

Eva Muchová
Marek Kálovec

FINANČNÉ A HOSPODÁRSKE KRÍZY VO SVETLE EKONOMICKEJ TEÓRIE ¹

Abstract: *The paper is dedicated to current issues of financial and economic crises. In the first part the main approaches to crisis in different economic thoughts are presented – classical economics, Keynesianism, the Austrian School of Economics, monetarism and a typology of financial crises – general model of crisis, currency crisis, banking crisis, contagion and debt crisis as well. In the next chapter fundamental factors causing the crisis – bubbles on credit and assets market (Austrian School, Schumpeter), changes in consumer behaviour (Rothbard), asymmetric information (Mishkin) and vulnerability, awareness and fear (Dornbusch) are analyzed. Crises used to spread to other countries caused by different transmission mechanisms. This issue is analyzed in the fourth section. In the last part of the paper theoretical approaches to current financial crisis are introduced. Global crisis has created a room for economic theory and economic reality confrontation, and moreover it allows verifying fundamental paradigms of current macroeconomic theory.*

Keywords: *financial crisis, currency crisis, banking crisis, contagion crisis, debt crisis, effective markets, capitalism, moral hazard, adverse selection, fundamental factors of crisis, global financial system, regulation, deregulation*

JEL: B, E 32, F 34, G 01

Úvod

Súčasná situácia vo svetovej ekonomike, ktorej prejavy pociťujeme od roku 2008, možno vytvára mnoho otázok prečo ekonomická veda neupozorňovala na blížiaci sa problém na realitnom trhu v USA a z toho vyplývajúce konzekvencie pre globálny finančný systém. Nie je však celkom pravdou tvrdenie, že predstavitelia ekonomickej vedy neupozorňovali na hroziace nebezpečenstvo vypuknutia globálnej finančnej krízy. Treba pripomenúť, že v roku 2005 profesor financií Raghuram Rajan upozornil na stretnutí najvýznamnejších ekonómov a politikov v Jackson Hole

¹ Tento príspevok vznikol s podporou grantovej agentúry VEGA v rámci projektov č.1/0440/10 a č.1/0761/12 Alternatívne prístupy k meraniu sociálno-ekonomického rozvoja (v kontexte Stratégie 2020 a ponaučení z globálnej finančnej krízy).

vo Wyomingu, že spôsob, akým sú bankári a obchodníci odmeňovaní, podnecuje nadmerné riziko, ktoré sú ochotní podstúpiť, a zvyšuje pomer dlhov k vlastnému kapitálu (leverage), čím sa globálny finančný systém stáva zraniteľný a náchylnejší k hlbokoj kríze. Nouriel Roubini už v roku 2006 vo svojej prednáške pred MMF vyjadril obavu o smerovaní ekonomiky USA k extrémnej realitnej bubline, k poklesu spotrebiteľskej dôvery a k nevyhnutnej hlbokoj recesii. Ako konzekvenciu uvedených tendencií predpokladal otras globálneho finančného systému. Ďalším ekonómom upozorňujúcim na problémy vo svetovej ekonomike bol profesor Robert Shiller z Yale University, ktorý ako prvý vystríhal pred bublinou na trhu aktív [33]. Podľa Shillera kapitalizmus nie je samoregulačným systémom, ktorý hladko funguje bez jediného prerušenia, ale je to systém náchylný k iracionálnej neviazanosti a k nepodstatnému pesimizmu, t. j. mimoriadne nestabilný systém.

Treba povedať, že všetky tieto názory a upozornenia predstavitelia hlavného prúdu ekonómie a hospodárskopolitickej sféry ignorovali. Prejavovala sa nepochopiteľná dôvera v stabilitu a samoregulačnú schopnosť trhov a v schopnosť trhového mechanizmu udržiavať kapitalistický systém blízko rovnováhy. Ako jednotlivé smery ekonomickej teórie vnímajú pojem kríza, jej vznik, príčiny, typológiu a transmisné mechanizmy, bude predmetom tohto príspevku.

1 Kríza v ekonomickej teórii – stručný historický exkurz

Ekonómia kríz by sa mala zaoberať tým, ako a prečo trhy zlyhávajú. Väčšina predstaviteľov hlavného prúdu ekonómie sa, naopak, zamerala na dokazovanie toho, ako a prečo trhy (efektívne) fungujú. Tento ich postoj má korene v diele Adama Smitha *Bohatstvo národov*, na ktoré neskôr nadviazala neoklasická ekonómia a významný smer v 20. storočí, neorakúska ekonomická škola.

Princípy homo economicus a racionálne správanie sa subjektov trhu boli jedným z nosných pilierov neoklasickej ekonomickej školy, ktorá vznikla koncom 19. storočia. Na jednu z jej vetiev (rakúsku školu) neskôr nadviazali predstavitelia neorakúskej školy, ktorí naďalej uvažovali s racionálnym správaním sa trhových subjektov, resp. samoregulujúcimi sa trhmi, a na tomto základe vybudovali teóriu hospodárskych cyklov. V rámci nej sa neorakúska škola nemohla vyhnúť skúmaniu problematiky kríz, hľadaniu podstaty ich vzniku a efektívnych riešení. Vysvetľujúcou príčinou kríz sú podľa nich bubliny na úverovom trhu alebo trhu aktív, čo sa v zásade zhoduje so všeobecným presvedčením o spúšťacom mechanizme finančných kríz. Rozdiel oproti iným školám je v predpoklade efektívne fungujúceho kapitalistického systému a trhu, ktoré samé osebe nie sú podľa neorakúskej školy príčinou kríz. Príčinami kríz sú vládne intervencie v menovej a fiškálnej oblasti, ktoré neustále ovplyvňujú činnosť ekonomickeho systému.

Jeden z hlavných predstaviteľov neorakúskej školy Friedrich August von Hayek vychádza z rozpracovanej teórie hospodárskeho cyklu, kde vidí ako hlavnú príčinu vzniku kríz nerovnováhu v ekonomike vyvolanú dlhodobými a udržiavanými zmenami v monetárnej politike. Ak raz monetárne opatrenia priniesli rozvoj ekonomickeho

systému, známy ako boom, do pohybu sa zároveň dali patričné sily, ktoré zabezpečia, že skôr či neskôr, keď sa monetárne opatrenie vyčerpá, musí sa objaviť kríza ([13], s. 126-127).

Ako je všeobecne známe, rakúska škola a jej nasledovníci nie sú zástancami regulácie. Príliš veľa zásahov je podľa nich príčinou kríz a rozšírenie regulácie do ďalších oblastí budúcej krízy len zhorší. Dôvodom je morálny hazard, ktorý vytvára vláda a centrálna banka ako veritelia poslednej inštalácie. Banky a korporácie sú tak nepriamo motivované k podstupovaniu vyššieho rizika a k snahe o rast a expanziu do úrovne, keď je na nich možné použiť pravidlo „too big to fail“ [29].

Na predpoklady neoklasickej ekonómie a neorakúskej školy následne nadväzovali ďalšie smery, predovšetkým to bol monetarizmus a nová klasická makroekonómia. Princíp efektívne fungujúcich trhov a samoregulačného mechanizmu bol pritom prítomný v každom z týchto prístupov.

Od Veľkej hospodárskej krízy v 30. rokoch 20. storočia sa do popredia v ekonomickej vede – a neskôr aj v hospodárskej praxi – dostáva smer, ktorý vo svojich predpokladoch odmieta dokonale fungujúci trh a pripúšťa jeho zlyhanie.

