



Študentská vedecká aktivita

Menová politika ako nástroj riešenia hospodárskej krízy

Mgr. Bc. Lucia Dujavová

Sekcia: ekonomika a manažment podniku

Konzultant: doc. Ing. Jana Piteková, PhD.

Poprad
2011

OBSAH

OBSAH	2
ÚVOD	3
1. Vznik hospodárskej a finančnej krízy	4
2. Menová politika a Európska centrálna banka	7
2.1. Nástroje menovej politiky Európskej centrálnej banky	8
2.1.1. Operácie na voľnom trhu	8
2.1.2. Automatické operácie	9
2.1.3. Povinné minimálne rezervy	9
2.2. Aktuálna menová politika Európskej centrálnej banky	10
3. PRÍČINY HOSPODÁRSKEJ KRÍZY	11
3.1. Menová politika Federálneho rezervného systému	13
3.2. Hospodárska kríza v Európskej únii	13
4. MOŽNOSTI RIEŠENIA FINANČNEJ A HOSPODÁRSKEJ KRÍZY	16
ZÁVER	18
ZOZNAM SKRATIEK	19
ZOZNAM BIBLIOGRAFICKÝCH ODKAZOV	20
Zoznam PRÍLOH	22

ÚVOD

Národné ekonomiky nerastú vždy rovnakým tempom, avšak prechádzajú obdobiami neobyčajného rozmachu alebo naopak, obdobiami poklesu a útlmu hospodárskej aktivity. Súčasná globálna hospodárska kríza nepredstavuje len spomalenie celosvetového ekonomického rastu, pokles reálneho outputu, vznik produkčnej medzery, nárast nezamestnanosti či pokles dopytu po spotrebných a investičných statkoch. Celý svet pohltila nielen kríza ekonomická, ale aj energetická, potravinová, politická, ekologická, kultúrna, sociálna a duchovná. Čoraz častejšie sa naskladá otázka skĺbenia a zosúladenia ekonomických, neobmedzených potrieb jednotlivých hospodárskych subjektov s obmedzenými a vyčerpatelnými prírodnými zdrojmi. Nevyhnutnosť nastolenia a rešpektovania harmónie človeka s prírodou nie je ničím výnimočným. Z historického hľadiska predstavuje obrodu hlavných myšlienok filozofického myslenia 18. storočia, fyziokratizmu. Jeho predstavitelia vysvetľovali vtedajšie chápanie ekonomických javov práve prostredníctvom metafor a prirovnaní s prírodou.

Súčasnú globálnu ekonomiku tvorí sústava národných ekonomík, hospodárskych a menových zoskupení či inštitúcií poprepájaných medzinárodným finančným trhom. Rôzna intenzita zapojenia jednotlivých ekonomík do medzinárodnej deľby práce a medzinárodného obchodu prispieva k celosvetovému hospodárskemu rastu, avšak spôsobuje taktiež vzájomnú závislosť zúčastnených krajín a prenikanie pozitívnych ale aj negatívnych dôsledkov hospodárskych cyklov do celého sveta.

1. VZNIK HOSPODÁRSKEJ A FINANČNEJ KRÍZY

História hospodárskych cyklov v Európe sa nerozlučne spája s nástupom a intenzívnym rozvojom priemyslu. Kým poľnohospodársky orientované krajiny nepoznali ekonomické cykly, v krajinách s dominantnou priemyselnou produkciou sa už od začiatku 19. storočia začali vyskytovať recesie, ktoré sa prejavovali poklesom odbytu a výroby a rastom nezamestnanosti. Bolo zjavné, že hospodársky rast a rozmach neprebíha hladko, ale striedajú sa v ňom fázy recesie a expanzie. Hospodárska kríza v 30 – tých rokoch 20. storočia bola prvou skutočnou depresiou, ktorá sa po krachu na newyorskej burze v roku 1929 usadila vo všetkých priemyselných krajinách a spôsobila hlboký a niekoľkoročný pokles výroby a zamestnanosti. Veľká depresia mala zrejme viacero príčin, ale ekonómovia sa dodnes nezhodli na tom, ktorá z nich bola rozhodujúca. Od tej doby sa žiadna depresia podobnej hĺbky a dĺžky nevyskytla, avšak menšie recesie sa opakovane objavujú a striedajú sa s obdobiami hospodárskeho rastu sprevádzaného naopak nárastom výroby, produkcie a zamestnanosti. Vzostupnú fázu hospodárskeho cyklu teda nazývame expanziou a jeho zostupnú fázu recesiou. Pojem depresia determinuje recesiou, ktorá sa vyznačuje výraznou hĺbkou a dĺžkou jej priebehu. Z tradičného pohľadu na hospodársky cyklus sa teda jedná o fluktuáciu reálneho domáceho produktu okolo potenciálneho produktu. Potenciálny produkt predstavuje výrobnú kapacitu ekonomiky a definujeme ho ako produkt, ktorý daná ekonomika môže dosiahnuť pri prirodzenej miere nezamestnanosti a optimálnom, dlhodobom udržateľnom využití výrobných zdrojov, nevyhnutných vstupných faktorov pre výrobný proces, počas ktorého sa transformujú na výstupy požadované spotrebiteľmi. Rast potenciálneho produktu je ovplyvňovaný najmä rastom kapitálu a technologickým pokrokom. Naproti tomu fluktuácia reálneho domáceho produktu okolo potenciálneho produktu je ovplyvňovaná nákladovými alebo dopytovými šokmi. Medzi pozitívne nákladové šoky patrí znižovanie cien výrobných vstupov, napríklad pokles cien energií, materiálov, surovín a miezd, ktoré sa prejavujú rastom reálneho produktu a znižovaním produkčnej medzery (rozdiel medzi úrovňou reálneho a potenciálneho produktu). Negatívne nákladové šoky sa prejavujú opačne, a teda spôsobujú prehĺbovanie produkčnej medzery, pokles produktu a nárast nezamestnanosti. Medzi dopytové šoky patria zmeny v úrovni jednotlivých faktorov, ktoré tvoria agregátny dopyt, pričom jeho zložkami je spotreba, investície, vládny sektor a čistý vývoz (rozdiel medzi exportom a importom). Zmeny produktu vyvolané šokmi buď na strane ponuky alebo dopytu sú vždy sprevádzané zmenami agregátnej cenovej hladiny. Všeobecný nárast cenovej hladiny v čase charakterizuje inflácia a podľa zdrojov, ktoré ju

vyvolávajú sa ďalej taktiež člení na nákladovú a dopytovú. Zároveň tieto dva komponenty spolu so zotrvačnou infláciou tvoria jej celkové vyjadrenie.

