



DISKUSIA

## PRÍJMOVÉ NEROVNOSTI AKO PRÍČINA SVETOVEJ FINANČNEJ A EKONOMICKEJ KRÍZY

Ing. Míriama Vašková

### ABSTRAKT

Príspevok analyzuje predpoklad, že rastúce príjmové nerovnosti boli jednou z hlavných príčin vzniku svetovej finančnej a ekonomickej krízy. Zameriava sa na skúmanie vývoja príjmových nerovností v USA a na identifikáciu hlavných príčin výrazného nárastu príjmových nerovností v tejto ekonomike za posledných 30 rokov. Zároveň vymedzuje základné postuláty a hypotézy teoretických koncepcií považujúcich rastúce príjmové nerovnosti za primárnu príčinu krízy. Osobitná pozornosť sa venuje vysvetleniu podstaty transmisného mechanizmu, ktorým rastúce príjmové nerovnosti viedli k vzniku svetovej finančnej a následne ekonomickej krízy. Stručne tiež popisuje výsledky niekoľkých empirických štúdií, ktoré si stanovili za cieľ potvrdiť alebo vyvrátiť spomínané teoretické tvrdenia.

**Kľúčové slová:** finančná kríza, ekonomická kríza, príjmové nerovnosti, zadlženosť, agregátny dopyt, globálne nerovnováhy, ekonomika USA

### ABSTRACT

The global financial and economic crisis and its causes have become one of the most important fields of study of the last five years. The present paper analyzes the assumption that rising income inequality is one of the leading causes of the crisis. It focuses on analyzing the development of income inequality in the U.S. economy and on identifying the main causes of the significant increase in income inequality in the USA over the last 30 years. Several basic theoretical concepts are presented, claiming that growing income inequality is the primary cause of the crisis. A special attention is paid to explaining the nature of the transmission mechanism by which the rising income inequality has led to the emergence of the crisis. The paper also briefly describes outcomes of the empirical research that aimed to confirm whether rising inequality has any explanatory power in accounting for financial and economic crisis.

**Key words:** financial crisis, economic crisis, income inequalities, indebtedness, aggregate demand, global imbalances, US economy

**JEL:** G01, D31

## ÚVOD

Počiatky rovnako ako aj samotný priebeh finančnej krízy v USA, ktorá prerástla do svetovej ekonomickej krízy, sú známe. FED sa expanzívnu monetárnou politikou snažil zabrániť hospodárskej recesii (2001 – 2003). Následná úverová expanzia viedla k poskytovaniu hypoték a spotrebných úverov aj tým skupinám obyvateľstva, pri ktorých bolo jasné, že danú pôžičku nebudú môcť splatiť.<sup>1</sup> Tu musíme spomenúť aj legislatívne opatrenia už Clintonovej administratívy (1992 – 1995), ktoré hovorili o povinnom poskytovaní úverov (najmä hypotekárnych úverov) pre nízkopříjmové skupiny obyvateľstva.

Finančné inštitúcie ďalej prostredníctvom finančného trhu predávali tieto hypotekárne úvery v mnohých prípadoch ako cenné a bezpečné aktíva. Poskytnuté hypotéky boli totiž zabalené do úverového portfólia, ktoré kryli cenné papiere. Teoreticky to malo fungovať tak, že riziko, ktoré je rozptýlené po celom svete, bude mať menšie dramatické dopady ako riziko sústredené len v jednotlivých malých počtoch bánk. Riziko sa síce rozptýlilo po celom svete, ale zvýšila sa jeho koncentrácia.<sup>2</sup> V tomto bode rozhodne zohral kľúčovú úlohu slabý regulačný mechanizmus a chýbajúci dohľad nad finančným trhom.

Keď FED neskôr zvýšil úrokové sadzby, veľká časť poskytnutých hypotekárnych úverov ostala nesplatená a nehnuteľnosti prepadli v prospech finančných inštitúcií. Keďže bublina cien nehnuteľností praskla, mnoho finančných inštitúcií sa dostalo do finančných ťažkostí a viaceré boli nútené vyhlásiť bankrot. V lete 2007 to bol krach hedgeových fondov Bear Stearns. Bankrot Lehman Brothers v septembri 2008 už vyvolal paniku na finančných trhoch. Odhalenie hypotekárnej bubliny okolo hypotekárnych domoch Freddie Mac a Fannie Mae viedlo ku kríze subštandardných hypoték. Výsledkom bola strata dôvery, panika, masívny predaj akcií, znížená likvidita bánk a pokles objemu poskytnutých úverov. Keďže sú svetové finančné trhy navzájom prepojené a mnohé európske a ázijské banky vlastnili vo svojich portfóliách „toxické hypotéky“, finančná kríza zasiahla aj ich. Pod tlakom týchto udalostí začali firmy strácať dôveru voči svojim dodávateľom, čo sa následne odrazilo na znižovaní výroby a masových prepúšťaniach zamestnancov. Kríza hypotekárnych úverov tak prerástla do krízy likvidity, krízy spotreby, investícií a krízy obchodu. Keď sa koncom roku 2008 ekonomiky USA, EÚ a Japonska dostali do recesie začalo sa hovoriť o najväčšej svetovej hospodárskej kríze od Veľkej hospodárskej krízy z roku 1929. Niekoľko krajín sa dokonca ocitlo na pokraji štátneho bankrotu (Island, Grécko).

