

Kríza globálnej financionalizácie a nová finančná architektúra¹

Luboš PAVELKA*

Global Financialisation Crisis and the New Financial Architecture

Abstract

Financialisation may be defined as: the increasing dominance of the finance industry in the sum total of economic activity. Financialisation is the employment of money capital in the financial markets and in speculation. Financial crises 2009 is crises of neoliberalism, crises of ethics and crises of global economic. An American mortgage is manifested in expansion of classified debts, which arose to financial institutions in USA as a result of underestimating of risks in the area of from of retails' clients financing. Mortgages provided to American households with low financial standing served as ground assets of security obligations of which investors are investment and insurance companies all over the world. The main reason of crisis was improvident business activities of banks and special purpose company as well as bank ethics breaking and unfair practices of domestic funds institutions.

Keywords: *financialisation, global crises, ethics, profits, inflation*

JEL Classification: B22, D13, E44, G10, H60

Úvod

Globalizácia svetového hospodárstva, ktorá významne ovplyvňuje všetky jeho súčasti, prináša so sebou aj obrovské pohyby kapitálu. Priamy transfer peňažných prostriedkov na úhradu reálnych záväzkov súvisiacich s medzinárodným obchodom v dnešných podmienkach tvorí už len zanedbateľnú časť z celkového objemu finančných transakcií, ktoré v tomto hospodárstve prebiehajú. Ich rozsah a smerovanie sú plošným prejavom systémových snáh o zabezpečenie

* Luboš PAVELKA, Ekonomická univerzita v Bratislave, Obchodná fakulta, Katedra medzinárodného obchodu, Dolnozemska cesta 1, 812 35 Bratislava 5, e-mail: pavelka@euba.sk

¹ Príspevok je súčasťou vedeckého projektu VEGA č.1/4562/07 riešeného na Katedre medzinárodného obchodu Obchodnej fakulty Ekonomickej univerzity v Bratislave.

hospodárskeho rastu a generovanie dlhodobej ziskovosti pre ich aktérov. Väčšina vykonávaných operácií je determinovaná úrovňou pravdepodobnosti stanovených predikcií. Volatilita² výmenných kurzov medzi jednotlivými menami a predpokladaný rast dopytu po strategických komoditách vytvára priestor na expanziu špekulatívnych obchodov.³ Ich zvyšujúci sa objem umocňuje príchod nových „hráčov“ a výsledkom je vytváranie porúch v podobe rastu cenových bublín a náhle korekcie s konečnými negatívnymi dopadmi na väčšinu trhových ekonomik. Obchodovanie s väčšinou komodít sa vo svete doteraz uskutočňuje najmä prostredníctvom amerického dolára, a preto jeho dlhodobá depreciácia je aj hlavným dôvodom zvyšovania ich cien.⁴

Investovanie kapitálu na medzinárodných trhoch je nevyhnutne späté s hľadáním vhodných príležitostí, ktoré sa z pohľadu investorov vyznačujú prijateľným pomerom výnosov k podstúpenému riziku. Krajiny s vysokou úrovňou dôchodkov a otvorenosťou voči finančným trhom zaraďujeme medzi krajiny s vysokou kapitálovou mobilitou. Podľa P. Samuelsona a W. Nordhauusa (2000, s. 748) vzájomná závislosť v rámci globálneho trhu v dlhodobom období vytvára pre krajiny nové obmedzenia, a zároveň nové príležitosti na zlepšovanie ich hospodárskeho rastu.⁵ Globalizované ekonomiky uľahčujú podmienky na voľný pohyb kapitálu, ktorý investori alokujú tam, kde môžu očakávať jeho efektívne zhodnotenie a generovanie vyšších výnosov. Skúsenosti z krízového vývoja svetových finančných a kapitálových trhov za obdobie od júla 2007 do mája 2009 odhalili mnohé riziká a negatíva ich vzájomnej závislosti a zraniteľnosti. Jedným z príkladov vytvorenia nerovnovážneho stavu, ktorého korekcia má negatívne dopady na celú svetovú ekonomiku, je kolaps amerického hypotekárneho trhu, ktorý vyústil do globálnej finančnej krízy spojenej s krízou dôvery, následne determinujúcou úverovú tieseň. Nevyhnutným dôsledkom týchto negatívnych externalít sa tak stalo najmä prudké obmedzenie čerpania korporátnych aj retailových

² *Volatilita* predstavuje matematicky vyjadrenú štandardnú odchýlku pravdepodobnosti rozdelenia zmeny hodnoty finančnej veličiny (napr. hodnoty portfólia). Vyjadruje možnú zmenu v hodnote rizikového faktora.

³ *Naked Short Selling*: jeden z modelov špekulatívnych obchodov, keď si účastník trhu za určitý poplatok požičia množstvo vybraných akcií, tie následne ponúkne na predaj, čím vyvolá masívnu depreciáciu kurzu akcií. Po vyvolaní paniky na trhu špekulant opätovne akcie kúpi späť, pričom si dáva pozor, aby prudký pokles cien akcií nespôsobil v zmysle podmienok na uzatváranie obchodov ich dočasné vylúčenie z trhu.

⁴ Súčasná cenová volatilita na ropných trhoch, často zdôvodňovaná očakávaným prehlbovaním trhovej nerovnováhy a rastom spotreby v Číne a Indii, je podľa iných odborníkov (G. Soros, P. Krugmann, J. Sachs, a. i.) klasickým výsledkom koordinovaných snáh medzinárodného špekulačného kapitálu a podielových fondov.

⁵ P. Samuelson bol prvým Američanom, ktorý v roku 1970 získal Nobelovu cenu za ekonómiu (jej skutočný názov je *Cena Švédskej ríšskej banky za ekonomické vedy na pamiatku Alfreda Nobela*).

úverov, zníženie spotrebiteľského dopytu, výroby, rast nezamestnanosti v jednotlivých ekonomikách, čo vyústilo do zvyšovania deficitov štátnych rozpočtov. Nevyhnutná rekapitalizácia⁶ nadnárodných finančných inštitúcií a podporné opatrenia na oživenie ekonomík evokujú hypotézy o potrebe obmedziť doterajšie podmienky finančného kapitalizmu. Cieľom predloženej state – na základe zhrnutia najdôležitejších príčin a dôsledkov svetovej krízy v podmienkach globalizovaných ekonomík – je určiť hypotetické predikcie postupnej tvorby novej svetovej finančnej architektúry, ktorá by v budúcnosti mala zabezpečiť vyššiu stabilitu ekonomík v podmienkach tzv. monopolno-finančného kapitalizmu.⁷