Každý hospodársky cyklus má jednak svoju príčinu a jednak určitý „vnútorný mechanizmus šírenia“. Podľa príčiny rozlišujeme dva typy hospodárskych cyklov, a to menové (monetárne) cykly a reálne cykly. Ich príčiny sú rôzne. Impulzom monetárneho cyklu sú zmeny v peňažnej zásobe, ktoré vyvolávajú zmeny agregátneho dopytu (dopytové šoky). Naproti tomu príčinou reálnych cyklov sú výkyvy agregátnej ponuky a majú svoj pôvod hlavne v technologických zmenách. Reálne cykly však nie sú výkyvmi okolo potenciálneho produktu, ale výkyvmi samotného potenciálneho produktu. Nejedná sa teda o vychýlenie z rovnováhy, ale o zmenu samotnej rovnováhy. Príčinou reálneho cyklu je teda nárazová zmena produktivity. Tradičná teória monetárneho cyklu, ktorú rozpracovali najmä švédsky ekonóm Knutt Wicksell a predstaviteľ rakúskej školy Fridrich von Hayek, pripisuje hospodárske cykly menovým šokom, ktoré v danej ekonomike zapríčiňuje centrálna banka prostredníctvom zmeny rastu peňažnej zásoby. Centrálna banka nedokáže presne zladiť rast peňažnej zásoby s rastom dopytu po peniazoch. Mechanizmom šírenia monetárneho cyklu je prechodný pokles úrokovej miery, ktorému predchádza nadmerné zvýšenie peňažnej zásoby zo strany CB oproti úrovni peňažnej zásoby, ktorá zodpovedá rastu potenciálneho produktu. Ľudia teda budú mať viac peňažných zostatkov, než koľko chcú držať. Za prebytočné peňažné zostatky budú nakupovať dlhopisy a iné aktíva. Zvýšený dopyt po dlhopisoch spôsobí rast ich trhovej ceny a bude tlačiť na pokles úrokovej miery na peňažnom trhu (Uramová, Piteková, Paľa, 2009). Zníženie úrokovej miery vyvolá následne vlnu investícií a spotreby. Nastáva kumulatívny proces hospodárskej expanzie, počas ktorej sa domáci produkt zvyšuje nad potenciálny produkt. Dochádza k prehriatiu ekonomiky a zároveň k rastu cenovej hladiny. Avšak pokles domácej úrokovej miery pod úroveň svetovej úrokovej miery vyvolá v malej otvorenej ekonomike čistý vývoz kapitálu a depreciáciu domácej meny (na devízovom trhu sa zvýši ponuka domácich aktív a zároveň dopyt po aktívach v zahraničnej mene). V prípade veľkej otvorenej ekonomiky pokles úrokovej miery na peňažnom trhu sa prejaví rovnako v poklese úrokovej miery na kapitálovom trhu. Hospodárska expanzia, ktorá je vyvolaná nadmerným rastom peňažnej zásoby, je ako mydlová bublina, ktorá narastá na základe falošných signálov a prehnaných očakávaní. Po určitej dobe sa zvýšenie peňažnej zásoby prejaví v raste dôchodkov a cenovej hladiny a úroková miera zase vzrastie. Depreciácia domácej meny vyvolaná menovou expanziou je taktiež prechodná. Po zvýšení domácich cien mena reálne apreciuje a konkurenčná schopnosť exportu sa zníži na pôvodnú úroveň. Zmeny v monetárnej politike nemôžu dlhodobo ovplyvniť reálny produkt, reálnu

spotrebu, reálnu ponuku peňazí, reálne mzdy alebo iné veličiny, peniaze sú v dlhom období „neutrálne“, účinky monetárnej expanzie sa teda v dlhom období prejavujú nezmenenou úrovňou reálneho produktu a zamestnanosti, ale zvýšením úrovne cien úmerne rastu peňažnej zásoby, ktorá sa dostala do obehu. Z krátkodobého hľadiska, ak sa ekonomika nachádza pod úrovňou potenciálneho produktu a krivka agregátnej ponuky je rastúca, ako to zdôvodňoval J. M. Keynes, peniaze nie sú „neutrálne“. Peňažná expanzia a následný rast agregátneho dopytu vyvolávajú nárast reálneho produktu, pričom nedôjde k vysokej zmene cenovej hladiny (Uramová, Piteková, Paľa, 2009). Expanzie a recesie bývajú „nafúknuté“ reakciou a správaním finančných trhov. Menovou expanziou vyvolané zníženie úrokovej miery je sprevádzané rastom ceny aktív, ktoré sa pohybujú nepriamo úmerne vo vzťahu k úrokovým mieram. Keď začnú rásť ceny akcií, investori a špekulanti môžu podľať prehnaným očakávaniam, že takýto cenový vývoj bude pokračovať a preto nakupujú a uskutočňujú obchody. Rast dopytu po akciách ďalej pôsobí na rast ich ceny, takže optimistické očakávania sa naplňujú. Takto na finančných trhoch rastie špekulačná bublina, ktorá je živá optimizmom sprevádzajúcim hospodársku expanziu. Ceny aktív rastú do nereálnych výšok, čo nemôže pokračovať večne. Akonáhle investori a špekulanti dôjdu k záveru, že ceny sú neadekvátne vysoké, začnú očakávať ich pokles. Bublina praskne. Všetci predávajú, na strane ponuky sa zostruje konkurencia a preto ceny padajú. Finančné trhy podľať pesimistickým očakávaniam, ktoré ďalej tlačia ceny akcií a iných aktív smerom nadol až na nereálne nízku úroveň. Pokles ceny aktív má za následok zvýšenie úrokovej miery, ktorá potlačí výdavky na investície a spotrebu. Takéto prasknutie špekulačnej bubliny na finančných trhoch odštartuje a prehĺbuje recesiю v reálnej ekonomike. V prípade, že je recesia sprevádzaná defláciou, môže prerásť do bankovej a dlhovej krízy. Pokles cien znemožňuje množstvu dlžníkov splácať svoje dlhy a niektoré banky preto môžu skrachovať. Krach bánk podlomí dôveru verejnosti v banky a jej služby všeobecne a začne tzv. „run“ na banky, to znamená hromadné vyberanie vkladov zo strany vkladateľov. Pretože banky disponujú len čiastočnými rezervami, hromadné vyberanie vkladov môže vyvolať krach aj zdravých bánk. A keďže v dnešnom svete sú jednotlivé národné ekonomiky či zoskupenia poprepájané intenzívnym medzinárodným obchodom a medzinárodnými tokmi kapitálu, expanzia alebo recesia v jednej krajine sa ľahko a rýchlo rozšíri aj do iných krajín (Holman, 2004).

2. MENOVÁ POLITIKA A EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA

Menovú politiku vykonáva centrálna banka a zameriava ju na určité národohospodárske ciele ako napríklad nezamestnanosť alebo inflácia. Centrálna banka k tomu používa určité nástroje, napríklad nákupy alebo predaje vládnych dlhopisov. Avšak medzi použitím nástrojov menovej politiky a dosiahnutím cieľov, bezprostredných alebo konečných, je množstvo medzičlánkov. Ku konečným cieľom patrí miera inflácie, miera nezamestnanosti a zahraničná obchodná bilancia tovaru a služieb (čistý vývoz). K bezprostredným (operačným) cieľom menovej politiky zaraďujeme stanovenie úrokovej miery na peňažnom trhu (krátkodobá úroková miera) a výšky bankových rezerv, resp. peňažnej bázy. Centrálna banka dosahuje konečné ciele pomocou tzv. sprostredkujúcich cieľov (medzi cieľov), ktorými sú: úroková miera na kapitálovom trhu (dlhodobá úroková miera), peňažná zásoba a menový kurz. Tieto ciele dosahuje centrálna banka pomocou spomínaných operačných cieľov, ktoré dosahuje používaním nástrojov, ku ktorým patria operácie na voľnom trhu, úrokové sadzby centrálnej banky (diskontná sadzba a repo-sadzba) a povinná miera bankových rezerv. Pomocou týchto nástrojov uskutočňuje centrálna banka expanzívnu alebo reštriktívnu menovú politiku (Holman, 2004).

Vstupom Slovenskej republiky do eurozóny a prijatím spoločnej európskej meny euro dňa 1. januára 2009 sa Národná banka Slovenska stala členom Eurosystému, pričom sa podieľa ako jeho riadny člen na všetkých aktivitách a procesoch v rámci Európskej centrálnej banky. Eurosystém predstavuje centrálny bankový systém eurozóny pozostávajúci z ECB a z národných centrálnych bánk všetkých 27 členských štátov Európskej únie.