Aj napriek tomu, že svetovú finančnú a ekonomickú krízu spustili udalosti v Spojených štátoch amerických, vidíme, že pre globálnu prepojenosť trhov sa finančná a hospodárska kríza rozšírila do celého sveta. O samotných príčinách, ktoré stáli za kolapsom finančných trhov a nástupom globálnej recesie, sa dodnes vedú intenzívne debaty. Jeden prúd v týchto debatách považuje za hlavnú príčinu vzniku svetovej finančnej a ekonomickej krízy rastúce príjmové nerovnosti (Rajan,<sup>3</sup> Kumhof

---

<sup>1</sup> HVOZDÍKOVÁ, V. et al. (2008): *Riziká aktuálnych vývojových trendov vo svetovej ekonomike: Finančná, demografická, potravinová a environmentálna kríza*, s. 13.

<sup>2</sup> KOHOUT, P. (2010): *Finance po krízi: Dúsledky hospodárskej recese a čo bude dál*, s. 21.

<sup>3</sup> RAJAN, R. G. (2010): *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World*.

a Ranciere,<sup>4</sup> Kumhof a kol.,<sup>5</sup> Stiglitz,<sup>6</sup> Fitoussi a Stiglitz,<sup>7</sup> Fitoussi a Saraceno,<sup>8</sup> Stockhammer<sup>9</sup>. Týmto sa v predkladanom článku budeme bližšie venovať.

V prvej časti článku sa venujeme analýze vývoja príjmových nerovností v USA, keďže americká ekonomika bola tou, kde svetová finančná kríza vznikla. Vývoj príjmových nerovností sledujeme prostredníctvom viacerých ukazovateľov, pričom pracujeme s údajmi OECD. Následne v druhej časti článku identifikujeme hlavné príčiny nárastu príjmových nerovností v USA. V tretej časti rozoberáme teoretické koncepcie, ktoré za primárnu príčinu svetovej finančnej a ekonomickej krízy považujú práve rastúce príjmové nerovnosti. Osobitný priestor venujeme vysvetleniu transmisného mechanizmu, ktorým rastúce príjmové nerovnosti viedli k vzniku finančnej a ekonomickej krízy. Z dôvodu potreby uceleného pohľadu na danú problematiku prinášame v poslednej časti článku prehľad štúdií, ktoré dané teoretické tvrdenia podrobili empirickej analýze.

## 1 Vývoj príjmových nerovností v USA

Vývoj príjmových nerovností v USA sledujeme z toho dôvodu, že ekonomika USA bola tou ekonomikou, kde finančná a následne ekonomická kríza primárne vznikla. V ekonomickej praxi sa stretávame s viacerými ukazovateľmi príjmových nerovností. Najčastejšie používaným je Gini koeficient. Tento ukazovateľ, založený na porovnaní kumulatívnych podielov osôb v populácii a zodpovedajúcich kumulatívnych podielov príjmov, môže nadobúdať hodnoty od 0 do 1, resp. 100, kde 0 znamená stav rovnosti, všetci v populácii majú rovnaký príjem a 1 resp. 100 predstavuje stav dokonalej nerovnosti, keď celkový príjem v populácii pripadá len jednej osobe.

Podľa daného ukazovateľa príjmové nerovnosti v USA dlhodobo rástli od 80. rokov 20. storočia. V roku 1974 bola miera príjmových nerovností na úrovni 0,316. V roku 2008 daný ukazovateľ nadobudol hodnotu už o 20 % vyššiu, a to 0,378 (graf 1).

Ďalšie ukazovatele príjmových nerovností sú tzv. pomerové ukazovatele, ktoré vyjadrujú pomer príjmov v rámci príjmového rozloženia. Ide o ukazovatele S90/S10 a S80/S20. Ukazovateľ S90/S10 vyjadruje pomer príjmov horného a dolného decilu, teda podiel sumy príjmov 10 % osôb z populácie s najvyššími príjmami k podielu sumy príjmov 10 % osôb z populácie s najnižšími príjmami alebo pomer priemerných príjmov daných decilov. Obdobne je to v prípade ukazovateľa S80/S20, ktorý vyjadruje pomer príjmov horného a dolného kvintilu, teda podiel sumy príjmov 20 % osôb z populácie s najvyššími príjmami k podielu sumy príjmov 20 % osôb z populácie s najnižšími príjmami alebo pomer priemerných príjmov daných kvintilov.

---

<sup>4</sup> KUMHOF, M. – RANCIERE, R. (2010): *Inequality, Leverage and Crisis*.

<sup>5</sup> KUMHOF, M. et al. (2012): *Income Inequality and Current Account Imbalances*.

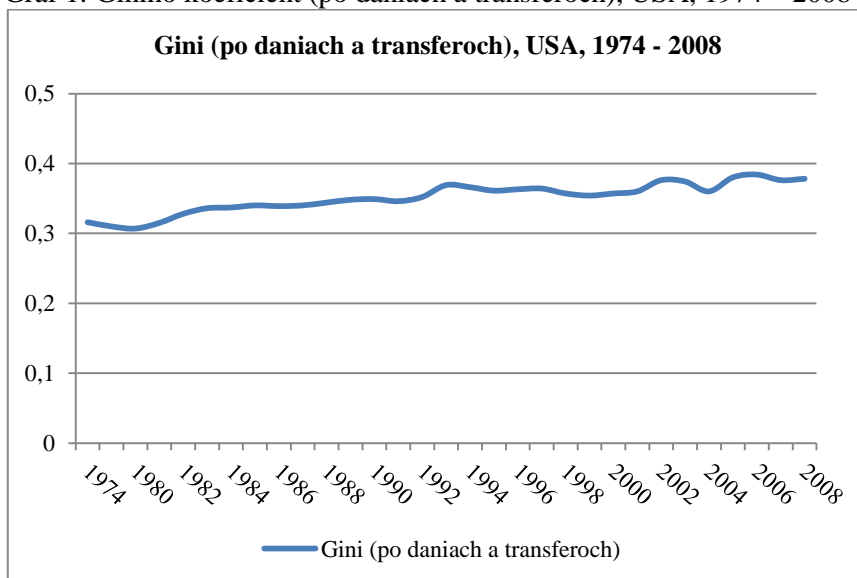
<sup>6</sup> STIGLITZ, J. (2009): *The Global crisis, social protection and jobs*.

