna kríza. A o čo vlastne pri tejto kríze ide?

Začiatky krízy začínajú už niekedy okolo roku 2000, kedy dochádza k prehriatiu americkej ekonomiky a následne jej spomaleniu. V tomto období FED – Federal Reserve System of New York rozhoduje o znižovaní úrokových sadzieb z pôvodných 5,25 % na 1 %. Týmto znížením sa vytvárajú vhodné podmienky pre poskytovanie hypoték.

V spojených štátoch fungujú hypotéky tak, že banky môžu poskytnúť hypotéky až do 125 % ceny nehnuteľnosti a potom dlžníci ručia iba touto nehnuteľnosťou. Pri tom ľuďom, ktorým sú poskytnuté peniaze ich nemusia použiť na hypotéku. Ale problém nastáva, keď sa po dvoch rokoch úrokové sadzby vracajú na pôvodnú úroveň, pretože ľudia majú problémy so splácaním. Ďalším problémom je výber záujemcov o hypotéku, ktorí často ani nemajú predpoklady na splácanie hypotéky. Tak, ako banky zberajú späť domy po neplatičoch, ich ceny začínajú klesať a strácať na hodnote. Toto všetko sa deje okolo roku 2006 a je jasné, že finančnej kríze sa nedá zabrániť.

1.2 Metodika a cieľ práce

Moja bakalárska práca je rozdelená na dve časti a to na literárnu rešerš a na časť, v ktorej porovnávam a analyzujem dopady na makroekonomické ukazovatele a použité opatrenia na prekonanie finančnej krízy.

Literárna rešerš sa skladá z podkapitol, v ktorých vysvetľujem pojem finančná kríza z pohľadu rôznych autorov. V ďalšej podkapitole opisujem rôzne modely finančnej krízy a tiež vysvetľujem vznik krízy z teoretickej časti.

Druhá časť je už samotná komparácia a analýza makroekonomických ukazovateľov počas krízy v Európe a Spojených štátoch, kde sa zameriam na vývoj nominálneho HDP, mieru nezamestnanosti, mieru inflácie. Taktiež sa dotknem vývoja deficitu v Európe a USA. Vývoj deficitu sa nebude týkať celej Európy, ale vybraných krajín, ktorých sa kríza z môjho pohľadu dotkla najviac.

Nasledujúca kapitola bude venovaná reakciám na strane monetárnej a fiškálnej politiky. Pri monetárnej politike sa zameriam na vývoj peňažných agregátov M1 a

M2 v Európe a USA. Následne prejdem na vývoj monetárnej bázy a ukážem, ako zareagovali komerčné banky na zvýšenie peňažnej zásoby v ekonomike. Nasledovať bude kapitola venujúca sa opatreniam fiškálnej politiky. Tu sa zameriam na vládne výdaje a dane. Taktiež poukážem na rozdielne názory pri aplikácii použitých opatrení fiškálnej politiky v krajinách Európy.

Cieľom mojej bakalárskej práce je komparácia a analýza finančnej krízy z roku 2008 makroekonomických ukazovateľov v Európe a Spojených štátoch. Taktisto sa zameriam na komparáciu opatrení, ktoré ekonomiky Európy a USA použili pri prekonávaní tejto krízy. Z dôvodu, že Európa nie je federálnym štátom ako USA, tak je možné, že mohli nastať rozdielne názory pri používaní vhodných fiškálnych opatrení. Preto sa pokúsím poukázať na tieto rozdiely vo vybraných krajinách Európy. Ďalej sa pokúsím zodpovedať nasledujúce otázky:

- Aký bol spúšťač mechanizmu, ktorý stál za vznikom finančnej krízy v roku 2008?
- Ktorých ekonomických oblastí a štátov sa finančná kríza dotkla najviac?
- Aké opatrenia použila Európska Centrálna Banka, poprípade štáty Európy a FED a do akej miery boli úspešné?
- Ktorá z týchto ekonomík sa dokázala po kríze rýchlejšie zotaviť?
- Aké ponaučenie nám priniesla táto finančná kríza?

2 Finančná kríza

Finančná kríza je pojem, ktorým sa zaoberá veľa ekonómov. Vzhľadom k tomu, že to nie je nový pojem a jav v celosvetovej ekonomike, ktorý sa zrazu objavil, sa prieskumy a analýzy opierajú o vedomosti kríz minulých. Pojem finančná kríza je v teóriách ekonomiky definovaná rôznym spôsobom a ekonómovia ju definujú tiež odlišne. Preto si teraz zavedieme pojem finančná kríza z pohľadu rôznych autorov.

2.1 Teoretické vymedzenie pojmu finančná kríza

Finančnou situáciou sa rozumie situácia na trhu, kedy nastáva zrušenie cien aktív. Prejaví sa to v strate dôvery investorov k domácim aktívam a zahraničnie sa im bude zdať výhodnejšie, kde presunú svoje aktíva a budú investovať v zahraničí. (Lisý a Táncošová, 2005)

„Nelineárny rozvrat finančných trhov, zvyšujúci problém informačnej asymetrie v dôsledku výskytu nepriaznivého výberu a morálneho hazardu a prejavujúcim sa poklesom alokačnej efektívnosti finančných trhov“ (Mishikin F., 1998, str. 29)

Finančné krízy sú potenciálne rozpady finančných trhov. Pri zhoršenej situácii na trhu dochádza k neefektívnemu fungovaniu trhov a má to silný nepriaznivý účinok na reálnu ekonomiku krajiny, v ktorej kríza nastala. Menová kríza je spoločne s bankovou poprípade aj dlhovou krízou súčasťou samotnej finančnej krízy. (Helísek, 2004)

Goldsmith tvrdí, že nastáva úpadok finančných inštitúcií a prudké ultracyklické zhoršenie väčšiny finančných indikátorov, ako sú napríklad krátkodobé úrokové sadzby, solventnosť firiem a ceny aktív. Pod cenami aktív si môžeme predstaviť akcie, ceny nehnuteľností a pôdy. (Goldsmith, 1982)

2.2 Vznik ekonomickej finančnej krízy

Svetová finančná kríza v roku 2008 je dôsledok americkej hypotekárnej krízy. V septembri 2008 burzy po celom svete zaznamenali hlboký prepád: pražská burza sa 10. septembra prepadla na 26 mesačné minimum, newyorská burza 15. septembra zažila najhlbší prepád od 11. septembra 2001. 25. septembra zažili Spojené štáty najväčší bankrot vo svojich dejinách – zrútila sa najväčšia americká sporiteľňa Washington Mutual. Na konci septembra kríza postihla aj Európu – 29. septembra vláda Veľkej Británie znárodnila hypotekárnu banku Bradford and Bingley, vlády krajín Beneluxu zachránili finančný ústav Fortis, vláda Nemecka sa zaručila za úver pre banku Hypo Real Estate a vláda Islandu prevzala kontrolu nad bankou Glitnir. O deň neskôr vlády Belgicka a Francúzska zachránili banku Dexia, vláda Írska vydala neobmedzenú záruku za vklady v bankách a za dlhy finančných ústavov. (Kovanda, 2008)

Podľa Valacha (2010) veľkú časť analýz, ktoré identifikujú príčiny súčasnej finančnej krízy, nachádza príčinu vzniku pri kolapse finančného systému v USA. V týchto súvislostiach sa počiatky súčasných problémov spájajú s reguláciou ekonomík, ktoré predchádzali kolapsu finančného trhu, ale aj so zlyhaniami manažmentu inštitúcií, ktoré pôsobia vo finančnej oblasti a so zlyhaním samotného trhu.

Janáčková považuje za príčinu vzniku spoločnú menu. Vďaka politike lacných peňazí dochádzalo k zadlžovaniu, avšak za normálnych okolností by deficity obchodu s rastom zadlžovania štátu ovplyvňovali kurzy mien, pokiaľ by euro nebolo spoločným platidlom. Krajiny by pocítili varovné signály a pomocou depreciačie, respektíve devalvácie meny by boli schopné lepšie vyrovnať zadĺženie a obnoviť konkurencioschopnosť. Tento mechanizmus je spoločnou menou vyradený, nakoľko hodnotenie eura nie je určená iba kurzom danej krajiny, ale ako súhrn všetkých krajín eurozóny. (Janáčková, <http://klaus.cz/clanky/2605>, 11.02.2014)

Prijatie eura odstránilo menové riziko v rámci eurozóny. To znamená, že kupujúci sa nemusia obávať toho, kde boli aktíva vydané, pokiaľ sú emitované v eurách a dlžníci môžu využiť celú oblasť pri získavaní prostriedkov denominovaných v eurách. Jednotný finančný trh znamená väčšiu konkurenciu, pretože národné meny, ktoré boli používané ako netarifné nástroje budú eliminované. (Baldwin, Wyplosz, 2008)

Tomáš Sedláček považuje za problém vzniku krízy politické dôvody. Sedláček tvrdí, že politici sa snažia o znovuzvolenie a uľahčenie si práce, uchýľuje sa k využívaniu peňazí zadarmo, čiže na dlh. (Sedláček, <http://blog.aktualne.centrum>, 11.02.2014)

„Globálna ekonomická kríza odhalila vážne problémy eurozóny spôsobené prílišnou heterogenitou tohoto zväzku odlišne sa vyvíjajúcich ekonomík. Od zavedenia meny Euro bol vývoj v eurozóne vcelku optimistický. Ekonomická kríza priniesla so sebou prvú zaťažkávajúcu skúšku pre eurozónu. A ukázalo sa, že v nej eurozóna nebola schopná obstáť bez krízových opatrení, záchranných balíčkov a hlavne bez zásadných zmien pravidiel jej fungovania.“ (Janáčková, 2010, str. 69)

2.3 Typy finančných kríz

Už z minulých skúseností vieme povedať, že celosvetovú ekonomiku postihlo mnoho kríz. Vo veľkom množstve nastala kombinácia viacerých spúšťacích mechanizmov krízy. Tieto spúšťacie mechanizmy sa dajú rozdeliť do kategórie bankovej, menovej a dlhovej krízy. Pojem, ktorý nám spája aspekty krízy bankovej, menovej a dlhovej (úverovej) sa nazýva systémová finančná kríza. (Dvořák, 2008) Dvořák ďalej tvrdí, že verejný dlh je súhrn pohľadávok ostatných ekonomických subjektov voči štátu bez ohľadu na to, či vznikali rozpočtovou cestou alebo inak. (Dvořák, 2008)

Inovácie, ktoré sa týkajú finančného sektoru prinášajú nové a nepreskúmané riziká, čo nám zapríčiňuje vznik stále nových kríz. Nie je vôbec isté, či sa tieto riziká objavia len v jednom segmente na trhu, alebo len ovplyvnia určitý indikátor. Jedno je však isté, ak sa riziko ovplyvní, indikátor vďaka vysokému prepojeniu finančných vzťahov vyvolá reťazovú reakciu. Tá spôsobí zhoršenie ostatných indikátorov. Negatívne trendy sa presúvajú na segmenty trhu (či už reálnu ekonomiku, alebo finančný sektor) a ekonomika je sledovaná autoritami pozorovanými rôzne zmeny nedokáže odolať prudkým reakciám účastníkov trhu. Najčastejšie delenie finančnej krízy je na bankovú, menovú, dlhovú (krízu zahraničného dlhu) a systémovú krízu. (Kotlebová, Chovancová, 2010)

Menová kríza je situácia, pri ktorej nastane prudká a hlavne neočakávaná deprecia kurzu domácej meny (formou oslabenia nominálneho kurzu, vynútenej devalvácie kurzu domácej meny, alebo nutnosťou centrálnej banky kurz domácej meny brániť). Výsledkom takejto deprecia sa objaví v značnej strate časti devízových rezerv, alebo vo zvýšení úrokovej sadzby. (Dvořák, 2008)

Kotlebová s Chovancovou ešte tvrdia, že podniky v rozvojových krajinách majú väčšiu časť svojich dlhov v zahraničnej mene, čo nám naznačuje, že ak nastane akýkoľvek pohyb v tejto zahraničnej mene, ovplyvní to náklady rozvojových krajín na splácanie dlhu a s tým aj samotné hospodárenie. Z historického hľadiska k menovému typu krízy dochádzalo najčastejšie do druhej polovice 20. storočia, čím sa zvýšilo riziko kombinovaných kríz. (Kotlebová, Chovancová, 2010)

To, či sa darí vytvárať finančným inštitúciám prebytky, alebo nie vzniká ako následok toho, že zostávajú z dlhodobého hľadiska počas expanzie a recesie na rovnakých trhoch akcií, nehnuteľností, devíz a ďalších iných aktív. Tento proces je financovaný úverom. Na opačnej strane volatilita v oblasti pôžičiek a úverov sa presúva tiež do obchodného cyklu. Banky vidia budúce potenciálne zisky a tak otvárajú priestor investičným príležitostiam, čo následne spôsobuje boom v investičnom financovaní zabezpečené bankovými peniazmi a samozrejme tiež to slúži k vytvoreniu nových úverových nástrojov. V dôsledku tohto investičného boomu investori nerozoznávajú, či sú investície výhodné alebo nie. Vytvorí to bublinu, ktorá je spojená s náhlym zvyšovaním cien, ktorý sa nevyvíja spoločne s vývojom dôležitých ukazovateľov trhu. Investičný boom spôsobuje, že dochádza k väčšiemu zadlžovaniu štátu, pretože sa znižuje schopnosť vyplácať svoje záväzky voči veriteľom. Pri niektorých situáciách môže byť príčinou vzniku krízy nesprávne rozhodnutie veriteľov a dlžníkov, inokedy to môže byť prísna menová politika. Finančná kríza je dôsledkom vyhlásenia bankrotu niektorých firiem, ktorá môže viesť k bankovému krachu, poklesu bohatstva v krajine a následnému spusteniu recesie. (Bordo, 2008)

Pri dlhovej kríze, tiež nazývanej úverovej, môžu nastať dve situácie. Bud' dôjde k externej, alebo internej kríze. Externá dlhová kríza je spájaná s neschopnosťou krajiny¹ splácať svoj dlh zahraničným subjektom.² Naopak interná dlhová kríza je celková vnútorná (vnútroštátna) zadlženosť ekonomiky.³ Pri tejto kríze sa najčastejšie vyskytuje príliš vysoký nárast objemu úverov s neschopnosťou splácať tento úver, či už je to platobnou neschopnosťou firiem a domácností, alebo iných ekonomických subjektov objavujúcich sa na internom trhu. (Dvořák, 2008)

Podľa Dvořáka je systémová kríza vážna porucha celého finančného sektoru, kde sú preprepávané prvky všetkých vyššie uvedených a popísaných kríz s rozličnými súvislosťami. (Dvořák, 2008)

Kotlebová a Chovancová sa stotožňujú s názorom Dvořáka a hovoria, že systémová kríza nám ukazuje vážne problémy vo finančnom sektore a na finančných trhoch. Podľa Kotlebovej a Chovancovej môže byť súčasťou tejto krízy aj menová kríza, ale samotná menová kríza nemusí vyústiť do systémovej krízy. Ďalej tvrdia, že je najhorším typom krízy, pretože spája zlé podmienky na trhu aktív so spomalením ekonomického rastu. Jej hlavnými znakmi sú vysoký nárast nezamestnanosti, rast verejného dlhu a pokles ekonomickej aktivity. (Kotlebová, Chovancová, 2010)

2.4 Modely finančných kríz

Pochopenie základných faktorov finančnej krízy sa rozvíjalo pomocou takzvanej generačnej logiky. Preto jednotné modely peňažných kríz rozdeľujeme do generácií, ktoré sa od seba líšia v príčine vzniku krízy. Dôležité je povedať, že sú veľmi zložito prepojené, preto priradenie krízy k jednotlivým generáciám je často problematické až nemožné, a tak nám ostáva odlíšiť generácie pomocou doby, v ktorej modely vznikali. (Dvořák, 2008)

2.4.1 Model prvej generácie

Modely prvých dvoch generácií sú modelmi menových kríz. Ich východiskom sa stalo, že menové krízy sú logickým následkom fundamentálnej slabosti ekonomiky

¹ Rozumie sa vládou, alebo zadlženie súkromných firiem a bánk

² Mexiko 1982 a 1995, Rusko 1998, Argentína 2001

³ Japonsko v 90. rokoch

a nesprávnej hospodárskej politiky. Ak si predstavíme časovú os, tak zistenia v rokoch 1979 až 1993 zaradíme medzi modely prvej generácie.

V roku 1979 Kurgman analýzou rozpadu brettou-woodskeho systému v roku 1971 a smithoniánskeho systému v roku 1973 vytvoril prvý model menovej krízy. Pomenoval ju ako „*Model krízy platobnej bilancie*“, lebo vznik krízy je zapríčinený pomocou špekulatívnych útokov na pevný kurz meny. Hlavnou úlohou centrálnej banky sú intervencie proti týmto útokom a to až do výšky devízových rezerv. Kríza vznikne kvôli tomu, že sa mena pri opustení hladiny fixného kurzu v rámci floatingu výrazne oslabí na svoju základnú úroveň. Pôvodná príčina vzniku krízy je v chybné nastavení fiškálnej a monetárnej politiky a takisto aj pri kurzovej, ktoré sú nepružné spolu s vývojom domácej ekonomiky. (Kurgman,)

Pri tomto modeli nebolo možné nájsť vhodnú odpoveď na to, že prečo vznikali menové krízy v takých krajinách, v ktorých chybné nastavenie fiškálnej a monetárnej politiky neexistovalo. Počas dlhej doby boli modely prvej generácie považované za jediné objasnenie vzniku menovej krízy. Zlom nastal až pri menovej kríze Európskeho menového systému. (Dvořák, 2008)

2.4.2 Modely druhej generácie

Hlavná myšlienka modelov druhej generácie vychádza z toho, že finančná kríza môže zasiahnuť do fundamentálne zdravej ekonomiky a to cez rôzne špekulácie, ktoré sú proti pevnému kurzu, alebo prostredníctvom rôznych kanálov nákazy. Medzi modely druhej generácie patria modely Ozkana a Sutherlanda (1994), model nákazy Gerlacha a Smetseho (1995) a Obstfeldov model menovej krízy, ktorého základná myšlienka je viacnásobná rovnováha na menových trhoch. (Dvořák, 2008)

Modely Ozkana a Sutherlanda nepovažujú za príčinu vzniku krízy nesprávne rozhodnutia na strane fiškálnej alebo monetárnej politiky, ale vidia hlavný problém v obmedzeniach, ktoré dáva pevný (fixný) kurz, keď nastáva v ekonomike recesia. V recesii dochádza k rastu nezamestnanosti a vláda je nútená robiť expanzívnu politiku a tiež aj podporu kurzu, čím ovplyvní export a import. Špekulácie môžu viesť k predpokladom znehodnotenia domácej meny a špekulanti môžu na menu zaútočiť. Pri menovej kríze potom nedochádza k poklesu devízových rezerv, ale zvýši sa rast nezamestnanosti a príznaky recesie sa ešte viac prehĺbia.

Modely Gerlacha a Smetseho vidia zdroj nákazy v špekulatívnych útokoch v krajine dôležitého obchodného partnera, prostredníctvom ktorého sa prenesú problémy do konkurenčného prostredia domácich firiem. Takýto vývoj je známy z roku 1993 v Írsku po znehodnotení anglickej libry, alebo v Portugalsku po znehodnotení španielskej pesety. (Dvořák, 2008)

2.4.3 Modely tretej generácie

Modely tretej generácie sú na rozdiel od modelov prvej a druhej generácie zamerané skôr na vysvetľovanie ázijskej finančnej krízy, ako menových kríz, taktiež rozdiel je aj v tom, že tieto modely nie sú čisto modelmi menovej krízy, ale venujú sa aj bankovým a dlhovým problémom.