Európska centrálna banka bola založená 1. júna 1998. Stala sa nezávislou centrálnou bankou pre európsku jednotnú menu euro, ktorá bola zavedená v januári 1999 v 11 členských štátoch, ktoré splnili kritériá na prijatie eura. Základom na dosiahnutie tohto míľnika bola Maastrichtská zmluva z roku 1992, ktorá zároveň vytvorila inštitucionálny rámec Európskeho systému centrálnych bánk. Zmluva pozdvihla menovú politiku na nadnárodnú úroveň a izolovala ju od akýchkoľvek tlakov, najmä zo strany národných vlád, čím sa zaručila plná nezávislosť ECB. Maastrichtskú zmluvu prerokovali a ratifikovali jednotlivé národné parlamenty s predpokladom postupného prijímania spoločnej meny euro. Od zavedenia eura v prvých 11 členských štátoch vstúpilo do eurozóny ďalších šesť členských štátov, naposledy Estónsko 1. januára 2011. Podľa zakladajúcej zmluvy Európskeho spoločenstva je primárnym cieľom Eurosystému a jeho jednotnej menovej politiky udržiavanie cenovej stability. Kvantitatívna definícia cenovej stability je definovaná Radou Guvernérov ECB ako „medziročný rast

harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (HICP) eurozóny nižší ale blízky 2 %. Cenová stabilita je udržiavaná v strednodobom horizonte“. Inými slovami ECB definuje cenovú stabilitu ako infláciu pod ale blízko úrovne 2 %. Eurosystém zároveň podporuje dosiahnutie ďalších cieľov ES a to „vysoká úroveň zamestnanosti“ a „udržateľný a neinflačný rast“. ECB teda stanovila v strednom časovom horizonte inflačný cieľ mierne pod ale blízko 2 %, čo zodpovedá očakávanému hospodárskemu rastu v krajinách eurozóny (Nástroje menovej politiky, 2011). Inflačné cielenie, režim stabilného menového kurzu alebo pravidlo stáleho menového rastu patria medzi spôsoby uplatňovania menovej politiky, pomocou ktorých môže CB zabezpečiť svoj hlavný cieľ – stabilnú cenovú hladinu aj v dlhodobom období. Avšak jedným zo zraniteľných miest inflačného cielenia (aplikovaného ECB) je to, že pri dôslednom dodržiavaní inflačného cieľa by CB musela neadekvátne reagovať na nákladové šoky, ktoré občas postihujú každú ekonomiku. Aby sa vyhlí tomuto problému, CB môžu stanoviť inflačný cieľ ako určité vymedzené pásmo, ktoré poskytuje voľnosť pri reagovaní na prípadné nákladové šoky (Holman, 2004).

2.1. Nástroje menovej politiky Európskej centrálnej banky

Medzi nástroje, ktoré využíva Európska centrálna banka na dosiahnutie bezprostredných cieľov, patria:

- operácie na voľnom trhu,
- automatické operácie,
- povinné minimálne rezervy.

2.1.1. Operácie na voľnom trhu

Operácie na voľnom trhu zohrávajú dôležitú úlohu v menovej politike Eurosystému pri riadení úrokových sadzieb, riadení likvidity na trhu a signalizovaní zámerov menovej politiky. Eurosystém má k dispozícii päť typov obchodov na uskutočňovanie operácií na voľnom trhu. Najdôležitejším typom sú reverzné obchody. Eurosystém môže využívať aj priame obchody, emisiu dlhových certifikátov, devízové swapy a prijímanie termínovaných vkladov. Operácie na voľnom trhu iniciuje ECB, ktorá tiež rozhoduje o type obchodu, ktorý sa má použiť, ako aj o zásadách a podmienkach na jeho vykonanie.

Operácie na voľnom trhu sa dajú rozdeliť do štyroch skupín:

- hlavné refinančné operácie (HRO) sú pravidelné refinančné reverzné obchody, ktoré sa uskutočňujú týždenne a obvykle so splatnosťou jedného týždňa. Aktuálnu sadzbu pre hlavné refinančné operácie stanovila ECB na úrovni 1,00 %;

- dlhodobejšie refinančné operácie (DRO) sú refinančné reverzné obchody, ktoré sa uskutočňujú mesačne a zvyčajne so splatnosťou troch mesiacov,

- dolad'ovacie operácie sa vykonávajú účelovo, ich cieľom je riadenie bezprostrednej likvidity na trhu a regulovanie úrokových sadzieb, najmä na zmiernenie nečakaných výkyvov v likvidite. Frekvencia a splatnosť dolad'ovacích operácií nie sú štandardizované;

- štrukturálne operácie sa vykonávajú prostredníctvom emisie dlhových certifikátov, reverzných obchodov a priamych obchodov.

2.1.2. Automatické operácie

Automatické operácie slúžia na dodávanie a sťahovanie jednodňovej likvidity, signalizovanie zámerov menovej politiky a vytváranie pásma pre jednodňové sadzby peňažného trhu. Zmluvné strany môžu využívať:

- jednodňové refinančné operácie na získanie jednodňovej likvidity od NCB oproti zábezpeke akceptovateľných aktív. Prístup zmluvných strán k týmto operáciám obvykle nie je limitovaný, okrem požiadavky predložiť dostatok akceptovateľných aktív. Úroková sadzba pre jednodňové refinančné operácie tvorí zvyčajne hornú hranicu jednodňovej sadzby peňažného trhu. Aktuálna sadzba pre jednodňové refinančné operácie je 1,75 %;

- jednodňové sterilizačné operácie v NCB na uloženie nadbytočnej likvidity. Prístup zmluvných strán k týmto operáciám zvyčajne taktiež nie je limitovaný. Úroková sadzba pre jednodňové sterilizačné operácie obvykle tvorí dolnú hranicu jednodňovej sadzby peňažného trhu a jej výška je aktuálne stanovená na úrovni 0,25 %.

2.1.3. Povinné minimálne rezervy

Eurosystém vyžaduje, aby úverové inštitúcie so sídlom v eurozóne držali povinné minimálne rezervy na účtoch v národných centrálnych bankách. Systém povinných minimálnych rezerv v rámci Eurosystému prispieva k stabilizácii úrokových sadzieb peňažného trhu a k ovplyvňovaniu likvidity (Nástroje menovej politiky, 2011).

Realizácia menovej politiky v roku 2009 sa niesla v znamení snahy Eurosystému o uvoľnenie napätia na peňažných trhoch spôsobeného finančnou krízou. Popri neobmedzenom

objeme finančných prostriedkov poskytovaných vo všetkých refinančných operáciách Eurosystem ďalej predĺžil priemernú dobu splatnosti operácií na voľnom trhu zavedením DRO s ročnou splatnosťou, oproti trojmesačnej splatnosti z predkrízového obdobia. K ďalším opatreniam patrilo poskytovanie likvidity v cudzej mene, rozšírenie zoznamu aktív akceptovateľných ako kolaterál a priamy nákup na trhu s krytými dlhopismi. Tieto opatrenia na zabezpečenie nepretržitého prístupu solventných bánk k likvidite tak pomohli zlepšiť fungovanie peňažného trhu. Cieľom opatrení bolo podporiť tok úverov podnikom a domácnostiam. Vzhľadom na to, že transmisia menovej politiky pôsobí s určitým oneskorením, menovopolitické rozhodnutia ECB sa postupne premietali do ekonomiky. Všetky úverové operácie Eurosystemu sú zabezpečené tzv. kolaterálom, ktorým sa predovšetkým chráni pred možnými stratami. Kolaterál predstavuje aktíva dané do zálohu (napríklad uložené úverovými inštitúciami v centrálnej banke) ako záruka vrátenia pôžičiek, ako aj aktíva predané (napr. centrálnej banke úverovými inštitúciami) v rámci dohôd o spätnom odkúpení (Správa o menovom..., 2011).