<sup>7</sup> FITOUSSI, J. P. – STIGLITZ, J. (2009): *The Ways Out of the Crisis and the Building of a More Comprehensive World*.

<sup>8</sup> FITOUSSI, J. P. – SARACENO, F. (2010): *Inequality and Macroeconomic Performance*.

<sup>9</sup> STOCKHAMMER, E. (2010): *Neoliberalism, Income Distribution and the Causes of the Crisis*; STOCKHAMMER, E. (2012): *Rising Inequality as a Root Cause of the Present Crisis*; STOCKHAMMER, E. (2012): *Financialization, income distribution and the crisis*.

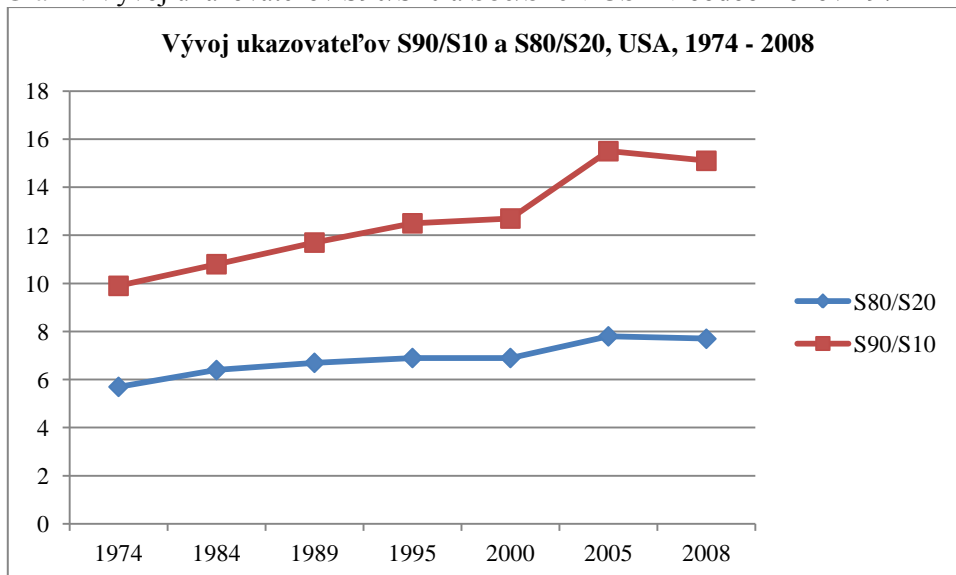
Graf 1: Giniho koeficient (po daniach a transferoch), USA, 1974 – 2008



Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov OECD.

Porovnaním oboch ukazovateľov vidíme, že príjmové nerovnosti vzrástli v USA najmä v prospech najbohatších 10 % populácie. Hodnota daného ukazovateľa sa v priebehu sledovaného obdobia zvýšila až o 50 %. V roku 2008 daný ukazovateľ nadobudol hodnotu 15,1. Pre porovnanie, ukazovateľ S80/S20 rovnako v sledovanom období vzrástol, aj keď miernejšie, a to o 35 % (graf 2).

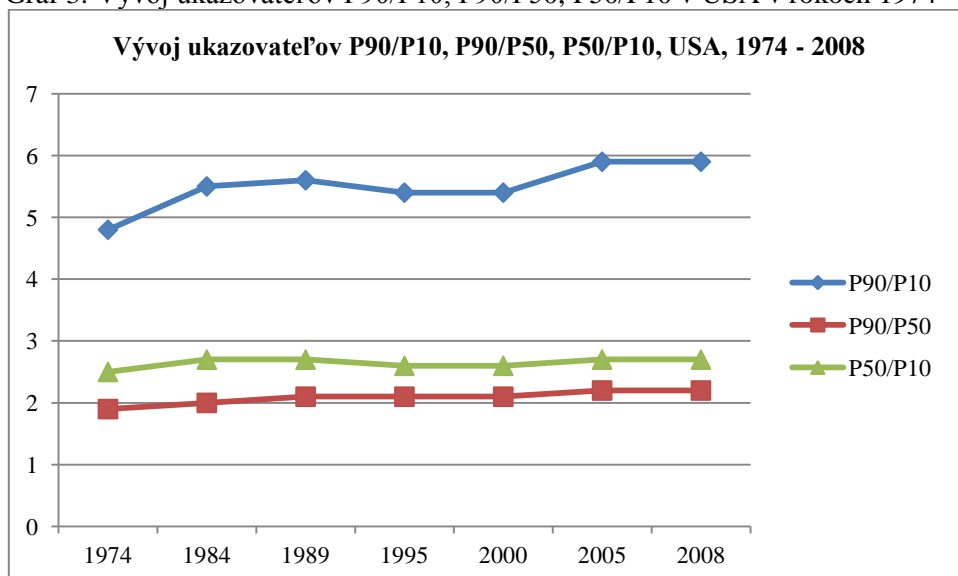
Graf 2: Vývoj ukazovateľov S90/S10 a S80/S20 v USA v období rokov 1974 – 2008



Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov OECD.