Autori modelov tretej generácie hovoria o troch základných domnienkach pri vysvetľovaní príčin ázijskej finančnej krízy, ktorá nám poskytuje širšie chápanie finančnej krízy. Podstatu vidia v nedostatku devízovej likvidity (objavujú sa v hypotézach Chang a Velasco 1999), tiež pri insolvenčii, kde príčinou sú morálnym hazardom poskytované krátkodobými zahraničnými úvermi financované špekulatívne investičné aktíva súkromných firiem a bánk. (Dvořák, 2008)

V poslednom rade je to Kurgmanova hypotéza pomenovaná ako „Balance sheet view of crisis“, ktorá kladie pozor na neočakávané depreciácie. (Dvořák, 2008)

Výsledky pokusov snažiacich sa o vysvetlenie príčin vzniku ázijskej krízy neukázali, že príčiny sú v podnikovej a bankovej insolvenčii, ale v nedostatku likvidity. Z týchto pokusov vychádzali aj hypotézy Changa a Velasca, ktorí nevideli hlavnú príčinu vzniku ázijskej krízy v insolvenčii firiem a bánk, ale v nedostatočnom množstve devízovej likvidity a z nesprávnych reakcií na ňu. Základným pojmom modelu Chang-Velasco sa stalo „international illiquidity“, čo môžeme preložiť jako devízová nelikvidita krajiny, ktorú vnímajú ako situáciu, pri ktorej krátkodobé záväzky verejného aj súkromného sektora v zahraničnej mene sú vyššie, ako objem devízových rezerv, ktoré má krajina z pohľadu krátkeho obdobia k dispozícii. (Dvořák, 2008)

Prepojenie bankovej a menovej problematiky je prirodzené – problémy krajiny v bankovom sektore vedú k internému dlhovému problému krajiny, čo nezlepšuje kredibilitu domáceho kapitálového trhu a následne tieto problémy zapríčinia odliv kapitálu. Vyvolaná depreciácia spôsobuje zhoršujúce sa finančné postavenie domácich firiem a zvýši celkovú hodnotu zahraničného verejného dlhu. Analýza, ktorú vytvoril IMF poskytuje potvrdenie o prepojení menovej a bankovej krízy. (IMF, 1998)

2.4.4 Modely štvrtej generácie

Modely vznikajúce po roku 2000 patria medzi modely štvrtej generácie. Sú akýmsi pokračovaním modelov tretej generácie a vysvetľujú súčasné súvislosti vyskytujúce sa pri bankových, menových a dlhových problémoch. (Dvořák, 2008)

Hlavnou myšlienkou je spoločná príčina a to dlhové problémy, ktoré sa vyskytujú súčasne pri bankovej a menovej kríze. Prejavy menovej krízy nie sú chápané ako podstata problému, ale skôr ako jeden zo spúšťacích faktorov krízy. Modely štvrtej generácie vysvetľujú systematickú krízu, ktorá zobrazuje celkovú finančnú poru-

chu s prejavmi bankových, dlhových a menových problémov. Modely neanalyzujú jednotlivé typy kríz oddelene, ale záujem je venovaný kanálom finančnej krízy a dôraz je tiež venovaný analýze dlhového problému. Nastáva prechod od analýzy makroekonomických faktorov k analýze mikroekonomických faktorov. (Dvořák, 2008)

Systematická finančná kríza je v podaní IMF charakterizovaná ako „*potenciálne vážne narušenie finančných trhov, ktoré oslabením schopnosti trhov fungovať efektívne nemôžu a môžu mať rozsiahle nepriaznivé dopady na reálnu ekonomiku. Systematická finančná kríza môže zahŕňať menovú krízu, ale menová kríza nemusí nutne zahŕňať vážne narušenie domáceho platobného systému a teda nemusí dosiahnuť úroveň finančnej krízy.*“ Volatilita vývoja menového kurzu teda nie je príčinou vzniku krízy, ale je jedným z prejavov a súčasťou krízy. (IMF, 1998)

Tokové veličiny hrali významnú rolu pri vysvetľovaní príčin vzniku ázijskej krízy u modelov tretej generácie.⁴ Sústreďenie modelov štvrtej generácie sa presunulo a zameralo viac na stavové veličiny. Kvôli tomu sa hovorí o súvahovom prestupe. Analýza týchto modelov je zameraná na dopady vonkajších šokov,⁵ na hodnoty finančných a nefinančných aktív a pasív všetkých ekonomických subjektov, ktoré by mohli vyústiť k insolventnosti, respektíve k problému s likviditou. Zraniteľnosť krajiny sa v tomto prípade môže objaviť pri deformácií cien domácich aktív,⁶ pri problémoch v kapitálovej štruktúre,⁷ alebo sa môže objaviť nesúlad medzi časovou a menovou skladbou aktív a pasív. (Dvořák, 2008)

2.5 Mechanizmus vzniku systematickej finančnej krízy

Prejavy jednotlivých kríz (vzťahy bankových a menových prejavov) a to akým spôsobom kríza vznikla (kombinácia faktorov, ktoré viedli ku kríze) sú v určitých konkrétnych prípadoch vždy iné a možné ich je určiť až po skončení krízy. V každej jednej finančnej kríze ide o vzťah menových, bankových a dlhových problémov, kde rozhodujúcim významom je nadmerná úverová expanzia nekrytá dobrovoľnými rezervami a následný dlhový problém. (De Soto, 2009)

V odbornej literatúre pri analyzovaní vzniku krízy, sa autori zameriavajú na identifikáciu kritického stavu a spúšťacieho mechanizmu.

Kritický stav (vulnerability state) ukazuje kombináciu faktorov, ktoré narúšajú ekonomickú stabilitu. Je vyjadrením miery zraniteľnosti krajiny finančnou krízou.

⁴ Rozpočtové opatrenia vo fiškálnej politike, miera zisku firiem a bánk

⁵ Nečakané kurzové zmeny

⁶ Cenové bubliny – odklon tržnej ceny od dlhodobého trendu

⁷ Vysoké krátkodobé zahraničné zadĺženie domácich subjektov

Modely prvej a druhej generácie hovorili o makroekonomických faktoroch.⁸ Pri modeloch tretej a štvrtej generácie sa upúšťa od makroekonomických faktorov a riziko je v nadmernom prílivi finančného kapitálu a zle regulovaným bankovým sektorom v domácej ekonomike. Táto riziková kombinácia zapríčiňuje neefektívne využívanie zdrojov a vysokú úverovú expanziu, čo sa následne prejaví vo vnútornom alebo vonkajšom dlhovom probléme. Hovoríme o zadlžení verejného⁹ alebo súkromného sektora.¹⁰ (Dvořák, 2008)

Rastúci význam finančného sektora a jeho celosvetové prepojenie umožňuje finančným krízam jednoduchý postup a veľmi ľahké rozšírenie do spolupracujúcich krajín, preto je teoretická časť finančných kríz popísaná v modeli finančnej nákazy. Ide o rôzne cesty, prostredníctvom ktorých sa finančné krízy rozširujú do ďalších krajín. Tieto cesty nazývame kanály nákazy. Krajiny, v ktorých dôjde ku finančnej kríze, napríklad prenosom z inej krajiny, nemuseli mať zo začiatku žiadne predpoklady pre vznik finančnej krízy. (Dvořák, 2008)

Zo všeobecného hľadiska delíme cesty šírenia finančných kríz na finančné (napríklad trhy aktív, bankový sektor, menový trh, úverový trh), reálne (vplyv deprecia-cie meny jednej krajiny na konkurencioschopnosť druhej krajiny) a politické cesty. Jedným z hlavných a významných modelov nákazy je model ABCD, ktorý rozoznáva zo štyroch hlavných kanálov prenosu finančnej krízy medzi krajinami. (Dvořák, 2008)

- A – Asset market channel (kanál prepojených trhov aktív). Pri nedokonalosti trhu aktív môže šok vyvolaný v cene nejakého aktíva spôsobiť predaj ostatných rizikových aktív. Existujúca inflácia spôsobí na týchto trhoch cenovú bublinu, ktorá môže hocikedy prasknúť, čo následne vyvolá panické chovanie investorov, ktoré vytvorí efekt nasledovania väčšiny
- B – Banking channel (kanál prepojených bankových trhov).
- C – Currency channel (kanál prepojených menových trhov). Pri špekuláciách na opustenie pevného kurzu, alebo pri panickom chovaní investorov je ekonomika krajiny ohrozená runom na menu
- D – Debt channel (kanál zahraničných úverových operácií). Veľký problém nastáva ak banky alebo firmy majú medzi svojimi zdrojmi príliš vysoký podiel krátkodobých a nezaistených zahraničných úverov. To znamená, ak sú špekulatívne investície financované prostredníctvom úverov.¹¹

⁸ Prvá generácia – kombinácia deficitu bežného účtu, fiškálnej nerovnováhy a menového kurzu, Druhá generácia- kombinácia pevného menového kurzu, vysokého úrokového diferenciálu a vysokej mobility špekulatívneho kapitálu

⁹ Rusko, Mexiko, Brazília

¹⁰ Chile, krajiny južnej Ázie

¹¹ Napríklad negatívny vplyv mexickej krízy na americké banky

Skoro pre všetky ekonomiky, ktoré boli postihnuté finančnou krízou bolo charakteristické poškodenie úverového trhu hlavne príliš vysokou úverovou expanziou. De Soto v knihe píše: „*Ekonomický rozvoj spoločnosti si nie je možné vynútiť umelým povzbudzovaním investícií pomocou úverovej expanzie, pokiaľ ekonomické subjekty nie sú ochotné takéto politiky dobrovoľne podporiť v podobe vyšších úspor.*“ (De Soto, 2009, str. 399)

IMF svojou analýzou nadmerných úverových expanzií počas rokov 1970 až 2002 v 28 rozličných krajinách zistilo, že práve úverová expanzia je špecifickým predkrízovým javom, kedy vo viacerých prípadoch nastalo výrazné ekonomické spomalenie, čo následne viedlo ku vzniku krízy, veľmi často systematickej finančnej kríze. (IMF, 2004)

De Soto vo svojej knihe ešte píše: „*Akonáhle už nastala úverová expanzia, tak ekonomickej kríze a depresii sa vyhnúť už nedá (...) a to bez ohľadu na akékoľvek pokusy o odloženie jej príchodu pomocou injekcií nových dávok úverovej expanzie (...). Jedinou alternatívou je kríze predchádzať.*“ (De Soto, 2009, str. 418 a 419)

Kohout (2009) vidí postup vzniku systematickej krízy nasledovne:

- Nadmerný príliv kapitálu vo forme krátkodobých úverov.
- Nadmerná úverová expanzia – z minulosti známe prípady jako vstup zlata na ekonomické trhy v súčasnej dobe je to prevedenie menotárnej expanzie centrálnou bankou, úverová expanzia komerčných bánk, veľký podiel zahraničných investícií, alebo pokles svetových úrokových mier.
- Neproduktívne a špekulatívne investície – vysoký nárast spotreby a investícií podporí rast produktu z krátkodobého hľadiska, ale z pohľadu dlhého obdobia vyvolá rast cenovej hladiny. Inflácia vráti úrokové sadzby na úroveň v rovnovážnom stave a potom veľa investícií nemôže byť dokončených, lebo výnos pri takejto úrokovej sadzbe je nepostačujúci. Nasleduje recesia, pretože investície sa ukazujú jako nesprávne.
- Vznik nezdravých úverov – s príchodom úverovej expanzie nastáva expanzia nesprávnych úverov a to aj napriek technologickému pokroku a snahe kontrolovať kvalitu jednotlivých úverov. Dôjde k vnútornému a vonkajšiemu dlhovému problému.
- Systematická finančná kríza – objaví sa pri prekročení určitého množstva nesprávnych úverov. Kapitálové zdroje budú nevyužiteľné, bude veľa nedokončených investičných procesov a kapitálové zdroje, ktoré boli vyrobené sú použité iným spôsobom, ako bolo pôvodne plánované. Nastane premárnenie vysokého množstva vzácnych zdrojov, čo pôsobí na pokles bohatstva a životnej úrovne. Reakcie bánk sa objavia pri obmedzovaní úverov, čo sa prejaví v zhoršujúcej sa situácií u pôvodne zdravých podnikov. Nasleduje hospodárska recesia.

- Prehĺbenie dlhodobej fiškálnej nerovnováhy.

Povaha dnešného menového systému je úverová expanzia a spôsobuje periodicky sa opakujúce fázy konjunktúry a recesie, respektíve krízy. Z veľkej časti je to zapríčinené politickým cyklom a vplyvom, kedy politici pri prijímaní ekonomických rozhodnutí nepozerajú na dlhodobú perspektívu, ale ich cieľom je získať politickú podporu a úspech pri voľbách. (Dvořák, 2008)

Napriek všetkým povedaným negatívam je možné pozeráť na krízu a recesiю ako takú, aj z pozitívneho hľadiska. Nesprávne investičné rozhodnutia a podnikateľské omyly sa odhalia, chybné investičné projekty budú zlikvidované a zdroje, ktoré sú už vytvorené sa premiestnia do tých oblastí, kde ich spotrebitelia ocenia najviac. (De Soto, 2009)

3 Príčina vzniku finančnej krízy

Hospodárska kríza z roku 2008, ktorej negatívne dopady môžeme pociťovať ešte dnes, je podľa mnohých odborníkov a ekonómov považovaná za najhoršiu krízu od čias „Svetovej hospodárskej krízy“ v medzivojnovom období. Prvé prejavy krízy sa začali objavovať na konci roku 2006, kedy sa začal otriasať hypotekárny trh v USA a jeho kolaps postupne prerástol do globálnej krízy. Finančná kríza udrela v plnej sile v druhej polovici roku 2008 a postupom času zasiahla finančné trhy po celom svete.

Prvým impulzom bola kríza realitného trhu v USA, ktorá vznikla v dôsledku poskytovania hypoték skupine obyvateľstva s nižším životným štýlom, respektíve rizikovému obyvateľstvu, u ktorého nebola istota splácania. Banky získavali týchto klientov na základe ponúknutia pôžičiek s nízkym úrokom. Zlyhanie pri procese schvaľovania hypoték rizikovým klientom nebolo iba na strane bánk, ale aj na strane ratingových agentúr. Úlohou ratingových agentúr bolo posudzovať platobnú schopnosť budúcich klientov. Pre klientov nebol žiadny problém získať za úplatok od ratingovej spoločnosti doklad o dostatočne vysokom príjme. Banky brali tieto posudky ľahkovážne a spoliehali sa na výsledky ratingov a údaje si ďalej neoverovali. Keď úroky začali rásť, tak dlžníci neboli schopní splácať. Banky už nemali z čoho poskytovať úvery a návratnosť poskytnutých pôžičiek začala byť takmer nulová. Najhoršie bolo oznámenie najväčšej francúzskej banky BNP Paribas, že už nebude poskytovať peniaze na rizikové hypotéky z dôvodu nízkej likvidity. Investori sa začali zbavovať rizikových podielov a akciové trhy v Európe, Ázii a USA začali prepadať.

Európa na začiatku nevenovala kríze dostatočnú pozornosť. Európska ekonomika sa v prvej vlne finančnej krízy v duhej polovici roka 2007 vyhla bez väčších problémov. Európska komisia kritizovala investičné praktiky, nezodpovedné požíčovanie a manažment likvidity. K vyššej ochrane však nedošlo, kvôli rozličným názorom pri otázke potreby väčšej transparentnosti trhu.

Prvé zmätky v Európe sa začali prejavovať v prvom štvrtroku 2008. Ekonomika sa začala spomaľovať a Európska komisia naznačila, že počas roku 2008 treba počítať s nižším ekonomickým rastom a vyššou infláciou. EÚ na začiatku roku 2008 pocítila najvyšší nárast cien za posledných 14 rokov. Zlé hospodárske predpovede na rok 2008 sa začali v druhom štvrtroku ešte viac prehľbovať a potvrdzovať. Vplyv na ne mala hlavne oficiálne vyhlásená recesia v USA a rast cien ropy a energií. Experi sa zhodli, že dôvodom zhoršenia economickej situácie v Európe spôsobovala úverová kríza.

3.1 Porovnanie ekonomiky v Európe a USA

Medzi finančnou štruktúrou Európy a USA existujú výrazné rozdiely. Spojené štáty majú finančný systém zameraný na trh, kým finančný trh Európe je skôr zameraný na banky. Tento rozdiel sa dá ukázať na niekoľkých číslach.

Na konci roku 2007 sa v Európe objem nesplatených bankových úverov pohyboval na 145 % HDP. Zodpovedajúci podiel bankových úverov k HDP v Spojených štátoch bol iba 63 %. Môžeme vidieť, že bankový sektor v Európe bol viac než dvakrát dôležitejší, ako tomu bolo v USA za rovnaké sledované obdobie, teda rok 2007. V prvom rade aby politika ECB bola efektívna musí sa sústrediť na bankový sektor.

Na druhej strane je viditeľný rozdiel v priamom úverovaní prostredníctvom cenných papierov, ktoré tvorila v Európe 81 % HDP. Obdobný podiel tvoril v USA 168 %. V porovnaní je vidieť, že trhové financovanie hrá oveľa menšiu úlohu v Európe a je len z polovice tak dôležité, ako je tomu v USA. Forma, ktorou chceli centrálné banky pomôcť, sa odvíjala od týchto rozdielov. ECB sa snažila sústrediť hlavne na poskytovanie dostatočných finančných prostriedkov bankám a FED sa snažila uľaviť investorom na finančných trhoch.

Rozdiely sú taktiež v ekonomických štruktúrach, ktoré sa samozrejme odrážajú aj vo finančnej štruktúre. Rozdelíme ich do troch charakteristík Európy.

Prvou charakteristikou sú malé a stredné podniky v Európe. Tieto podniky nemajú taký ľahký prístup ku kapitálovým trhom, ako v USA. Musia preto pristúpiť k bankovým úverom, aby mohli financovať svoje aktivity. Bez bankového financovania by sa mohli dostať do problémov a tým ohroziť celé hospodárstvo Európy.

Druhou charakteristikou je úloha na trhu s bývaním počas krízy. V Spojených štátoch je trh s bývaním epicentrom krízy. Pre Európu to však pravda nie je. Napriek tomu je Európa nepriamo ovplyvnená, pretože banky držali toxické aktíva čiastočne zaistených pomocou hypotekárnych úverov vzniknutých v Spojených štátoch.

Tretou charakteristikou je pružnosť ekonomiky. Tovary a služby, ceny a mzdy sú výrazne pomalšie v Európe ako v USA. Táto pomalosť má aj nevýhody, pretože spomaľuje prispôbovanie ekonomiky v Európe voči nepriaznivým účinkom. Zároveň poskytuje ochranu voči veľmi zlým výsledkom, za predpokladu, že politika poskytuje pevnú kotvu pre očakávania v súkromnom sektore.

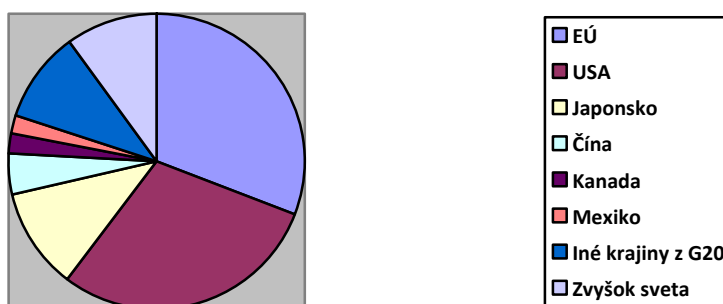
4 Dopad finančnej krízy na makroekonomické ukazovatele v Európe a USA

4.1 Dopad na hrubý domáci produkt

V prvej kapitole si ukážeme dopad finančnej krízy na hrubý domáci produkt (v ďalšom texte už budem používať skratku HDP) v USA a Európe. Podľa Medzinárodného Menového Fondu sú dvomi najväčšími ekonomikami na svete ekonomika USA a ekonomika Európskej únie. V roku 2013 produkovala ekonomika EÚ okolo 23,7 % zo svetového HDP, kým ekonomika USA produkovala o pár desiatich percent menej a to 22,2 % zo svetového HP. V roku 2015 v USA zaznamenali 2,4% zmenu rastu HDP oproti predchádzajúcemu roku a v roku 2015 pripadalo takmer 56 tisíc (55 904) dolárov z HDP na jedného obyvateľa USA. V EÚ v roku 2015 bola percentuálna zmena v HDP oproti predchádzajúcemu roku 1,8% a HDP na jedného obyvateľa v roku 2015 pripadalo 30 852,4 amerických dolárov.