2.2. Aktuálna menová politika Európskej centrálnej banky

Rada guvernérov ECB rozhodla na svojom poslednom zasadaní 3. marca 2011, na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy, ponechať kľúčové úrokové sadzby ECB na nezmenenej úrovni, napriek tomu, že prognózu cenového vývoja v eurozóne ohrozujú riziká vyššej inflácie. Aktuálne hospodárske údaje taktiež potvrdzujú pozitívny trend oživenia hospodárskej aktivity v eurozóne, ktorá je do značnej miery podporená akomodačným nastavením menovej politiky. Miera neistoty však zostáva naďalej zvýšená. Riziká spomalenia hospodárskeho rastu súvisia s pretrvávajúcim napätím v niektorých segmentoch finančného trhu a najmä so súčasným rastom cien vybraných komodít, ako dôsledku geopolitického napätia v oblasti Blízkeho východu. Nemalou mierou prispieva aj fiškálna konsolidácia národných ekonomík eurozóny.

Pokiaľ ide o cenový vývoj, podľa štatistického odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v eurozóne vo februári 2011 dosiahla 2,4 % (po 2,3 % v januári), čo predstavuje taktiež vyššiu hodnotu v porovnaní s inflačným cieľením ECB. Nárast miery inflácie na začiatku roka 2011 vo veľkej miere odráža práve vyššie ceny komodít. Je dôležité, aby súčasný rast inflácie nevyvolal rozsiahle inflačné tlaky v strednodobom horizonte, preto je nevyhnutné venovať veľkú pozornosť ďalšiemu svetovému vývoju s cieľom obmedziť inflačné riziká ohrozujúce cenovú stabilitu eurozóny. V prípade pretrvávajúceho negatívneho trendu sa očakáva zvýšenie

referenčnej úrokovej sadzby na nasledujúcom zasadnutí Rady guvernérov ECB dňa 7. apríla 2011 (Mesačný bulletin..., 2011).

3. PRÍČINY HOSPODÁRSKEJ KRÍZY

Determináciu a analýzu početných príčin súčasnej hospodárskej krízy sťažuje ich vzájomná previazanosť či interakcia medzi jej jednotlivými aspektami. Súčasný stav hospodárskej a finančnej krízy vyplýva predovšetkým z vytvorenia prebytočného množstva peňažnej zásoby, ktorá zapríčinila a podporila úverovú (hypotekárnu) bublinu. Tento nadbytok množstva peňazí v celosvetovom obehú je okrem iného dôsledkom expanzívnej menovej politiky uplatňovanej americkou centrálnou bankou Fed a taktiež dôsledkom zámerného oslabovania niektorých svetových mien (čínsky jüan) na devízových trhoch. Cielovým zámerom bolo zvyšovanie konkurencieschopnosti čínskych statkov na svetových trhoch a teda podporovanie intenzívneho hospodárskeho rastu tejto krajiny prostredníctvom exportu (spotreby spoluobchodujúcich krajín). V súčasnosti vlastní táto krajina viac ako štvrtinu svetových devízových rezerv. Tieto rezervy vzrástli v rokoch 2000 - 2007 viac ako trojnásobne. Kým v roku 2000 devízové rezervy predstavovali asi 2000 miliárd dolárov, za 8 rokov dosiahli sumu 7000 miliárd dolárov, pričom prírastok devízových rezerv v dolároch zodpovedá približne 30 % ročného HDP vyprodukovaného v USA. V porovnaní s Európskou úniou, ktorej ročný HDP trojnásobne preyšuje HDP Číny, devízové rezervy EÚ nedosahujú ani 600 miliárd dolárov. Vytvorenie prebytočných devízových rezerv prispelo k nerovnováhe na svetových finančných trhoch a je dôkazom zámeru Číny udržiavať domácu menu výrazne podhodnotenú. V prípade, že by Čína neintervenovala na menovom trhu a nezvyšovala by ponuku domácej meny, apreciácia čínskeho jüanu by znevýhodňovala domácich vývozcov, čo by malo za následok oslabenie exportu a vyrovnanie salda bežného účtu platobnej bilancie. Čínska centrálna banka teda účinne a cielene zabráňovala zhodnocovaniu domácej meny, čím vytvorila kolosálne devízové rezervy. Takýto vývoj čínskej meny v rokoch 2000 – 2005 bol následne pod tlakom ostatných svetových veľmocí uvoľnený, po roku 2005 došlo k miernej avšak stále nedostatočnej apreciácii čínskej meny. V roku 2009 predstavovali devízové rezervy Číny 2400 miliárd dolárov, oproti tomu jej krátkodobý zahraničný dlh dosahoval výšku 260 miliárd dolárov. Podobne postupovalo aj Japonsko, ovplyvňovaním ponuky domácej meny na devízovom trhu zabráňovalo nominálnej apreciácii japonskej meny jen. Výška devízových rezerv Japonska dosahuje viac ako 1000 miliárd dolárov. Dlhodobo nízke úrokové sadzby na pôžičky využívali niektoré hedgové

fondy a japonskými „lacnými“ peniazmi financovali rôzne burzové operácie v iných menách, pričom profitovali z takto dosiahnutého úrokového diferenciálu. Hlavným cieľom zásahov zo strán jednotlivých národných bánk, podporovaných politickými rozhodnutiami, bola podpora exportu (na úkor oslabenia domáceho dopytu), rast domácej produkcie, znižovanie nezamestnanosti, snaha o zmiernenie negatívnych dopadov začínajúcej a rýchlo sa šíriacej hospodárskej krízy a stagnácie. Okrem monetárnych politík východoázijských krajín a ich dopadu na veľkosť peňažnej bázy, prebytočnú ponuku americkej meny v celosvetovom meradle podnecovala aj samotná americká centrálna banka. Od roku 2001 do roku 2004 z dôvodu naštartovania ekonomického rastu a podporenia výroby znížil Fed úrokové sadzby z 6,5 % až na 1 % ročne, čo vyvolalo vysoký dopyt po úveroch a príliv peňazí. Na druhej strane presýtenie amerického finančného systému svetovými úsporami v dolároch, ktoré pochádzali zo spomínaných devízových rezerv Číny a tzv. rozvíjajúcich sa krajín, Japonska a taktiež krajín produkujúcich ropu, malo za následok zvýšenie ponuky amerických úverov. Úrokové sadzby na dlhodobé úvery dosahovali relatívne nízke hodnoty a aj napriek úsiliu Fed nedokázal zvýšením ich hodnôt z 1 % na 5,25 % ročne (od roku 2004 do roku 2006) znížiť objem úverov. Tento jav, nevysvetliteľný v danom období, bol A. Greenspanom označený ako „enigma“ (záhada).