1. Financionalizácia ekonomík a rast globálnych rizík

Svetová liberalizácia transferu a alokácie kapitálu, spojená so snahou finančných manažérov zabezpečovať trvale neprimerane vysokú renditu vlastného imania,⁸ je podmienená hľadaním nových príležitostí, podmienok investovania a inovatívnych finančných produktov a všeobecného akceptovania vyššej miery podstupovaných rizík. Riadenie spoločností orientujúcich sa na maximalizáciu zisku bez zohľadňovania potrieb a záujmov iných zainteresovaných skupín (model *shareholder value*). Tento spôsob je podľa nášho názoru typický pre väčšiu časť súčasných finančných inštitúcií pri presadzovaní ich stratégií, keď banky prijímajú pozíciu aranžéra štruktúrovaných produktov zameraných na prevzatie firiem špekulatívnym odkúpením spoločnosti pákovým efektom (*leverage buy out*). Prevzaté spoločnosti zvyšujú v rámci svojich účtovných kníh podiel cudzích zdrojov prijímaním úverov, ktoré slúžia iba výlučne na splatenie záväzkov nových akcionárov.⁹

Financionalizácia predstavuje tvorbu novej paradigmy finančného kapitálu spojenú s menovými a termínovanými špekuláciami, s rastom objemu transakcií generovaných v súčinnosti s hedžovými fondmi a rôznymi správčovskými spoločnosťami (často so sídlom v krajinách označovaných ako tzv. daňové rajy) a vývoj

⁶ *Rekapitalizácia bánk* predstavuje zvyšovanie základného imania bánk, emitovanie úročiteľných cenných papierov v podobe participačných dlhopisov, alebo iných tzv. hybridných cenných papierov, ktorými je možné zvýšiť vlastné imanie peňažného ústavu, postúpenie klasifikovaných (toxických) bankových aktív na štát, alebo emitovanie bankových dlhopisov so štátnou zárukou.

⁷ *Monopolno-finančný kapitalizmus* predstavuje novú formu kapitalizmu, kde čoraz väčší podiel na tvorbe HDP zohráva financionalizácia.

⁸ Prezident Deutsche Bank Josef Ackermann dlhodobo vyhlasuje, že akcionári banky požadujú od manažmentu banky renditu vo výške minimálne 25 % ročne (Dohmen, 2008, s. 96).

⁹ V takýchto prípadoch LBO predstavuje transakciu, pri ktorej prevzatá firma spláca úver za investora (úver na kúpu samej seba). Tieto praktiky vedú k tzv. neproduktívnym dlhom nesúvisiacim s financovaním reálnej ekonomickej činnosti prevzatej spoločnosti.

firemného financovania založeného na postupnej substitúcii úverov najmä korporátnymi dlhopismi. Financionalizácia je charakteristická rastom podielu finančnictva v národných ekonomikách. Pritom dochádza k spoločensky neželateľnému diferenciu medzi úrovňou reálnej ekonomiky a samotných špekulatívnych obchodov. V čase svetovej finančnej a ekonomickej krízy dochádza k zmene doterajšej paradigmy vychádzajúcej z premisy o neustálom exponenciálnom raste finančných aktív bez ohľadu na stav reálnej ekonomiky.

Priekopníkmi empirických výskumov o financionalizácii¹⁰ kapitalistických ekonomik boli podľa J. B. Fostera a F. Magdoffa (2009, s. 78) ekonómovia H. Magdoff a P. Sweezy z USA. Podstatou ich analýzy vývoja kapitalizmu bolo zistenie, že stále väčší zisk a čoraz menšie množstvo výnosných investícií a nových príležitostí na generovanie ziskov spomaľuje kapitálovú akumuláciu, a teda aj ekonomický rast. P. Sweezy a P. Baran (1966, s. 14) vo svojej knihe *Monopolný kapitál* označili monopolne kapitalistickú ekonomiku za extrémne produktívny systém, ktorý vytvára obrovskú nadhodnotu pre nepatrný počet monopolistov a oligopolistov. Tí sú, podľa nich, primárnymi vlastníkmi abeneficientmi systému. Pokiaľ sa korporáciám nedarí predávať tovary spotrebiteľom za ceny zodpovedajúce obvyklej úrovni oligopolistických ziskov, výroba stagnuje a následne dochádza k nižšiemu využitiu výrobných prostriedkov. Túto dilemu riešia vlastníci kapitálu využitím nových príležitostí, ktoré im poskytuje financionalizácia ekonomik. Podstupovaním rizík pri investovaní vytvoreného kapitálu pri očakávaní jeho ďalšieho exponenciálneho rastu môžeme, podľa nás, čiastočne zdôvodniť pohnutky, ktoré viedli v uplynulých rokoch manažérov k preferovaniu nákupu aktív, ktoré sa v čase krízy ukázali ako pochybné a sporné, prípadne až stratové, vyžadujúce vytvárať k nim opravné položky, prípadne ich buď sčasti, alebo úplne účtovne vyradiť z účtovných súvah.¹¹ Financionalizácia predstavuje nadradenie ekonomických efektov pochádzajúcich z finančných obchodov nad rámec reálnej ekonomiky.¹² Má globálny, celosvetový charakter a jej význam

¹⁰ V Českej republike sa problematike svetovej finančnej krízy a financionalizácii ekonomik vo svojich statiach uverejnených vo vedeckom časopise *Scientia et Societas* (2009, č. 1) venovali: T. Vaško (2009), *Vysoká škola ekonomická v Praze*; J. Sereghyová (2009), *Newton College*; M. Pick (2009), *Česká konfederace odborových svazů*. Tieto vedecké state, ako aj vedecká monografia J. B. Fostera a F. Magdoffa z USA s názvom *Velká finanční krize – příčiny a následky* (2009) boli pre nás podnetom na spracovanie problematiky financionalizácie, sekuritizácie a finančnej krízy do predloženej state.

¹¹ Podľa P. Kohouta (2008) sa riziko investovania okrem akcií týka aj obligácií, ktorých výnos je determinovaný pohybom úrokových mier a dobou ich splatnosti (duráciou). Pokiaľ očakávame pokles úrokov, pri obligáciách môžeme očakávať vyššie kapitálové výnosy.

¹² Odhady pomeru reálnej ekonomiky a tzv. virtuálnej ekonomiky založenej na finančných operáciách prevažne špekulatívneho charakteru sa v závislosti od zdroja informácií rôznia. T. Vaško (2009) odhaduje napríklad objem HDP zemegule na 50 – 60 biliónov USD a objem finančných derivátov na 516 biliónov USD.

stúpa s rastom ekonomík, ktoré svoj ekonomický rozvoj a veľkosť HDP odvíjajú najmä od zvyšovania dlhov. Rast úverov nestúpa iba s požiadavkou financovať spotrebu a tak stimulovať výrobu tovarov, ale čoraz viac úverov (resp. v čoraz väčšej miere najmä zdrojov získaných z emitovaných dlhopisov) čerpajú samotné banky s cieľom poskytovať nové úvery. Mnohé finančné inštitúcie v EÚ, ako aj v USA a v iných štátoch sa dnes zadlžujú iba preto, aby získané zdroje poskytl na neproduktívne obchodné aktivity vykonávané vo vlastnom mene a na vlastný účet, alebo na základe požiadavky klientov. Problém nastáva najmä vtedy, keď banky v dôsledku krízy stratia dôveru investorov a svoje záväzky z dlhopisov a úverových facilit voči iným subjektom nedokážu splatiť vydaním nových cenných papierov, alebo prijatím nových úverov. V takýchto prípadoch bankám pomáhajú štáty v rámci inštitútu veriteľa poslednej inštancie. Podľa J. Fostera a F. Magdoffa (2009, s. 19) síce neexistuje priamy vzťah medzi rastom zadlžovania a rastom ekonomiky, ale rast dlhov sa stále viac odkláňa a zaostáva za rastom HDP. Tým narastajú v jednotlivých ekonomikách nerovnováhy a stúpa riziko ekonomických otrasov.