Ďalšie ukazovatele príjmových nerovností, ktoré umožňujú zachytiť charakter nerovnosti v rôznych častiach príjmového rozloženia, sú P90/P10, P90/P50 a P50/P10. Ukazovateľ P90/P10 odkazuje na pomer hornej hranice deviateho a prvého decilu a zachycuje charakter nerovnosti týkajúcej sa celej príjmovej štruktúry. Podľa daného ukazovateľa vzrástli príjmové nerovnosti v USA v období rokov 1974 – 2008 o viac ako 22 %. V roku 2008 daný ukazovateľ nadobúdala hodnotu 5,9, čo znamená, že tí, ktorí sa nachádzajú v 90 percentile mali takmer 6 krát vyšší príjem v porovnaní s tými, čo sa nachádzajú v 10 percentile. Ukazovateľ P50/P10 odkazuje na pomer príjmov hornej hranice piateho decilu (mediánu) a príjmov hornej hranice prvého decilu. Daný ukazovateľ za sledované obdobie vzrástol spomedzi nami sledovaných ukazovateľov najmenej, a to o 8 %. Pre porovnanie ukazovateľ P90/P50, ktorý zachycuje pomer príjmov deviateho a piateho decilu, vzrástol v danom období o 15 % a v roku 2008 nadobudol hodnotu 2,2 (graf 3).

Graf 3: Vývoj ukazovateľov P90/P10, P90/P50, P50/P10 v USA v rokoch 1974 – 2008



Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov OECD.

## 2 Príčiny rastu príjmových nerovností v USA

K nárastu príjmových nerovností v USA v posledných rokoch prispelo viacero faktorov. Z nášho pohľadu medzi najväčšie patria: nerovnaký prístup ku kvalitnému vzdelaniu, oslabenie sily sociálneho štátu a globalizácia.

Na prvé miesto radíme nerovnaký prístup k vzdelaniu. Obmedzený prístup k vyššiemu a kvalitnému vzdelaniu má za následok výrazný rast príjmov vysokokvalifikovanej pracovnej sily, kým reálne príjmy väčšiny obyvateľstva stagnujú. To je aj prípad USA, kde reálne príjmy väčšiny obyvateľstva od 80-tych rokov 20. storočia stagnovali. K výraznej polarizácii individuálnych príjmov v USA prispeli aj extra vysoké príjmy manažérov finančných inštitúcií.

Ďalšiu príčinu nárastu príjmových nerovností v USA vidíme v charaktere sociálneho systému USA. Tento sa radí k liberálnemu modelu,<sup>10</sup> ktorý je charakteristický nízkou úrovňou dekomodifikácie,<sup>11</sup> vysokou stratifikáciou spoločnosti, limitovanou úlohou štátu a značným podielom súkromného sektora v oblasti poskytovania sociálnych služieb a poistenia. Keďže pre liberálny režim je charakteristická preferencia trhového systému a sociálna politika je len korekciou trhových zlyhaní, sociálna ochrana je v prípade tohto modelu minimálna. Od 80-tych rokov 20. storočia navyše pod vplyvom neoliberalizmu<sup>12</sup> dochádza k oslabeniu sily sociálneho štátu v USA, čo môžeme vidieť na systéme podpory v nezamestnanosti (podpora v nezamestnanosti bola nezamestnaným osobám poskytovaná len počas veľmi krátkeho obdobia). Zároveň progresívny daňový systém oslabuje redistributívnu funkciu celého sociálneho systému.<sup>13</sup>

Svoju úlohu pri náraste príjmových nerovností v USA zohrala aj globalizácia. Snaha znižovať náklady na výrobu na minimum a možnosti presúvať výrobu do ktorejkoľvek krajiny sveta, viedli v prípade mnohých odvetví k presunutiu výroby z USA do krajín s nízkymi výrobnými nákladmi (Čína, India). Konkurencia krajín s nízkymi mzdovými nákladmi tak prispela k stagnácii reálnych príjmov väčšiny obyvateľstva. Odvetvia založené na technologickom progrese, kde je dôležité v prvom rade vzdelanie, sledovali opačný vývoj príjmov (dot-com bublina). Tým sa de facto príjmové nerovnosti prehĺbili.

### **3 Príjmové nerovnosti ako príčina svetovej finančnej a ekonomickej krízy z pohľadu teoretických koncepcií**

Myšlienka, že rastúce príjmové nerovnosti môžu viesť až k vzniku finančnej a hospodárskej krízy nie je v ekonomickej literatúre nová. John K. Galbraith vo svojom diele z roku 1954 *"Great Crash"* považuje príjmové nerovnosti za jednu z hlavných príčin Veľkej hospodárskej krízy v USA z roku 1929. Ako uvádza, príjmové nerovnosti, zlá príjmová distribúcia boli jednou z piatich slabín ekonomiky<sup>14</sup>, ktoré spomínanú krízu zapríčinili.<sup>15</sup> Keďže najbohatších 5 % populácie dostávalo až tretinu všetkých osobných príjmov (v období po 1. svetovej vojne to bolo jedna štvrtina),

---

<sup>10</sup> ESPING-ANDERSEN, G. (1990): *The Three Worlds of Welfare Capitalism*.

<sup>11</sup> Úroveň dekomodifikácie vyjadruje stupeň, do ktorého sú jednotlivci a rodina schopní udržať si sociálne akceptovateľný životný štandard nezávislý od trhového systému; ide napríklad o úroveň sociálnych programov, ktoré garantujú príjem nezamestnaným osobám.

<sup>12</sup> STOCKHAMMER, E. (2010): *Neoliberalism, Income Distribution and the Causes of the Crisis*.

<sup>13</sup> Pre porovnanie, v krajinách kontinentálnej Európy nedochádza k výraznej polarizácii individuálnych príjmov, ale klesá tu podiel miezd na celkových príjmoch.