Vzájomné pôsobenie spomínaných príčin hospodárskej krízy, podceňovanie rizika a mnohé ďalšie faktory spôsobili zvýšenie peňažnej masy v rokoch 2000 až 2007 v krajinách, ktoré sú členom G 20, z 22 % HDP týchto krajín až na úroveň 30 % HDP členských krajín G 20. Táto masa peňazí spôsobila:

- v rokoch 2001 až 2006 prebytočnú a nadmernú ponuku úverov, ktorá vyvolala neúmerne nízke úrokové sadzby (prevažne v USA),
- poskytovanie úverov aj menej solventným klientom, zárukou boli aktíva (nehnutelnosti,...), ktorých trhovacia cena nezodpovedala reálnej hodnote, pričom sa aj naďalej optimisticky očakával neadekvátny rast cien nehnuteľností (vytvorenie bubliny),
- sekuritizácia pohľadávok bánk voči nesolventným a platobne neschopným klientom umožnila ich rozšírenie do ostatných častí sveta prostredníctvom medzinárodného kapitálového trhu,
- zložitosť a nevhodné využívanie produktov finančného inžinierstva zo strany investorov,
- ceny nehnuteľností boli výrazne ovplyvňované infláciou, avšak ceny služieb a spotrebných statkov rástli len mierne, čo podporilo ilúziu, že je inflácia „pod kontrolou“,

- v roku 2007 hodnota aktív oslabila ich likvidnosť, bublina spľasla a spustila finančnú krízu, ktorá sa postupne rozšírila do celého sveta a prerástla do celosvetovej hospodárskej krízy,
- v rokoch 2008 – 2009 hlboký prepád globálnej ekonomickej aktivity, realizácia rozsiahlych fiškálnych a menových stimulov zameraných na posilnenie domáceho dopytu v jednotlivých krajinách a udržanie domácej ekonomickej aktivity.

3.1. Menová politika Federálneho rezervného systému

Začiatkom novembra roku 2010 oznámil Fed svoj zámer nakupovať vládne dlhopisy, emitované Federálnym rezervným systémom, mesačne v hodnote 75 miliárd dolárov až do konca júna 2011, celkovo v objeme 600 miliárd amerických dolárov. Očakáva sa, že dôsledkom expanzívnej menovej politiky by malo byť zvýšenie trhových cien dlhových cenných papierov na trhu obligácií, následné zníženie ich miery výnosnosti, čo sa v konečnom dôsledku prejaví v zmene úrovne strednodobých a dlhodobých úrokových sadzieb smerom nadol. Znížené úrokové sadzby, v dôsledku tzv. kvantitatívneho uvoľňovania menovej politiky, by mali podnietiť výdavky na spotrebu a investície najmä zo strany stagnujúceho súkromného sektora a domácností. Podporenie investícií je jedným z predpokladov oživenia americkej ekonomiky, ktorej súčasný, mierne rastúci trend nie je zďaleka dostatočný a nedáva predpoklad k vytváraniu nových pracovných miest. Na trhu práce tak aj naďalej pretrváva vysoká miera nezamestnanosti okolo 10 %. Ďalším cieľom tejto monetárnej politiky je mierne zvýšenie inflácie, ktorá sa pohybuje na úrovni 1,1 %. Jej zvýšenie by malo podnietiť domácnosti, ktorých súčasným prioritným cieľom je oddĺženie sa, k zvýšeniu výdavkov na spotrebu. Dopad kvantitatívneho uvoľňovania sa však prejaví aj v deprecii domácej meny na devízových trhoch, prispieje k rastu cien komodít na svetových trhoch a taktiež k rastu cien ostatných aktív, ktoré negatívne ovplyvnia najmä vývoj v rozvíjajúcich sa ekonomikách. Nasledujúce mesiace budú dôkazom toho, či zvolená monetárna politika americkej centrálnej banky Fed bola účinná a efektívna a v akej miere prispela k dosiahnutiu stanovených cieľov.

3.2. Hospodárska kríza v Európskej únii

Nepriaznivý vývoj na realitných trhoch v USA, v roku 2007, sa postupne preniesol a negatívne ovplyvnil ekonomickú aktivitu vo vyspelých krajinách sveta. V roku 2008 v dôsledku spomalenia globálnej ekonomickej aktivity došlo k zníženiu dynamiky rastu zahraničnoobchodnej výmeny, keď jej medziročný rast v roku 2008 dosiahol 4,1 % oproti 7,2 % z roku 2007. Klesajúci trend pokračoval až do polovice roku 2009. Najvýraznejšie sa spomalil

import vo vyspelých ekonomikách, čo malo následný dopad na export rozvíjajúcich sa ekonomík. V dôsledku tohto vývoja došlo ku globálnej synchronizácii hospodárskeho cyklu a k ekonomickému spomaleniu v jednotlivých krajinách (Správa o menovom..., 2011). Vývoj v EÚ na prelome rokov 2009 a 2010 bol najvýraznejšie poznačený turbulenciami v Grécku, ktoré boli zapríčinené jednak svetovou ekonomickou krízou ale aj faktormi špecifickými pre túto krajinu. Situáciu v Grécku zhoršovala netransparentnosť a zahmlievanie skutočne dosiahnutých ekonomických výsledkov. Za 10 rokov priemerný rozdiel medzi reálnym rozpočtovým deficitom a jeho výškou deklarovanou Európskej komisii predstavoval 2,2 % HDP. Tomuto stavu predchádzal jeden z najintenzívnejších hospodárskych rozvojev v rámci EÚ, v rokoch 2000 až 2007 vďaka prílevu zahraničného kapitálu vykazovala grécka ekonomika 4,2 % tempá rastu. Dynamická ekonomika a zníženie úrokových sadzieb (vďaka vstupu do eurozóny) umožnili Grécku vytvoriť rozsiahle štrukturálne deficity. Kým v 90 - tých rokoch kupovali investori dlhopisy vydané gréckou vládou len vtedy, keď prinášali oveľa vyššie zhodnotenie vloženého kapitálu ako napríklad bezpečnejšie nemecké dlhopisy, po vstupe Grécka do eurozóny bolo riziko insolventnosti takmer irelevantné. Všetky obavy z fiškálnych ťažkostí nielen Grécka ale akejkolvek krajiny sa z európskej scény vytratili. Úrokové sadzby sa naprieč Európou zblížovali a vlády problémových krajín si tak začali požičiavať viac ako dokázali splácať. V rokoch jednoduchého vypožičiavania grécka vláda nahromadila obrovský dlh, väčší než priznávala. Od svojho vstupu do eurozóny bol grécky verejný dlh vždy vyšší ako 100 % HDP, v kritickom roku 2009 dosiahol 120 % HDP. Po odhalení a zistení skutočnej ekonomickej situácie nasledovalo okamžité zníženie ratingového hodnotenia gréckej ekonomiky, Standard & Poor's znížil svoju známku z A- na BBB+, Moody's A1 na A2 a Fitch Ratings znížil svoje finančné ohodnotenie Grécka taktiež z A- na BBB+. V marci 2010 prijala Európska centrálna banka rozhodnutie akceptovať ako kolaterál grécke obligácie ohodnotené známkou BBB- až do roku 2011 (pôvodná spodná hranica bola A-). O dva mesiace neskôr ECB rozhodla prijímať ako kolaterál grécke obligácie bez ohľadu na ich finančné hodnotenie ratingovými spoločnosťami. Celosvetová kríza zasiahla rozhodujúce hospodárske odvetvia krajiny, cestovný ruch a námornú dopravu, ktorých príjmy v roku 2009 poklesli o 15 %. Miera nezamestnanosti dosiahla na konci roka 2009 10,3 %, čo predstavovalo oproti rovnakému obdobiu roku 2008 nárast o 2,4 %. Ceny spotrebných statkov rástli taktiež intenzívnejšie oproti trendu v ostatných krajinách. V Nemecku dosahovali spotrebné ceny v roku 2009 oproti cenám bazického roku 1997 119,2 %, kým v Grécku sa rast cien spotrebných statkov zvýšil na 146,4 %. Táto inflácia je dôkazom dopytu vysoko prevyšujúceho domácu ponuku. Prebytok kúpnej sily vo vzťahu k výrobe sa odrazil aj v deficite

verejných financií, ktorý v roku 2009 presiahol hranicu 13 % HDP. Grécka kríza a vnútorná nestabilita EÚ zapríčinili oslabenie eura vo vzťahu k doláru (Obrázok 1), paniku na svetových finančných trhoch ale aj náznaky spochybňovania opodstatnenosti existencie Európskej únie.