V predkrízovom období mali najväčší podiel na svetovom HDP ekonomiky USA a Európskej únie. V roku 2003 podiel Európskej únie na svetovom HDP tvorilo 30,7 % a podiel USA na svetovom HDP bolo 29,7 %. Z grafu je vidieť že tretou najväčšou ekonomikou bolo Japonsko a to tvorilo v roku 2003 11,1 % podielu na svetovom HDP.

Graf č. 1 – Podiel krajín na svetovom HDP v roku 2003 (%)¹²



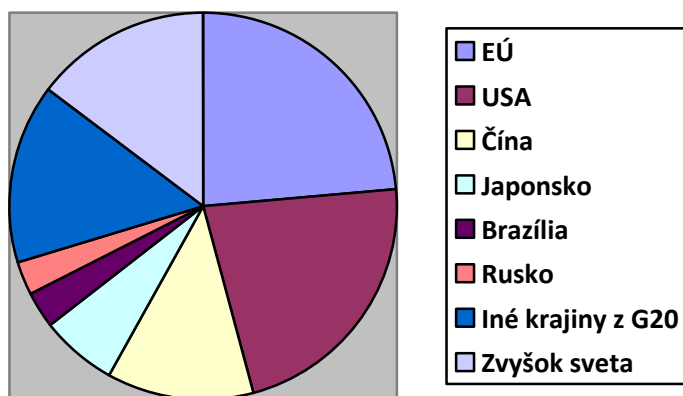
Zdroj: Eurostat, 2015

Po kríze v roku 2008 nastala zmena. Podiely na svetovom HDP obidvoch najväčších ekonomík sa prepadli. V roku 2013 podiel Európskej únie bol 23,7 % a Spojených

¹² Iné krajiny G20 tvoria: Brazília, India, Austrália, Južná Kórea, Indonézia, Rusko, Turecko, Saudská Arábia, Argentína a Južná Afrika

štátov 22,2 %. V priebehu 10 rokov nastalo v ekonomike Európskej únie 10% zhoršenie podielu na svetovom HDP. V Spojených štátoch bola situácia podobná. V rovnakom časovom úseku v Spojených štátoch nastalo 7,5% zhoršenie podielu na svetovom HDP.

Graf č. 2 – Podiel na svetovom HDP v roku 2013 (%)¹³

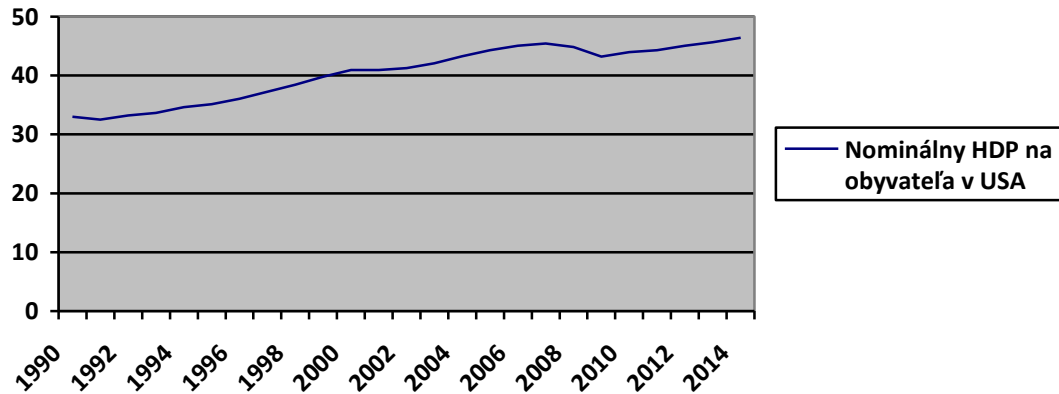


Zdroj: Eurostat, 2015

Hrubý domáci produk mal v ekonomike USA rastúci trend až do obdobia finančnej krízy v roku 2008. V krízovom období nastalo výrazné spomalenie rastu ekonomiky. Keď pred krízou v roku 2007 dosahovalo HDP na jedného obyvateľa niečo cez 45 tisíc dolárov v roku 2009 to bolo už len okolo 43 tisíc dolárov. To znamená, že počas obdobia dvoch rokov, teda od roku 2007 do roku 2009, nastalo 4,8% spomalenie rastu HDP na jedného obyvateľa. Ale z grafu je vidieť, že od roku 2010 nastalo opäť zlepšenie ekonomickej situácie, s tým spojený rast HDP a v roku 2013 HDP na obyvateľa sa dostalo na hodnotu, ktorá bola pred krízou v roku 2007 a to okolo 45,6 tisíc dolárov.

¹³ Iné krajiny G20 tvoria: India, Kanada, Austrália, Mexiko, Južná Kórea, Indonézia, Turecko, Saudská Arábia, Argentína a Južná Afrika

Graf č. 3 - Vývoj nominálneho HDP na 1 obyvateľa USA (C tisícoch dolároch)

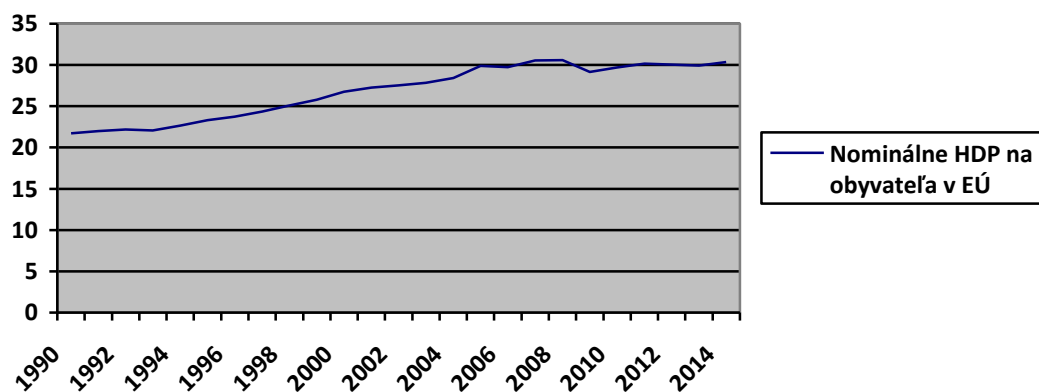


Z

Zdroj: World Bank, 2015

Situácia v druhej najväčšej ekonomike na svete bola o čosi odlišná oproti USA. odlišnosť bola hlavne v tom, že prejavy krízy v Európe boli oneskorené. Kým USA zaznamenala pokles HDP na jedného obyvateľa v roku 2008, v Európe nastal pokles až v roku 2009 a začiatkom roka 2010. Ekonomika v USA v roku 2010 mala už rastúce tempo. V Európe bolo taktiež rastúce tempo do obdobia krízy, ako aj v prípade USA. V roku 2009 nastalo spomalenie rastu HDP na jedného obyvateľa. V medziročnom porovnaní v roku 2009 nastalo 4,67% spomalenie oproti roku 2008.

Graf č. 4 - Vývoj nominálneho HDP na 1 obyvateľa v EÚ (v tisícoch dolároch)

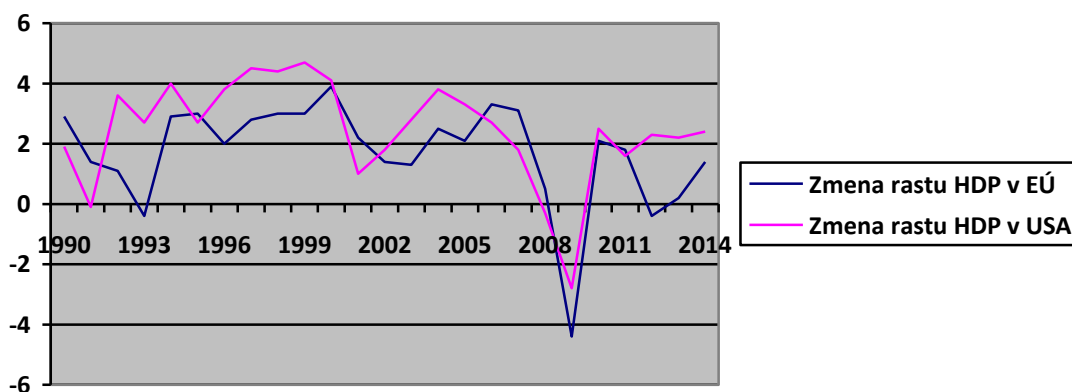


Zdroj: World Bank, 2015

Z grafu číslo 5 je vidieť, že prepád HDP v USA začal už niekedy v roku 2005, kedy klesol z 3,8 % v roku 2004 na 3,3 %. Počas krízy bola percentuálna zmena rastu

HDP v záporných číslach. V roku 2008 bola -0,3 % a v roku 2009 dokonca až -2,8 %. USA oproti EÚ bola na tom relatívne celkom dobre, pretože v roku 2009 bola percentuálna zmena rastu HDP v EÚ až -4,4 % oproti tým -2,8 % v USA. HDP v EÚ bolo zasiahnuté viac, aj keď sa jednalo o jednoročné oneskorenie dopadu krízy v európskej ekonomike.

Graf č. 5 – Medziročná percentuálna zmena rastu HDP v EÚ a USA (v %)



Zdroj: World Bank, 2015

4.2 Dopad na nezamestnanosť

Druhým makroekonomickým problémom počas krízy bola nezamestnanosť. Veľké rozdiely je možné sledovať aj vo vývoji tohoto ukazovateľa. V Európe sa nezamestnanosť už dlhšiu dobu pohybuje okolo 9 %. V USA je nezamestnanosť dlhodobo na najnižšej úrovni v porovnaní s Európou a to aj napriek tomu, že v roku 2001 USA zaznamenalo nárast nezamestnanosti spôsobenej cyklickým vývojom hospodárstva.

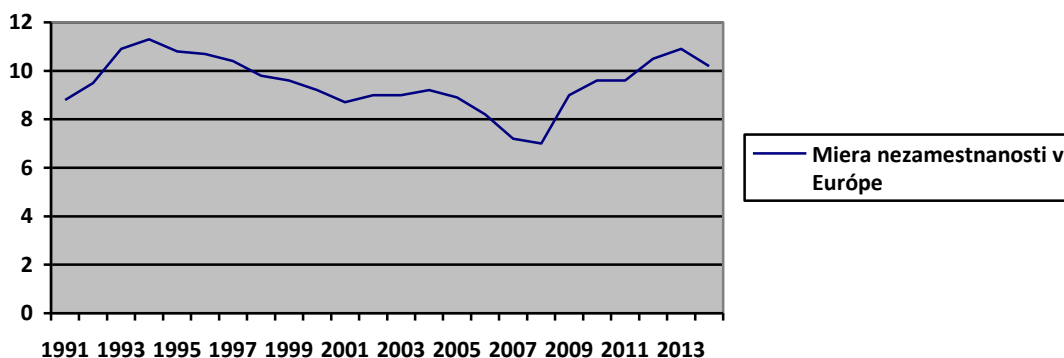
Pri nezamestnanosti si najskôr ako prvú ukážeme Európsku úniu a následne sa presunieme na nezamestnanosť v USA. Porovnávať budem celkovú nezamestnanosť a taktiež aj nezamestnanosť mladých ľudí.

Graf nám ukazuje všeobecnú mieru nezamestnanosti v Európe za obdobie od roku 1991 až do 2014. Priemerná nezamestnanosť za toto obdobie sa pohybovala okolo 9,5 %.

Obecná miera nezamestnanosti mala do obdobia krízy klesajúci trend. Priemerná nezamestnanosť za rok 2008, teda v roku kedy sa začali objavovať domnienky, že nastane recesia bola 7,0 %. Z grafu je vidieť, že v roku 2009 udrela kríza naozaj silno, pretože nezamestnanosť narástla v medziročnom porovnaní z pôvodných 7 % v roku 2008 na nových 9 % v roku 2009. V roku 2013 sa všeobecná miera nezamestnanosti vyšplhala až na hodnotu 10,9 %. Svojho maxima dosiahla vo febru-

ári roku 2013 kedy to bolo až 13 %. Naopak minimum bolo zaznamenané pred krízou v marci roku 2008 6,8 %.

Graf č. 6 – Všeobecná miera nezamestnanosti v EÚ (V % z celkovej pracovnej sily)

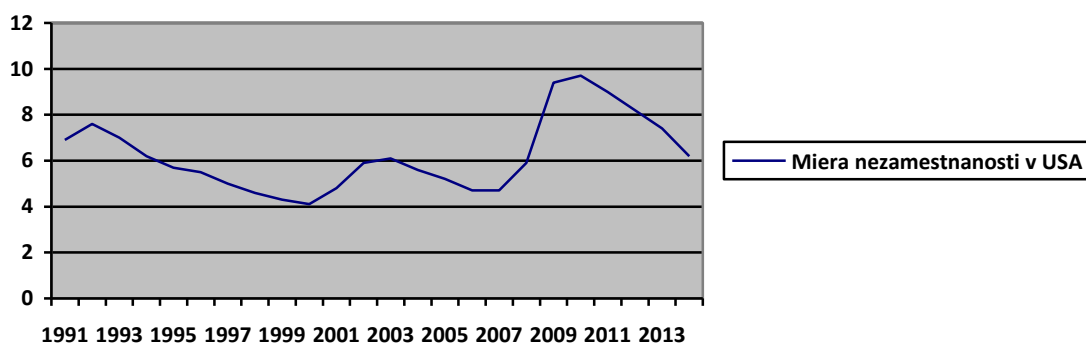


Zdroj: World Bank, 2015

Tak ako aj v EÚ, aj v USA nezamestnanosť klesala do vypuknutia krízy. V roku 2007 sa nezamestnanosť dostala na úroveň 4,7 %. Finančná kríza v rokoch 2008 – 2009 však spôsobila značné škody v ekonomike USA. Asi najväčšie dopady boli zaznamenané od druhej polovice roku 2007 až do roku 2009. Podľa OECD USA stratila viac ako 8 miliónov pracovných miest od začiatku krízy a obecná miera nezamestnanosti stúpila na 10,1 %. Porovnaním s už spomínaným nárastom nezamestnanosti v období roku 2001, išlo teraz o vážnejší prípad. Väčšina štátov utrpela výrazné straty pracovných miest.

Najväznejšie straty zamestnania boli v oblastiach, ktoré zažili veľký boom v oblasti bývania a tie, ktoré mali vysokú nezamestnanosť už pred krízou ako napríklad štáty District of Columbia, alebo South California. Štát South California mala v júli roku 2004 vyššiu nezamestnanosť oproti ostatným štátom a to 6,8 %. Hawaii mal nezamestnanosť napríklad 3,1 %. No o päť rokov neskôr to už bolo 11,8 %. Za päť rokov bol 5% nárast nezamestnanosti v štáte South California. V prípade Hawaia to bolo v roku 2009 7,0 %, teda 3,9% nárast.

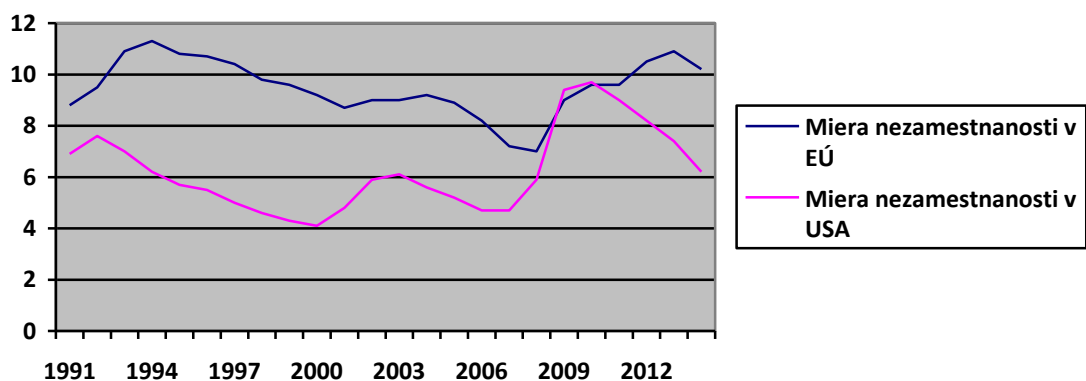
Graf č. 7 – Všeobecná miera nezamestnanosti v USA (v % z celkovej pracovnej sily)



Zdroj: Bureau of Labor Statistics

Z grafu je možné vidieť veľký rozdiel medzi nezamestnanosťou v Európe a USA. Pred krízou bola nezamestnanosť v USA na oveľa nižšej úrovni ako tomu bolo v Európe. V roku 2007 je vidieť prudký nárast nezamestnanosti, ktorý vyvrcholil v roku 2009, kedy bola nezamestnanosť v obcoch ekonomikách takmer na rovnakej úrovni.

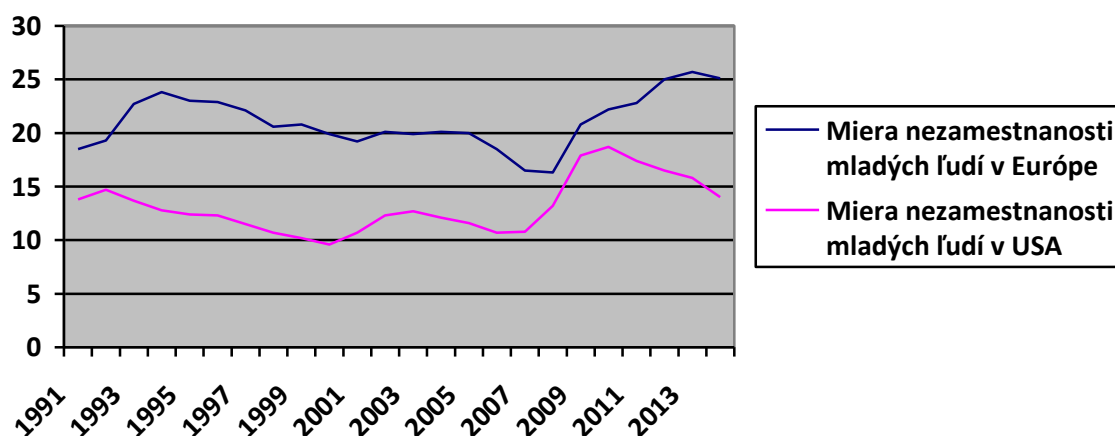
Graf č. 8 – Miera nezamestnanosti v Európe a USA (v %)



V ďalšej časti nezamestnanosti sa pozrieme na nezamestnanosť mladých ľudí. Táto nezamestnanosť je vážnym problémom, pretože ekonomicky aktívny mladý ľudia nie sú schopní nájsť si pracovné miesto či už je to kvôli tomu, že nemajú dostatočné pracovné skúsenosti, alebo potrebnú dobu praxe.

Štatistiky nám ukáže nezamestnanosť mladých ľudí v EÚ a USA od roku 1991 do roku 2014. Mladými ľuďmi sa myslia osoby vo veku od 16 rokov do 24 rokov.

Graf č. 9 – Miera nezamestnanosti mladých ľudí v Európe a USA (v % z celkovej pracovnej sily)



Zdroj: World Bank, 2015

Všeobecná miera nezamestnanosti mladých ľudí je vo všeobecnosti vyššia a to dvojnásobne v niektorých prípadoch aj viac ako dvojnásobne, než je všeobecná miera nezamestnanosti pre všetky vekové kategórie. Tento rozdiel je možný vidieť porovnaním grafov číslo 8 a 9. Nezamestnanosť v USA sa pohybovala v krízovom roku 2009 okolo 9,4 %, ale nezamestnanosť mladých ľudí v tom istom bodobí bola 17,9 %, čo je takmer dvojnásobok. Nezamestnanosť mladých ľudí v Európe sa výrazne znížila v rokoch 2005 až 2007 v predkrízovom období, kedy klesala približne z 20 % v roku 2004 na 15,7 % v prvom štvrtroku 2008. Hospodársksa kríza však zasiahla ťažko zamestnanosť mladých ľudí a od druhého štvrtroku 2008 neustále rástla a vrchol nastal v druhom štvrtroku 2013 a to 26,1 %.