<sup>14</sup> Ďalšími štyrmi slabínami boli: zlá, nevyhovujúca korporátna štruktúra a finančný sektor charakteristický množstvom síce nezávislých, ale slabých a zraniteľných bánk, ktoré podporovali spotrebu založenú na dlhovom financovaní, stav bežného účtu obchodnej a platobnej bilancie, kde USA boli v pozícii čistého veriteľa, zlatý štandard, ktorý viedol k prílevu zlata do USA a jeho nedostatok v európskych krajinách a ekonomicke myslenie vtedajšej vlády, ktorá sa v čase nedostatku agregátneho dopytu a deflácie zameriavala na vyrovnaný rozpočet a na boj proti inflácii.

<sup>15</sup> GALBRAITH, J.K. (2009). *The Great Crash 1929*, s. 177.

ekonomika sa stala závislou od ich spotreby a investícií. Čo sa týkalo ich spotreby, v nej prevládali prevažne luxusné statky. Spotreba luxusných statkov je však v porovnaní so statkami bežnej spotreby oveľa volatilnejšia. Navyše, ako uvádza autor, ekonomika, ktorá závisí od spotreby malého počtu ľudí, je v porovnaní s ekonomikou, kde spotrebúva viac ľudí, menej stabilná. Ak tento malý počet ľudí z nejakého dôvodu prestane míňať a investovať a teda stiahne svoje peniaze z obehu, bude to mať negatívny dopad na celú ekonomiku. Na druhej strane, nízke príjmy ostatných vrstiev takisto predstavujú problém, keďže ich spotreba (prevažne bežných spotrebných statkov) je z dôvodu ich nízkych príjmov obmedzená. Ich spotreba, a teda dopyt po spotrebných statkoch, sú nedostatočné, čo má vplyv na úroveň celkovej produkcie. Výsledkom je potom nedostatočný agregátny dopyt, ktorý Keynes označuje ako hlavnú príčinu ekonomickej recesie.

Jedným z prvých ekonómov, ktorý sa do diskusie o príčinách finančnej a ekonomickej krízy zapojil s názorom, že to boli práve rastúce príjmové nerovnosti, ktoré viedli k vzniku krízy, bol Raghuram Rajan.<sup>16</sup> Tento ekonóm otvorene poukázal na to, politici prijímajú často opatrenia, ktoré sú politicky jednoduché a všeobecne akceptovateľné, ale ktoré daný problém v skutočnosti neriešia, len ho posúvajú na neskôr. Vo svojej knihe *"Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy"* okrem iného<sup>17</sup> tvrdí, že rastúce príjmové nerovnosti v USA v posledných troch desaťročiach, podobne ako tomu bolo v období pred Veľkou hospodárskou krízou, viedli k potrebe prijať nejaké riešenie. Politický tlak však nevedol k prijatiu opatrení, ktoré by zmiernili výrazné príjmové nerovnosti (autor medzi takéto radí využitie daňového systému s cieľom redistribúcie príjmu a zlepšenie systému školstva), ale k politicky jednoduchému riešeniu, ktorým bolo rozšírenie úverových možností domácností a umožnenie vlastného bývania nízkopríjmovým skupinám. Politika lacných úverov bola z krátkodobého hľadiska výhodná. Okamžitým výsledkom bol totiž nárast spotreby domácností a tvorba nových pracovných miest v podmienkach stagnujúcich príjmov. Zároveň bola oddialená nutnosť splatenia daného úveru na neskoršie obdobie. Na druhej strane, dochádza aj k boomeru hypotekárnych úverov a následnému nárastu cien nehnuteľností. V roku 2007 a 2008 však bublina na trhu nehnuteľností praskla a naplno sa prejavili štrukturálne problémy ekonomiky.

Rajan správne poukazuje aj na to, že existujú hranice spotreby založenej na dlhovom financovaní. Vysoký dopyt po spotrebných statkoch totiž vedie k nárastu cien, a tým pádom k rastu inflácie. Centrálna banka však v určitom bode z obavy zdvihne úrokové miery, čím obmedzí možnosti domácností požičať si. Tým sa de facto obmedzia možnosti ich spotreby a výsledkom je nedostatočný agregátny dopyt. To sa aj reálne v USA stalo.

Rajan nevidí rastúce príjmové nerovnosti, resp. nesprávne politické riešenie ako jedinú príčinu krízy. Ako uvádza, motív ľahko získaných peňazí pre nízkopríjmové skupiny (podporovaný zadlženou vládou) sa spojil s motívom zisku

---

<sup>16</sup> Rajan ako jeden z prvých ekonómov už v roku 2005 poukázal na možnosť vzniku finančnej krízy vo svojej práci „*Has Financial Development Made the World Riskier*“.

<sup>17</sup> Podľa Rajana korene krízy môžeme vidieť v štrukturálnych problémoch, ktoré existovali pred krízou a ktorým sa nevenovala žiadna alebo nedostatočná pozornosť. Ide o globálne nerovnováhy, rastúce príjmové nerovnosti a ich populistické riešenia, slabá sociálna ochranná sieť a expanzia úverov spojená s vyššou averziou voči riziku na finančných trhoch.

sofistikovaného a amorálneho finančného sektora (finančné produkty s vysokými výnosmi, ale zároveň aj s vysokým rizikom, ktoré sa v tom čase podceňovalo),<sup>18</sup> čím sa de facto zapustili korene budúcej finančnej krízy. Podľa Rajana vláda mala v podstate dobrý zámer, a to znížiť príjmové nerovnosti, avšak medzera medzi zámerom a skutočným výsledkom je značná, predovšetkým, ak sa tak deje prostredníctvom súkromného sektora. Ako sa v konečnom dôsledku ukázalo, lacné úvery boli veľmi nákladným prostriedkom zníženia príjmových nerovností.<sup>19</sup> Rajan nepochybne správne poukázal aj na problém morálneho hazardu, keď banky predpokladali, že im štát v prípade finančných problémov nedovolí zbankrotovať.