Obrázok 1 Oslabenie eura k doláru

Prameň: www.patria.cz

Medzi najviac kritizované oblasti EÚ patrí chýbajúca harmonizácia (koordinácia) fiškálnych politík členských krajín, zastaralosť kritérií Paktu stability a rastu a neúčinnosť sankcií voči „nezodpovedným“ krajinám. Finančný záchranný balíček, schválený eurozónou a MMF pre Grécko, predstavoval pôžičku vo výške 110 miliárd eur na 3 roky pri úrokovej sadzbe 5 %. Grécko sa zároveň zaviazalo k sprísneniu a dodržiavaniu určených rozpočtových pravidiel. Medzi opatrenia, ktoré sú súčasťou zmluvy, patrí zmrazenie miezd štátnych zamestnancov počas 3 rokov, zvýšenie DPH z 21 % na 23 %, zavedenie dodatočných daní na tabak, alkohol, pohonné hmoty a mobilné telefóny, dodatočné zdanenie ziskových podnikov a nehnuteľností, zníženie daňových únikov, obmedzenie štátnych dotácií nemocniciam a penzijným fondom. Okrem Grécka sú v súčasnosti s vážnymi problémami konfrontované aj ďalšie európske krajiny: Írsko, Portugalsko a Španielsko. Celkovú stabilitu eurozóny a finančného systému by mal posilniť novovzniknutý Európsky fond finančnej stability, ktorého cieľom je poskytovanie záchranných úverov krajinám, ktoré majú problémy s financovaním svojho dlhu. EFSF má k dispozícii 440 miliárd eur, ktoré v rámci pomoci môže poskytovať do konca júna 2013, pričom jednou z možností je emisia dlhových certifikátov „predĺžených“ krajin eurozóny. Pretože sa za tieto dlhopisy zaručila Európska únia ako celok, pre problémové ekonomiky to znamená šancu vyhnúť sa začarovanému kruhu upadajúcej dôvery a rastúcich úrokov z dlhopisov, ako dôsledku

zníženého ratingového hodnotenia krajiny. Na druhej strane sa však problém môže presunúť na tzv. periférne krajiny eurozóny. Postoj obyvateľov k vzniknutej situácii v Grécku a v Írsku nie je totožný, hoci je riešený podobne. V sociálne orientovanom Grécku je situácia mimoriadne vyhrotená, čoho dôkazom je množstvo generálnych štrajkov. Diametrálne odlišný je prístup Írov. Krízu chápú ako prechodný stav a chybu hľadajú najmä v nedostatku vlastnej disciplíny a ostražitosti. Zaujímavá je paralela so Slovenskom. Nehrozí kolaps bankového sektora, skôr máme bližšie k „premršteným“ verejným výdavkom. V našom prípade sa vynára otázka, prečo by disciplinovaná krajina mala pomáhať nedisciplinovanej, či je tzv. euroval liekom na vzniknuté problémy. Z pohľadu Slovenska je predovšetkým dôležité nedostat' sa do zbytočných finančných problémov a kriticky sledovať vývoj v iných krajinách eurozóny. Smer v Európskej únii však jasne udávajú ekonomicky najsilnejšie krajiny, Nemecko a Francúzsko. Slovensko nepatrí k veľkým krajinám so silnou vyjednávacou pozíciou v rámci EÚ a práve preto by sme mali byť o to rozumnejší.

4. MOŽNOSTI RIEŠENIA FINANČNEJ A HOSPODÁRSKEJ KRÍZY

Riešenie súčasnej krízy si vyžaduje spoločný postup na európskej aj celosvetovej úrovni. EÚ prijala celý rad rôznych opatrení zameraných na obnovenie dôvery, stability a udržateľnosti finančných trhov. Podobne USA a Čína, ekonomiky, ktoré výrazne prispeli ku vzniku hospodárskej krízy, v súčasnosti demonštratívne hľadajú spoločný konsenzus. Podľa guvernéra ECB (Jean-Claude Trichet) sú na zmiernenie a odstránenie krízy a jej dopadov nevyhnutné nasledujúce kroky :

- obnovenie pôvodného poslania Medzinárodného menového fondu podľa dohôd v Bretton–Woods v roku 1944, na základe ktorých patrí medzi jeho hlavné úlohy: ochrana stability medzinárodného menového systému, podpora vyrovnaného rastu medzinárodného obchodu, podpora medzinárodnej menovej spolupráce či stabilita výmenných kurzov. Dôvodom je opätovné nastolenie rovnováhy na menových trhoch. Nie je možné, aby kurzy niektorých (voľne plávajúcich) mien boli určované len na základe vzájomného vzťahu ponuky a dopytu po danej mene na devízovom trhu – dolár, euro, kým kurzy iných mien – jún a v menšej miere aj jen, boli ovplyvňované zásahmi zo strany politickej moci. Z teoretického hľadiska ani nemôžu byť všetky meny v tom istom čase „oslabované“ s cieľom podporovania vývozu. Zo samotného princípu menového kurzu ako vzťahu dvoch rôznych mien vyplýva: ak je jedna mena slabšia,

recipročne tá druhá musí byť silnejšia. A teda všetky krajiny v rovnakom čase nemôžu profitovať z výhod exportu;

- v horizonte nasledujúcich 5 rokov zníženie objemu devízových rezerv v americkej mene naakumulovaných najmä čínskou ekonomikou, transformácia národných úspor Číny (vo výške 45 % HDP) na domáce a zahraničné investície (vo forme fyzického či peňažného kapitálu), čo bude viesť nielen k zníženiu prebytku bežného účtu platobnej bilancie, ale aj k rastu a stimulácii domácej spotreby, ktorá sa pozitívne prejaví na životnej úrovni čínskej populácie. Podporovanie domácej spotreby a investícií bude sprevádzať rastúca inflácia, vyššia domáca cenová hladina oproti zahraničnej oslabí konkurencieschopnosť výrobkov na zahraničných trhoch, čo spôsobí zvýšenie dovozu. Zvýšenie dovozu urýchli apreciaciu čínskej meny, ktorá zvýhodní ceny surovín a materiálov dovážaných zo zahraničia a naopak znevýhodní produkciu určenú na export. Pri súčasnom raste cien rozhodujúcich komodít (ropa, pšenica, oceľ, káva...) na svetových trhoch, ktorý je zapríčinený politickou nestabilitou, štrajkami a sociálnymi nepokojmi vo viacerých krajinách či neúrodou, by sa práve „silná“ čínska mena mohla stať pilierom dynamického rozvoja a dôležitou konkurenčnou výhodou pre túto krajinu. Je však nevyhnutné, aby čínska vláda zvolila okrem menovej aj vhodnú fiškálnu politiku;

- k riešeniu hospodárskej krízy by malo prispieť aj rozhodnutie japonskej a čínskej vlády kúpiť v mesiaci január dlhopisy problémových krajín eurozóny ako napríklad Írsko, Španielsko, Grécko či Portugalsko a podporiť tak európsky záchranný fond - EFSF. Japonsko aj Čína plánujú na tieto transakcie použiť svoje dolárové devízové rezervy, Japonsko v celkovom objeme 1,096 bilióna dolárov a Čína vo výške 2,648 bilióna dolárov. Obe krajiny by teda presunuli časť devízových rezerv z amerického doláru do eura a prispeli by k stabilizácii globálneho finančného systému;

- harmonizácia fiškálnej politiky v rámci EÚ, centralizácia rozhodnutí na európskej úrovni (podobne ako v prípade jednotnej menovej politiky) a možné vytvorenie transferovej únie (Connaître les causes..., 2011).