Nezamestnanosť v USA presnejšie povedané nielen v USA, ale na celom svete je jeden veľký problém. Mlídí ľudia čelia vysokým prekážkam na trhu práce a to z dôvodu, že majú nižšie schopnosti a menej pracovných skúseností. Na príklade si ukážeme tri faktory ovplyvňujúce nezamestnanosť mladých ľudí. Za prvé je to nezamestnanosť 18-29 ročných ľudí, ktorá sa pohybuje okolo 15,8 %. Za druhé je to nezamestnanosť 18-29 ročných afro-američanov, ktorá je 23,8 % a ako posledný faktor je všeobecná miera nezamestnanosti pre čerstvých absolventov vysokých škôl, ktorá vzrástla z 3,1 % v roku 2008 na 8 % v roku 2010.

Na grafoch 8 a 9 sú viditeľné rozdiely v nástupe finančnej krízy. V USA celková nezamestnanosť začala stúpať v druhej polovici roku 2007. Priemerná obecná miera v roku 2007 bola 4,7 %. V roku 2008 to bolo 5,9 % a v roku 2009 až 9,4 %. V medzročnom porovnaní je 4,7% nárast nezamestnanosti v roku 2009 oproti roku 2007. Pri porovnaní s Európou, v ktorej nastal nárast nezamestnanosti v polovici roku 2008, približne o trištvrté roka neskôr ako tomu bolo v USA. V Európe je v medzročnom porovnaní 3% nárast v roku 2009 oproti roku 2008 a až 3,9% ná-

rast v nezamestnanosti v roku 2010 od kedy sa nezamestnanosť začala znižovať. Takisto je tento rozdiel vidieť aj pri nezamestnanosti mladých ľudí. V USA obecná miera nezamestnanosti mladých ľudí začala rásť v druhej polovici roku 2007, ale v Európe nastal rast až v polovici roku 2008.

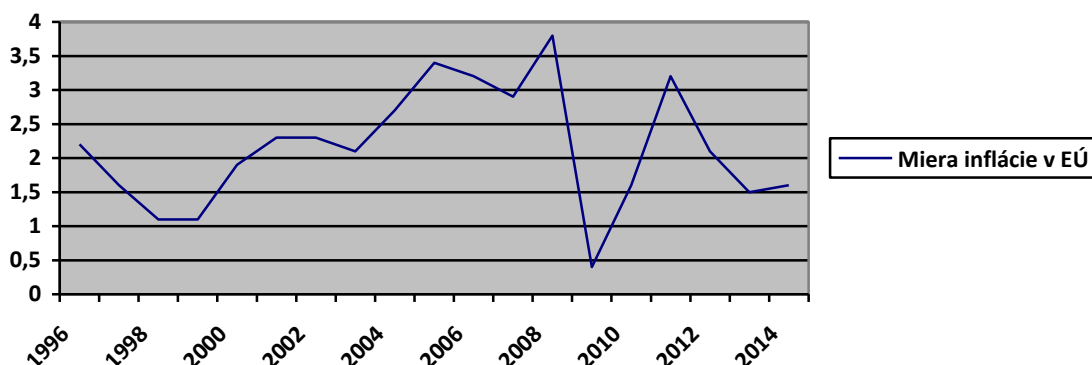
4.3 Dopad na infláciu

Miera inflácie v Európe sa pohybovala od roku 1996 do 2014 priemerne okolo 2,157 %. Cieľom Európskej Centrálnej Banky je držať mieru inflácie na želanej úrovni okolo 2 %. ECB sa zatiaľ tento cieľ darí dodržiavať, čo vyplýva aj z nasledujúceho grafu, kde je vidieť, že inflácia v Európe bola počas sledovaného obdobia na relatívne nízkej úrovni a držala sa úrovni 2 %. Počas finančnej krízy v roku 2008 však ECB zaznamenala rast inflácie s porovnaním minulého obdobia. V júli roku 2008 inflácia vzrástla na úroveň 4,1 %, čo je maximálna miera inflácie počas obdobia krízy. Pritom jeden rok pred tým, teda v júli roku 2007 bola miera inflácie na úrovni 1,8 %. Minimálna miera inflácie bola zaznamenaná v júli 2009 a to -0,7 %. Súčasná miera inflácie v Európe je z marca 2016 a to 0,0 %.

A čo bolo vlastne príčinou nárastu inflácie behom tohoto jedného roka?

Zvýšenie miery inflácie v tomto období je dôvodom zvýšenia peňazí v obehu v porovnaní s produktivitou, ktorým sa centrálné banky snažili znížiť dopady finančnej krízy na ekonomiku. Na tejto inflácii mali veľkú zásluhu centrálné banky a z veľkej časti ECB, ktorá ľudovo povedané „natlačila“ stále viac a viac peňazí. Centrálné banky spôsobujú nárast peňazí v obehu svojou monetárnou politikou. Riešenie prichádza napríklad v znížení základnej úrokovej sadzby. O rok neskôr v júli roku 2009 ECB zaznamenala dokonca zápornú mieru inflácie a to na úrovni -0,7 %. V priebehu jedného roka nastal 4,8% pokles miery inflácie a v roku 2009 nastala deflácia.

Graf č. 10 – Vývoj inflácie v EÚ (v %, merané pomocou CPI)



Zdroj: European Central Bank, 2016

Miera inflácie v USA dosahovala podobných hodnôt, ako tomu bolo v Európe. Toto tvrdenie je aj možné vidieť z grafu číslo 12, na ktorom je porovnaný vývoj inflácie v oboch ekonomikách. Priemerná miera inflácie v USA sa pohybovala od roku 1996 do roku 2014 okolo 2,95%.¹⁴ Rozdiel bol však viditeľný v maximálnej miere inflácie, ktorá dosiahla hodnotu v júli 2008 5,6 %. V rovnakom čase v EÚ bola inflácia na už spomínanej hodnote 4,1 %. V priebehu jedného roku podobne ako tomu bolo v EÚ, tak aj v USA miera inflácie klesla do záporných čísel. Hodnota inflácie bola v júli 2009 -2,10 %. Americký federálny rezervný systém (v ďalšom texte už budem používať skratku FED) mal v monetárnych cieľoch okrem maximálnej zamestnanosti aj sledovanie cenovej stability ale bez presnejšieho číselného vyjadrenia. FED nakoniec v januári 2013 podnikol krok a rozhodol, že inflačný cieľ bude na úrovni 2 % a to z dlhodobého hľadiska. Z grafu číslo 11 je zrejmé, že inflácia sa už dlhšiu dobu pohybuje pod úrovňou dvoch percent. Súčasná miera inflácie v USA sa pohybuje okolo 0,9 % čo je výrazne nižšie ako je cieľom FEDu. Za spomenutie stojí aj to, že napriek kríze v roku 2008 inflácia nebola až taká vysoká ako by sa očakávalo.

Prečo je inflácia v USA taká nízka?

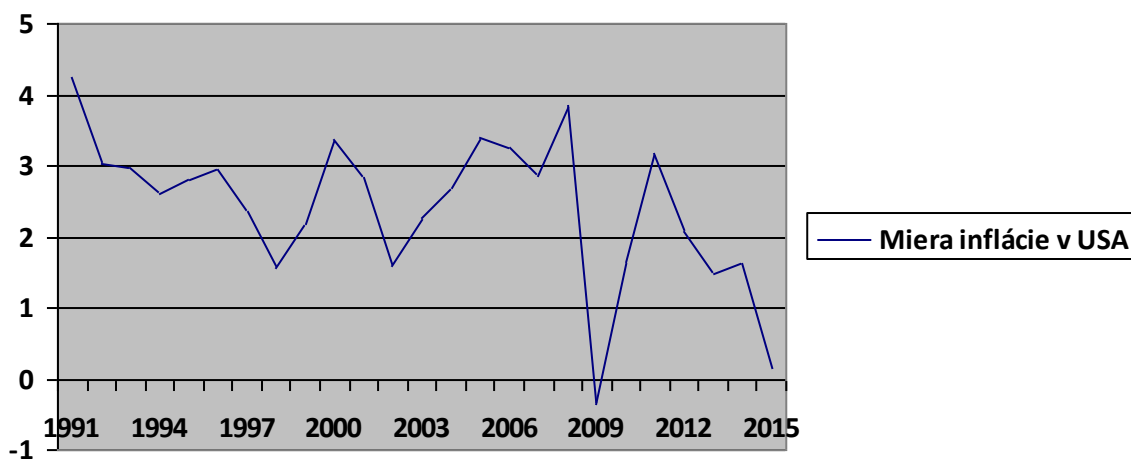
Dalo sa očakávať, že pri finančnej kríze v roku 2008 centrálné banky sa rozhodnú naplniť ekonomiku väčším objemom peňazí, čo ma za následok rast peňažnej zásoby a s tým spojený aj rast inflácie. Ale v USA sa to počas obdobia krízy nepotvrtilo.

Čo robí FED inak? Z historických záznamov je veľa príkladov, že keď príde k zvýšeniu peňažnej zásoby zvýši sa aj inflácia. Ako príklad môže slúžiť nemecká hyperinflácia v 20. rokoch a tiež v Ladinskej Amerike počas 80. rokov. V 70. rokoch rástla peňažná zásoba v USA ročne priemerne o 9,6 %. Inflácia dosahovala priemer

¹⁴ Od roku 1996 do 2014 preto, aby to bolo zrovnateľné s Európou

7,4 %. V 90. rokoch bol priemerný rast objemu peňazí iba 3,9 % a inflácia 2,9 %. Z týchto príkladov pripadá nevysvetliteľné, že v poslednom období, týka sa to aj obdobia krízy inflácia nereaguje na nákupy FEDu. Vysvetlenie sa dá nájsť v tom, že „tlačenie peňazí“ nie je to isté ako kvantitatívne uvoľňovanie. Peňažná zásoba, ktorá je úzko spojená s infláciou sa skladá z depozitov, ktoré majú domácnosti a firmy uložené v komerčných bankách. Vysoký nákup dlhopisov FED umal za následok rýchly rast zásoby peňazí. Ale v roku 2008 nastala zmena v pravidlách FEDu, ktorá zrušila prepojenie medzi nákupom dlhopisov s následným rastom objemu peňažnej zásoby. Preto, keď FED kúpil vysoký objem dlhopisov nevyvolal nárast peňažnej zásoby a následný nárast inflácie.

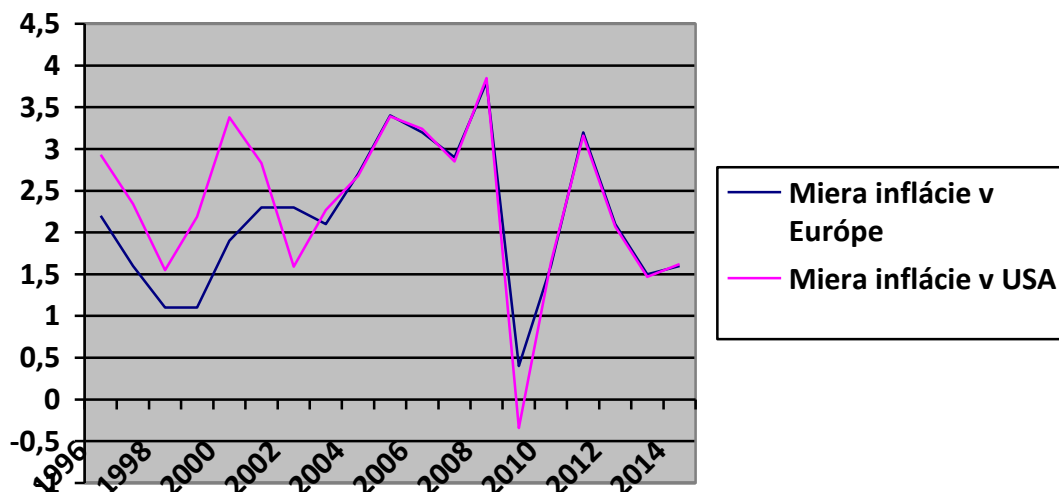
Graf č. 11 – Vývoj inflácie v USA (v %, merané pomocou CPI)



Zdroj: Infaltion Data, 2016

Keď sa pozrieme na graf číslo 12, tak je jasné, že v oboch ekonomikách v USA aj EÚ bol priebeh vývoja inflácie dost' podobný. Dokonca v predkrízovom období sa dá konštatovať, že bola v niektorých prípadoch na rovnakej úrovni. V roku 2005 obe ekonomiky dosiahli priemernú ročnú infláciu 3,4 %. Pred krízou v roku 2007 nastal ešte mierny pokles v USA bola inflácia 2,85 % a v EÚ 2,7 %. V roku 2008 nastal 1% rast, tak jako v USA aj v EÚ oproti roku 2007. V roku 2009, keď kríza udrela naplno nastal pokles inflácie v USA až o 4,19 %. Európska únia zaznamenala 3,4% pokles mieri inflácie v roku 2009 oproti roku 2008. Centrálné banky FED a ECB majú v monetárnych cieľoch uvedené, že chcú držať mieru inflácie na 2 % úrovni. Áno je pravda, že FED stanovila tento cieľ len nedávno, ale nedá sa počítať, že by chcela počítať s vyššou infláciou jako sú napríklad 4 %. Pred krízou sa centrálním bankám podarilo plniť tento cieľ. Síce v niektorých rokoch, či mesiacoch vzrástla inflácia nad 2 %, ale to nebol až taký závažný problém, ktorého by sa mali FED a ECB obávať.

Graf č. 12 – Vývoj inflácie v Európe a USA (v %)

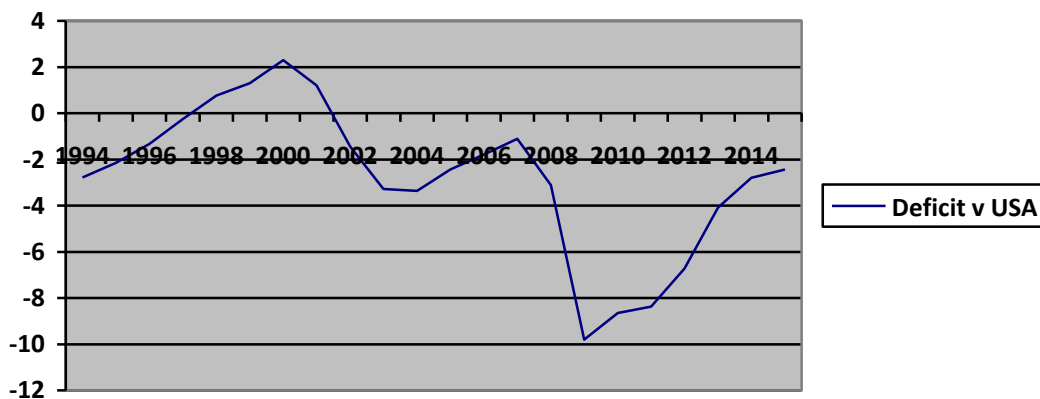


4.4 Dopad na deficit štátneho rozpočtu

Obrovské obavy, ktoré vyvolávajú otázky ohľadom zadlženia budúcich generácií sa tvoria hlavne z dôvodu neustále rastúcich deficitov hlavných svetových ekonomík. Toto zadlženie spôsobujú fiškálne stimuly, ktoré vykonávajú vlády. Navyše kvôli finančnej kríze z roku 2008 museli a aj stále musia byť tieto stimuly udržateľné aj v roku 2016. Je jasné, že by sa zadlženosť ekonomík počas krízy nezmiernila, ale naopak zadlženosť všetkých krajín sveta sa v období krízy zvýšila. Porovnať si to môžeme na grafoch nižšie, kde sú znázornené dve významné a poredné ekonomiky sveta.

Z grafu vývoja deficitu v USA je vidieť, že prepád deficitu začal už okolo roku 2000. Ale prepád v predkrízovom období nebol až taký hrozný, veď podobne sa deficit pohyboval aj v minulosti. Zlomový moment nastal od roku 2007, kedy sa deficit počas dvoch rokov prepadol až na -9,8 % z HDP. Od roku 2009 nastáva oživenie ekonomiky a s tým spojený aj pokles deficitu a v období okolo roku 2014 sa deficit dostal do podobných hodnôt, ako tomu bolo pred krízou.

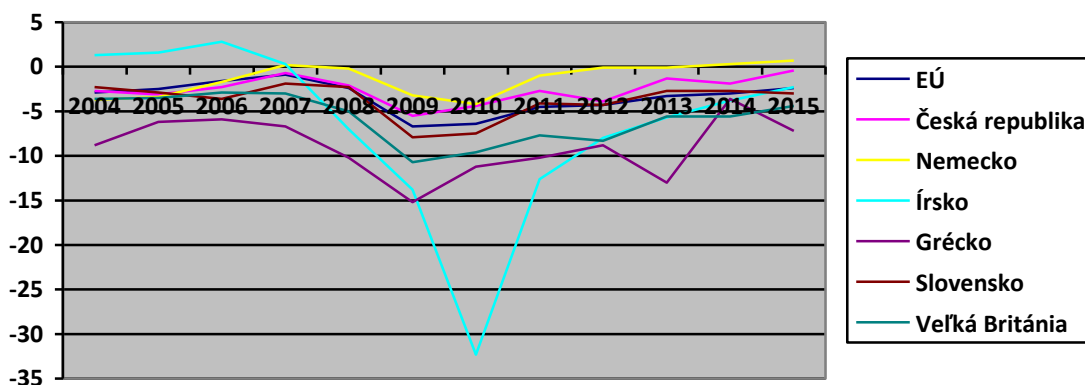
Graf č. 13 – Vývoj deficitu v USA (ako % z HDP)



Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis, 2016

Situácia v EÚ bola veľmi podobná jako v USA. Európskej únii jako celku sa deficit nachádzal v roku 2009 na hodnote - 7,9 % z HDP. Zaujímavý je skôr pohľad na vývoj v rôznych štátoch Európy a jako sa dotkla kríza zadlženosti jednotlivých krajín Európy. Najväčší prepád nastal v Írsku, v ktorom sa hodnota deficitu v závislosti k HDP dostala v roku 2010 na -32,3 %, čo predstavovalo nesmierne vysokú zadlženosť. Druhou krajinou, ktorá bola na tom najhoršie bolo Grécko, kde sa deficit dostal v roku 2009 na úroveň -15,2 %. Česká republika na rozdiel od týchto krajín nebola na tom až tak zle. Jej deficit v roku 2009 bol -5,5 % z HDP

Graf č. 14 – Vývoj deficitu vo vládnom sektore v EÚ (ako % z HDP)



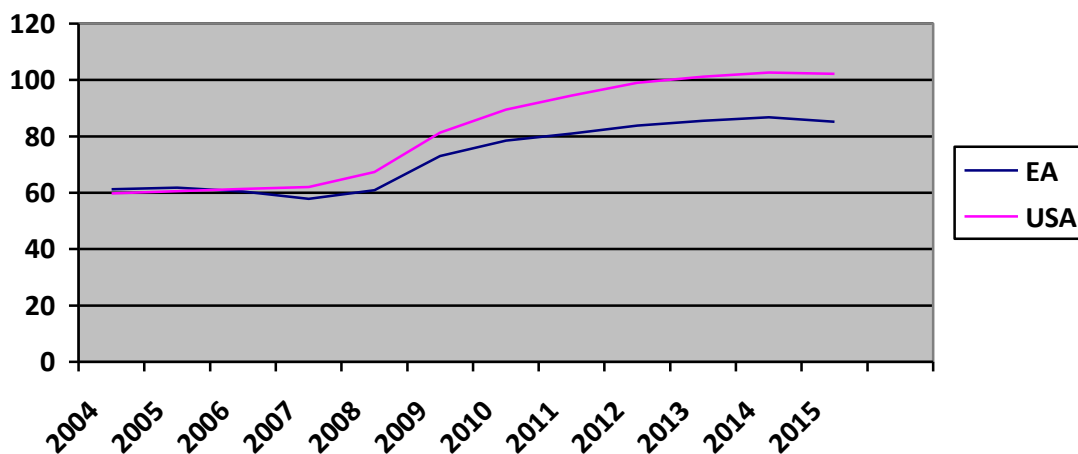
Zdroj: Eurostat, 2016

Je jasné, že neustále zadlžovanie je z dlhodobého hľadiska neudržateľné. Udržateľné by to bolo iba v tom prípade, ak by bolo možné splácať úroky z dlhu bez ďal-

ších zbytočných pôžičiek. Pretože ak sa pri splácaní vyskytne úrokové splácanie flexibilita budúcich rozpočtov sa výrazne znižuje.