Za najväčší prínos danej práce považujeme to, že sa autor nevenuje vysvetleniu len čisto ekonomických mechanizmov vzniku krízy, ale odhaľuje aj vplyv politiky na ekonomický vývoj v danej krajine. Rajan podľa nášho názoru správne poukázal na to, ako nevhodne prijaté opatrenie v spolupôsobení s ostatnými faktormi, môže spôsobiť vážnu finančnú a ekonomickú krízu.

M. Kumhof a R. Ranciere<sup>20</sup> nadväzujú na Rajanovu hypotézu o rastúcich príjmových nerovnostiach ako o príčine vzniku finančnej krízy, no zdôrazňujú čisto len jej makroekonomické implikácie. Ich DSGE model – model všeobecnej dynamickej stochastickej rovnováhy preukázal vzťah medzi nárastom príjmových nerovností medzi dvoma skupinami domácností, nárastom zadlženosti nízkopríjmových skupín a rizikom vzniku finančnej krízy v prípade uzavretej ekonomiky. Podľa nich kľúčovým mechanizmom, ktorého výsledkom bol rapidný nárast veľkosti finančného sektora v USA, bola tzv. "recyklácia" časti dodatočného príjmu od vysokopríjmových skupín k nižším príjmovým skupinám a to prostredníctvom úverov. Keďže príjmy nižších príjmových skupín viac menej stagnovali, udržať alebo zvýšiť úroveň svojich spotrebných výdavkov mohli len vďaka tejto „recyklácii“.<sup>21</sup> To však viedlo k rastúcej zadlženosti domácností a ako uvádzajú autori, rastúca zadlženosť domácností následne vedie k finančnej zraniteľnosti, čo môže viesť až k finančnej kríze.<sup>22</sup> Kríza, ktorá je poháňaná príjmovými nerovnosťami, tak môže vznikáť endogénne.

Kumhof a Ranciere vychádzajú vo svojej analýze z predpokladu, že existuje korelácia medzi rastúcimi príjmovými nerovnosťami a nárastom úverov tak pred rokom 1929, ako aj v období pred súčasnou krízou. V týchto obdobiach totiž došlo k výraznému nárastu príjmov najbohatších 5 % populácie<sup>23</sup> a rovnako i k nárastu zadlženosti domácností.<sup>24</sup> Nižšie príjmové skupiny si požičiavali, aby si udržali úroveň svojej spotreby.

Daný ekonomický model rozdeľuje domácnosti na dve skupiny. Najbohatších 5 % populácie (investori), ktorí majú peniaze, investujú, šetria a spotrebujú a zvyšných

---

<sup>18</sup> RAJAN, R. G. (2010): *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World*, s. 43.

<sup>19</sup> *Ibid.*, s. 44.

<sup>20</sup> KUMHOF, M. – RANCIERE, R. (2010): *Inequality, Leverage and Crisis*.

<sup>21</sup> Nerovnosť v spotrebe vzrástla v sledovanom období menej výrazne ako nerovnosť príjmov.

<sup>22</sup> KUMHOF, M. – RANCIERE, R. (2010): *Inequality, Leverage and Crisis*, s. 3.

<sup>23</sup> Podiel najbohatších 5 % populácie na celkových príjmoch sa zvýšil z 22 % v roku 1983 na 34 % v roku 2007. Podobne to bolo aj v období 1920 – 1928, keď tento podiel vzrástol z 24 % na 34 %.

<sup>24</sup> Podiel dlhu domácností na HDP sa v sledovaných obdobiach zdvojnásobil a v roku 2007 dosiahol dokonca vyššie hodnoty ako v roku 1932.



95 % populácie (pracovníci), ktorí majú svoj pracovný príjem, ale nevlastnia žiaden kapitál.<sup>25</sup> Spotrebúvajú len to, čo im pokryje mzda, prípadne to, čo si požičajú. Pracovníci a investori vyjednávajú o hodnotu vytvorenú produkciou. Keď dôjde k šoku, teda k výraznej zmene v rozdelení príjmov medzi oboma skupinami,<sup>26</sup> nízkopríjmové skupiny si začnú požičiavať, aby si udržali úroveň svojej spotreby. Nerovnosť v spotrebe tak vytvára aj potrebu pre nárast rozsahu finančných služieb a sprostredkovateľských služieb. Výsledkom je nárast veľkosti finančného sektora, ktorý zabezpečuje finančné toky medzi oboma skupinami obyvateľstva.<sup>27</sup> Aj keď sa chudobní zadlžujú, naďalej si požičiavajú, aby si udržali životný štandard.<sup>28</sup> Stav rovnováhy sa tak v danom modeli dosiahne len pri vyššej úrovni úverov. Značný nárast podielu dlhu na príjmoch nízkopríjmových a stredných príjmových skupín však vytvára finančnú nestabilitu, ktorá v konečnom dôsledku vyústi až do finančnej krízy.

Autori správne poukázali na to, aký dôležitý je samotný spôsob použitia dodatočného príjmu vysokopríjmových skupín. To je totiž kľúčovým determinantom udržateľnosti nižšej vyjednávacej sily nízkopríjmových skupín. Ak sa väčšina dodatočného príjmu investuje produktívne, vyšší dlh nízko príjmových skupín je udržateľný, a to z dôvodu ich rastúcich príjmov. Ak sa však väčšina dodatočného príjmu spotrebuje, alebo využije na tvorbu úverov, výsledkom je rastúca financilizácia ekonomiky, a systém sa stane nestabilným a náchylným na krízy. Okrem toho, ak nízkopríjmové skupiny nevidia reálnu možnosť rastu ich príjmov z dlhodobého hľadiska, vysoká zadlženosť a vysoké riziko vzniku krízy sa stane takmer stálou súčasťou ekonomiky.<sup>29</sup> Dodatočné príjmy najbohatších príjmových skupín neboli v USA v posledných rokoch investované produktívne. Vysvetľujeme si to nízkou ziskovosťou investícií do reálnej ekonomiky, čo viedlo k tomu, že vysoké príjmové skupiny svoj dodatočný príjem investovali v rámci finančného trhu, ktorý im poskytoval vyššie zisky. Výsledkom bol rastúci objem pôžičiek poskytnutých nízkopríjmových skupinám ako aj nárast špekulácií a investícií do rizikových finančných produktov.