Podľa nášho názoru k enormnému rastu financionalizácie prispelo okrem iného aj celosvetové glorifikovanie potreby akumulovania osobných úspor ekonomicke aktívneho obyvateľstva, určených na financovanie staroby prostredníctvom penzijných fondov a životných poisťok. Fenomén strachu z dôsledkov negatívneho demografického vývoja vo svete a očakávaného napätia v štátom financovaných dôchodkových systémoch viedol k prudkému nárastu záujmu o kapitalizačné piliere privátneho dôchodkového sporenia. G. Hannich (2009, s. 56) a C. Dohmen (2008, s. 98) v tejto súvislosti vo svojich prácach upozorňujú na falošnú ilúziu akumulácie budúcich dôchodkových úspor. Podľa nášho názoru je motivujúci prvok budovania vlastnej zodpovednosti za osud osobných financií v období staroby negovaný – z pohľadu jednotlivca neovplyvniteľným a ťažko predikovateľným rizikom – zníženia kúpnej sily budúcich privátnych anuitných penzií z dôvodu inflácie očakávanej v čase akumulácie úspor, ako aj v období poberania renty.

Podľa K. Kneisslovej (2009) z Webster University Wien inflácia v eurozóne od roka 1970 do roka 2008 spôsobila kumulovaný nárast cien o viac ako 500 %. Po zohľadnení inflácie preto sporitelia v eurozóne musia rátať aj do budúcnosti, oproti pôvodným predpokladom, s podstatným zredukovaním reálnej hodnoty svojich úspor určených na financovanie ich dôchodkovej renty po skončení ekonomicke aktívneho života. Rozhodovanie o výbere foriem dôchodkového sporenia u jednotlivcov, osobitne u ekonomicke aktívneho obyvateľstva, je determinované úrovňou poznania funkcie peňazi v ekonomike a faktorov zvyšujúcich riziko znižovania kúpnej sily meny infláciou.

Za negatívne dôsledky zlyhania mýtusu financionalizácie od roka 2008 možno z pohľadu retailového bankovníctva označiť všeobecne nízku finančnú gramotnosť obyvateľstva.¹³ Na pochopenie problematiky odhadu kúpnej sily budúcich dôchodkov je pritom potrebné okrem iného poznať aj výpočet čistej súčasnej hodnoty kapitálu (NPV – *Net Present Value*) formou záporného dekurzívneho odúročiteľa začiatočnej diskontovanej hodnoty jednotkovej istiny splatnej o príslušný počet rokov. Na ilustráciu uvádzame v tabuľke 1 značné zníženie hodnoty akumulovaného kapitálu určeného na financovanie doživotnej renty pri dekurzívnej úrokovej miere v závislosti od predpokladanej priemernej miery inflácie v budúcich rokoch.

T a b u ľ k a 1

Budúca kúpna sila peňazí z pohľadu očakávanej inflácie

Inflácia (%)	NPV kapitálu vo výške 10 000 eur získaná po uplynutí dohodnutej doby trvania investície			
	5 rokov	10 rokov	20 rokov	30 rokov
2.5	8 838	7 812	6 103	4 767
3.5	8 420	7 089	50	3 563
4.0	8 219	6 756	4 564	3 083
5.0	7 835	6 139	3 769	2 314

Prameň: Vlastné spracovanie.

V knihe *Investiční strategie pro třetí tisíciletí* P. Kohout (2008, s. 171)¹⁴ uvádza: „Najcennejšou položkou nášho osobného majetkového portfólia sú obvykle naše budúce príjmy, ktorých výška je určená našimi vlastnými schopnosťami, znalosťami a kvalifikáciou.“ Autor poukazuje na to, že meranie inflácie v eurozóne je neobjektívne, pretože pri jej výpočtoch prakticky neprihliada na *volatilné položky*, ktorými sú dane a mnohé služby. Inflácia podľa neho je vo svojej podstate nástroj prerozdelenia, pretože znižuje reálnu hodnotu dlhov, čím umožňuje dlžníkom požičať si hodnotnú menu a tú v čase splatnosti záväzku znehodnotenú vrátiť.¹⁵ K problematike neudržateľnosti kúpnej sily peňazí z dlhodobého pohľadu sa vyjadrili aj ekonómovia a W. Cockshott¹⁶ a A. Cottrell¹⁷ (2006,

¹³ Finančnú gramotnosť obyvateľstva SR skúmala Slovenská banková asociácia v roku 2007. Potvrdila nízku úroveň poznania základných otázok týkajúcich sa osobných financií (Slovenská banková asociácia, 2007). Podobná analýza v Rakúsku, vypracovaná Rakúskou národnou bankou v roku 2008, tiež preukázala nízku úroveň finančnej gramotnosti tamojšieho obyvateľstva.

¹⁴ P. Kohout je popredný český analytik a expert na finančné trhy, člen Rady vlády ČR pre finančnú krízu ai.

¹⁵ Ekonóm H. Fischer (2009) z USA, zaoberajúci sa analýzami dlhodobých ekonomických cyklov, predpokladá, že prudko rastúca monetárna expanzia FED a ECB môže spôsobiť v nasledujúcich rokoch zvýšenie inflácie na dlhoročné maximá. Záchranné opatrenia jednotlivým krajinám zvýšia dlhy do takej miery, v akej ich už zrejme nikto nebude schopný zaplatiť.

¹⁶ W. Cockshott z USA, po štúdiu v Manchestri a Edinburgu sa zaoberá ekonomikou, najmä teóriou hodnoty.

s. 160), ktorí zaostávajú názor, že nie je možné odkladať spotrebu formou dôchodkového sporenia: „V praxi už neexistuje žiaden tovar, ktorého spotreba by sa dala odložiť. Sporiteľ namiesto toho obdrží legálny titul, ktorý mu umožní vznášať nárok na časť budúceho produktu spoločnosti, pokiaľ však prežije finančný systém.“

Súčasná kríza finančného sektora vo svete je podľa nášho názoru dôsledkom ignorovania klasických spôsobov vytvárania bezpečných investičných portfólií. Problematikou sa už od polovice 20. storočia zaoberal H. M. Markowitz.¹⁸ Podľa neho dobré portfólio predstavuje širší pojem ako zoznam jednotlivých titulov cenných papierov. Optimálne portfólio predstavuje vybilancovanú jednotku, ktorá investorovi prináša súčasné šance a zabezpečenie prostredníctvom veľkého počtu variantov budúceho vývoja. Investor si musí vypracovať vlastné portfólio tak, aby zabezpečovalo jeho individuálne požiadavky. Svojím výskumom pod názvom *Selection Theory* (1952) položil základy novej vedeckej disciplíny použitia matematicko-štatistických princípov na optimalizáciu portfólia. Vzhľadom na rozsiahle spektrum možných dosiahnuteľných výsledkov sa trh cenných papierov dá označiť za rizikový. Mierou tohto rozpätia je smerodajná odchýlka (rozptyl). Celkové riziko pozostáva z dvoch častí.