Jedným z najvýznamnejších ekonómov, ktorí zastávali tento prúd v ekonomickom myslení a poukázali na nestabilitu kapitalistického systému, bol John Maynard Keynes. V 30. rokoch minulého storočia boli ekonómovia presvedčení, že ekonomika je schopná samoregulácie a plná zamestnanosť je prirodzeným javom, to znamená, pri zvýšení miezd dôjde nevyhnutne ku kontrakcii v ekonomike, vzrastie nezamestnanosť, čo vyvolá postupný pokles miezd. S poklesom miezd vzrastá záujem podnikateľov o pracovnú silu z dôvodov vyšších ziskov, a to vyvolá prechod k ďalšej fáze cyklu. Keynes pristupoval k uvedenému problému z úplne odlišnej perspektívy. Argumentoval, že trhový systém nie je schopný dosiahnuť plné využívanie ekonomických zdrojov a nevytvára adekvátne podmienky na plnú zamestnanosť. Z tohto dôvodu by mal byť doplnený o vonkajšiu stabilizáciu (v podobe štátnych zásahov), a to formou prerozdelenia dôchodkov, ovplyvňovania sklonu k investíciám a zvyšovaním štátnych investícií. Podľa Keynesa je kríza výsledkom nedostatočného dopytu po investičných statkoch a jej riešením by mala byť dostatočná úroveň domáceho dopytu.

Rovnako ako na neoklasický smer s predpokladmi o dokonalom fungovaní trhov nadviazali ďalšie školy, o hlbšie rozpracovanie Keynesovho odkazu sa zaslúžil Hyman Minsky najmä vo svojom diele *Stabilizing an Unstable Economy*. Podľa Minského kapitalistický trhový systém je vnútorne hlboko nestabilný a sily, ktoré vyvolali Veľkú hospodársku krízu, sú rovnaké ako tie, ktoré vyvolali nestabilitu v ekonomikách po druhej svetovej vojne. Ako dôvody nestability označuje investície, ich financovanie a inštitucionálne usporiadanie. Minsky navrhoval zabudovať do teórie efektívneho dopytu finančné vzťahy a inštitúcie, pretože ovplyvňujú ekonomiku v čase. Každá ekonomika má svoju finančnú minulosť (v podobe dnes splatných záväzkov) a svoju finančnú budúcnosť (vo forme v súčasnosti vznikajúcich dlhov). Za veľmi dôležitý označil vzťah medzi tokmi príjmov a úhradou splatných záväzkov. Vývoj ekonomiky je ovplyvňovaný typom financovania, ktorý preferujú eko-

nomické subjekty v ekonomike, práve špekulatívne a ultrašpekulatívne financovanie môžu viesť ku vzniku finančných kríz. Pri špekulatívnom financovaní firmy v určitom období predpokladajú nevyhnutné krytie splatných záväzkov pomocou nových krátkodobých pôžičiek. Ultrašpekulatívne financovanie znamená, že ekonomické subjekty svojimi príjmami nepokryjú ani úrokovú mieru, ani istinu, a preto sa považuje za najnestabilnejšie [22].

Od 70. rokov 20. storočia patrila hypotéza efektívneho trhu medzi všeobecne uznané teórie a existovalo málo ekonómov, ktorí ju spochybňovali. Robert Shiller začiatkom 80. rokov prezentoval výskum, v ktorom ceny akcií prejavovali oveľa vyššiu volatilitu ako pripúšťala teória efektívnych trhov. Neskôr Shiller aj s ďalšími kritikmi poukázali na fakt, že ceny aktív sa len zriedka nachádzajú v stave rovnováhy, zvyčajne veľmi prudko fluktuujú. Povahu týchto pohybov nie je možné označiť za racionálne, ale prejavujú skôr iracionálny a impulzívny charakter. Na základe svojich výskumov Shiller tvrdil, že kapitalizmus nie je samoregulujúci systém, ktorý funguje bez výrazných výkyvov, ale je to systém so sklonom k iracionálnej neviazanosti a k neodôvodnenému pesimizmu. Ide teda skôr o systém extrémne nestabilný [1]. Toto poznanie nebolo úplne nové, možno poukázať na mnoho ekonómov, ktorí vnímali túto nestabilitu. John Stuart Mill bol jedným z prvých ekonómov, ktorý sa vo svojom diele Princípy politickej ekonomie (1848) pokúsil zovšeobecniť príčiny, vzostupy a poklesy vo vývoji ekonomík [29].

2 Typológia finančných kríz

Každá z kríz, ktorá zasiahla svetovú ekonomiku na globálnej alebo regionálnej úrovni, bola odlišná, mala osobitné prvky a vyznačovala sa špecifickými črtami, ktoré ju charakterizovali [43]. Ekonomická teória definuje *finančnú krízu* ako prudké, okamžité, ultracycklické zhoršenie všetkých alebo veľkej väčšiny finančných indikátorov, t. j. krátkodobej úrokovej sadzby, ceny aktív (akcie, nehnuteľnosti, pôda), insolventnosti firiem a úpadky finančných inštitúcií.

Frederic Mishkin charakterizuje finančnú krízu ako rozvrat finančných trhov, na ktorých morálny hazard a adverzný výber ešte zhoršujú situáciu, takže finančné trhy sa stávajú neschopné efektívne alokovať prostriedky vo vzťahu k najproduktívnejším investičným možnostiam. Dôsledkom finančnej krízy je nerovnovážny stav v ekonomike [23]. Medzinárodný menový fond (MMF) pokladá systémovú finančnú krízu za potenciálne ťažký rozpad finančných trhov, ktorý pri zhoršení schopnosti trhov efektívne fungovať, bude mať významné nepriaznivé efekty aj na reálnu ekonomiku.

H. Minsky a C. P. Kindleberger tvrdia, že možno zdefinovať *všeobecný model krízy*. Nepovažujú za nevyhnutné rozlišovať čiastkové krízy, t. j., či ide o priemyselnú, monetárnu, bankovú, fiškálnu, finančnú krízu atď. [17] Sú presvedčení, že existuje štandardný model krízy, v ktorom investori vstupujú na trh aktív s presvedčením, že z rastúcich cien budú neustále získavať úžitky. Ak však nastane situácia, že ceny začnú stabilizovať alebo dokonca znižovať, dochádza k hromadnému odlevu inves-

torov. V prípade, že dôjde k zrúteniu cien, destabilizuje to celú ekonomiku.

Iný názor prezentuje P. Krugman, ktorý obhajuje rozlišovanie kríz. Spôsob, akým krízy prebiehajú, závisí od aktérov na trhu, a tí sú rôzni na rôznych trhoch (na devízovom trhu, na akciovom trhu a pri kríze platobnej bilancie). Krugman rozlišuje dva typy medzinárodných finančných kríz ([18], s. 88).

Prvým typom je *menová kríza*, ktorá je založená na strate dôvery voči mene postihnutej krajiny, čo následne vyvolá kapitálový únik. Menové krízy sú preto spravádzané presunmi kapitálu a spravidla aj špekulatívnymi útokmi na menu. Hoci tento typ krízy vzniká na medzinárodných finančných trhoch, nemusí mať medzinárodný rozmer (napr. niekoľko krajín sa môže dostať do menovej krízy v rovnakom čase, ďalšie krajiny sa môžu nachádzať v období finančnej a makroekonomickej stability).