ZÁVER

Štatistické údaje potvrdzujúce dynamické tempá hospodárskeho rastu, vysoká úroveň HDP v absolútnom vyjadrení, zvyšovanie životnej úrovne, saturácia trhov a spotreba materiálnych statkov boli prirodzeným fenoménom vývoja vyspelých ekonomík na prelome a začiatku 21. tisícročia. Celosvetová hospodárska kríza zabrzdila ekonomický rozmach a „boom“, fiškálne stimuly nahradila rozpočtová disciplína a prioritná orientácia na znižovanie podielu verejného dlhu na HDP. Medzi dôsledky hospodárskeho poklesu patria aj prioritizácia potrieb, sociálne nepokoje, nárast kriminality či existenčné problémy marginalizovaných skupín obyvateľstva. Paradoxne správa OSN uvádza, že množstvo potravín, ktoré v období „krízy“ mestský človek v Európe a v USA vyhodí do odpadkov, by postačili na zabezpečenie výživy ľuďom žijúcim v chudobných krajinách Afriky a Ázie.

„Snáď žiadna generácia nebohatla tak prudko a rýchlo ako tá naša. Ako je známe, peniaze „cestujú“ v čase. Môžeme si požičiavať z budúcnosti alebo naopak užívať si peniaze naštreté v minulosti. Avšak vždy si požičiavame len sami od seba. Môže to vyzeráť, že si požičiavame od banky alebo od kamaráta, ale v skutočnosti si človek vypožičiava len od svojej vlastnej budúcnosti. Jednoducho preskupujeme svoju spotrebu v čase tak, ako sa nám to zdá vhodné. Na otázku, kedy sa kríza skončí, je najlepšia odpoveď: až ju zaplatíme! Až zaplatíme to, ako sme sa počas jej priebehu zadĺžili...“ (Sedláček, 2011).

ZOZNAM SKRATIEK

CB	–	Centrálna banka
DPH	–	Daň z pridanej hodnoty
DRO	–	Dlhodobejšie refinančné operácie
ECB	–	Európska centrálna banka
EFSF	–	Európsky fond finančnej stability
ES	–	Európske spoločenstvo
EÚ	–	Európska únia
FED	–	Federálny rezervný systém
HDP	–	Hrubý domáci produkt
HRO	–	Hlavné refinančné operácie
MMF	–	Medzinárodný menový fond
NCB	–	Národná centrálna banka
OSN	–	Organizácia spojených národov
USA	–	Spojené štáty americké

ZOZNAM BIBLIOGRAFICKÝCH ODKAZOV

1. BERNANKE, B. 2010. La Fed peut-elle sauver la croissance américaine? [online]. [cit. 2011-02-03]. Dostupné na internete: <<http://lecercle.lesechos.fr>>
2. La crise de la dette publique grecque de 2010 et ses conséquences. 2011. [online]. [cit. 2011-02-05]. Dostupné na internete: <<http://fr.wikipedia.org>>
3. DOMINIQUE, D. 2010. L' argent chinois et la dette publique de la zone euro. [online]. [cit. 2011-02-05]. Dostupné na internete: <<http://lecercle.lesechos.fr>>
4. DOMINIQUE, D. 2011. Connaître les causes de la crise pour la combattre. [online]. [cit. 2011-02-07]. Dostupné na internete: <<http://lecercle.lesechos.fr>>
5. FELDSTEIN, M. 2011. La Chine change de cap économique. 2010. [online]. [cit. 2011-02-04]. Dostupné na internete: <<http://lecercle.lesechos.fr>>
6. FRANK, R., BERNANKE, B. 2005. Ekonomie. Praha : Grada Publishing, a.s., 2005. 803 s. ISBN 80-247-0471-4.
7. HOLMAN, R. 2004. Makroekonomie. Středně pokročilý kurz. Praha : Nakladatelství C. H. Beck, 2004. 424 s. ISBN 80-7179-764-2.
8. HOLMAN, R. 2007. Mikroekonomie. Středně pokročilý kurz. Praha : Nakladatelství C. H. Beck, 2007. 592 s. ISBN 978-80-7179-862-0.
9. Mesačný bulletin marec 2011. 2011. [online]. [cit. 2011-03-11]. Dostupné na internete: <<http://www.nbs.sk>>
10. Nástroje menovej politiky. 2011. [online]. [cit. 2011-02-02]. Dostupné na internete: <<http://www.nbs.sk>>
11. SAMUELSON, PAUL A., NORDHAUS, WILLIAM D. 1992. Ekonómia I. Bratislava : Medzinárodná účastiná spoločnosť BRADLO, 1992. 419 s. ISBN 80-7127-030-X.
12. SEDLÁČEK, T. 2011. Jízda na hraně aneb Jak si bereme, co není naše. [online]. [cit. 2011-02-05]. Dostupné na internete: <<http://moje.hnonline.sk/node/4421>>
13. SOROS, G. 2011. Krize v eurozóně by mohla rozdělit Evropu. 2011. [online]. [cit. 2011-01-27]. Dostupné na internete: <<https://www.patria.cz>>
14. Správa o menovom vývoji v SR za rok 2008 a 2009. 2011. [online]. [cit. 2011-02-03]. Dostupné na internete: <<http://www.nbs.sk>>
15. STAPLETON, S. 2010. Les États-Unis vont faire chauffer la planche à billets. [online]. [cit. 2011-02-04]. Dostupné na internete: <<http://lexpansion.com>>

16. STIGLITZ, J. 2010. L' euro peut-il être sauvé? [online]. [cit. 2011-02-07]. Dostupné na internete: <<http://lecercle.lesechos.fr>>
17. URAMOVÁ, M., PITEKOVÁ, J., PALA, J. Makroekonómia II. Banská Bystrica : Ekonómia, občianske združenie, 2009. [s.n.].

ZOZNAM PRÍLOH

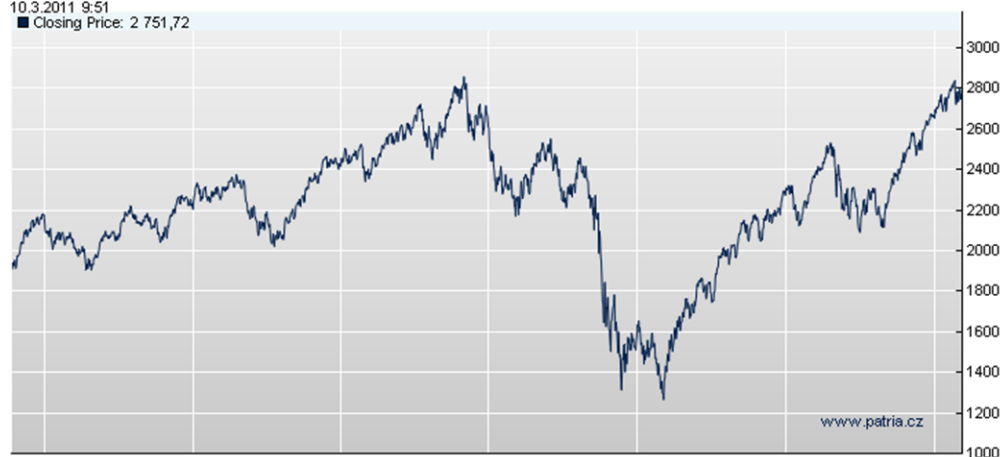
1. Nasdaq / porovnanie s Amsterdam exchanges index
2. Nasdaq / porovnanie s Dow Jones industrial
3. Nasdaq / porovnanie s Nikkei 225
4. Dow Jones industrial / porovnanie s Amsterdam exchanges index
5. Dow Jones industrial / porovnanie s Nasdaq
6. Dow Jones industrial / porovnanie s Nikkei 225