Prvou je riziko dané charakterom cenného papiera (Commercial Paper) a druhou je trhové riziko (*Market Risk*), ktoré závisí od senzitivity na trhové zmeny.¹⁹ Vedecky tak preukázal, že bez diverzifikácie (rozptylu rizika) sa môže doceliť iba výnosnosť jednotlivých titulov. Oproti tomu môžeme postaviť diverzifikáciu portfólia, keď posudzujeme rizikovú a výnosovú úroveň celého portfólia súčasne na základe vzťahov medzi jednotlivými titulmi aktív (Brealey, 2000, s. 172). Prostredníctvom správneho zmiešania (mixu) aktív možno takýmto spôsobom doceliť pri najnižšom možnom riziku všetkých jednotlivých titulov súčasne vysokú renditu²⁰ celého portfólia investícií.

Na druhej strane existuje nesystémové riziko (špecifické riziko jednotlivých titulov). To sa dá dlhodobo vylúčiť tak, že investor zostáva iba nositeľom trhového rizika.

¹⁷ A. Cottrell z USA, po štúdiu v Oxforde a Edinburgu sa venuje makroekonómii a ekonometrii.

¹⁸ H. M. Markowitz za svoj vedecký prínos v oblasti riadenia portfólia aktív získal v roku 1990 Nobelovu cenu za ekonómiu

¹⁹ *Senzitivitou* označujeme citlivosť na trhové pohyby. Tá sa nazýva beta (β). Koeficient $\beta = 1$ vyjadruje priemerné riziko. Úroveň koeficientov od 0 do 1,0 sa v zásade pohybujú rovnakým smerom ako vývoj trhu.

²⁰ *Rendita* predstavuje výnosnosť investície vyjadrenú v percentách za rok.

Podľa H. M. Markowitza, čím obmedzenejšia je korelácia,²¹ tým vyššia je diverzifikácia portfólia. Podľa iných ekonómov je táto teória v súčasnosti už prekonaná. Oveľa lepšie predikcie výnosov je možné, podľa B. Wagnera (2008), očakávať od tzv. trojstupňového modelu riešenia správy majetku rozpracovaného C. Pumpinom a T. Krausom.²² Ich model strategického manažmentu majetku zahŕňa prvky bezpečnostného, alfa aj beta portfólia. Podľa neho je riziko portfólia vhodné posudzovať modelom výpočtu CAPM.²³ Doterajšie názory o potrebe optimalizácie výnosov tým, že necháme kapitál v akciách dostatočne dlho, nachádzajú v čase globálnej finančnej krízy aj svojich kritikov. Podľa E. Pástora z Chicagskej univerzity, ako aj R. Stambacha z Pensylvánskej univerzity (Lichnerová, 2009) v súčasnom období ani 20 – 30-ročné držanie akcií nemusí byť bezrizikové. V zásade tak platí pravidlo, že minulé výnosy nezaručujú budúce.

2. Hypotekárne externality

Popredný ekonóm 20. storočia J. M. Keynes sa problematikou procesu akumulácie, úspor a investícií zaoberal vo svojom diele *Obecná teória zamestnanosti, úroku a peňazí* už v roku 1963. Pre dobré fungovanie kapitalistickej spoločnosti je potrebné, aby produkované úspory boli investované do rozšírenej výroby. Záujem investorov o akciové trhy podľa neho bol logickým vyústením ich snáh o elimináciu rizík spojených s podnikaním v reálnej ekonomike substitúciou vloženia disponibilného kapitálu do materializovaných (papierových) pohľadávok k majetku (napr. akcií, dlhopisov, zmeniek a iných). Tieto finančné aktíva bolo možné jednoduchšie scudziť (zriadiť k nim záložné právo, alebo ich predajom získať za nepeňažnú likviditu). Keynes videl problém v duálnom princípe určovania cien (samostatne v oceňovaní materiálnej výroby a osobitne v oceňovaní finančných aktív). Špekulácie podľa neho nespôsobia žiadnu škodu, pokiaľ sú ich aktivity bublinami v plynulom toku podnikania. Kritická situácia ale nastáva v prípade, že z podnikania sa stáva „bublina vo víre špekulácií,“ keď sa narušujú väzby medzi trhom a výrobou a hrozí riziko destabilizácie a z nej vyplývajúceho kolapsu (Foster a Magdoff, 2009, s. 79).

²¹ *Korelácia* vyjadruje vzťah medzi jednotlivými triedami aktív (napr. akcií dlhopisov, nehnuteľností...).

²² C. Pumpin je emeritný profesor Univerzity St. Gallen, T. Kraus je zakladateľ spoločnosti na správu finančných aktív v Zürichu.

²³ *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) abstrahuje od vplyvu rozdielnej likvidity cenných papierov a existencie možných transakčných nákladov, pričom predpokladá bezrizikovú úrokovú mieru. Z pohľadu investorov je CAPM smerodajný pomer rizika a výnosu z daného aktíva.

Zníženie kapitálovej primeranosti peňažných ústavov v súvislosti s potrebou zaúčtovania strát spôsobených depreciáciou finančných aktív (najmä sekuritizovaných dlhopisov) vrátane akcií vo vlastníctve bánk si vyžiadalo dodatočné finančné imputy akcionárov (zvýšenie základného imania, emisiu cenných papierov, ktoré majú charakter podriadeného dlhu), ako aj rôzne varianty štátnej pomoci buď vo forme štátnych záruk za dlhopisy, alebo nákup klasifikovaných úverových pohľadávok štátmi.²⁴ Postupy zamerané na ozdravenie bánk prostredníctvom zvýšenia ich vlastného imania môžeme označiť pojmom *rekapitalizácia*. Viaceré banky postihnuté stratami v súvislosti s americkou hypotekárnou krízou sa okrem nevyhnutnosti zvýšenia základného imania nevyhnú ani personálnej reštrukturalizácii. Nastupujúca recesia amerického hospodárstva je iba logickým vyústením podcenenia rizík a dôsledkov globálnej úverovej krízy. Finančné straty sa dotkli aj zaistovní,²⁵ ktoré na seba prevzali časť kreditného rizika týkajúceho sa platobnej schopnosti hypotekárnych dlžníkov. Najväčším problémom finančných trhov sa čoraz viac stáva psychológia účastníkov trhov. Úverová tieseň (*credit crunch*) predstavuje zníženú úverovú schopnosť bánk, ktorá súvisí so stratou vzájomnej dôvery bánk, zníženie dôvery bánk voči žiadateľom o úver a znížením dôvery klientov bánk ukladať dočasne voľné peňažné prostriedky na bankové depozity, alebo ich investovať do cenných papierov emitovaných bankou. Negatívne ovplyvňuje aj ochotu investorov nakupovať úročiteľné cenné papiere vydávané bankami alebo firmami.