Druhý typ kríz vychádza zo straty dôvery v reálne aktíva. P. Krugman ich nazýva *nákazovo sa šíriace krízy* (contagioncrisis), ktorých dosah sa neobmedzuje len na niektoré krajiny. Z ich charakteristiky vyplýva, že ide o situáciu, keď medzinárodná dimenzia podstatne zhoršuje krízu spôsobom, ktorý by sa neobjavil v uzatvorenej ekonomike ([43], s. 4). Z makroekonomickeho hľadiska sú tieto krízy odlišné. Menové krízy spravidla vedú k nárastu cenovej hladiny, ktorá sa predpokladá v prípade financovania dlhu centrálnou bankou a následnými špekulatívnymi atakmi na devízovom trhu. Nákazové krízy majú za následok, naopak, defláciu, ktorá sa s rozvojom a integráciou medzinárodných finančných trhov prejavuje v čoraz širšom rozsahu [46].

Nákazovo sa šíriacimi krízami sa zaoberala aj Svetová banka, ktorá vymedzila niekoľko stupňov týchto kríz, resp. nákazy či už v pozitívnom alebo negatívnom zmysle slova. Zo širšieho hľadiska banka definuje nákazu ako medzinárodné prelievanie šokov alebo všeobecne medzinárodné efekty prelievania. Efekty prelievania však môžu mať pozitívnu alebo negatívnu podobu [50], preto samotný pojem nákaza (contagion) nemusíme spájať len s krízou. Nákazovú krízu definujú aj Forbes a Rigobon [12]. Podľa nich ide o významný nárast medzitrhových väzieb po šoku do inej krajiny alebo skupiny krajín, a Summers [43], podľa ktorého ide o šoky, ktoré simultánne postihnú krajiny exportujúce komodity.

Užšie vymedzenie nákazy je definované podľa Svetovej banky ako prelievanie šokov do iných krajín alebo vzťah krajín, ktorý šírkou presahuje štandardné vzťahy a bežné šoky medzi nimi.

Možno prezentovať niekoľko typov nákaz medzi ekonomikami. Prvý vzniká vtedy ak, sú dve ekonomiky prepojené medzinárodným finančným systémom. Typickým príkladom je situácia, keď je finančná inštitúcia využívajúca pákový efekt vyzvaná na dodatočnú úhradu záväzkov. Keď hodnota jej zábezpeky padá dôsledkom negatívneho šoku v ekonomike, inštitúcia musí zvýšiť svoje rezervy. Predáva preto aktíva, ktoré drží v krajinách, ktoré ešte neboli postihnuté prvotným šokom. Nákaza sa tak týmto mechanizmom prelieva do ďalších ekonomík.

Druhý typ nákazových kríz vychádza z reálnych vzťahov, ktoré predstavujú fundamentálne hospodárske vzťahy medzi ekonomikami. Tieto prepojenia sú zvyčajne spájané s medzinárodným obchodom. Zahraničný obchod totiž umožňuje šírenie

negatívnych tendencií vyplývajúcich zo zmien dopytu, ako aj zo zmien relatívnych cien [43]. Pri samotnej nákaze nemusia krajiny medzi sebou obchodovať, stačí, ak sú konkurentmi na rovnakých zahraničných trhoch. Pokles výmenného kurzu jednej krajiny vplýva na konkurenčnú výhodu druhej ekonomiky. Iným typom reálnych vzťahov môžu byť priame zahraničné investície v rámci krajín.

Tretí typ je založený na politických vzťahoch, ktoré zahŕňajú politické náklady devalvácie meny. Ak krajina patrí do klubu viacerých krajín s úpravou menových kurzov, politické náklady devalvácie domácej meny môžu byť oveľa nižšie, ak ostatné krajiny rovnako devalvujú svoje meny. Krízy preto majú tendenciu byť skupinové. Kríza v jednej krajine je nasledovaná krízou v inej [46].

Ak žiadna z nákaz nespadá do vyššie špecifikovaných typov, Svetová banka takúto náказu definuje ako racionálny, resp. iracionálny stádový efekt. *Stádový efekt* súvisí s asymetriou informácií. Získavanie informácií predstavuje isté náklady, niektorí investori preto odhadujú budúci vývoj a ceny na základe reakcií zvyšku trhu. Neinformovaní investori nasledujú predpokladane informovaných. Okrem toho, investori prehodnocujú svoje investície v zahraničí v prípadoch medzinárodných kríz. Tento typ reakcií vedie k stádovému efektu, panikám a k „investičným horúčkam“ [46]. To vysvetľuje situácie, keď investori rýchle opúšťajú rozvíjajúce sa trhy bez podrobnej analýzy fundamentov jednotlivých ekonomík. Existuje ešte jeden faktor, ktorý je pre náказu a vznik medzinárodnej finančnej krízy dôležitý – *externality reputácie* [43]. Kríza v jednej krajine môže ovplyvniť vnímanie ekonomických podmienok v podobných ekonomikách. Kolaps finančných inštitúcií v postihnutom štáte investori môžu preto vnímať ako predzvesť problémov, ktoré čakajú všetky porovnateľné krajiny.

Veľmi častým typom finančných kríz sú *bankové krízy*. Eichengreen a Rose [10] definujú bankovú krízu ako situáciu, keď skutočné alebo potenciálne pády a kolapsy bánk vyvolávajú pozastavenie vnútornej konvertibility záväzkov, alebo ktoré nútia vládu intervenovať v bankovom systéme širokou finančnou podporou. Demirgüç-Kunt a Detragiache charakterizujú bankovú krízu ako stav, keď straty z úverov prevyšujú povinné a dobrovoľné rezervy bánk, ako aj iné aktíva, a inštitúcia sa stáva insolventnou. Keď podstatnú časť bankového sektora postihne podobný scenár a straty z pôžičiek prevyšujú rezervy bánk, dochádza k systémovej kríze [7].

Ďalším typom finančných kríz je *dlhová kríza*. Teoretické prístupy sa líšia v chápaní dlhovej krízy. Väčšinou sa na ňu pozerá cez optiku platenia úrokov a istiny a reštrukturalizáciu dlhu v prípade bližšie špecifikovaných problémov. Ako uvádzajú Pescatori a Sy, ekonomická literatúra doteraz venovala len málo pozornosti definíciám dlhových kríz v zmysle pôžičiek v zahraničnej mene a namiesto toho skôr predpokladala, že závažný jav v systéme štátnych aktív je štátny default. Výsledkom toho je, že väčšina prác sa zamerala na determinanty rizika defaultu [25]. Definícia, s ktorou sa stretli autori článku, vymedzuje dlhovú krízu pravdepodobne najkomplexnejšie. Ide o situáciu, keď dochádza k štátnemu defaultu alebo o stav, keď je na sekundárnom trhu s cennými papiermi hodnota bondov vyššia ako trhovú kritická hranica [25]. Dlhovú krízu rozpracoval aj Medzinárodný menový fond, ktorý ju

kategorizuje do štyroch skupín – dlhové krízy ako štátny bankrot, dlhové krízy ako záväzky, dlhové krízy ako pôžičky od MMF a dlhové krízy ako mizéria.

Zaujímavý pohľad z hľadiska typológie priniesli monetaristi. Podľa nich totiž nie každá kríza je finančnou krízou. Je potrebné rozlišovať finančnú a tzv. pseudokrízu [37]. Finančná kríza je akcelerovaná strachom z toho, že peniaze budú nedostatkom. V labilnom bankovom systéme to vedie k úniku k silným peniazom. Prejavuje sa to najmä útokmi na banky a výberom vkladov. Reakciou bánk je nevyhnutne kontrakcia úverov, odmietanie predĺženia existujúcich pôžičiek alebo predaj aktív. Avšak fenomény, ako pokles cien aktív, nehnuteľností, komodít, depreciačia domácich mien, finančná nestabilita veľkých nefinančných inštitúcií, municipalít, finančného sektora alebo dlhov v zahraničnej mene – sú pseudofinančnými krízami ([37], s. 272). Ako ďalej uvádza Schwartz, skutočná kríza sa objavuje len v prípadoch, ak neexistujú inštitúcie a authority, ktoré majú predchádzať vzniku kríz, nemajú s takýmto vývojom skúsenosti. Navyše, na trhu existujú pochybnosti, či prijímané preventívne opatrenia budú vôbec účinné.