Daný model uvažuje s uzavretou ekonomikou, čo v súčasnosti nezodpovedá ekonomickej realite. Avšak podľa nás je tento model stále aplikovateľný na veľkú ekonomiku, ktorá je závislá od domácej spotreby a USA takouto ekonomikou sú. Každopádne, Kumhof a kol.<sup>30</sup> aplikovali daný model aj na otvorenú ekonomiku, čím

---

<sup>25</sup> Rozdelenie na najbohatších 5 % a ostatných 95 % populácie vychádza z tvrdenia Pikettu a Saeza, podľa ktorých najvýraznejšie zmeny v príjmovej distribúcii odrážajú predovšetkým zmeny v príjmoch najvyšších príjmových skupín.

<sup>26</sup> V posledných desaťročiach reálne hrubé mzdy top 10 % vrástli kumulatívne o 70 %, reálne hrubé mzdy okolo mediánu klesli o 5 % a reálne hrubé mzdy 10 % populácie s najnižšími príjmami klesli až o 25 %.

<sup>27</sup> Podiel finančného sektora na HDP sa v období rokov 1981 – 2007 zdvojnásobil približne na úroveň 8 % HDP.

<sup>28</sup> V roku 1983 zadlženosť (meraná podielom dlhu na príjmoch) najbohatších 5 % populácie bola o 15 % vyššia v porovnaní s druhou skupinou domácností. V roku 2007 sa situácia dramaticky zmenila, keďže dlh 95 % domácností bol na úrovni okolo 140 % ich príjmov, kým v prípade najbohatších 5 % populácie ostal tento podiel počas daného obdobia stabilný na úrovni okolo 70 %.

<sup>29</sup> KUMHOF, M. – RANCIERE, R. (2010): *Inequality, Leverage and Crisis*, s. 18.

<sup>30</sup> KUMHOF, M. et al. (2012): *Income Inequality and Current Account Imbalances*.

sa priblížili podmienky v ňom bližšie k ekonomickej realite. Autori tiež uvažujú s finančnou liberalizáciou, ktorá prispela k expanzii úverov a k nárastu spotreby. V danej práci sa zamerali na analýzu vzťahu medzi nárastom príjmových nerovností a nárastom deficitov bežných účtov. Ich analýza preukázala, že nárast príjmov investorov (5 % populácie s najvyššími príjmami) a finančná liberalizácia vedú k nárastu deficitov bežných účtov. Nárast podielu príjmov investorov na celkových príjmoch o 1 % má za následok zhoršenie deficitu bežného účtu (vyjadreného ako podiel k HDP) o 0,1 percentuálneho bodu v danom období, o 0,3 percentuálneho bodu v strednodobom horizonte a o 0,6 percentuálneho bodu v dlhodobom horizonte.<sup>31</sup> Deficity pritom vznikajú v danom modeli endogénne ako reakcia na vyššie príjmové nerovnosti. Z globálneho hľadiska je nárast príjmových nerovností spojený aj s nárastom globálnych nerovnováh týkajúcich sa bežných účtov.

V danom modeli vystupujú opäť pracovníci (95 % populácie), ktorých príjmy klesajú v prospech investorov (5 % populácie). Pracovníci v krajinách s liberalizovanými finančnými službami, si v tomto modeli požičievajú nielen od domácich, ale aj od zahraničných investorov. Výsledkom je tak rast agregátneho dopytu nielen na úkor nárastu zadlženosti domácností, ale aj na úkor nárastu deficitov bežných účtov. Tu musíme spomenúť aj paralelu s Rajanom. Kumhof a kol. rovnako tvrdia, že výrazná príjmová polarizácia nevedla v krajinách s liberalizovanými finančnými službami k prijatiu adekvátnych opatrení na zníženie príjmových nerovností. Boli prijaté opatrenia zamerané na zmiernenie jej negatívnych dôsledkov. Išlo o podporu lacných pôžičiek pre nízko príjmové skupiny. Autori správne poukazujú na to, že takáto politika bola zároveň možná len vďaka finančnej liberalizácii, a teda dochádza k spolupôsobeniu daných faktorov. Krátkodobým výsledkom bol nárast spotreby, nárast agregátneho dopytu, ale za cenu rastúceho dlhu domácností. Keďže investori svoje prostriedky nevyužívali produktívne na nárast produkčných kapacít, ale na nákup finančných aktív, zároveň silnel tlak na nárast deficitov bežných účtov.

Na druhej strane, v krajinách s rozvíjajúcimi sa ekonomikami, z dôvodu „nedokonalostí finančných trhov“ pracovníci s klesajúcimi príjmami nemôžu kryť svoju spotrebu zadlžovaním. Domáci investori preto nadbytočné finančné prostriedky investujú v zahraničí, čím podporujú nie domáci, ale zahraničný dopyt. Výsledkom je vznik prebytku bežného účtu (0,5 % HDP).<sup>32</sup> V tomto rozšírenom modeli tak dochádza k "recyklácii" príjmov nielen na úrovni danej ekonomiky, ale už aj na globálnej úrovni. Výsledkom je rastúca zadlženosť a nerovnováha bežných účtov platobnej bilancie v krajinách s rozvinutým finančným systémom.