Globálna finančná kríza sa na jeseň 2008 prejavila vo väčšine bánk v reálnom zmrazení úverovania. Nové úvery buď neboli poskytnuté vôbec, alebo banky od klientov požadovali enormne vysoké kolaterály. V medzibankových obchodoch pri úverovej tiesni v rámci obavy, že spolupracujúca banka vyhlási úpadok, si banky v maximálnej miere krátia finančné limity vzájomnej angažovanosti, nepredlžujú nové pozície pri vzájomne realizovaných finančných derivátoch. Banky sa riadia reštriktívnou úverovou politikou a peniaze si medzi sebou požičiavajú v čo najmenšom objeme.²⁶ Finančné prebytky likvidity banky v období trvania úverovej tiesne radšej za výnosovo nevýhodnejších podmienok ukladajú v centrálnych bankách. Mnohé banky majú, naopak, problém s likviditou a musia si peniaze požičiavať od centrálnych bánk oproti deponovaniu kolaterálov v podobe bonitných úročiteľných cenných papierov. Viaceré firmy pociťujú negatívny dosah neočakávaného zdraženia úverov a nechotu poskytovať finančné prostriedky na nové projekty. Táto situácia je z pohľadu príčin a dôsledkov

²⁴ Štátne konsolidačné agentúry zamerané na ozdravenie bankových aktív (*bad bank*).

²⁵ Dohody o zmene úverového zlyhania (*credit default swap*) pre prípad poklesu finančných rezerv a ohrozenia úhrad záväzkov.

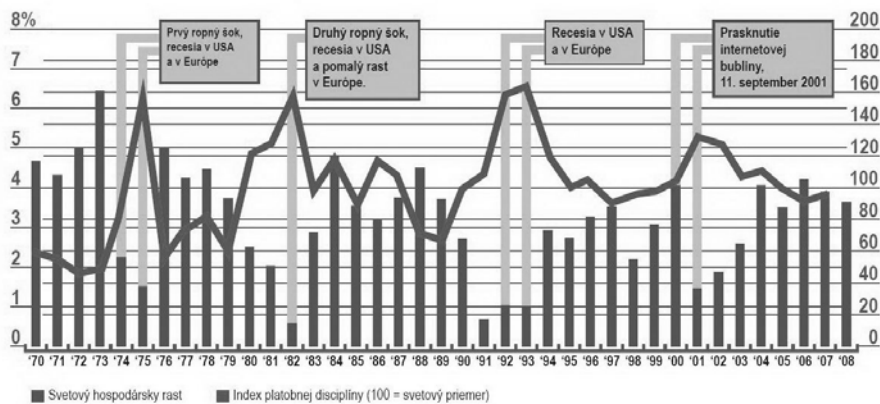
²⁶ Výsledkom vzájomnej nedôvery finančných inštitúcií je nárast odchýlky (*spread*) medzibankových depozitov od úrokových sadzieb príslušných centrálnych bánk (FED, ECB).

porovnateľná s krízou v juhovýchodnej Ázii z roku 1997, ktorej problematiku spracoval aj P. Baláž a M. Líner (2004, s. 31). Podľa nich môžeme konjunktúru založenú na špekulatívnom prehriatí finančných trhov označiť za bublinový boom (*bubble boom*). Krízová ekonomika sa podľa neho v takýchto prípadoch začína krízou dôvery, pokračuje splasnutím finančných trhov a končí sa menovou a finančnou krízou. Korekcie nerovnovážneho stavu sa prejavujú recesiou spojenou s riešením dôsledkov vysokého objemu problémových pohľadávok i úverov a poklesom cien nehnuteľností.

Analýza vonkajších nerovnováh a ich následných implikácií pre ekonomický rozvoj (aj keď s prednostným pohľadom na rozvojové krajiny Afriky) podľa M. T. Workieho (2008) svedčí o tom, že úvery verejnemu sektoru nepodporujú, na rozdiel od privátneho sektora, ekonomický rast krajiny. Podľa názoru autora je možné z jeho hypotézy o prerastaní dlhovej krízy do krízy rastovej odvodiť aj príčiny súčasnej globálnej krízy. Niektoré zdroje označujú úverové krízy ako opakovateľné s frekvenciou cca 10 rokov. Z obrázku 1 vyplýva, že svoje predikcie odvodzujú z časovej rady rokov 1970 až 2008. Súčasná kríza v rokoch 2008 a 2009 preukazuje, že frekvencie medzi jednotlivými krízami sa zvyšujú, t. j. obdobie medzi krízami, počas ktorého ekonomiky rastú, je čoraz kratšie a zotavenie ekonomiky po recesii sa preto stáva čoraz obťažnejšie.

Obrázok 1

Frekvencie úverovej krízy vo svete



Prameň: Coface Austria (2008).

Financionalizácia predpokladá maximálne možnú mieru liberalizácie transferu kapitálu, čo podrobil už v minulosti ostrej kritike aj J. Tobin.²⁷ Obával sa vysokej

²⁷ James Tobin (1918 – 2002) bol významným americkým ekonómom, nositeľom Nobelovej ceny za ekonómiu, zaoberajúcim sa makroekonómiou, monetárnou a fiškálnou politikou, ako aj

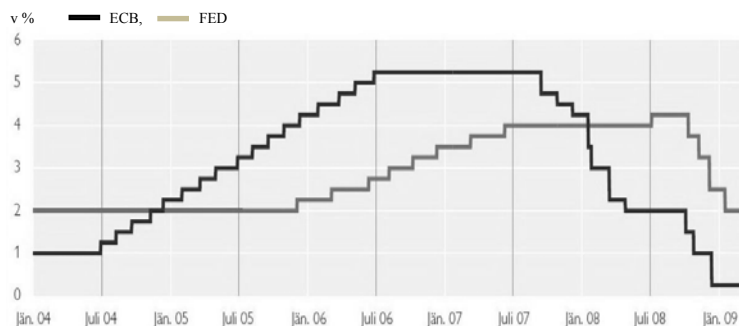
likvidity a zmeniteľnosti finančných nástrojov, ktoré by išli na úkor exponenciálne rastúcich špekulácií. Rastúcimi rizikami finančných trhov sa zaoberal aj H. Minsky,²⁸ ktorý sa od 60. rokov minulého storočia dlhodobo venoval hypotéze finančnej nestability. Táto hypotéza spočívala v tvrdení, že vyspelé, trhovo orientované ekonomiky sa zmietajú medzi periódami robustnosti a krehkosti, čo v nich vplýva na deflačné tendencie podobné Veľkej hospodárskej kríze z roku 1929 (Foster a Magdoff, 2009, s.76).