Bordo [2] charakterizoval krízu ako epizódy nestálosti finančného trhu ovplyvnené významnými problémami nedostatku likvidity a insolventnosti medzi subjektmi finančného trhu a/alebo oficiálnou intervenciou zvládnuť jej dosah ([2], s. 55). Zároveň krízy člení na *finančné krízy*, ktoré sú silnejšie v prípadoch, keď vedú alebo sú sprevádzané menovými krízami (špekulatívny útok na fixovaný menový kurz) a dlhovými krízami (štátny bankrot). Druhým typom sú *medzinárodné finančné krízy*, vo svojej podstate bankové krízy, často sprevádzané menovými krízami alebo dlhovými krízami (alebo oboma z nich), ktoré sa vyskytujú vo viacerých krajinách. Zahŕňajú tak rozvinuté, ako aj rozvíjajúce sa krajiny [3].

Ďalší autori rozlišujú krízy finančné, menové a bankové (Feldstein, [11]), Radelet a Sachs ([30], s. 4-6) finančnú krízu dokonca členia na 5 typov: kríza vyvolaná makroekonomickou politikou, finančná panika, prasknutie špekulačnej bubliny, kríza morálneho hazardu a prehnaté pôžičky.

3 Faktory vedúce k finančnej kríze

Názory na príčiny kríz sa rôznia minimálne v takej miere, v akej sa rôznia jej definície. Kríze a depresii sa ako súčasť ekonomického cyklu venoval už Schumpeter [35]. Podľa tohto autora vznik depresie závisí od náhodných udalostí, ako je mentalita a charakter podnikateľských subjektov a verejnosti, morálky, spôsobov, akými sa zdroje využívajú v prospech spoločnosti, schopnosti verejnosti formovať si vlastný názor, stupňa, do ktorého je možné dôverovať úrovni prosperity a možnostiam monetárneho riadenia atď. ([35], s. 156) Schumpeter [46] nepovažuje krízu za niečo nezdravé a nežiaduce. Je to stav, v ktorom množstvo slabých a neefektívnych firiem krachuje, a silné, schopné sa prispôsobiť, ostávajú. Je to proces *kreatívnej deštrukcie* ([46], s. 90). Štandardom v zdravej ekonomike je podľa neho dynamická nerovnováha, pričom zmena je normálny a bežný jav. Cyklické výkyvy v kapitalistickej spoločnosti súvisia s nerovnomerným rozložením inovácií v čase.

Zhluk inovácií vyvoláva ekonomický rozmach, a naopak, vyčerpanie potenciálu inovačnej vlny súvisí s recesiou. Teória inovácií vyúsťuje do ďalšieho vývojového štádia kapitalizmu, ktorým je evolučná koncepcia samolikvidácie kapitalistického systému. Kapitalistický systém deštruuje základy svojej existencie a evolučnou cestou smeruje k úplnej samolikvidácii. Tento proces vyplýva z dvoch koncepcií, a to: dezintegrácie kapitalizmu (postupný prenos podnikateľskej funkcie na kolektívne orgány) a dematerializácie kapitalistického vlastníctva (vlastníctvo je zbavené svojho reálneho obsahu napríklad premenou individuálneho súkromného vlastníctva na podielové vlastníctvo vo forme držby cenných papierov). Vo svojom diele *Kapitalizmus, socializmus a demokracia* Schumpeter tvrdí, že kapitalizmus vytvára kritický rámec myslenia, ktorý potom, čo zničil morálnu autoritu mnohých iných inštitúcií, obracia sa sám proti sebe ([45], s.185).

Predstavitelia neorakúskej školy zastávali podobný prístup ako Schumpeter. V rámci skúmania hospodárskych cyklov sa problematike kríz nemohli vyhnúť. Ich príčinou sú podľa nich bubliny na úverovom trhu alebo trhu aktív. Rozdiel oproti iným školám je v ich presvedčení, že trh a kapitalizmus nie sú samotnou príčinou kríz. Sú ňou, naopak, vládne intervencie v menovej a fiškálnej oblasti, ktoré jeho činnosť neustále ovplyvňujú.

Rothbard v diele *Veľká hospodárska kríza* vyjadruje názor, že kríza prichádza vtedy, keď ľudia prehodnocujú svoju spotrebu. Depresia je tak v podstate ozdravný proces, ktorým sa ekonomika prispôsobuje plytvaniu a chybám expanzie a obnovuje efektívny servis slúžiaci potrebám spotrebiteľov. Proces prispôsobovania pozostáva z prudkej likvidácie neefektívnych investícií. Koniec depresie ohlasuje návrat do normálu k optimálnej efektívnosti ([27], s. 12).

Caprio a Klingebiel [6] definujú krízu (bankovú) ako prípad, keď krachy bánk alebo ich ochromenie vedú k vyčerpaniu väčšiny alebo všetkého bankového kapitálu. Kaminsky a Reinhart [15] za začiatok bankovej krízy považujú stav, keď dochádza ku horúčkovému výberu vkladov z bánk, čo vedie k ich zatváraniu, spájaniu alebo prevzatiu verejným sektorom jednej alebo viacerých finančných inštitúcií. Ak k výberu vkladov nedochádza, za krízu sa považuje aj zatváranie bánk, ich spájanie alebo finančná podpora vlády pre finančnú inštitúciu, ktorá môže viesť k podobným prípadom v ďalších finančných spoločnostiach ([15], s. 476). Podobný prístup prinášajú aj Calvo a Reinhart [5], podľa ktorých v prostredí krachu bánk (obyčajne veľkých alebo prominentných) majitelia vkladov pod tlakom okolia, zmätení a s nedokonalými informáciami o stave iných bánk, uskutočňujú horúčkovitý výber depozitov z celého bankového systému. Panika vyvoláva krízu likvidity, ktorá šíri problémy do ďalších, spočiatku zdravých bánk. Stádový efekt týmto spôsobom mení základné fundamenty pre širší rámec finančných inštitúcií a kríza sa tak stáva sebanaplňujúcou ([5], s. 5-6).

Mishkin [23] vysvetľuje príčiny, ktoré vedú ku krízam, pomocou asymetrických informácií. Transakcie, ktoré sa realizujú na finančných trhoch, sú podmienené asymetriou informácií. Jedna strana trhu často nedisponuje dostatkom vedomostí o druhej strane trhu na to, aby urobila správne rozhodnutie. Typickým príkladom je dlžník,

ktorý má viac informácií o investičnom zámere, riziku a návratnosti investície ako veriteľ. Asymetrické informácie preto podľa Mishkina [23] vytvárajú problémy na finančnom trhu, a to v dvoch smeroch: pred realizáciou transakcie (adverzný výber) a po jej realizácii (morálny hazard).