1. Nasdaq / porovnanie s Amsterdam exchanges index

Titul - NASDAQ Composite Index

10.3.2011 9:51

■ Closing Price: 2 751,72



■ NASDAQ Composite Index: 44,52 ■ Amsterdam Exchanges Index: 10,28

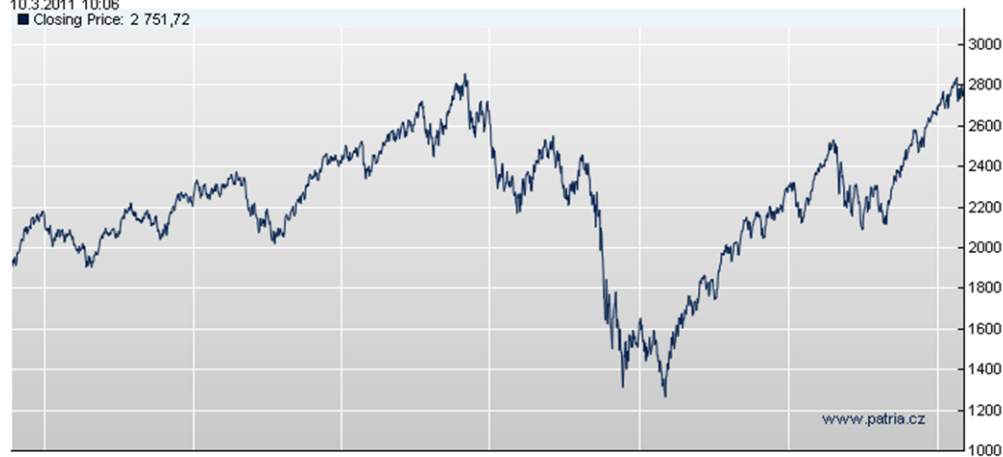


2. Nasdaq / porovnanie s Dow Jones industrial

Titul - NASDAQ Composite Index

10.3.2011 10:06

■ Closing Price: 2 751,72



■ NASDAQ Composite Index: 44,52 ■ Dow Jones Industrial Average Index: 19,22

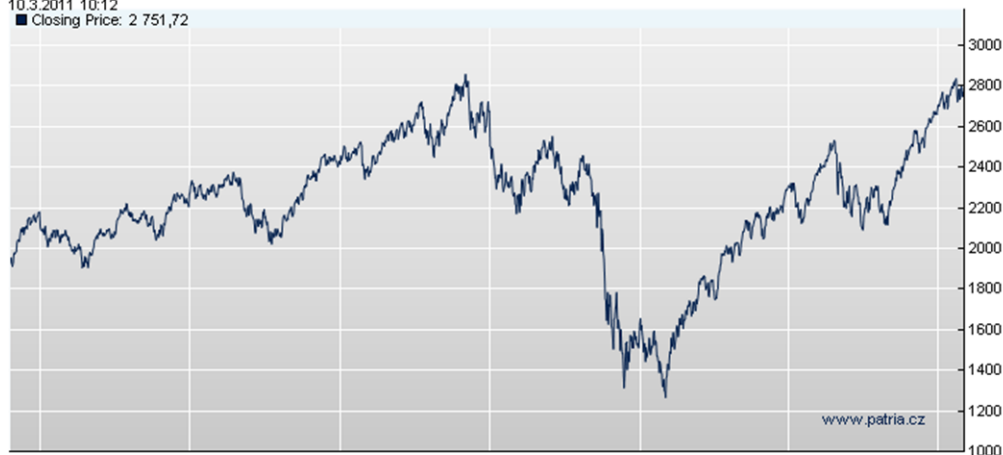


3. Nasdaq / porovnanie s Nikkei 225

Titul - NASDAQ Composite Index

10.3.2011 10:12

■ Closing Price: 2 751,72



■ NASDAQ Composite Index: 44,52 ■ Nikkei 225 Index: -4,94

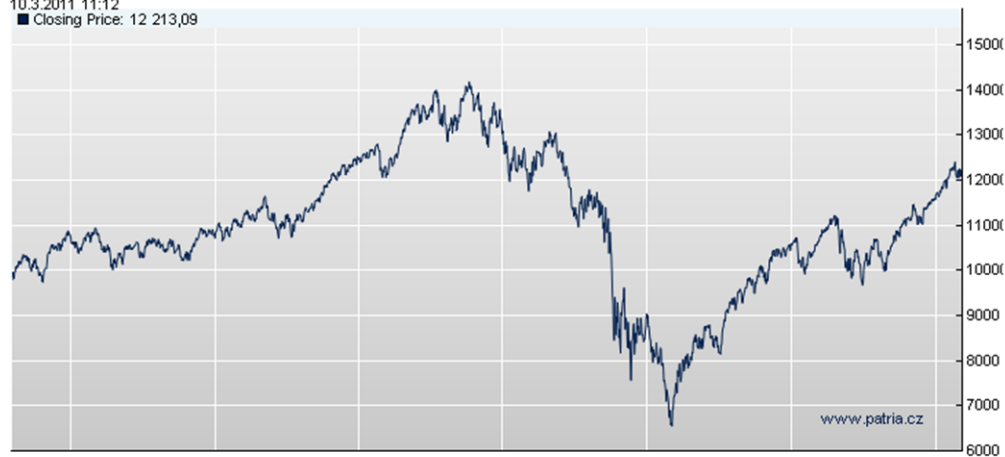


4. Dow Jones industrial / porovnanie s Amsterdam exchanges index

Titul - Dow Jones Industrial Average Index

10.3.2011 11:12

■ Closing Price: 12 213,09



■ Dow Jones Industrial Average Index: 19,29 ■ Amsterdam Exchanges Index: 9,81

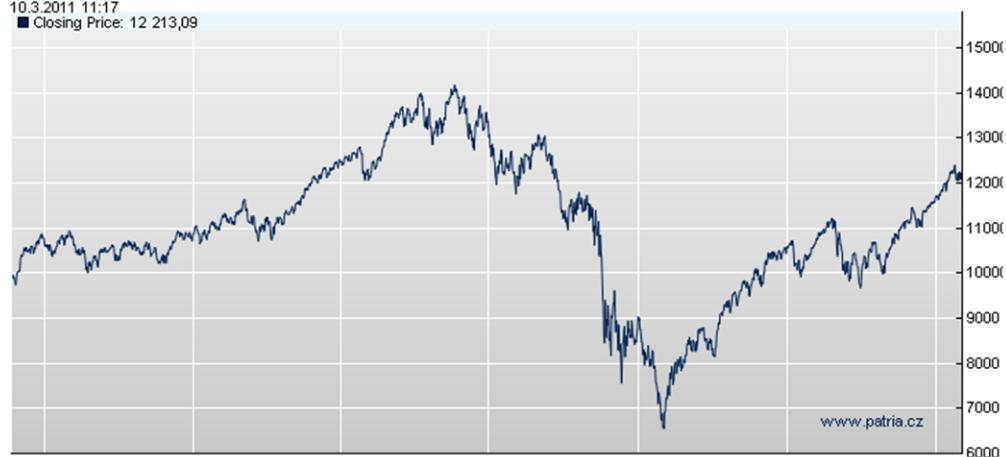


5. Dow Jones industrial / porovnanie s Nasdaq

Titul - Dow Jones Industrial Average Index

10.3.2011 11:17

■ Closing Price: 12 213,09



6. Dow Jones industrial / porovnanie s Nikkei 225

Titul - Dow Jones Industrial Average Index

10.3.2011 11:19

■ Closing Price: 12 213,09