Prudký rast cien nehnuteľností v USA, ktorý bol toxickým katalyzátorom procesu kritických prognóz v celom svetovom hospodárstve, nastal predovšetkým z dôvodu extrémnemu poklesu úrokov zo strany FED-u,²⁹ čo malo znížiť riziko vzniku recesie po roku 2000.

Z obrázku 2 zachytávajúceho porovnanie vývoja úrokov stanovených zo strany FED aj ECB možno dovodiť ich koreláciu s rastom cien nehnuteľností. Vývoj cien realít v období 2001 – 2008 zodpovedal rastu alebo poklesu úrokových sadzieb určovaných centrálnymi bankami. Vysoká volatilita základnej úrokovvej sadzby nastavenej zo strany FED-u vo fáze nízkych úrokov iniciovala expanziu úverov (predovšetkým na bývanie) a prudký nárast cien nehnuteľností. Po vzostupe úrokových mier tým spôsobila nárast anuitných splátok z hypotekárnych úverov a platobnú neschopnosť úverových dlžníkov.

Obrázok 2

Historický vývoj úrokových sadzieb FED a ECB (2004 – 2009)



Prameň: OeNB (2009).

finančnými trhmi. Jeho návrhy zavedenia nového druhu daní na cezhraničné transfery finančného kapitálu neboli prijaté (tzv. *Tobinova daň*).

²⁸ H. Minsky je profesorom ekonómie na Washington University v St. Louis, USA.

²⁹ *Federal Reserve Board* (Federálny rezervný systém) USA predstavuje kartel 16 súkromných bánk (Vaško, 2009). Emisia tzv. frakčných peňazí a určovanie úrokových sadzieb sú z tohto pohľadu v USA determinované rozhodnutiami vlastníkov súkromných bánk.

Riešenie ekonomickej recesie vzniknutej v dôsledku krízy prostredníctvom postupného znižovania úrokových sadzieb patrí medzi klasické nástroje monetárnej politiky. Vo všeobecnosti však možno povedať, že príliš nízke úrokové sadzby dostanú tento základný monetárny nástroj do pasce likvidity. Touto problematikou sa už v 30. rokoch minulého storočia zaoberal Keynes, no praktické skúsenosti tohto stavu si otestovalo za posledné dve desaťročia najmä Japonsko, ktorého ekonomika dlhodobo pracuje v podmienkach deflácie, čo je typickým prípadom pasce likvidity. Nebezpečenstvo pasce likvidity podľa P. Gondu (2005, s. 129) spočíva v nasledovnom: „*Ak je úroková miera už taká nízka, že prestáva reagovať na prírastok peňažnej zásoby, potom nie je možné už viac stimulovať rast investícií opätovným znižovaním úrokovej sadzby na potrebnú úroveň. Peňažná a úverová politika je potom ako nástroj stimulovania dopytu neúčinná, čím zostáva už iba možnosť využiť fiškálnu politiku (štátne výdavky a znižovanie daňových sadzieb).*“

3. Sekuritizácia a jej podstata

Jeden z aktuálnych príkladov alokácie medzinárodného kapitálu v podmienkach globalizácie je aj *sekuritizácia*. Tá predstavuje transformáciu časti aktív alebo majetku subjektu do formy iných aktív s vyššou likviditou, za ktorú môžeme považovať predovšetkým hotovostné finančné prostriedky a medzinárodne obchodovateľné dlhopisy. *Sekuritizácia predstavuje prevzatie relatívne nelikvidných aktív, ktoré vytvorila finančná inštitúcia a ich premenu na cenné papiere, (pass-through securities, pay-through securities), ktoré je možné na kapitálovom trhu predat' investorom* (Jílek, 2000, s. 84), pričom sú spojené so splácaním istiny a úrokov dlžníkmi. Pomáhala bankám znižovať prevádzkové riziká, najmä v kombinácii s poistením a s vytváraním rezerv na krytie výnimočných strát.

Priekopníkom, a zároveň lídrom na trhu v oblasti sekuritizácie sú USA, ktoré ju ako nástroj na optimálnu koreláciu aktív a pasív v bankovníctve začali používať ako prvé. V rámci nových modelov zabezpečovania bankovej likvidity využili svoje dlhodobé skúsenosti z angloamerickej kultúry financovania, ktorá predstavuje sprostredkovateľskú funkciu medzi partnermi kapitálového trhu. Tento model zabezpečovania likvidity bánk nemá v Európe dlhú tradíciu. Akcelerátorom sekuritizácie hypotekárnych úverov v USA boli *kolateralizované dlhové obligácie* (CDO – *Collateralised Debt Obligations*).

Zlučovanie hypotekárnych úverov do tzv. *poolov* umožnilo neskôr rozvinúť model zmiešania (mixu) jednotlivých druhov pohľadávok s tým, že tie boli ocenené medzinárodnými ratingovými agentúrami bez dostatočného posúdenia podkladových aktív, ktoré obsahovali. Pohľadávky pochádzajúce z hypoték s rôznou

bonitou boli spájané s pohľadávkami z iných dlhových aktív, pričom jednotlivé tranže obsahovali rôzne stupne rizík platobnej neschopnosti udelené ratingovými agentúrami. Rozptyl portfólia mal zabezpečiť minimalizáciu rizík dlhových portfólií.

Sekuritizovať je možné rôznorodé aktíva bánk aj firiem. Proces je založený na sústredení a následnom spojení úverov a pohľadávok podobného charakteru. Balík úverov je následne predaný nebankovej inštitúcii, alebo finančnej inštitúcii, ktorá podlieha na rozdiel od bánk nižšiemu stupňu regulácie (najmä kapitálovej primeranosti). Majiteľmi týchto inštitúcií môžu byť aj samotné banky. Tokom budúcich príjmov zo splácaných úverov kryté a na základe prognózovaných budúcich *cash flow* investičnými bankami emitované cenné papiere (*asset backed securities*) sa ponúkajú investorom (Polouček et. al., 2006, s. 212). Banky môžu prostredníctvom sekuritizácie zlikvidniť svoje inak nelikvidné, alebo nedostatočne likvidné pohľadávky. Emitované cenné papiere predstavujú prenesené cenné papiere (*pass-throught securities*), ktorých výnosy a nominálna hodnota sú zaistené splátkami z poskytnutých úverov.

Sekuritizáciu možno definovať aj ako proces zhromažďovania špecifického balíka pohľadávok a jeho predaj za výnosy z cenných papierov krytých týmito pohľadávkami. Rozdielom sekuritizácie oproti úverovým obchodom bánk je úrokové a úverové riziko. Odmena vo forme úrokovej marže pri sekuritizácii odpadá, pretože často ide o sprostredkovateľský obchod, kde sa banka uspokojí s províznym poplatkom. Vo väčšine prípadov pri sekuritizácii používanej v USA ide z pohľadu banky o mimobilančný model (pohľadávky sú cesiou vyčlenené zo súvahy), avšak v podmienkach európskeho bankovníctva ide obvykle o bilančnú sekuritizáciu (hypotekárne úvery kryté poskytnutými úvermi na bývanie zabezpečenými záložným právom na nehnuteľnosti).