Adverzný výber sa na finančnom trhu objavuje vtedy, keď potenciálni dlžníci, u ktorých je najvyššia pravdepodobnosť neželateľného výstupu (vysoké úverové riziko), sú tí, ktorých výber je najpravdepodobnejší. Keďže nesprávny výber s vysokým úverovým rizikom má vyššiu pravdepodobnosť, veritelia sa môžu rozhodnúť neposkytnúť žiadnu pôžičku napriek tomu, že na trhu sú aj investori s primeraným úverovým rizikom [23].

Morálny hazard sa vyskytuje v prípade, ak sa poskytne pôžička a veriteľ sa stáva súčasťou hazardu, pričom hazardom sa rozumejú neželateľné aktivity z pohľadu veriteľa, pretože zvyšujú pravdepodobnosť krachu dlžníka. Morálny hazard tak rastie s prítomnosťou asymetrických informácií v prípade, ak veriteľ stráca prehľad o aktivitách dlžníka. Morálny hazard je aj konanie, keď dlžník podstupuje vyššie riziko, ktoré mu v prípade úspechu prináša zisk, ale pri neúspechu najväčšiu záťaž znáša, naopak, veriteľ. Konflikt záujmov medzi dlžníkmi a veriteľmi vyplývajúci z morálneho hazardu spôsobuje, že viacero veriteľov sa rozhodne radšej neposkytovať pôžičky a tak sa úvery a investície dostávajú pod optimálnu úroveň.

V rámci adverzného výberu a morálneho hazardu Mishkin [23] vymedzil päť faktorov, ktoré vedú k zhoršenej pozícii veriteľov a dlžníkov na finančných trhoch a spôsobujú krízu. Sú to: rast úrokovej miery, prepád na trhu s cennými papiermi, nárast neistoty, bankové paniky a neočakávaný pokles cenovej hladiny.

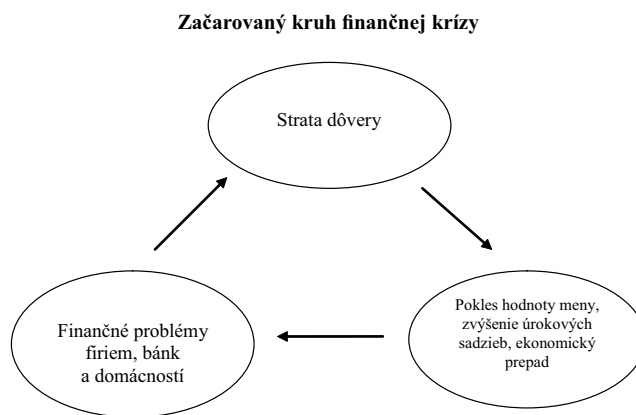
Ďalší významný príspevok do teórie kríz priniesol R. Dornbusch [9]. Definuje tri podstatné prvky, ktoré vplývajú na vznik krízy: zraniteľnosť, informovanosť a strach. *Zraniteľnosť* vzniká v prípade, keď významne rastie úverová expanzia v porovnaní so schopnosťou splácať dlhy. Spúšťáčom krízy sa stáva zníženie schopnosti splácať svoje záväzky, vyššie úrokové sadzby alebo pokles príjmov z dôvodu poklesu cien komodít alebo recesie. Druhým faktorom je *informovanosť*, rozhodujúci element na trhu s cennými papiermi. Tento prvok sa vyskytuje predovšetkým pri prepade trhov a hrá dôležitú úlohu pri rozhodovaní sa, kedy opustiť trh, kedy skrátiť pozície a predať pri čo najvyššej cene na trhu. Posledným faktorom je *strach*. Ten reflektuje fakt, že investori sú ochotní prehodnotiť situáciu na trhu a stiahnuť sa z neho na bezpečnú úroveň aj za cenu vysokých strát. Strach je spôsobený rapidným prepádom cien aktív a zväčšujúcim sa rozdielom medzi nákupnou a predajnou cenou aktív alebo súčasným miznutím trhov ([9], s. 117-118).

4 Transmisné mechanizmy finančných kríz

V nasledujúcej časti sa budeme zaoberať transmisnými mechanizmami nákazovo sa šíriacich kríz, napr. ak finančný rozvrat v jednej krajine spôsobí, že aj iné krajiny sú vtiahnuté do finančnej krízy a nastane celosvetová recesia. P. Krugman predpokladá tri kanály, prostredníctvom ktorých dochádza k rozšíreniu krízy ([18], s.101):

- akciový trh, prostredníctvom ktorého sú krajiny prepojené – prepád akcií na jednom trhu okamžite vyvolá reakcie na iných svetových burzách a nákaza sa presunie do ďalších ekonomík (prepád akcií na WallStreet na jeseň 2008 vs. situácia na burzách v Európe, Ázii atď.);
- vznik recesie v jednej krajine a krach akciového trhu môže prostredníctvom multiplikačného efektu spôsobiť globálnu recesiu (napr. v dôsledku účinku multiplikátora zahraničného obchodu) – cez znížený domáci dopyt po zahraničných tovaroch sa tento stav presunie aj do iných ekonomík (typickým príkladom je pokles zahraničného dopytu predovšetkým v Nemecku a jeho vplyv na slovenský export a následnú recesiu v roku 2009);
- tretí kanál súvisí s monetárnou krízou a rozpadom trhu aktív, pričom dochádza k jej celosvetovému rozšíreniu – tento kanál má dosah aj na ponuku peňazí: ekonomické subjekty začínajú preferovať držbu hotovosti, banky zvyšujú rezervy, peňažný multiplikátor klesá;

Obr. č. 1



Prameň: ([21], s. 82).

Všetky krízy sa začínajú ako problém v určitej krajine; ak nejde o systémový problém, môžu, ale nemusia sa rozšíriť. V literatúre sa nazývajú ako krízy spôsobujúce kontamináciu [31]. Platí téza, že ak nastane závažný problém vo veľkej ekonomike, potom nastávajú problémy aj v malých krajinách. Transmisia krízy nastáva nielen cez dopyt, ale aj cez trh aktív a očakávania.

V zásade sa dá hovoriť o dvoch veľkých skupinách transmisných mechanizmov, prostredníctvom ktorých dochádza k prelievaniu efektov kríz. Prvou sú obchodné alebo reálne vzťahy krajín a druhú tvoria ich finančné väzby [8], [14]. Bordo a Murshid [4] medzi transmisné mechanizmy radia väzby v rámci medzinárodného obchodu, úverové linky jadro-periférne krajiny, arbitráže na trhu s krátkodobým kapitálom, trhy s cennými papiermi a komoditné trhy medzi rozvinutými ekonomikami, presuny zlata, ponuky peňazí a psychologické faktory nezávislé od iných kanálov šírenia sa kríz.

469

Jedným z významných kanálov, ktoré umožňujú transmisiu kríz z miesta ich vzniku do ďalších krajín, sú reálne [34] alebo obchodné [8] vzťahy. Väčšina autorov sa zhoduje, že tieto kanály šírenia hrajú podstatnú rolu pri prelievaní šokov v rámci ekonomík. Eichengreen a Rose [10] konštatujú, že nákazové krízy majú tendenciu šíriť sa medzi krajinami ako funkcia medzinárodných obchodných vzťahov ([10], s. 47). Dôvodom je fakt, že väzby medzi ekonomikami sa v posledných dvoch dekádach významne prehĺbili a medzinárodný obchod vzrástol podstatne viac ako hrubý domáci produkt pre všetky zúčastnené krajiny [8].