V nasledujúcom grafe bude znázornený vývoj verejného dlhu jako percento HDP v EA a USA.

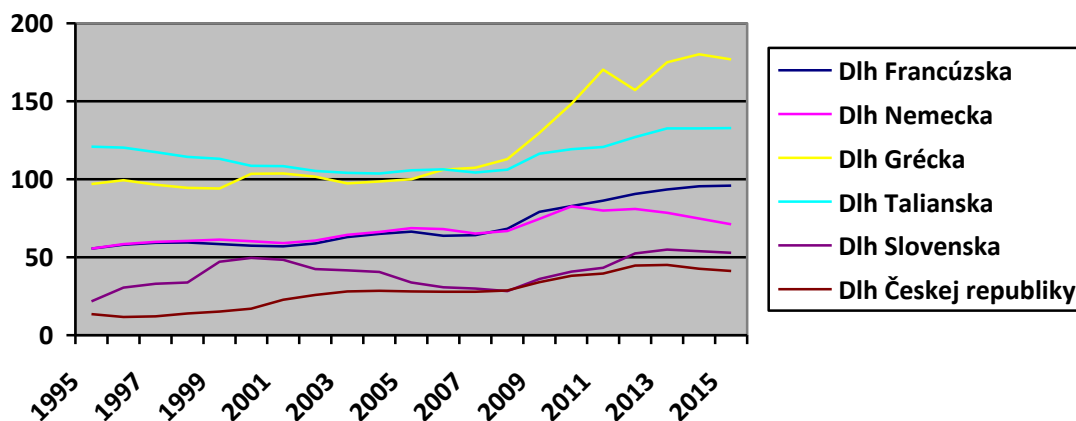
Graf č. 15 – Vývoj verejného dlhu v USA a EA (% HDP)



Zdroj: Eurostat a Federal Reserve Bank of St. Louis, 2016

Je vidieť, že v období pred krízou bol verejný dlh v EA o kúsok vyšší, tak od obdobia krízy je to naopak. Európa dlhovala v roku 2007 57,8 % svojho HDP. V roku 2010 to už bolo 78,5 % svojho HDP. Počas troch rokov nastal 20,7% nárast verejného zadlženia. Verejný dlh neprestal ani po usilovných opatrení klesať a v roku 2015 verejný dlh tvorilo 85,2 % HDP. V USA bola situácia rovnaká. Od obdobia krízy nastal rast verejného dlhu a v roku 2015 ho tvořilo 102,21 % HDP. Nasledujúci graf nám ukazuje situáciu vo vybraných krajinách Európy.

Graf č. 16 – Vývoj verejného dlhu vo vybraných krajinách Európy (v % HDP)



Zdroj: Eurostat, 2015

Finančná kríza mala veľký dopad hlavne na verejný dlh krajín sveta. Pred rokom 2008 bol vývoj dlhu viac-menej stabilný a dokonca v niektorých krajinách aj klesal. Ako príklad si môžeme uviesť Slovensko, na ktorom je vidieť výrazný pokles verejného dlhu voči HDP spomedzi vybraných krajín. V roku 2000 bol dlh Slovenskej republiky 49,6 % HDP a v roku 2008 klesol až na 28,2 % HDP vďaka ekonomickému rastu a vládnym opatreniam. Ako od roku 2008 je vidieť, že u všetkých krajinách rastie verejný dlh. Bolo to zapríčinené samozrejme krízou a použitými opatreniami všetkých krajín. Najväčší rast medzi európskymi štátmi zaznamenalo Grécko. V roku 2007 verejný dlh Grécka dosahoval 104,3 % HDP a v roku 2011 to už oblo 170,3 % HDP. Súčasná hodnota dlhu sa ešte navýšila o 6,6 % na 176,9 % HDP. Dá sa konštatovať, že ekonomika Grécka patrila medzi najviac postihnuté krajiny na európskom kontinente.

5 Reakcie centrálnych bánk a vlád v Európe a USA

V tejto kapitole budem analyzovať reakcie na strane monetárnej a fiškálnej politiky. Budem pozorovať kroky ECB a FEDu, ktoré sa rozhodli použiť na prekonávanie respektíve zmiernenie dopadu finančnej krízy na ekonomiku USA a Európy. Pozriem sa na vývoj úrokových sadzieb pred krízou, počas krízy a na akej úrovni sú úrokové sadzby nachádzajú v súčasnosti. Ďalej rozoberiem vývoj peňažných agregátov M1 a M2 a taktiež vývoj monetárnej bázy. Následne sa presuniem do fiškálnej politiky kde sa zameriam na kroky, ktoré sa rozhodli urobiť vlády na zmiernenie dopadu finančnej krízy.

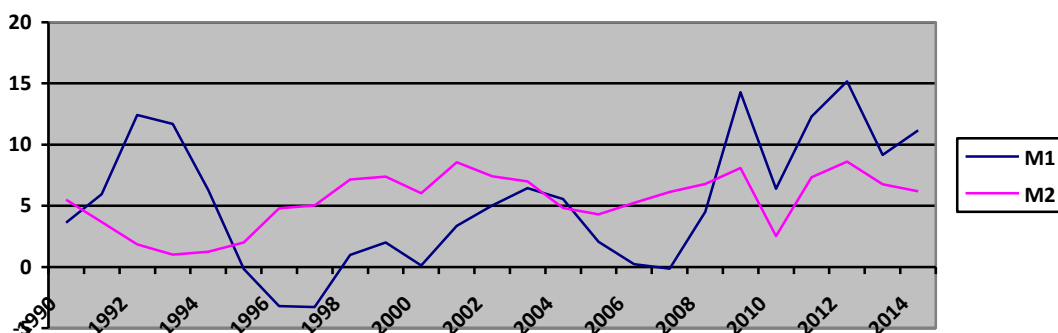
5.1 Reakcie na strane monetárnej politiky

Ako prvé budem analyzovať na strane monetárnej politiky vývoj peňažných agregátov M1 a M2 spolu s vývojom monetárnej bázy. Od začiatku finančnej krízy centrálné banky po celom svete poslali do ekonomiky veľké objemy peňazí. Ja sa však zameriam teraz na centrálné banky EA a USA.

5.1.1 Vývoj peňažných agregátov M1 a M2 v USA a EA

Každým sledovaná menová politika amerického FEDu prispela k značnému nárastu hlavne peňažného agregátu M1. Jeho veľkosť od začiatku krízy narástol o 78 %. Spolu s rastom veľkosti rozvahy FEDu o 274 % narástol aj peňažný agregát M2. Vývoj peňažných agregátov M1 a M2 sú znázornené v nasledujúcom grafe.

Graf č. 17 – Vývoj peňažných agregátov M1 a M2 v USA (percentuálna zmena oproti minulému roku)



Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis, 2015

Vývoj peňažnej zásoby prechádzal zaujímavým trendom. Od roku 2000 až do vypuknutia krízy v roku 2007 rástol menový agregát tempom 2,83 % ročne. V ro-

koch 2005 a 2006 dokonca klesal a v roku 2007 sa v priemere dostal do zápornej hodnoty -0,14 %. Od vypuknutia krízy nastalo zrýchlenie tempa jeho rastu. Od roku 2008 do roku 2012 rástol priemernou rýchlosťou 11,13 % ročne. Od roku 2012 sa opäť tempo rastu M1 spomalilo. Najnižšie tempo rastu, ktoré americký FED zaznamenal bolo v marci roku 2007 a to -1,17 %. Naopak najvyššie tempo rastu oproti predchádzajúcemu obdobiu bolo v júni 2009 18,08 %. Potom však v roku 2010 nastalo výrazné spomalenie a o rok neskôr, teda v auguste roku 2011 FED zaznamenal rast M1 20,82 %. To isté platí aj pre peňažný agregát M2, ktorého tempo rastu sa zvýšilo iba nepatrne.

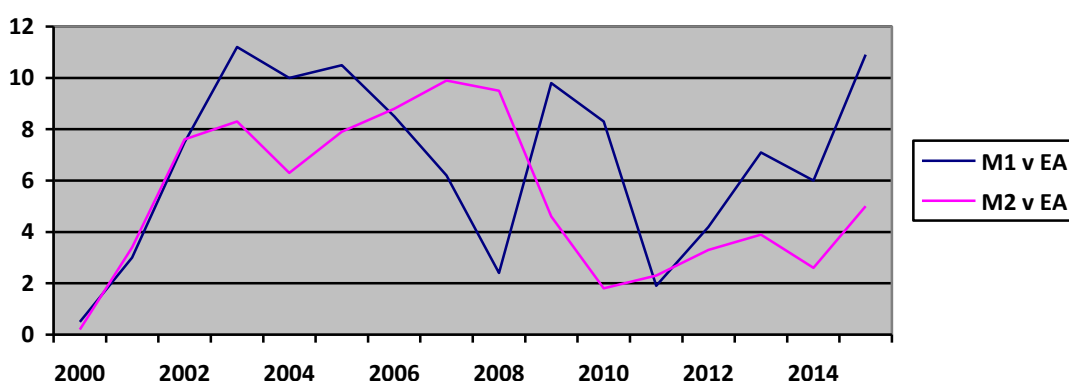
Nasledujúca tabuľka bude znázorňovať priemerné tempo rastu peňažnej zásoby v rokoch 2000 – 2012.

Tab. 1 Priemerné tempo rastu peňažnej zásoby v USA (v %)

Rok	M1	M2
2000 – 2007	2,83	6,18
2008 – 2012	11,13	6,67
2000 – 2012	6,98	6,43

Podobne ako FED stimulovala ekonomiku USA, tak aj ECB stimulovala svojimi rozhodnutiami trh v Európe. Priložený graf ukazuje inú tendenciu, ako peňažná zásoba v USA. Agregát M1 vykazuje skôr nastavené tempo rastu, agregát M2 s príchodom krízy spomalil nárast. Na stránkach ECB sú zverejnené údaje iba od roku 2000 do roku 2015, takže budem pracovať iba s týmito údajmi. Aby bolo možné porovnanie priemerného tempa rastu, tak sú v tabuľke číslo 1, ktorá znázorňuje tempo rastu v USA znázornené tiež iba údaje od roku 2000.

Graf č. 18 – Vývoj peňažných agregátov M1 a M2 v EA (ročný percentuálne rast)



Zdroj: European Central Bank, 2016

Z grafu, na ktorom je znázornený vývoj peňažných agregátov M1 a M2 v Európe je vidieť, že rast oboch agregátov trval do obdobia krízy. ECB zaznamenala prvý po-

kles M1 v roku 2006 a od tejto doby nastal výrazný pokles. V roku 2008 bolo priemerné ročné tempo rastu M1 iba 2,4 %. V roku 2009 nastalo zvýšenie peňažnej zásoby v ekonomike a priemerné tempo rastu v medziročnom porovnaní nastalo 7,4% zvýšenie peňažného agregátu M1 na 9,8 %. V nasledujúcej tabuľke je možné vidieť priemerné ročné tempo rastu oboch agregátov, teda M1 a M2 od roku 2000 do roku 2012.

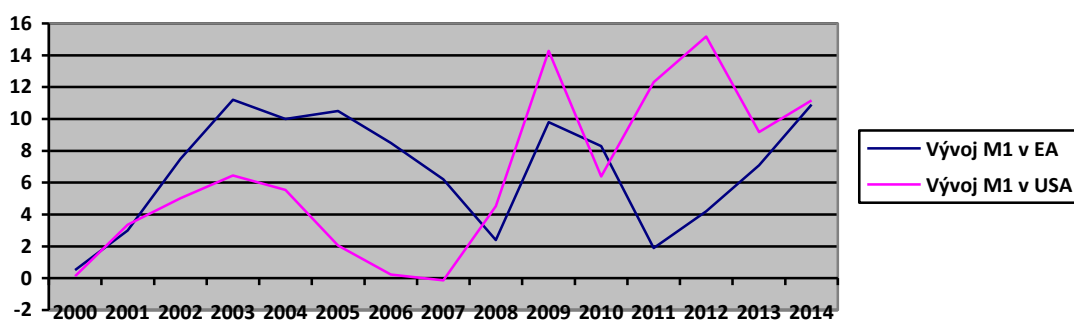
Tab. 2 Priemerné ročné tempo rastu peňažnej zásoby v Európe (v %)

Rok	M1	M2
2000 – 2007	7,18	6,55
2008 – 2012	5,32	4,3
2000 – 2012	6,25	5,43

Tabuľka nám znázorňuje priemerné tempo rastu peňažnej zásoby a dá sa potvrdiť argumentácia nad grafom, že vývoj oboch agregátov bol vyšší oproti obdobiu krízy. V období krízy nastalo spomalenie rastu M1 a M2. Takisto je vidieť odlišnú situáciu medzi ekonomikou v Európe a USA. Kým priemerné ročné tempo rastu peňažnej zásoby M1 v Európe do obdobia krízy rástlo 7,18% rýchlosťou v USA to bolo iba 2,83 %. Rozdiel je vidieť aj počas obdobia krízy, kedy bolo tempo rastu v Európe 5,32 % a v USA to bol takmer dvojnásobok 11,13% priemerné ročné tempo rastu. Z tohoto porovnania je možné vidieť rozdiely, ktoré sú v ekonomikách USA a EÚ.

Nasledujúci graf nám znázorní vývoj peňažného agregátu M1 v USA aj v Európe, aby bolo možné lepšie porovnanie. Z grafu je viditeľné vyššie tempo rastu v predkrízovom období v ekonomike EA a naopak v krízovom období, kde bolo vyššie tempo rastu v USA.

Graf č. 19 – Vývoj peňažného agregátu M1 v USA a EA (v %)



Z grafu číslo 19 je tiež možné sledovať vývoj peňažného agregátu M1 počas krízy. Centrálna banka USA, teda FED zakročila oveľa skôr ako Európska Centrálna Banka. Kým FED začala tlačiť peniaze do obehu už niekedy koncom roka 2007, tak ECB zareagovala o pár mesiacov neskôr. Rozdiel je vidieť aj v období medzi rokmi 2010

až 2013, kedy FED pokračovala v nastavenom tempe síce je tam vidieť pokles, ale nie až tak citlivý ako v Európe. FED sa snažila držať hladinu peňažného agregátu M1 na vysokej úrovni v Európe bola situácia odlišná. Po roku 2009 nastal pokles z 9,8 % na 1,9 % v roku 2011. Po roku 2011 opäť začala ECB tlačiť viacej peňazí do ekonomiky, čím sa vývoj agregátu M1 opäť naštartoval.

Aký majú dopad vývoje peňažných agregátov na reálnu ekonomiku?

V krátkom období majú monetárne stimuly pozitívny vplyv na výstup ekonomiky (HDP a nezamestnanosť) – HDP rastie, nezamestnanosť klesá, alebo by aspoň mala klesať. Dôvod je veľmi jednoduchý: monetárna expanzia je spojená s nízkymi úrokovými sadzbami, vďaka ktorým chcú firmy viac investovať a produkovať, preto zamestnávajú viac ľudí. Nižšie úrokové sadzby takisto znižujú takzvané „hurdle rate“, ktorú musia výnosy projektov prekročiť, aby mohli byť realizované.

V dlhom období má však podľa teórie monetárna expanzia nulový vplyv na reálne veličiny. Jediné, k čomu dôjde je rast cenovej hladiny respektíve inflácie. Taktiež pri prechode zo stavu expanzie do normálneho stavu, ktorý je sprevádzaný nárastom úrokových sadzieb môže v ekonomike odhaliť už skôr začaté projekty, ktoré za novej situácie s vyššími úrokovými sadzbami sa javia ako neprofitabilné.

5.1.2 Vývoj monetárnej bázy v EA a USA

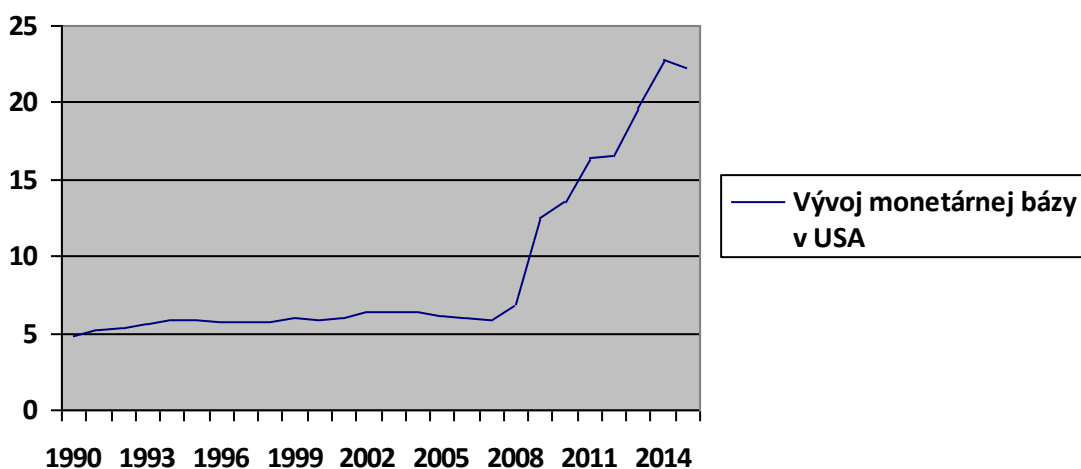
V nasledujúcej podkapitole sa budem venovať vývoju monetárnej bázy v Európe a USA. Na úvod tejto kapitoly si položíam otázku na zamyslenie.

Aký je vlastne rozdiel medzi monetárnou bázou a peňažnou zásobou, s ktorou som sa zaoberal v predchádzajúcej podkapitole?

Monetárna báza nám hovorí, koľko likvidity dodala konkrétna centrálna banka do ekonomiky, zatiaľ čo peňažná zásoba nám ukazuje, koľko je v skutočnosti k dispozícii na použitie ich v súkromnom sektore. Centrálné banky môžu navýšiť likviditu napríklad tým, že nakúpia vládne alebo podnikové dlhopisy od súkromných finančných inštitúcií.

Vývoj monetárnej bázy, ktorý je na grafe sledovaný ako podiel k HDP USA si drží rastúci trend od začiatku krízy, teda od roku 2008. Je vidieť, že podiel celkovej monetárnej bázy sa v rokoch 2013 a 2014 približoval k 25 % HDP, v roku 2015 o nejaké to malé percento klesol oproti roku 2014. Pred začiatkom krízy, v roku 2007 hodnota monetárnej bázy k HDP sa v USA pohybovala okolo 5,88 %, čo predstavuje niečo málo cez 850 miliárd amerických dolárov. Súčasný podiel monetárnej bázy je z roku 2015 a to 22,26 %. Americká FED pokračovala v trende, ktorý nastavila od vypuknutia krízy v roku 2008 a je vidieť, že podiel monetárnej bázy k HDP USA vzrástol takmer päťnásobne za menej ako 7 rokov.

Graf č. 20 – Monetárna báza v USA ako podiel k HDP (v %)



Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis, 2016

Je potrebné sa pozrieť aj na druhú stranu problému, ktorá bola bezprecedentná počas obdobia krízy. Komerčné banky nepožičiavali také množstvo peňazí, ako mali dovolené. Táto argumentácia sa dá veľmi jednoducho odôvodniť. Stačí ak sa pozrieme na graf číslo 17, ktorý nám znázorňuje vývoj peňažných agregátov M1 a M2 (pre vysvetlenie budeme brať iba agregát M1). Následne tento graf porovnáme s grafom číslo 20, kde je znázornený vývoj monetárnej bázy v USA. Porovnaním zistíme, že s rastúcim množstvom respektíve objemom monetárnej bázy peňažný agregát M1 klesá približne od roku 2009.