Bonita predávaných pohľadávok determinuje výšku úrokových sadzieb emitovaných cenných papierov. Investori sa musia spoľahnúť na precízny výber a analýzu rizík vykonanú ratingovými agentúrami.³⁰ Sekuritizácia je proces náročný na informácie a zahŕňa množstvo administratívnych a právnych úkonov. Údaje o tokoch *cash flow* z podkladových aktív môžu odhaliť mieru rizika v súvislosti s pokrytím platieb úrokov a istiny plynúcich z emisie dlhopisov. Predikcia možných strát v súvislosti s *defaultom* podkladových aktív³¹ sa dá vyjadriť aj matematickým vzťahom (Adelson, 1996):

³⁰ Po vypuknutí krízy boli ratingové agentúry vystavené ostrej kritike za neobjektívne posúdenie rizík a označené za spoluvinníkov finančných strát investorov, ktorí sa rozhodovali na základe skreslených a deformovaných analýz.

³¹ *Default* podkladových aktív v tomto prípade predstavuje podiel delikventných úverov platobne neschopných domácností.

$$E(Loss) \approx \frac{WP \times L \times BA}{TU}$$

kde

- $E(Loss)$ – očakávané straty z dôvodu *defaultov* pohľadávok;
 WP – vek pohľadávky (v dňoch), keď sa už pohľadávka odpisuje – t. j. považuje sa za *defaultovú* pohľadávku;
 L – upravené *loss-to-liquidation ratio* je pomer odpísaných pohľadávok k hodnote vyinkasovaných pohľadávok, bez zohľadnenia strát z iných dôvodov než úpadku pôvodného dlžníka;
 BA – hodnota pohľadávok v portfóliu;
 TU – doba obratu pohľadávok v dňoch.

Sekuritizácia umožňuje podnikateľským subjektom prístup na kapitálové trhy bez toho, aby museli postupovať vlastný ratingový proces na získanie externého hodnotenia svojej bonity a vyhli sa tak mnohokrát neželanej publicite. Pritom na posilnenie dôvery investorov banky uzavreli dohody o zmene úverového zlyhania (*credit default swap*). Tie slúžili na výplaty odškodného pre prípad, keby došlo k poklesu finančných rezerv a ohrozenie uhradenia záväzkov.³²

Záver

Globalizácia v oblasti bankovníctva a poisťovníctva zabezpečuje investorom zo všetkých svetadielov neobmedzené nakupovanie rôznorodých cenných papierov bez ohľadu na sídlo emitenta. Prelievanie finančného kapitálu bez hraníc môže byť pre investorov nielen zdrojom zaujímavých výnosov, ale aj vysokých strát. Fenomén celosvetovej globálnej krízy finančného sektora odhalila kríza amerických hypoték s nízkou bonitou, ktorých riziká na seba v nevedomosti a s podcenením rizík prevzali mnohé významné renomované banky prostredníctvom nákupu cenných papierov, hoci doteraz sa vo vzťahu k úverovým a trhovým rizikám správali veľmi opatrne. Kríza amerických hypoték sa stala globálnym problémom finančných trhov. Jej dosah pocítili všetky finančné inštitúcie vo svete, aj keď každá s inou intenzitou a iným dosahom na svoje hospodárenie a vlastnú likviditu. Nositeľ Nobelovej ceny J. Stiglitz v tejto súvislosti zdôraznil ideu, že ide o globálnu svetovú finančnú a úverovú krízu, ktorú svet nepamätá od roka 1930 (Dohmen, 2008, s. 103).

Jednou z fundamentálnych príčin vzniku krízy, podľa nášho názoru je vysoký podiel tzv. finančnej ekonomiky na tvorbe HDP vo svete, čo možno označiť

³² Trh s dohodami o zmene úverového zlyhania sa v priebehu roka 2007 celosvetovo medziročne zvýšil o 49 %, t. j. 42,5 bilióna USD (Foster a Magdoff, 2009, s. 123).

všeobecným pojmom *financionalizácia*. Pokiaľ dosahovaný ekonomický rast trho-vo orientovanej spoločnosti nestačí podporiť samotná výroba tovarov a poskytovanie služieb, hospodársky rast potrebuje ďalší stimul na posilnenie spotrebiteľského dopytu a zabránenie recesii. Preto je nevyhnutné zvyšovanie objemu poskytovaných úverov (súkromných, vládnych aj korporátnych). Rast úverov nezasahuje iba spotrebiteľov, ale aj štáty (zvyšovaním zadĺženia ekonomík) a ich banky, ktoré v snahe o dosiahnutie čo najväčšej rentability vlastného imania úverujú aj špekulatívne obchody svojich klientov. Pri nezvládnutí riadenia rizík vznikajú bankám veľké finančné straty ohrozujúce ich ďalšie pôsobenie na trhu,³³ ktoré je potrebné riešiť buď neplánovanou fúziou s inou bankou, alebo s pomocou štátu ako veriteľa poslednej inštancie prostredníctvom niektorého z nástrojov rekapitalizácie.

Sekuritizácia predstavuje proces prevzatia nelikvidných aktív a ich premenu na cenné papiere, pri ktorom dochádza k presunu úverového rizika na tretie subjekty (Chovancová, 2008, s. 109). Zlyhanie sekuritizácie závislej od objektívneho posúdenia bonity primárnych úverových dlžníkov bankami a posúdenia celkových podkladových aktív ratingovými agentúrami vyústilo do vzniku finančnej krízy celosvetového charakteru. Opodstatnenosť hypotéz o morálnom hazarde potvrdzujú vyjadrenia ekonómov o tom, že väčšina významných bánk a iných investorov tejto problematike ešte pred vznikom finančnej krízy nerozumela, spoliehala sa na externé hodnotenia bonity ratingových agentúr, ktoré sa ukázali ako neobjektívne a neúplné.