Tab. č. 1

Globálne bankové krízy, 1890 - 2008		
Nákaza alebo spoločné základy?		
Obdobie	Zasiahnuté krajiny	Komentár
1890 - 1891	Argentína, Brazília, Čile, Portugalsko, Veľká Británia, USA	Argentína bankrotuje, zažíva masívne výbery vkladov, krach Baring Brothers.
1907 - 1908	Čile, Dánsko, Francúzsko, Taliansko, Japonsko, Mexiko, Švédsko, USA	Pád cien medi na komoditných trhoch znižuje solventnosť trustovej spoločnosti (kvázi banky) v New Yorku.
1914	Argentína, Belgicko, Brazília, Francúzsko, India, Taliansko, Japonsko, Holandsko, Nórsko, Veľká Británia, USA	Vypuknutie druhej svetovej vojny.
1929 - 1931	Rozvinuté krajiny: Belgicko, Fínsko, Francúzsko, Nemecko, Grécko, Taliansko, Portugalsko, Španielsko, Švédsko, USA Rozvíjajúce sa krajiny: Argentína, Brazília, Čína, India, Mexiko	Kolaps cien na komoditnom trhu o 51% v období 1928 - 1931. Reálne úrokové sadzby dosahujú v USA takmer 13%.
1981 - 1982	Rozvíjajúce sa krajiny: Argentína, Čile, Kolumbia, Kongo, Ekvádor, Egypt, Ghana, Mexiko, Filipíny, Turecko a Uruguaj	V období 1979 - 1982 padajú ceny na komoditných trhoch o 40%. Reálne úrokové sadzby v USA dosahujú 6% - najvyššiu úroveň od roku 1933. Začiatkom tejto dekády dochádza k dlhovým krízam v rozvíjajúcich sa krajinách.
1987 - 1988	Mnoho malých, väčšinou slabo rozvinutých krajín; silno zasiahnutá subsaharská Afrika	Dlhové krízy prevažne na konci dekády.
1991 - 1992	Rozvinuté krajiny: Česká republika, Fínsko, Grécko, Japonsko, Švédsko Ďalšie krajiny: Alžírsko, Brazília, Egypt, Gruzínsko, Maďarsko, Poľsko, Rumunsko, Slovensko	Bublina na realitnom a akciovom trhu v severnej Európe a Japonsku praská. Mnoho tranzitívnych ekonomík sa vysporadúva s liberalizáciou a stabilizáciou.

1994 - 1995	Argentína, Bolívia, Brazília, Ekvádor, Mexiko, Paraguaj Ďalšie krajiny: Azerbajdžan, Chorvátsko, Kamerun, Litva, Svazijsko	Mexická "tequila" kríza spôsobuje prvý presun kapitálových tokov do rýchlo sa rozvíjajúcich ekonomík od začiatku 90. rokov.
1997 - 1998	Ázia: Hong Kong, Indonézia, Malajzia, Filipíny, Taiwan, Thajsko, Vietnam Ďalšie krajiny: Kolumbia, Ekvádor, Salvádor, Maurícius, Rusko, Ukrajina	Druhý a posledný presun kapitálových tokov do rýchlo sa rozvíjajúcich krajín.
2007 - súčasnosť	Nemecko, Maďarsko, Island, Írsko, Japonsko, Španielsko, Veľká Británia, USA a ďalšie	Prasknutie bubliny na realitnom trhu v USA a ďalších rozvinutých ekonomikách.

Prameň: ([26], s. 243-244, autori).

5 Súčasná globálna kríza z pohľadu ekonomickej teórie

Podľa Stiglitzu súčasná kríza je dôsledkom neoliberalnej ekonomickej politiky. „Neoliberalný trhový fundamentalizmus bol vždy politickou doktrínou, ktorá slúžila určitým záujmom. Rétorika o voľnom trhu sa uplatňovala výberovo. Kládol sa naň dôraz, keď slúžil určitým záujmom, a nehovorilo sa o ňom, keď to bolo nevhodné. ...Viera v silu neoliberalizmu nebola dôsledná. Dochádzalo k rétorickému oduševneniu pre voľný trh, pričom sa najmä štátna podpora mimoriadne nepriaznivo prejavila vo svojich účinkoch na rozvíjajúce sa krajiny...“ [39]. Súčasná kríza je dôsledkom minimálne ôsmich nezdarov. Medzi ne zaraďuje: 1. Motívy sú choré. Ak banky hazardujú a darí sa im, výnosy im zostávajú, v opačnom prípade, ak sa hazard nepodarí, uhrádza sa z daní. 2. Banky sú príliš previazané. 3. Aj v prípade, ak sú banky malé, môže ich správanie vyvolať systémové riziko, ak sa správajú rovnakým spôsobom prameniácim z rovnakých modelov. 4. Štruktúry vnútri bánk podporujú krátkozraké správanie a podstupovanie prílišného rizika. 5. Banky sa pri posudzovaní rizika nepozerajú na externality, ktoré môžu spôsobiť. 6. Modely, ktoré banky využívali na posudzovanie rizík, sú úplne chybné. 7. Investori vyvíjali na banky obrovský tlak, aby podstupovali nadmerné riziko. 8. Zlyhali regulátory, ktoré mali zabrániť správaniu sa, vyvolávajúcemu systémové riziko [39].

V súvislosti s nástupom globálnej finančnej krízy boli vystavené kritike aj niektoré paradigmy súčasnej makroekonomickej teórie, a to najmä teória racionálnych očakávaní a teória efektívnych trhov. Celá jedna generácia ekonómov hlavného prúdu si osvojila *teóriu, ktorá je chybná vo svojom jadre* [1]. Ide o tvrdenie, že ľudia sú racionálni, t. j. využívajú všetky dostupné informácie a poznajú pravdepodobnosť všetkých budúcich udalostí. Ak sa objavia nové informácie, prehodnocujú pravdepodobnosť udalostí. Každá zmena v správaní sa musí znamenať racionálnu reakciu na ňu. Psychologické dôkazy preukazujú, že ľudia nespĺňajú axiómy racionality.

Ekonomické subjekty pravdepodobnosť budúcich udalostí takmer nikdy nepoznajú. Ekonomické rozhodovanie je preto nejasné, vývoj v budúcnosti sa nejaví ako opakovanie kvantifikovateľnej minulosti. Podobne podlieha kritike teória efektívneho trhu, ktorá predpokladá, že akciové kurzy sú ovplyvňované očakávanými ziskami, dividendami, rizikom a ďalšími kurzotvornými informáciami. Za efektívny je považovaný taký trh, ktorý veľmi rýchle a presne absorbuje nové informácie.

Makroekonomická teória venovala veľa pozornosti modelom, ktoré sa zaoberali nepružnosťou miezd, cien, tržmi práce a nedokonalosťami na trhoch statkov. Na druhej strane absentovala problematika finančných aktív, alebo bola zakomponovaná nedostatočným spôsobom. Dynamicko-stochastické modely všeobecnej rovnováhy (DSGE – dynamic stochastic general equilibrium), ktoré využívali aj mnohé centrálné banky, sa považujú za nepoužiteľné.

Globálna kríza otvorila diskusiu o regulácii a dohľade vo svetovom finančnom systéme. Regulácia so sebou prináša isté náklady, ale jej nedostatok plodí omnoho väčšie. Podľa R. Skidelského by sa malo pristúpiť k reforme bankovníctva v duchu Glass-Steagallovoho zákona. Ten by obnovil oddelenie komerčného a investičného bankovníctva, ktoré bolo odstránené deregulačnými procesmi v 80. a 90. rokoch minulého storočia. [38] Na zníženie špekulatívnych útokov navrhuje P. Krugman zaviesť daň z finančných transakcií [20]².