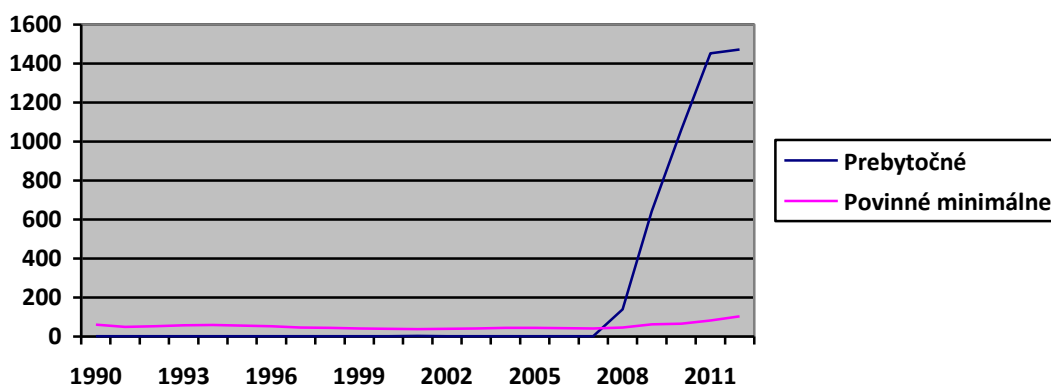
Prečo peňažný agregát M1 klesá pri zvyšujúcej sa monetárnej báze?

Pretože banky pokračujú v budovaní prebytočných rezerv v období krízy miesto ich požičiavania.

Z toho vyplýva ďalšia otázka. Prečo banky potrebujú také vysoké prebytočné rezervy?

Pri tejto otázke existuje mnoho príkladov a úvah prečo je to tak. Niektorí pozorovatelia tvrdia, že veľký nárast v nadbytočných rezervách vyplýva z toho, že mnohé politiky, ktoré zaviedli centrálné banky boli neefektívne pri prekonávaní krízy. argumentujú tým, že skôr aby podporovali tok úverov k domácnostiam a firmám, tak namiesto toho sa banky rozhodli držať peniaze na účtoch. Iní pozorovatelia zase argumentujú tým, že banky držia také vysoké rezervy preto, lebo sa obávajú svojej budúcnosti ak by nastalo najhoršie. Inými slovami banky sa obávajú krachu, preto majú vysoké prebytočné rezervy. V nasledujúcom grafe sú znázornené práve povinné minimálne rezervy, ktoré komerčné banky musia držať na účtoch u centrálnej banky a prebytočné rezervy, ktoré banky držia práve z vyššie popísaného dôvodu. Z grafu je vidieť, aké obavy u bánk spôsobila finančná kríza z roku 2008.

Graf č. 21 – Povinné minimálne rezervy vs. prebytočné rezervy bánk v USA (v miliardách dolárov)



Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis, 2016

Zo zákona vyplýva pre komerčné banky, že sú zaviazané držať povinné minimálne rezervy u centrálnej banky. Na príklade si ukážeme ako to s tými minimálnymi rezervami chodí. Povedzme, že povinná minimálna rezerva je stanovená na 10 % z každého vkladu. To znamená, že banky môžu požičiavať 90 % vkladov od svojich klientov.

Ak niekto vloží 1000 dolárov na bežný účet v komerčnej banke, banka by mohla požičiavať 900 dolárov. Teraz má osoba alebo spoločnosť 900 dolárov a vloží ich do svojej banky. Jeho banka potom požičiava 810 dolárov a to všetko pri zachovaní 10% rezerve. Tento proces pokračuje, až kým sa peniaze v systéme nezvýšia takmer 10krát. Takže potom pôvodný 1000 dolárový vklad sa stáva takmer 10 tisícový. Napriek tomu, že nie každý môže dostať svoje peniaze naraz, tak tieto osoby majú dojem, že všetky z týchto peňazí sú k dispozícii a ľudia a spoločnosti sa budú chovať tak, ako by boli všetky peniaze dostupné.

Celý tento systém sa koná kvôli nedostatku voľného podnikania v bankovom sektore. Banky, najmä veľké banky sú podporované FDICom a FEDom. Práve tieto podpory sú dôvodom, prečo banky nesú tieto riziká a držia vkladateľov, čiže svojich klientov od obáv o tom, ktorá banka má ich peniaze a čo s nimi robí.

V minulosti bolo bankám dovolené požičiavať väčšinu peňazí. Ak by pôžička mala byť skrátená o rezervu postup by bol iný a pôžička by išla cez takzvané „nočné trhy“. Tento trh je súčasťou peňažného trhu, ktorý zahŕňa najkratší termín úveru. Veritelia sa dohodli s dlžníkmi, že im požičajú prostriedky iba „cez noc“. Ide o úver s jednodňovou úrokovou sadzbou. Všeobecne povedané, najnižšia úroková sadzba, za ktorú banky požičiavajú prostriedky svojim klientom.

Ak by to neprešlo cez nočný trh platili by sa sadzby federálnych fondov, ktoré sú kontrolované FEDom. Avšak s obrovskými nadbytočnými rezervami väčšina bánk

nepotrebuje peniaze cez nočný trh v dnešných dňoch. Toto je dôvod, prečo sadzby federálnych fondov klesli na 0,25 % do roku 2008.

Sadzby federálnych fondov sú úrokové sadzby, za ktoré deponitné inštitúcie (banky) požičiavajú rezervné zostatky iným deponitným inštitúciám. Rezervné zostatky sú sumy držané u Federálneho rezervného systému. Inštitúcie s nadbytočnou bilanciou na svojich účtoch požičiavajú tieto zostatky iným bankám, ktoré potrebujú väčšiu rovnováhu. Sadzby federálnych fondov je dôležitým meradlom na finančných trhoch.

Taktiež väčšina peňazí, ktoré FED vytvorila odišla do prebytočných rezerv v bankách. Banky nepoužili proces čiastočných rezerv na navýšenie množstva peňazí v obehu, ako tomu bolo v minulosti. Na druhej strane to, ale pomohlo udržať infláciu na nízkej úrovni.

Podme sa teraz pozrieť na pár čísel, aby sme videli o čom je vlastne tento problém. Menová báza bola v roku 2008 niečo málo cez 850 miliárd dolárov. Kvôli lepšiemu vysvetleniu budeme hovoriť o 800 miliárd dolárov. Banky požičajú 720 miliárd pri 10% rezerve. 720 miliárd sa nám zmení na 7,2 bilióna dolárov. Pripočítame k tomu 80 miliárd v rezervách a dostávame približne sumu 7,3 bilióna dolárov. Teraz FED navýši menovú bázu o 2,2 bilióna dolárov. Prebytočné rezervy by tiež stúpili na 1,7 bilióna dolárov. To znamená, že banky vypožičali iba malé percento z novo vytvorených peňazí v poslednom období. Tento proces čiastočných rezerv udržoval peňažnú zásobu na nízkej úrovni.

Na účel tohto argumentu povedzme, že všetkých 2,2 bilióna dolárov bolo držaných v rezervách. Z pôvodného odhadu by to zvýšilo množstvo peňazí v obehu až o 9,5 bilióna dolárov (7,3+2,2). Stále to predstavuje 30% nárast po dobu 7 rokov, ale je to viac či menej devastujúce ako to, čo nám ukazuje takmer 300% nárast v menovej báze.

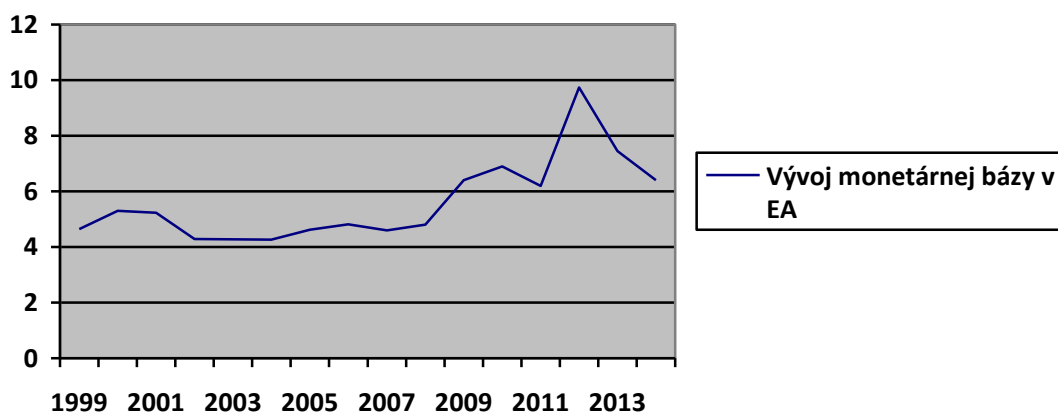
Zatiaľ čo masívny nárast menovej bázy sa pridá k dispozícií peňažnej zásoby, tak zlé účinky cenovej inflácie boli prinajmenšom minimalizované aspoň doteraz, pretože banky sa rozhodli vybudovať si prebytočné masívne rezervy a spotrebiteľia a firmy sa rozhodli nepožičiavať si tak veľa, ako pár rokov dozadu.

Vývoj monetárnej bázy v Európe bol podobný ako v USA. Od začiatku krízy má rastúce tempo. Jeden rozdiel sa uvidieť a to ten, že nárast monetárnej bázy v Európe nie je taký extrémny ako v USA. Kým sa hodnota monetárnej bázy v USA približovala v roku 2013 k 16 % HDP v Európe to bolo iba niečo okolo 10 % HDP.

Na začiatku roka 2008 sa v Európe monetárna báza pohybovala okolo 4,8 % HDP. O rok neskôr nastalo približne 1,6% nárast monetárnej bázy na 6,4 % HDP. Začiatkom roka 2008 bola monetárna báza okolo 870 miliónov amerických dolárov v roku 2009 to už bolo cez jednu miliardu. Toto všetko bolo zapríčinené samo-

zrejme finančnou krízou, ktorá sa postupom času dostala aj do Európy a zasiahla tak aj európsky trh.

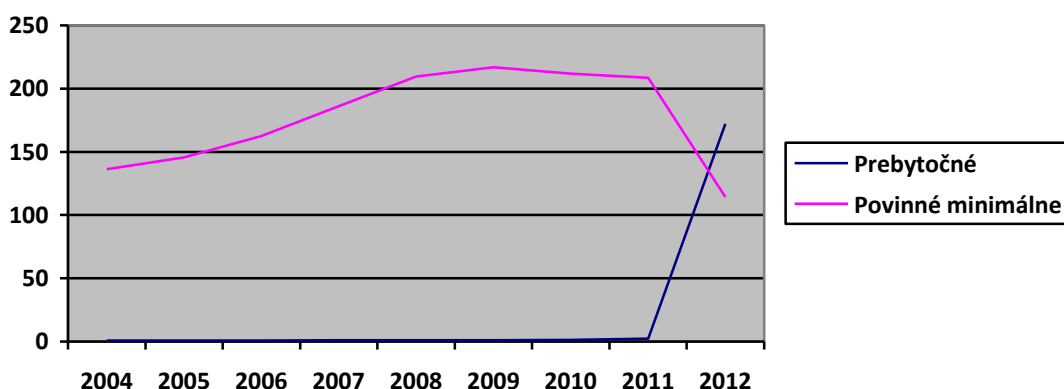
Graf č. 22 – Monetárna báza v EA ako podiel k HDP (v %)



Zdroj: ECB – Statistical Data Warehouse

V nasledujúcom grafe sú znázornené povinné minimálne rezervy bánk a prebytočné rezervy v Európskej únii, ktoré banky držali počas krízy. Je vidieť, že prebytočné rezervy boli v začiatkoch krízy veľmi nízke, pričom povinné minimálne rezervy, ktoré banky museli držať u centrálnych bánk sa v roku 2008 mierne zvýšili. Príchodom krízy v roku 2008 prebytočné rezervy vzrástli.

Graf č. 23 - Povinné minimálne rezervy vs. prebytočné rezervy v bankách EA ()



Zdroj: ECB – Statistical Data Warehouse, 2014

Porovnaním grafov s prebytočnými rezervami v bankách USA a EÚ je vidieť, že banky v USA začali tvoriť prebytočné rezervy niekedy okolo roku 2007, kým

v Európe až v roku 2011. Zapríčinené je to oneskorenou reakciou bánk Európy na krízu z roku 2008. Európske banky zareagovali omnoho neskôr ako americké banky.

5.1.3 Vývoj úrokových sadziieb v EA a USA

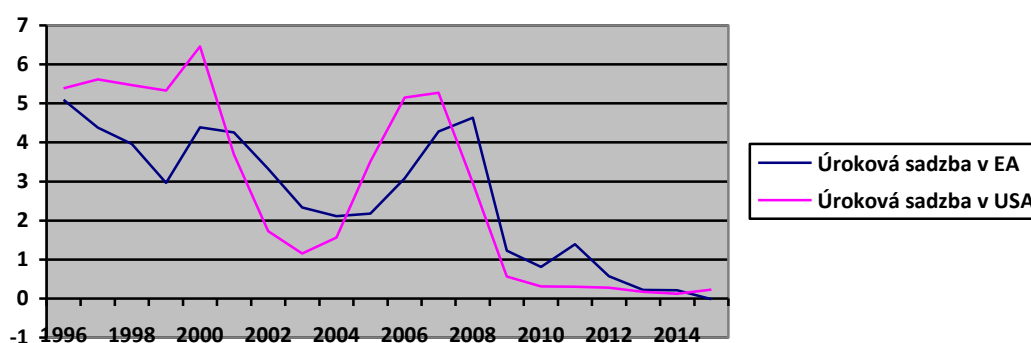
Ďalším krokom centrálnych bánk na oživenie ekonomiky bolo zameranie sa na úrokové sadzby. Po roku 2007 v USA a roku 2008 v EA nastáva výrazné znižovanie úrokových sadziieb. Ako prvý znížil úrokové sadzby americký FED v auguste roku 2007. Ostatné centrálné banky zareagovali s veľkým časovým oneskorením. Európska centrálna banka reagovala tak, že urobila určité kroky na obnovu likvidity, ale zmena úrokových sadziieb nenastala, ako to bolo v prípade USA. A ak aj nejaká zmena nastala, tak bola veľmi nepatrná. Dokonca ECB v júli 2008 nepochopila závažnosť situácie a čo sa vo svetovej ekonomike deje a zdvihla svoju hlavnú úrokovú sadzbu.

FED vďaka pretrvávajúcim zlým podmienkam v decembri 2008 znížila hlavnú úrokovú sadzbu na minimum 0,25 %, čo bola mimochodom historicky najnižšia základná úroková sadzba. V januári roku 2009 vyhlásila, že výnimočne ostane základná úroková sadzba na takej nízkej úrovni dlhšiu dobu. FED taktiež realizoval mnoho nekonvenčných opatrení na obnovu likvidity.

Teraz si ukážeme pár čísel na potvrdenie vyššie uvádzanej argumentácie, že ECB zareagovala znížením úrokových sadziieb oveľa neskôr ako FED.

ECB zareagovala nielenže neskoro, ale aj veľmi opatrne, keď jej hlavná úroková sadzba v októbri 2008 bola ešte stále príliš vysoká. Konkrétne to bolo 4,85 %. Až v máji roku 2009 si uvedomila, aká je situácia vážna a znížila základnú úrokovú sadzbu na 1 %.

Graf č. 24 – Vývoj krátkodobej medzinárodnej úrokovej sadzby v EA a USA (v %)

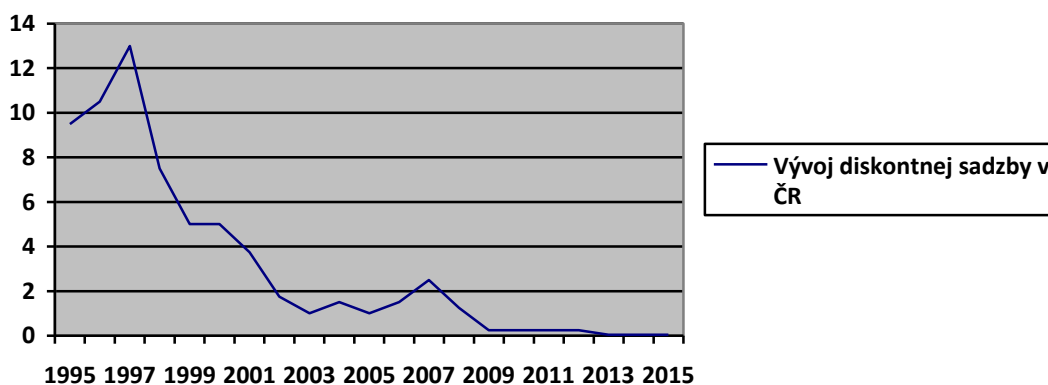


Zdroj: OECD data, 2016

Vývoj základnej (diskontnej) sadzby v Českej republike je určený vždy ku koncu roku k 31.12.. Vzhľadom k tomu, že Česká republika nemá spoločnú menu EURO,

tak je vhodné si ukázať vývoj diskontnej sadzby v ČR. Česká Národná Banka mala aj má možnosti ovplyvňovať úrokové sadzby v Česku a tým prilákať alebo odlákať investorov z rôznych krajín Európy, ale aj sveta.

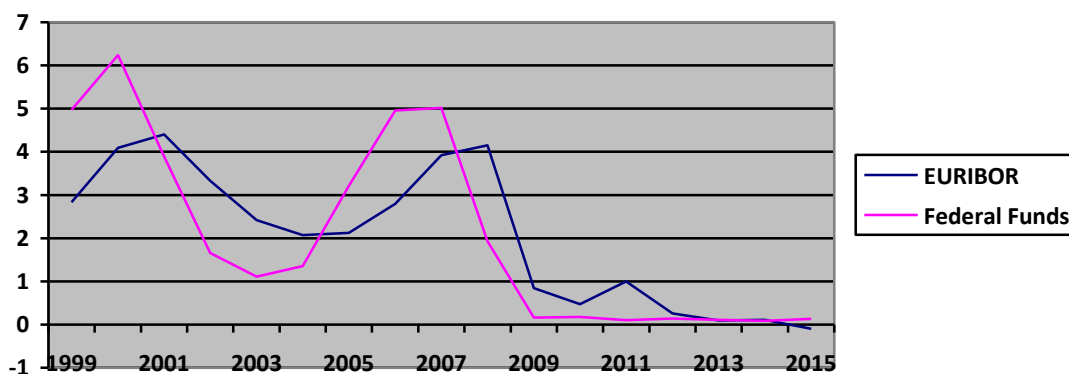
Graf č. 25 – Vývoj základnej úrokovej sadzby v Českej republike (v %)



Zdroj: Kurzycz, 2016

Od roku 1997 panuje v Českej republike zostupný trend. V roku 2007 bol ešte zaznamenaný mierny rast, ale od tej doby opäť klesá a v súčasnosti sa pohybuje na 0,05 %.

Graf č. 26 – Vývoj základných úrokových sadzieb v USA a EÚ (v %)



Zdroj: Euribor rates a Board of Goernors of the Federal Reserve Systém, 2016

Keď sa odkazuje na americké úrokové sadzby, tak sa často hovorí o sadzbe federaálnych fondov.¹⁵ Táto sadzba je teda základnou úrokovou sadzbou, za ktorú si

¹⁵ Fedpoints: Federal Funds

banky požičiavajú finančné prostriedky medzi sebou. V prípade Európskej únie je základná úroková sadzba EURIBOR.¹⁶ Od týchto základných úrokových sadzieb sa následne odvíjajú všetky úrokové sadzby, ktoré banky poskytujú svojim klientom napríklad pri čerpaní úverov.