Exponovanosť v oblasti pohľadávok spôsobila postupne od roka 2007 šírenie strachu o paniky na finančných trhoch a úverovú krízu spojenú so zmrazením nových hypoték v USA. Investičné banky v USA tým stratili hlavný imput finančných zdrojov z inkasovaných poplatkov a provízií. Problémy ignorovania rizík liberalizovanej a nedostatočne regulovanej sekuritizácie vyústili do extrémneho rastu klasifikovaných pohľadávok nachádzajúcich sa vo vlastníctve investorov. V roku 2008 sa z dôvodu globalizovaných finančných trhov a previazanosti medzinárodného finančného systému ocitli mnohé investičné banky v problémoch likvidity. Pomoc finančnému sektoru bola závislá najmä od štátov a ich centrálnych bánk, ktoré poskytli finančným inštitúciám veľký objem frakčných peňazí vo forme refinančných úverov. Podľa názoru autora sa preto centrálné banky dočasne vzdali svojho prioritného cieľa, ktorým je udržiavanie stability meny. Kreditná kríza – spojená s krízou dôvery, morálnym hazardom a absenciou relevantnej regulácie kapitálu v globálnom prostredí – vyústila do svetovej ekonomickej krízy a vynútila si potrebu koncipovania nových pravidiel a novej

³³ Najmä ak ide o transakcie, kde banka od klienta nepožaduje primeranú výšku kolaterálu (*leverage*).

finančnej architektúry. Nové dimenzie medzinárodného pohybu kapitálu si vyžadujú prísnejšiu legislatívu a bezpečnejšiu správu majetku investorov a peňazí akcionárov vrátane objektívnejšieho a presnejšieho merania rizík. Dôležitá bude aj kontrola účelových špecializovaných spoločností, ktoré plnia rôzne funkcie pri mimobilančnej sekuritizácii pohľadávok. Zlepšenie bude potrebné aj v oblasti medzinárodnej bankovej regulácie definovanej v rámci Bazilej II, ako aj v oblasti kontroly *offshore* firiem zameraných na správu finančných aktív.

Naším cieľom bolo na základe vysvetlenia vybraných negatívnych externalít globálnej financializácie poukázať na ich spojitosť so svetovou finančnou a ekonomickou krízou, ktorej vyriešenie a poučenie sa z nej by malo byť v budúcnosti spoločnou úlohou ekonómov, bankárov, analytikov, politikov právnikov, ako aj filozofov zaoberajúcich sa podnikateľskou etikou.

Literatúra

- ADELSON, M. (1996): Asset-Backed Commercial Paper: Understanding The Risks. Moody's Investors Service, August. [Portable document format.] Dostupné na: <<http://www.securitization.net/pdf/abcp2.pdf>>.
- BALÁŽ, P. – LÍNER, M. (2004): Postavenie juhovýchodnej Ázie vo svetovom hospodárstve. Bratislava: Sprint vŕa.
- BALÁŽ, P. – VERČEK, P. (2002): Globalizácia a nová ekonomika. Bratislava: Sprint vŕa.
- BARÁNIK, M. – HABÁNIK, J. (2002): Základy makroekonomie. Bratislava: Iris.
- BREALEY, M. (2000): Teorie a praxe firemních financí. Praha: Computer Press.
- COCKSHOT, W. P. – COTTRELL, A. (2006): Kybersocialismus. Praha: SOK.
- COFACE (2007): <http://www.coface.com/CofacePortal/ShowBinary/BEA%20Repository/COM_en_EN/documents/Finacial_report_S12009>.
- DOHMEN, C. (2008): Let's make Money – was macht die Bank mit unseren Geld? Freiburg: Orange Press.
- FABER, M. (2008): Interview mit schweizer Börsenguru. Geld Magazin, č. 2, s. 36.
- FISCHER, H. (2009): Boj ohně a ledu. Osobní finance, č. 3, s. 66 – 67.
- FOSTER, J. B. – MAGDOFF, F. (2009): Velká finanční krize – příčiny a následky. Praha: Grimmus.
- GONDA, P. (2005): Peniaze a monetárne teórie. Bratislava: Iura Edition.
- HANNICH, G. (2008): Deflace – utajené nebezpečí. Praha: Earth Save.
- HANNICH, G. (2009): Geldcrash. Ulm: Herausgeber G. Hannich.
- CHOVANCOVÁ, B. (2008): Investičné a hypotekárne bankovníctvo I. Bratislava: Iura Edition.
- JÍLEK, I. (2000): Finanční rizika. Praha: GRADA.
- KEYNES, J. M. (1963): Obecná teória zamestnanosti, úroku a peňazí. Praha: Nakladatelství ČSAV.
- KLIMIKOVÁ, M. (2008): Platobný styk. Bratislava: Marada.
- KNAPIK, P. (2004): Vybrané aspekty offšetových obchodov. Ekonomický časopis/Journal of Economics, 52, č. 6, s. 683 – 695.
- KNEISSL, K. (2009): Sorge um die Inflation. Gewinn, č. 4, s. 32 – 33.
- KOHOÚT, P. (2008): Investiční strategie pro třetí tisíciletí. Praha: GRADA.
- LICHNEROVÁ, O. (2009): S akciami na dlhé trate opatrnejšie. Trend, 18. 4. 2009, s. 60.
- MARKOWITZ, H. M. (1952): Portfolio Selection. Journal of Finance, č. 7, s. 77 – 91.
- MENBERE, W. T. (2008): Tlačová beseda k finančnej kríze v USA. Eurobiznis, č. 3, s. 16 – 17.

- OeNB (2009): Geldpolitik und Wirtschaft 1/09.
<http://www.oenb.at/de/img/gewi_2009_q1_gesamt_tcm14-99608.pdf>.
- PAVELKA, L. (2005): Management rizik pri portfóliových investiciách. In: BALÁŽ, et al.: Medzinárodné podnikanie. Bratislava: Sprint vĕra, s. 128 – 132.
- PICK, M. (2009): Od americké ke globální finanční a ekonomické krize – příčiny, důsledky a východiska. Scientia et Societas, č. 1, s. 52 – 61.
- POLEDNÁKOVÁ, A. – BIKÁR, M. (2006): Medzinárodný finančný manažment. Bratislava: Iura Edition.
- POLOUČEK, S. et al. (2006): Bankovnictví. Praha: C. H. Beck.
- Rakúska národná banka (2009): Geldpolitik und Wirtschaft 1/09.
- SAMUELSON, P. A. – NORDHAUS, W. D. (2000): Ekonomie. Bratislava: Elita.
- SMEJKAL, V. – RAIS, K. (2003): Řízení rizik. Praha: Grada Publishing.
- SEREGHYOVÁ, J. (2009): Kořeny současné finanční krize a její vliv na rozvinutí globální ekonomické krize. Scientia et Societas, č. 1, s. 37 – 50.
- STADLER, W. (2004): Die neue Unternehmensfinanzierung. Frankfurt/M: Redline Wirtschaft.
- SWEEZY, P. – BARAN, P. (1966): Monopoly Capital: An Essay on the American Economic and Social Order. New York: Modern Reader. Citované podľa: FOSTER, J. B. – MAGDOFF, F. (2009): Velká finanční krize – příčiny a následky. Praha: Grimmus.
- VAŠKO, T. (2009): Příčiny a důsledky financilizace. Acta et Societas, č. 1, s. 34 – 39.
- ZORKÓCIOVÁ, O. (2007): Corporate Identity II. Bratislava: Vydavateľstvo Ekonóm.
- WAGNER, B. (2008): Neuer Regenschirm für leidgeprüfte Anleger. Dostupné na:
<<http://www.gewinn.com/aktuelle-aussagen/top-gewinn>>.
- SBA (2007): Finančná gramotnosť na Slovensku 2007. Dostupné na:
<<http://sbaonline.sk/files/subory/analyzy/verejne/fingram-IFIG.pdf>>.
<www.oenb.at; <www.gewinn.com; <www.format.at>.