Nie je prekvapujúce, že sa naplnil Roubiniho scenár, podľa ktorého krízy majú tendenciu v čase mutovať. Kríza na začiatku pramenila z prílišných dlhov a investícií na dlh medzi subjektmi súkromného sektora (domácnosťami, firmami, bankami a finančnými ústavami.) To viedlo k opätovnej zadlženosti verejného sektora, pretože fiškálna stimulácia a socializácia súkromných strát cez programy finančnej sanácie zapríčinili nárast rozpočtových deficitov a objemu verejných dlhov [28]. Ako ďalej uvádza, hospodársko-politická reakcia na poslednú krízu by v duchu rakúskej školy viedla k najhoršiemu. Namiesto ponechania slabých, zadlžených bánk, korporácií a domácností procesu kreatívnej deštrukcie a umožnením prežiť zdravým a silným, vlády záchrannými programami vytvorili svet žijúcich mŕtvol [29]. Riešením kríz by podľa Roubiniho mal byť proces riadenej kreatívnej deštrukcie. Finančné krízy sa podobajú nukleárnej energii: sú nesmierne ničujúce v prípade, že sa celá energia uvoľní naraz, ale oveľa menej ničivé, ak je uvoľnenie energie kontrolované a postupné. Pri finančnej kríze z roku 2008 vlády intervenovali, ale na svete je ešte množstvo „rádioaktívneho materiálu“, s ktorým sa treba podľa neho vysporiadať.

Závažnosť a nevyhnutnosť systémového riešenia krízy si uvedomuje aj Rada pre spravodlivosť a mier pri Svätej stolici, ktorá vydala 25. októbra 2011 do určitej miery prekvapujúce vyhlásenie. Ako jednu z hlavných príčin súčasného krízového vývoja uvádza ekonomický liberalizmus, ktorý odmieta pravidlá a kontrolu, ďalej nefunkčnosť finančných mechanizmov a neschopnosť MMF stabilizovať svetové financie. V dokumente sa navrhuje vytvorenie nadnárodnej inštitúcie pre riešenie

² Toto opatrenie je založené na myšlienke J. Tobina zo 70. rokov, ktorý preto navrhoval zdaňovanie krátkodobých pohybov peňazí v rôznych menách, čo by mohlo pribrzdiť špekulácie, a súčasne by sa vytvoril makroekonomický priestor na riadenie národných ekonomík.

svetových problémov a reforma svetového menového mechanizmu. Podľa Rady na budovaní a fungovaní nových orgánov by sa mali podieľať aj rozvojové krajiny a nový orgán by mal plniť funkciu Svetovej centrálnej banky.

Záver

Súčasná globálna finančná kríza poznačila odbor ekonomická teória v niekoľkých smeroch. Ekonomická teória je konfrontovaná s realitou a globálna finančná kríza vytvorila priestor na verifikáciu ekonomických teórií a paradigiem. V odborných kruhoch prebieha diskusia o poučeniach z krízy pre ekonomickú teóriu ako disciplínu, polemizuje sa, či zlyhala ekonomická teória a/alebo jej predstavitelia – ekonómovia. Kladú sa otázky prečo hlavný prúd ekonomickej teórie nezachytil negatívne tendencie o tom, že systém sa dostáva na neudržateľnú trajektóriu. Často sa v tejto súvislosti poukazuje na výroky R. Lucasa, ako napr. „ústredný problém depresie bol vyriešený, hospodársky cyklus bol skrotený, zjemňovanie výkyvov stráca na význame“, a B. Bernankeho, ktorý v roku 2005 vyhlásil, že moderná makroekonomická politika problém hospodárskeho cyklu vyriešila [19].

Na záver treba poznamenať, že globálna kríza predstavuje inšpiráciu pre ďalší rozvoj ekonomickej teórie. Existuje celý diapazón negatívnych tendencií, ktoré vyžadujú od ekonomickej teórie riešenia – napr. rozpor medzi reálnou a finančnou ekonomikou, neúmerne zadlžovanie, akceptácia morálneho hazardu ako normy, prehľubujúca sa príjmová diferenciacia obyvateľstva, problematika prehľbovania rozdielov medzi rozvojovými a rozvinutými krajinami, orientácia na kvantitatívne hodnotenia výkonností ekonomík, redefinovanie úlohy štátu v ekonomikách.

Literatúra

- [1] AKERLOF, G. – SHILLER, R. 2009. *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*. Princeton University Press, 2009.
- [2] BORDO, M. D. et al. 2001. Is the Crisis Problem Growing More Severe? In: *Economic Policy*, Vol. 16, 2001, No. 32, s. 53-82. Dostupné online: <http://www.jstor.org/stable/3601034>.
- [3] BORDO, M. D. – LANDON-LANE, J. S. 2010. *The Global Financial Crisis of 2007-2008: Is It Unprecedented?* Cambridge: National Bureau of Economic Research. NBER Working Paper Series, No. 16589, 2010, 57 s. Dostupné online: <http://www.nber.org/papers/w16589>.
- [4] BORDO, M. – MURSHID, A. P. 2000. *Are Financial Crises Becoming Increasingly More Contagious? What Is the Historical Evidence on Contagion?* Cambridge: National Bureau of Economic Research. NBER Working Paper Series, No. 7900, 2000, 70 s. Dostupné online: <http://www.nber.org/papers/w7900>.
- [5] CALVO, S. – REINHART, C. M. 1996. *Capital Flows to Latin America: Is There Evidence of Contagion Effects?* Washington, D.C.: The World Bank, 1996. 36 s. Dostupné online: http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/1996/06/01/000009265_3961214130828/Rendered/PDF/multi_page.pdf.
- [6] CAPRIO JR., G. – KLINGEBIEL, D. 1996. *Bank Insolvencies: Cross-country Experience*. Washington, D.C.: The World Bank, 1996. 60 s. Dostupné online: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=636119.
- [7] DEMIRGÜÇ-KUNT, A. – DETRAGIACHE, E. 1997. *The Determinants of Banking Crises: Evidence from Developing and Developed Countries*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, Staff Papers, Vol. 45, 1997, No. 1, 31 s. Dostupné online: ftp://iies.faces.ula.ve/Banca/Publicaciones_cientificas_sobre_Riesgo_Bancario/Fragilidad%20Financiera/Crisis%20financieras/Determinantes%20de%20las%20crisis%20bancarias.pdf.