Z grafu je vidieť práve moment, ktorý rozpútal finančnú krízu. Vývoj základnej úrokovej sadzby v USA od roku 2000 klesal až do konca roku 2003, kedy sa nachádzala úroková sadzba na hodnote 0,98 %. Od tejto doby nastáva rast úrokových sadzieb, ktorý následne znemožnil ľuďom splácať úvery bankám. Tento rast sa zastavil až v roku 2006 na hodnote 5,26 %.

Keď sa pozrieme na situáciu v Európe, tak je vidieť, že úrokové sadzby sa mali podobnú tendenciu rastu, či poklesu ako tomu bolo v USA. Pokles nastáva v roku 2001. Ale rozdiel nastáva práve v období krízy, keď FED zareagoval oveľa rýchlejšie a znížil úrokové sadzby od roku 2007, kým ECB začala so znižovaním až v roku 2008. Tento problém si už však vysvetlili o kúsok vyššie.

5.2 Reakcia na strane fiškálnej politiky

5.2.1 Vládne výdaje

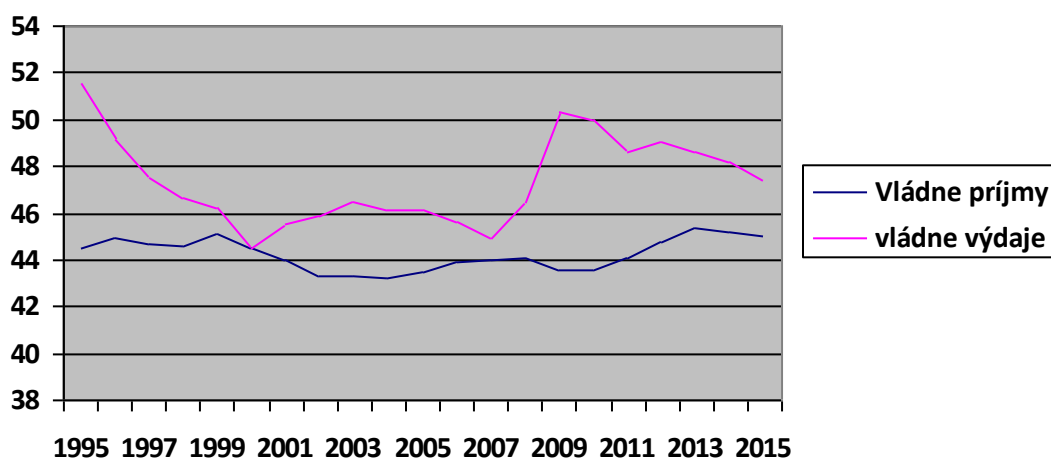
Snaha centrálnych bánk a vlád v zabránení padnutiu finančného sektoru bolo poskytovanie vysokých objemov likvidných prostriedkov. Žiaľ tieto opatrenia s prudkým znižovaním úrokových sadzieb neboli dostačujúce a nevrátili finančný systém do funkčnosti. Dokonca tieto opatrenia nestačili ani na zastavenie poklesu agregátneho dopytu. Preto sa stalo nevyhnutným stimulovať agregátny dopyt pomocou opatrení na strane fiškálnej politiky a to konkrétne zvyšovaním vládných výdajov a znížením daňového zaťaženia.¹⁷

V nasledujúcom grafu je znázornený celkový vývoj vládných príjmov a výdajov v EÚ. Vládne výdaje klesali do roku 1995 až do roku 2007 kedy vládné výdaje tvorili 44,9 % HDP, tak vládné príjmy si v tomto období držali priemerne vývoj okolo 44 % HDP. Pri nástupe krízy v roku 2008 vývoj vládných výdajov sa nezmenil. Čo sa však zmenilo boli vládné výdaje. Vládne výdaje počas dvoch rokov vzrástli zo 44,9 % HDP z roku 2007 na 50,3 % HDP v roku 2009. Väčšina vládných výdajov smerovala na sociálnu ochranu, čo nám ukazuje aj graf číslo 27.

¹⁶ EURIBOR Rate

¹⁷ UNCTAD: Trade and Development Report 2009, str. 30

Graf č. 27 – Celkové vládne príjmy a výdaje v EÚ (% HDP)



Zdroj: Eurostat, 2016

Graf číslo 28 nám dokazuje, že najväčší objem z vládnych výdajov smeruje práve na sociálne zabezpečenie potom je to zdravie, vzdelanie atď. Tak isto si môžeme všimnúť, že pri nástupe krízy boli práve výdaje na sociálnu ochranu tie, ktoré sa výrazne zvýšili. V roku 2007 bola hodnota výdajov na sociálnu ochranu okolo 17 % z celkových vládnych výdajov v roku 2009 to už bolo 19,5 % z celkových vládnych výdajov. V priebehu dvoch rokov vládne výdaje vzrástli okolo 2 %. Keď už sa zaoberáme sociálnou ochranou bolo by asi dobré si ju trochu priblížiť. Nasledujúca tabuľka číslo 3 nám bude ukazovať štruktúru sociálnej ochrany v Európskej únii v roku 2012.

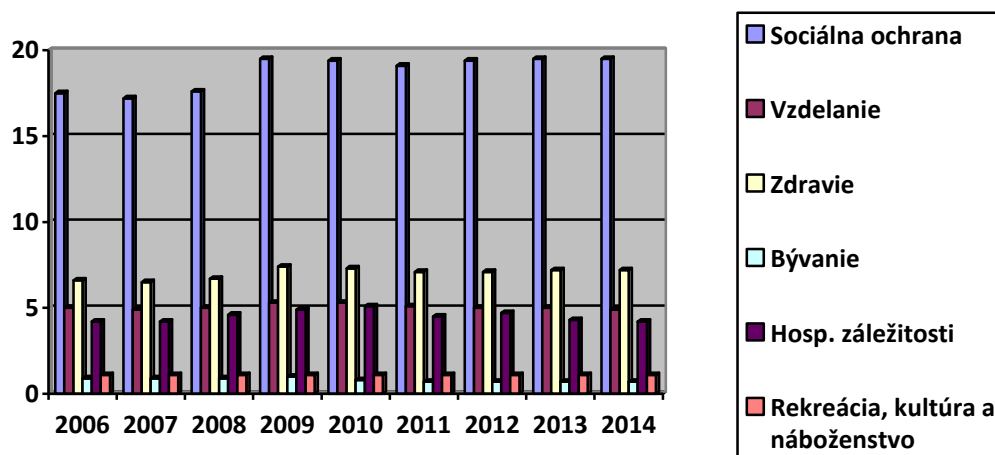
Tab. 3 Štruktúra sociálnej ochrany v EÚ (% z celkových výdajov)

Starobný dôchodok	39,1
Zdravie a choroby	28,5
Rodinné príspevky	7,5
Invalidita	7,1
Výdaje na prežitie	5,4
Iné výhody	8,6
Administratíva	3
Iné výdaje	0,8

Zdroj: Eurostat, 2016

Pod inými výhodami sa myslia podpory nezamestnanosti, ktoré tvorili 5,2 % v roku 2008 to bolo o 0,2 % menej. Ďalej sem patrí podpora v bývaní, ktorá tvorila 2 % v roku 2012 a nakoniec je to sociálne vylúčenie.

Graf č. 28 – Celkové vládne výdaje na rôzne oblasti (% z celkových vládnych výdajov)



Zdroj: Eurostat, 2016

Dávky sociálnej ochrany boli a aj sú najväčšou zložkou celkových hrubých vládnych výdajov v EÚ. V roku 2008 predstavovali 25,3 % HDP v EÚ. Medzi nimi prevládali starobné a pozostalostné dôchodky, ktoré predstavovali 11,5 % HDP. V rokoch 2007 a 2008 výdaje na sociálnu ochranu ako percento HDP vzrástlo o 0,7 percentného bodu. Bolo to výsledkom zvyšujúceho sa tempa rastu výdajov na sociálnu ochranu (v nominálnom vyjadrení) v kombinácii s klesajúcou mierou rastu HDP. V roku 2009 hrubé dávky na sociálnu ochranu predstavovali 26,4 %. Dávky na sociálnu ochranu sa v rôznych krajinách Európy líšili počas tohto obdobia. Francúzsko (30,8 %), Dánsko (29,7 %) a Švédsko (29,4 %) vydali veľkú časť zo svojho HDP na sociálnu ochranu. Naopak Lotyšsko (12,6 %) a Rumunsko (14,3 %) predstavovali krajiny s najnižším pomerom medzi dávkami na sociálnu ochranu a HDP.

Vláda USA začala s fiškálnymi stimulmi už na začiatku roku 2008. Keď sa situácia v 3. kvartáli začala zhoršovať a ekonomika prechádzala do ešte väčšej recesie stimuly a opatrenia sa sprísnila.¹⁸ Balíček fiškálnych stimulov, ktorým sa vláda Spojených štátov vo februári 2009 snažila odpovedať na recesiu sa volal American Recovery and Reinvestment Act. Tento balíček bol určený pre roky 2009 až 2011. Išlo o najväčšiu expanziu, ktorá nijako nesúvisela s vojnovým obdobím.¹⁹ Plán sa skladal z oblasti daňového uvoľnenia (39 %), zvýšenia výdavkov na zdravotnú starostlivosť a vzdelávanie, na ktoré išlo 29 % z celkového balíčka a nakoniec oblasť, na ktorú smerovalo 17 % z celkového balíčka. Táto oblasť sa skladala z investícií na bývanie, zlepšenie infraštruktúry vrátane obnoviteľných zdrojov a energie.²⁰

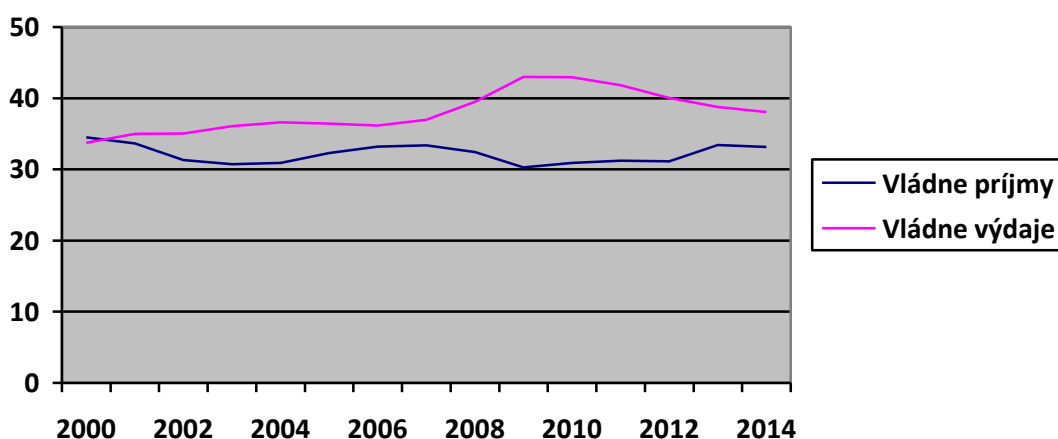
¹⁸ UNCTAD: Trade and Development Report 2009, str. 32

¹⁹ IMF: US Country Report 2009, str. 3 a 7

²⁰ IMF: US Country Report 2009, str. 20

Na grafe číslo 29 sú znázornené vládne príjmy a výdaje v USA. Situácia v Spojených štátoch nebola príliš odlišná od situácie v EÚ. Jediný rozdiel je vo výške príjmov a výdajov k HDP. V Európe boli výdaje v roku 2009 na 50,3 % HDP v USA boli na 42,99 % HDP. Presne ako v Európe, tak aj v Spojených štátoch vládne výdaje s postupom času rástli. V roku 2007 dosahovali vládne výdaje hodnoty okolo 36,95 % HDP. V roku 2009 vzrástli výdaje o 6,04 % na už spomínaných 42,99 % HDP. Vývoj príjmov v Spojených štátoch sa následkom krízy dokonca o trochu znížil. Kým v roku 2007 boli vládne príjmy na 33,4 % HDP v roku 2009 to bolo iba 30,3 % HDP. Počas dvoch rokov nastalo 3% zníženie vládnych príjmov v USA. Obnova príjmov nastala až v roku 2012, kedy začali vládne príjmy stúpať a v roku 2013 už dosahovali podobných hodnôt ako v roku 2007 (hodnota vládnych príjmov roku 2013 33,42 % HDP).

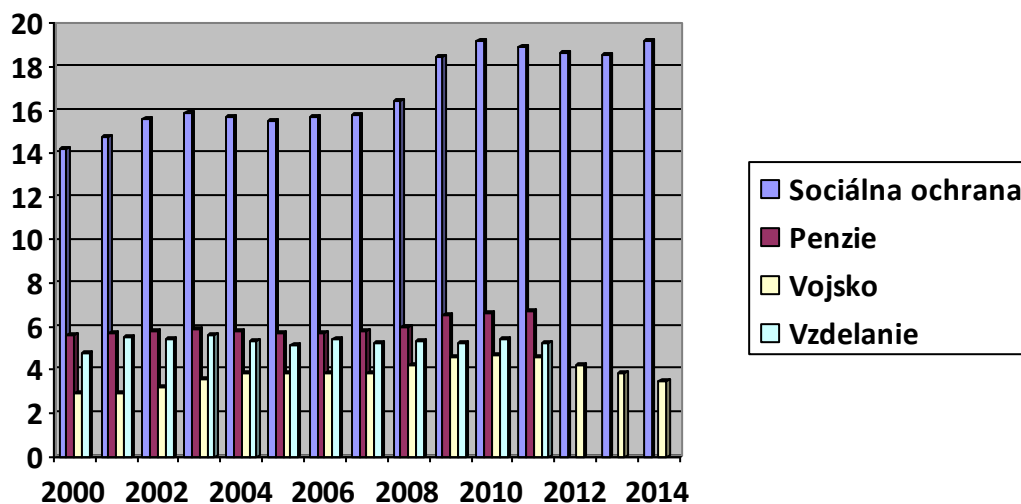
Graf č. 29 – Vývoj vládnych výdajov a príjmov v USA (% HDP)



Zdroj: OECD data, 2016

Ďalší graf nám ukazuje vývoj vládnych výdajov do rôznych oblastí ekonomiky. V Európe smerovala najväčšia časť z výdajov na sociálnu ochranu. Inak tomu nebolo ani v Spojených štátoch, kde taktiež najväčší podiel má sociálna ochrana. Vplyv krízy sa podpísal na rastom výdajov na sociálnu ochranu. V roku 2007 tieto výdaje tvorili okolo 15,75 % HDP v roku 2010 to už bolo 19,25 % HDP. Od roku 2010 si drží vývoj výdajov na sociálnu ochranu okolo 19 % HDP.

Graf č. 30 – Vývoj vládnych výdajov v rôznych oblastiach (% HDP)



Zdroj: OECD a World Bank, 2016

5.2.2 Reakcia vlád vybraných krajín v Európe

Nasledujúca časť fiškálnej politiky bude venovaná opatreniam, ktoré použili rôzne štáty Európy. Na rozdiel od predchádzajúcej kapitoly, kde boli vysvetlené opatrenia z širokého uhla pohľadu, tak pri tejto kapitole sa budem snažiť poukázať na rozdiely v použitých opatrení. Väčšina štátov sa rozhodla bojovať s krízou pomocou fiškálnej expanzie,²¹ teda navýšili vládne výdaje a s tým spojený aj rast dlhu. Iné krajiny sa rozhodli ísť druhou cestou a to fiškálnou reštrikciou.²² Tieto krajiny mali v pláne nezvyšovať vládne výdaje, ale hľadali riešenia niekde inde. Ak náhodou došlo k navýšeniu, tak nebolo to také veľké množstvo ako pri krajinách, ktoré išli cestou fiškálnej expanzie.

Vo Francúzsku bol koncom roka 2008 schválený balíček záchranných stimulov v celkovej sume 360 miliárd euro. Malo byť podporených 300 projektov, ktoré boli naplánované na naštartovanie ekonomiky vo Francúzsku. Podporené mali byť napríklad oblasti infraštruktúry, vedy a výskumu. Asi najväčšia časť smerovala na podporu automobilového priemyslu. Podporené boli najväčšie automobilky vo Francúzsku a to Renault, Citroen a Peugeot. Tie sa zaviazali vláde, že vo Francúzsku nezatvoria ani jednu svoju fabriku.

Nemecko sa tiež rozhodlo poskytnúť podporu v sume 300 miliárd euro, ktorá mala smerovať do bankového sektora a ozdravenie finančných trhov. Plán sa skladal

²¹ Francúzsko, Nemecko, Taliansko

²² Česká republika, Maďarsko

z finančnej výpomoci a vláda vytvorila podmienky pre očistenie bánk od škodlivých aktív. Podobne ako Francúzsko podporili automobilový priemysel a poskytli aj daňové úľavy obyvateľom, poľnohospodárom a väčšine podnikov.

Na rozdiel od týchto dvoch krajín je situácia pri rozhodovaní vhodných opatrení v Českej republike iná. Česko naplánovalo použiť 2 % z HDP na zníženie dopadov krízy a podporiť životnú úroveň ľuďom počas tohto obdobia. Česká republika uvažovala skôr tým smerom, že nenatlačila peniaze do ekonomiky, ale použila iné formy ako napríklad rôzne daňové úľavy. Medzi tieto úľavy patrilo napríklad zníženie sociálneho poistenia, alebo zníženie sadzby dane z príjmu právnických osôb z 20 % na 19 %. Opatrenia sa tiež týkali vyššej a predĺženej podpory v nezamestnanosti, zvýšili sa aj prídavky na deti a zaviedlo sa šrotovné.

Maďarsko sa snažilo pri rozhodovaní ochranných opatrení vynaložiť čo najmenej vládnych výdajov, aby udržalo dlh na nízkej úrovni. Rozhodli sa bojovať proti finančnej kríze pomocou finančných injekcií, ktoré im poskytli svetové organizácie ako napríklad Medzinárodný Menový Fond alebo Svetová Banka v celkovej hodnote 25 miliárd amerických dolárov.

Porovnaním týchto krajín je vidieť rozdiely v použitých opatrení. Obe krajiny Francúzsko aj Nemecko vynaložili vysoké výdaje na zmiernenie dopadov finančnej krízy. Francúzsko bolo kritizované za vysokú podporu automobilovému priemyslu. Cieľom každej krajiny v Európe by mal byť stabilný rast krajiny zapríčinený zodpovednou ekonomikou. Štáty Európy sa môžu obhajovať tým, že použili najvhodnejšie možné opatrenia. Ale v konečnom dôsledku na to zaplatia iba občania týchto krajín, pretože s krízou je spájaná neistota a protikrízové opatrenia zaťažujú rozpočty krajín. Vlády sa musia rozhodnúť koľko finančných prostriedkov treba vyčleniť na opatrenia proti kríze. S týmito výdavkami pri schvaľovaní rozpočtu nemuseli rátať, ale teraz sú nútené obmedziť svoje výdaje a dôkladne uvažovať kam ich použiť. Keď si zoberieme šrotovné, ktoré poskytla Česká republika ako jedno zo svojich opatrení. Toto opatrenie síce poskytlo dočasnú výpomoc majiteľom áut, ktorí sa ho rozhodli využiť, ale z dlhodobého hľadiska bolo neefektívne a neúčinné.

5.2.3 Sadzba dane

Druhým dôležitým ukazovateľom pri fiškálnej politike sú sadzby daní. V grafe číslo 31 sú znázornené sadzby dane z príjmu právnických osôb v USA a vybraných krajín Európy. Z grafu je zrejme, že sadzby dane z príjmu PO mali klesajúcu tendenciu možno nie až takú výraznú ako by sa očakávalo. Dá sa konštatovať na základe uvedeného grafu, že sa všetky krajiny, ktoré sú znázornené snažili o fiškálnu expanziu a to znižovaním sadziieb daní.