- [8] DIDIER, T. – MAORO, P. – SCHMUKLER, S. 2006. *Vanishing Contagion?* Washington, D.C.: The World Bank, 2006. 22 s. Dostupné online: <http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/VanishingContagion.pdf>.
- [9] DORNBUSCH, R. 1991. International Financial Crises. s. 116-123 In: *Feldstein, M.: The Risk of Economic Crisis*. London: The University of Chicago Press, Ltd., 1991. 197 s. ISBN 0-226-24090-8.
- [10] EICHENGREEN, B. – ROSE, A. K. 1999. Contagious Currency Crises: Channels of Conveyance. In: *ITO, T. – KRUEGER, A. O.: Changes in Exchange Rates in Rapidly Development Countries: Theory, Practice, and Policy Issues (NBER-EASE volume 7)*. University of Chicago Press, 1999. s. 29-56. ISBN 0-226-38673-2. Dostupné online: http://www.nber.org/books/ito_99-1.
- [11] FELDSTEIN, M. 1991. *The Risk of Economic Crisis*. London: The University of Chicago Press, Ltd., 1991. 197 s. ISBN 0-226-24090-8.
- [12] FORBES, K. – RIGOBON, R. 2000. *Contagion in Latin America: Definition, Measurement, and Policy Implications*. Cambridge: National Bureau of Economic Research. NBER Working Paper Series, No. 7885, 2000. 36 s. Dostupné online: <http://www.nber.org/papers/w7885>.
- [13] HAYEK, F. A. 1933. *Monetary Theory And The Trade Cycle*. New York: Sentry Press, 1933. 244 s.
- [14] KAMINSKY, G. – LYONS, R. – SCHMUKLER, S. 2000. *Economic Fragility, Liquidity and Risk: The Behavior of Mutual Funds during Crises*. Washington, D.C.: The World Bank, 2000. 47 s.
- [15] KAMINSKY, G. L. – REINHART, C. M. 1999. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. In: *The American Economic Review*, Vol. 89, 1999, No. 3, s. 473-500. Dostupné online: <http://www.aeaweb.org/articles.php?doi=10.1257/aer.89.3.473>.
- [16] KINDLEBERGER, Ch. P. 1991. International (and Interregional) Aspects of Financial Crises. In: *Feldstein, M.(editor): The Risk of Economic Crisis*. London: The University of Chicago Press, Ltd., 1991. 197 s. ISBN 0-226-24090-8.
- [17] KINDLEBERGER, Ch. P. – ALIBER, R. Z. 2005. *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*. New York: PALGRAVE MACMILLAN, 2005, 5th Edition. 309 s. ISBN 978-1-4039-3651-6.
- [18] KRUGMAN, P. 1991. Financial Crises in the International Economy. s. 85-109. In: *Feldstein, M.: The Risk of Economic Crisis*. London: The University of Chicago Press, Ltd., 1991. 197 s. ISBN 0-226-24090-8.
- [19] KRUGMAN, P. 2009. *Návrat ekonomické krize*. Praha: Vyšehrad, spol. s r. o., 2009. 176 s. ISBN 978-80-7021-984-3.
- [20] KRUGMAN, P. 2009. Zdaňte špekulantov. Bez váhania. In: *Hospodárske noviny*. 3.12.2009. Dostupné online: <http://hn.ihned.cz/c1-39309310-paul-krugman-zdante-spekulanty-bez-vahani>.
- [21] MINSKY, H. P. 1982. *Can It Happen Again? Essays on Instability and Finance*. Armonk, N.Y. M.E. Sharpe, 1982.
- [22] MINSKY, H. P. 1983. *Stabilizing an Unstable Economy*. New York: McGraw Hill, 2008 (prvé vydanie 1983).
- [23] MISHKIN, F. 1991. *Anatomy of a Financial Crisis*. Cambridge: National Bureau of Economic Research. NBER Working Paper Series, No. 3934, 1991, 24 s. Dostupné online: <http://www.nber.org/papers/w3934>.
- [24] MUCHOVÁ, E. 2010. Globálna a finančná kríza. In: *Nová ekonomika*. Bratislava 2010.
- [25] PESCATORI, A. – SY, A. N. R. 2004. *Debt Crises and the Development of International Capital Markets*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2004. 32 s. Dostupné online: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp0444.pdf>
- [26] REINHART, C. M. – ROGOFF, K. S. 2009. *This time is different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press, 2009. 466 s. ISBN 978-0691142166.
- [27] ROTHBARD, M. 2000. *America's Great Depression*. Auburn: The Ludwig von Mises Institute, 2000. 368 s. ISBN 0-945466-05-6.
- [28] ROUBINI, N. (2010a). *Return to the abyss*. Project Syndicate, May 2010.
- [29] ROUBINI, N. – MIHM, S. (2010b). *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance*. New York: Penguin Book, 2010.
- [30] SACHS, J. – RADELET, S. 1998. *The Onset of the East Asian Financial Crisis*. Cambridge: National Bureau of Economic Research. NBER Working Paper Series, No. 6680, 1998, 61 s. Dostupné online: <http://www.nber.org/papers/w6680>.
- [31] SAUNDERS, A. 1987. The Interbank Market, Contagion Effects and International Financial Crises. In: *Portes, R. – Swoboda, A.: Threats to International Financial Stability*. New York: Cambridge University Press, 1987.
- [32] SHILLER, R. J. 1988. Portfolio Insurance and Other Investor Fashions as Factors in the 1987 Stock Market Crash. In: *Fischer, S.: NBER Macroeconomics Annual 1988*, Vol. 3, p. 277-97.
- [33] SHILLER, R. J. 2000. *Irrational Exuberance*. Princeton University Press, 2000. 312 s. ISBN 978-0691050621.

- [34] SCHMUKLER, S. – ZOIDO, P. – HALAC, M. 2003. *Financial Globalization, Crises and Contagion*. Washington, D.C.: The World Bank, 2003. 30 s. Dostupné online: http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/32459_Schmukler_Zoido_and_Halac_%28Oct2003%29.pdf.
- [35] SCHUMPETER, A. 1939. *Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*. New York: McGraw-Hill Book Company, 1939. 385 s. Dostupné online: http://classiques.uqac.ca/classiques/Schumpeter_joseph/business_cycles/schumpeter_business_cycles.pdf.
- [36] SCHUMPETER, A. 1975. *Capitalism, Socialism & Democracy*. New York: Harper Colophon Books, 1975. 431 s. ISBN 0-06-090456-9.
- [37] SCHWARTZ, A. J. 1987. *Money in Historical Perspective*. Chicago: The University of Chicago Press, 1987. 442 s. ISBN 0-226-74228-8. Dostupné online: <http://www.nber.org/books/schw87-1>.
- [38] SKIDELSKY, R. 2009. Bláhová víra v říditelnost rizik. In: *Ekonom*, 2009, č. 30.
- [39] STIGLITZ, J. 2008. Interview. In: *Financial Times Deutschland*, 19. júl 2008.
- [40] STIGLITZ, J. 2008. The fruit of hypocrisy. In: *The Guardian*. 16. 9. 2008. Dostupné online: <http://www.guardian.co.uk/commentisfree/2008/sep/16/economics.wallstreet>.
- [41] STIGLITZ, J. 2009. *Institute pro život příliš přerostlé*. Project Syndicate, December 2009.
- [42] STIGLITZ, J. 2010. *Freefall: Free Markets and the Sinking of the Global Economy*. Allen Lane, 2010. 400 s. ISBN 978-1846142796.
- [43] SUMMERS, L. 2000. International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures. In: *The American Economic Review*, Vol. 90, 2000, No. 2, s. 1-16. Dostupné online: <http://links.jstor.org/sici?sici=0002-8282%28200005%2990%3A2%3C1%3AIFCCPA%3E2.0.CO%3B2-H>.
- [44] ŠIKULA, M. 2009. Kritická miera rozporov civilizácie a globálna ekonomická kríza. In: *Ekonomický časopis*, 2009, roč. 57, č. 8, s. 732-755. (0.262 - IF2008). ISSN 0013-3035.
- [45] VOLEJNÍKOVÁ, J. 2005. *Moderní kompendium ekonomických teorií*. Praha: Profess Consulting, 2005. ISBN 80-7259-020-0.
- [46] Definovanie náklady podľa Svetovej banky, dostupné na <http://go.worldbank.org/JIBDRK3YC0>.
- [47] Pontifical Council for Justice and Peace. TOWARDS REFORMING THE INTERNATIONAL FINANCIAL AND MONETARY SYSTEMS IN THE CONTEXT OF GLOBAL PUBLIC AUTHORITY. Dostupné online: http://www.vatican.va/roman_curia/pontifical_councils/justpeace/documents/rc_pc_justpeace_doc_20111024_nota_en.html.