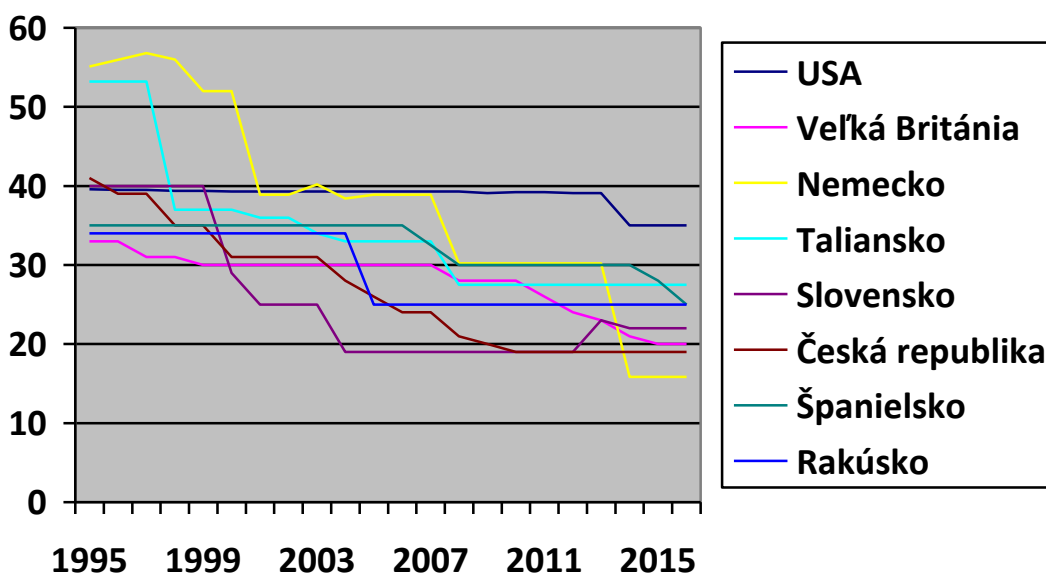
Ťahúňmi Európy sú určite Nemecko a Veľká Británia. Vývoj sadziieb daní z príjmu výrazne znižoval pri oboch krajinách. Ved' v Nemecku ešte pred krízou v roku 2007 bola sadzba dane z príjmu 38,9 % a o rok neskôr už 30 %. To je 8,9% pokles be-

hom jedného roka. V roku 2014 dokonca ešte táto sadzba klesla na hodnotu 15,83 %, čo si drží až do dnes. Vo Veľkej Británii bola situácia podobná. Počas krízy prišlo postupnému znižovaniu. Medzi rokmi 2008 a 2010 si držala táto sadzba hodnotu 28 % oproti 30 % z roku 2007 a od roku 2011 začala ešte klesať. V roku 2015 sa hodnota dane z príjmu právnických osôb dostala na hodnotu 20 %.

Keď sa pozrieme situácia, ktorá nám je bližšia a to na Českú republiku a Slovensko, tak je tiež vidieť pokles tejto sadzby. V Českej republike v roku 2007 bola sadzba dane z príjmu PO 24 % a od roku 2010 si táto sadzba drží hodnotu 19 %. Na rozdiel od Českej republiky, Slovensko začalo s uplatňovaním sadzby na 19 % už v roku 2004 čo je omnoho skôr ako kríza nastala.²³ Teda je vidieť 6 ročný rozdiel pri zavedení sadzby na 19 % medzi Slovenskom a Českou republikou. Čo je ale zaujímavé, že vláda Slovenska sa rozhodla túto sadzbu v roku 2013 zvýšiť na 23 % a to sa v Českej republike nestalo.

Situácia v USA bola nie veľmi odlišná. Sadzba dane z príjmu právnických osôb bola okolo 39 % počas celého obdobia trvania krízy a zmena prišla až v roku 2013, kedy USA znížili túto sadzbu a v roku 2014 už uplatňovala novú daň 35 %, ktorá platí aj dnes.

Graf č. 31 – Sadzba dane z príjmu právnických osôb v USA a vybraných krajinách Európy (v %)



Zdroj: OECD, 2016

²³ Bolo to zapríčinené vysokým hospodárskym rastom v tejto dobe

6 Záver

Globálna finančná kríza, ktorá začala v roku 2008 je považovaná za najväčšiu od Veľkej hospodárskej krízy z tridsiatych rokov, bola efektom inovácií vo finančnom systéme, ktoré nepodliehali dostatočnému dohľadu a regulácie. Rovnako ako väčší počet kríz v minulosti, aj teraz sa dalo predpokladať, že ku kríze dôjde, pretože vyplývala z podmienok založených na nadmernej úverovej expanzii. Vo viacerých ekonomikách nasledoval rast realitnej bubliny. Nepozerajúc na to, že či existovali alebo nie problémy vo finančnom sektore by tieto ekonomiky vo veľkej pravdepodobnosti upadli do recesie.

Čo bolo nové na tejto kríze? Tak to bol spúšťací moment, ktorý na rozdiel od minulých kríz sa tento krát objavil na americkom trhu s hypotékami. Centrom krízy sa stali neštandardné hypotéky v domnienke investorov a bankárov vysokých ziskov. Situácia spojená s nerovnomernou reguláciou, ktorá v tom čase vládla na finančnom sektore, kedy finančné inštitúcie nebankového charakteru nespádali pod prísnejšiu bankovú kontrolu.

Pádov bankového sektoru v Spojených štátoch sa stalo z „obyčajnej“ recesie kolaps finančného systému na celom svete. Kolaps na viac umocnený respektíve podporený rozvojom finančného systému, ktorý svojou majetkovou hodnotou prevýšil výrobné ekonomické sektory. Z pohľadu dlhodobého hľadiska bola kríza následkom celosvetovej nerovnováhy na aktívnych a pasívnych stranách obchodnej bilancie. Ak by neexistoval spúšťací mechanizmus, kríza by vypukla o pár rokov neskôr. Hlavnou cestou pomocou ktorej sa finančná kríza presunula na všetky ekonomiky celého sveta sa stal medzinárodný obchod. Prepad hospodárskej činnosti bol hlavne v ekonomikách, ktorých výstupy obsahujú statky investičné a statky dlhodobej spotreby (napríklad Nemecko a Japonsko).

Pracovný trh bol počas krízy postihnutý asi najviac. Bola to práve nezamestnanosť, ktorá rástla najrýchlejšie a bola súčasťou najzávažnejších následkov. Situácia bola dokonca tak vážna, že aj vyhlásenia Svetovej organizácii práce nazvali tento stav za globálnu pracovnú krízu.

Situácia pri raste nezamestnanosti nebolo až taká vážna v USA ako tomu bolo v Európe. Veď kým v USA sa obecná miera nezamestnanosti pohybovala okolo 10 %, tak v Európe to bolo v roku 2013 až 13 %. Táto kritická situácia bola viditeľná aj na nezamestnanosti jednotlivých štátov v EÚ. V Litve a Španielsku dosiahla koncom roka 2009 až 20 %.

Medzi prvými reakciami štátnych orgánov a centrálnych bánk bola práve na strane monetárnej politiky. Nástroje, ktoré sa centrálny banky rozhodli použiť pozostávali zo zníženia úrokových sadzieb na takmer nulovú hodnotu a poskytnutia dostatočnej likvidity obchodným bankám natlačením peňazí do ekonomiky. Príchodo väčšieho množstva peňazí v obehu, teda zvýšenia peňažnej zásoby sa ukázalo, ako nie veľmi vhodným opatrením. Nebolo to z pohľadu, žeby došlo k výraznému zvýšeniu

cenovej hladiny v ekonomike. Inflácia bola relatívne na nízkej úrovni a to vďaka kvantitatívnemu uvoľňovaniu, ktoré FED upravila tak, aby neboli prepojené nákupy dlhopisov s následným rastom peňažnej zásoby, čo by následne vyvolalo rast cenovej hladiny teda infláciu. Problém bol v tom, že keď sa centrálné banky rozhodli natlačiť nové peniaze, tak medzi prvé subjekty, ktoré sa dostali k týmto novým peniazom patrili práve komerčné banky. Tie z budúcej neistoty, ktorá vyplývala v tom čase, si vytvorili vysoké dobrovoľné rezervy, ktoré centrálné banky nemajú pod svojou kontrolou. Tým neumožnili aby sa nové peniaze dostali k subjektom a zmiernili tak dopady ekonomickej krízy. Taktiež problém bol aj na európskej strane a to v tom, že reakcia na krízu bola zo strany Európskej Centrálnej Banky oveľa pomalšia, ako reakcia FEDu.

Spojené štáty americké a Európa sa teda rozhodli z dôvodov neefektívnosti monetárnych opatrení zvýšiť vplyv opatrení aj na strane fiškálnej politiky. Zaviedli balíčky fiškálnych stimulov pomocou, ktorých stimulovali agregátny dopyt. Opatrenia, ktoré sa rozhodli robiť sa týkali zvýšenia vládnych výdajov a zníženia daní. Najväčší podiel z vládnych výdajov smerovalo do sociálnej ekonomiky. Ale pri otázke akú politiku robiť či expanzívnu alebo reštriktívnu, tak sa štáty Európy vybrali rôznymi smermi. Francúzsko sa vybralo cestou fiškálnej expanzie, kde zvýšili vládnej výdaje. Poskytli najväčšiu finančnú podporu automobilovému priemyslu, za čo boli neskôr ostro kritizovaní. Nakoniec sa ale balíček opatrení ukázal, ako úspešný aspoň čo vyplýva z vyjadrení vlády Francúzska. No malo to jednu vysokú dať a to, že s navýšením vládnych výdajov súviselo aj zvýšenie vládneho dlhu.

Na druhú stranu Česká republika sa vydala cestou fiškálnej reštrikcie. Vládne výdaje nechcela moc zvýšiť a ešte viac sa zdĺžiť. Vydala sa cestou opatrení, ktoré súviseli so zmenami v sadzbách daní, teda daňových úľav. Znížila daň z príjmu z právnických osôb z 20 % na 19 % a znížila aj sociálne poistenie.

Všetky tieto opatrenia na oboch stranách v Európe neboli veľmi účinné. Áno zabránili pádu finančného systému a boli dost' postačujúce aby sa celosvetová ekonomika oživila, ale boli nedostačujúce pri riešení rastu nezamestnanosti. Nevyriešili sa hlavné problémy príčiny vzniku krízy a boli úspešné len do určitej miery. Od polovice roku 2010 sa preto kríza presunula na európsky trh a situácia bola tak vážna, že zapríčinila dlhovú krízu jednotlivých krajín Európy.

Podľa môjho názoru sa z krízy lepšie a rýchlejšie zotavila ekonomika Spojených štátov. USA zareagovali oveľa skôr ako Európa a opatrenia a stimuly, ktoré USA použila boli oveľa účinnejšie. Len keď nahliadneme na graf číslo 8, ktorý nám ukazuje mieru nezamestnanosti v EA a USA, tak je vidieť, že opatrenia v USA boli silnejšie, pretože nezamestnanosť začala od roku 2010 klesať. Naopak v Európe ešte dokonca rástla, čo bolo zapríčinené neskorými reakciami na krízu a následným prechodom krízy z USA do Európy.

Kríza tak postihla z veľkej časti hlavne tie krajiny Európy, v ktorých výrazný podiel na hospodárstve sa dá nájsť vo finančnom sektore,²⁴ krajiny, v ktorých už pred vypuknutím finančnej krízy existoval dlhový problém²⁵ a v neposlednom rade to boli nie až tak výkonné ekonomiky, ktoré sa rozhodli prijať spoločnú menu euro.²⁶ Naopak oproti situácií v Európe, ktorá prerástla až na dlhovú krízu, tak v Spojených štátoch, ktoré stáli za vznikom krízy, tak preukázali najväčšiu fiškálnu expanziu, ktorá bola zapríčinená stimulmi na monetárnej strane a viedla k veľmi rýchlemu ekonomickému oživeniu.

Hlavné ponaučenie, ktoré plynie z finančnej krízy je, že ak je snaha o finančný rozvoj malo by sa prihliadať na prísnejší dohľad a reguláciu nad finančným sektorom, pretože samoregulácia trhov nie je vždy tak účinná.

Na záver by som už chcel len citovať slová významného autora Ludwiga Misesa, ktorý hovorí, že *„Najhoršie na tom je, že ľudia sú nenapraviteľní. Za pár rokov sa pustia opäť do úverovej expanzie a starý príbeh sa bude opakovať.“*

²⁴ Veľká Británia a Írsko

²⁵ Macedónsko a Grécko

²⁶ Pobaltské štáty a Španielsko

7 Literatúra

BALDWIN, RICHARD E A CHARLES WYPLOSZ. *Ekonomie evropské integrace*. 1. vyd. Praha: Grada, 2008, 478 s. ISBN 978-80-247-1807-1

Base Money. European Central Bank - Statistical data warehouse [online]. 2016 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=123.ILM.M.U2.C.LT01.Z5.EUR

BORDO, M. D.: *An Historical Perspective on the Crisis of 2007 – 2008*. National Bureau of Economic Research. In: Working Paper, No. 14569, Cambridge, December 2008

Corporate income tax rate. OECD.stat [online]. 2016 [cit. 2016-05-17]. Dostupné z: <http://stats.oecd.org/Index.aspx#>

DE SOTO, JESÚS HUERTA; *Peníze, banky a hospodářské krize*; Praha, ASPI 2009, ISBN 978-80-7357-411-6

Diskontná sazba. Kurzy.cz [online]. 2016 [cit. 2016-05-18]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/oficialni-urokove-sazby-cnb-mesicni-prumer/diskontni-sazba/>

DVOŘÁK, PAVEL. *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. Vyd. 1. V Praze: C.H. Beck, 2008, xx, 343 s. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-075-1

ECB refinancing. Euribor Rate [online]. 2016 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: <http://www.euribor-rates.eu/ecb-refinancing-rate.asp>

Euribor interest rates. Euribor rates [online]. 2016 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: <http://www.euribor-rates.eu/euribor-2016.asp>

European Central Bank [online]. 2009 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090427.en.html>

Excess reserves. European Central Bank - Statistical data warehouse [online]. 2016 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: <https://sdw.ecb.europa.eu/browseChart.do?node=2018802>

- Excess Reserves of depository institutions. Federal Reserve Bank of St. Louis [online]. 2016 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/EXCSRESNS>*
- Federal Debt. Federal Reserve Bank of St. Louis [online]. 2016 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/GFDEGDQ188S>*
- Fedpoints: Federal Funds. Federal Reserve Bank of New York [online]. 2007 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: <https://www.newyorkfed.org/aboutthefed/fedpoint/fed15.html>*
- Federal Surplus or Deficit % GDP. Federal Reserve Bank of St. Louis [online]. 2016 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/FYFSGDA188S>*
- GDP per capita. The World Bank [online]. 2015 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.CD?page=1>*
- General government gross debt. Eurostat [online]. 2016 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=teina225&plugin=1>*
- General government spending. OECD data [online]. 2016 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: <https://data.oecd.org/gga/general-government-spending.htm>*
- General government surplus and deficit. Eurostat [online]. 2016 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=teina200>*
- Government expenditure and revenue. Eurostat [online]. 2016 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do>*
- Government expenditure by function. Eurostat [online]. 2016 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do>*
- Government expenditure. World Bank [online]. 2016 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: <http://data.worldbank.org/indicator/SE.XPD.TOTL.GD.ZS>*
- HELÍSEK, M. *Měnová krize (empirie a teorie)*. Praha: Professional Publishing, 2004. ISBN: 80-86419-82-7

- IMF: *Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability*. World Economic Outlook, 1998.
- IMF: *US Country Report 2009 [online]*. 2009 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2009/cr09228.pdf>
- IMF WORLD ECONOMIC OUTLOOK 2009: *Crisis and Recovery*, dostupné z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/pdf/text.pdf>
- Inflation. European Central Bank [online]*. 2016 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/inflation.en.html>
- Inflation rate. Inflation Data [online]*. 2016 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: http://inflationdata.com/inflation/Inflation_Rate/HistoricalInflation.aspx
- Interest rates. Board of Governors of the Federal Reserve System [online]*. 2016 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/releases/h15/default.htm>
- Interest rates. OECD data [online]*. 2016 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: <https://data.oecd.org/interest/short-term-interest-rates.htm#indicator-chart>
- JANÁČKOVÁ, STANISLAVA. *Krize eurozóny a dluhová krize vyspělého světa*. Vyd. 1. Praha: CEP - Centrum pro ekonomiku a politiku, 2010, 99 s. ISBN 978-80-86547-95-4
- JANÁČKOVÁ S., *EURO? Děkuji, radeji ne!*. [Http://www.klaus.cz/clanky/2605](http://www.klaus.cz/clanky/2605) [online]. Týdeník EURO, 2010, 25.5.2010 [cit. 2015-12-16]. Dostupné z: <http://www.klaus.cz/clanky/2605>
- KOHOUT, PAVEL; *Finance po krizi: Důsledky hospodářské recese a co bude dál*; Praha, Grada 2009, ISBN 978- 80-247-3199-5
- KOTLEBOVÁ, J., CHOVANCOVÁ, B., *Medzinárodné Finančné Centrá*, Iura Edition, 2010. ISBN 978-80-8078-299-3
- KOVANDA, LUKÁŠ, GALLISTI, *Vladan: Češi zapláčou příští rok*. Týden. září 2008, roč. XV, čís. 40, s. 16-20. ISSN 1210-9940
- KRUGMAN, PAUL; *Návrat ekonomické krize*; Praha, Vyšehrad 2009, ISBN 978-80-7021-984-3

- LISÝ, JÁN A JUDITA TÁNCOŠOVÁ. *Ekonomía v novej ekonomike*. 1. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2005, 622 s. *Ekonomía* (Iura Edition). ISBN 80-8078-063-3
- MISES, LUDWIG; *Human Action – A Treatise on Economics*, San Fransisco, Bettina Bien Greaves 1996, ISBN 0-930073-18-5, dostupné z: <http://mises.org/Books/humanaction.pdf>
- MISHKIN, FREDERIC S. *The economics of money, banking, and financial markets*. 5th ed. Reading: Addison-Wesley, 1998, xxxv, 732, [62] s. ISBN 0-321-01440-5
- Monetary base to GDP. Federal Reserve Bank of St. Louis [online]*. 2016 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: <https://research.stlouisfed.org/fred2/graph/?g=aap>
- Monetary developments. European Central Bank [online]*. 2016 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/stats/md/html/index.en.html>
- Money Stock. Federal Reserve Bank of St. Louis [online]*. 2016 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/M1NS>
- Public debt as % of GDP. Eurostat [online]*. 2015 [cit. 2016-05-18]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/eurostat/web/government-finance-statistics/data/main-tables>
- Public debt as % of GDP. World Bank [online]*. 2015 [cit. 2016-05-18]. Dostupné z: <http://data.worldbank.org/indicator/GC.DOD.TOTL.GD.ZS?page=4>
- SEDLÁČEK T., *Smrt dluhem a finanční ústava*. [Http://blog.aktualne.cz/blogy/tomas-sedlacek.php?itemid=19093](http://blog.aktualne.cz/blogy/tomas-sedlacek.php?itemid=19093)[online]. 2013 [cit. 2015-12-16]. Dostupné z: <http://blog.aktualne.cz/blogy/tomas-sedlacek.php?itemid=19093>
- Share of world GDP, 2003 a 2013 (%)*. *Eurostat Statistics Explained [online]*. 2015 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/File:Share_of_world_GDP,_2003_and_2013_\(%25\)_EU_world15.png](http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/File:Share_of_world_GDP,_2003_and_2013_(%25)_EU_world15.png)
- Social Protection. OECD data [online]*. 2016 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: <https://data.oecd.org/socialexp/public-unemployment-spending.htm#indicator-chart>
- UNCTAD. *Trade and Development Report 2009 [online]*. 2009 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: http://unctad.org/en/docs/tdr2009_en.pdf

Unemployment rate. The World Bank [online]. 2015 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&type=metadata&series=SL.UEM.TOTL.ZS>

Unemployment rate. U.S. Bureau of Labor Statistics [online]. 2016 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: <http://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000>

VALACH, E. *K otázkam regulácie finančného trhu. Zborník z vedeckého seminára: Hospodárska politika a právo v období hospodárskej krízy*. Banská Bystrica: BIVŠ. ISBN 978-80-970422-0-2

Young Unemployment rate. The World Bank [online]. 2015 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&type=metadata&series=SL.UEM.TOTL.ZS>

Prílohy