Ako sme boli svedkami, takýto vývoj viedol v konečnom dôsledku k hypotekárnej, finančnej a ekonomickej kríze. Aj druhá skupina krajín zaznamenala pokles ekonomického rastu, ale nie z dôvodu poklesu domáceho dopytu, lež z dôvodu poklesu zahraničného dopytu po ich produkcii.

Autor teórie trhov s asymetrickými informáciami, nositeľ Nobelovej ceny Joseph Stiglitz, vysvetľuje hlavnú príčinu finančnej krízy asymetrickými informáciami, ktoré deformujú trh. Nie všetci účastníci trhu majú rovnaké informácie, a preto trhy nefungujú dokonale. Niektorí účastníci trhu sú lepšie informovaní ako ostatní. Svedčí o tom aj ich snaha minimalizovať náklady na získavanie informácií, strážiť si získané

---

<sup>31</sup> *Ibid.*, s. 14.

<sup>32</sup> *Ibid.*, s. 25.

informácie či snaha zaistiť sa proti riziku.<sup>33</sup> Predpoklad asymetrických informácií je podľa nášho názoru plne aplikovateľný na svetovú finančnú krízu. Dlžníci boli nepochybne lepšie informovaní o rizikovosti danej investície v porovnaní s veriteľmi.

Asymetrické informácie boli podľa Stiglitz príčinou i výrazného nárastu príjmových nerovností v USA v posledných rokoch. Výsledkom rozdielnej informovanosti účastníkov trhu bola na jednej strane rastúca sila a snaha o vyšší zisk zo strany najbohatších 1 % populácie, ktorí lobovali za nižšie vládne intervencie a proti príjmovej redistribúcii a na strane druhej klesajúca sila pracovníkov z dôvodu deregulácie, globalizácie a slabších odborov. To sa v konečnom dôsledku prejavilo nárastom príjmových nerovností. Peniaze totiž smerovali od tých, ktorí by ich minuli (nižšie príjmové skupiny s vyšším hraničným sklonom k spotrebe) k tým, ktorí ich neboli schopní minúť.<sup>34</sup>

Ako Stiglitz ďalej uvádza, v čase keď reálne príjmy stagnovali, domácnosti si v dolnej časti príjmovej distribúcie požičiavali, aby si udržali svoje rastúce životné nároky. To im umožnila laxná monetárna politika FED-u po roku 2001, bublina cien na akciovom trhu a následne bublina cien nehnuteľností. Výsledkom bol nárast spotreby a Američania si mohli žiť nad pomery. V prípade absencie laxnej monetárnej politiky, by bol agregátny dopyt nedostatočný tak v USA, ako aj vo svete. Namiesto je však otázka čo bolo príčinou nedostatočného agregátneho dopytu? Podľa autora je to v prvom rade nárast príjmových nerovností za posledných 30 rokov. Mzdy 90 % obyvateľov s najnižšími príjmami vzrástli v danom období o 15 %, kým mzdy najbohatších 1 % obyvateľov až o 150 %. Výrazný nárast príjmov v prospech bohatých bol podľa autora výsledkom tzv. rent seeking<sup>35</sup> – čo nevedlo k vytváraniu nového bohatstva, ale k prerozdeľovaniu súčasného. „Koláč nerastie, len sa delí“. Príjmové nerovnosti pritom podľa Stiglitz negatívne ovplyvňujú ekonomický rast, produktivitu, efektívnosť. Podľa nášho názoru autor veľmi dobre poukázal aj na ďalší problém súvisiaci s nárastom príjmových nerovností, ktorým je ovplyvňovanie politického vývoja. Tí, ktorí sa nachádzajú na pomyselnom vrchu príjmovej distribúcie, využívajú svoju ekonomickú silu na ovplyvňovanie politiky vo svoj prospech. V konečnom dôsledku je to však nebezpečné pre celú spoločnosť.

Hypotézu o príjmových nerovnostiach ako o príčine nedostatočného agregátneho dopytu a príčine samotnej ekonomickej krízy Stiglitz následne rozvíja v spoločnej práci s Fitoussim.<sup>36</sup> Prínos ich spoločnej práce vidíme predovšetkým v komparácii ekonomického vývoja USA a krajín Európskej únie v podmienkach rastúcich príjmových nerovností a stagnujúceho spotrebného dopytu. V USA nižšie príjmové skupiny kompenzovali pokles príjmov redukciou úspor a nárastom zadlženosti. To umožnilo udržať vzorce spotreby nezmenené, a tým pádom aj zmierniť tlak na pokles agregátneho dopytu. Zároveň v tom čase už limitovaný sociálny systém donútil vládu prijať makroekonomické opatrenia na boj s nezamestnanosťou. Tieto

---

<sup>33</sup> GODA, T. (2013): *The role of income inequality in crisis theories and in the subprime crisis*.

<sup>34</sup> STIGLITZ, J. (2009): *The Global crisis, social protection and jobs*, s. 8.

<sup>35</sup> STIGLITZ, J. (2012): *The Price of Inequality. How Today's Divided Society Endangers Our Future*.

<sup>36</sup> FITOUSSI, J. P. – STIGLITZ, J. (2009): *The Ways Out of the Crisis and the Building of a More Comprehensive World*.

však viedli k nárastu verejného dlhu. Ekonomický rast a rast zamestnanosti sa tak dosiahol len za cenu nárastu súkromného a verejného dlhu.

Naopak v krajinách Európskej únie, rastúce príjmové nerovnosti viedli v prvom rade k nárastu objemu národných úspor. Maastrichtské kritériá, týkajúce sa deficitu verejných financií a Pakt stability a rastu, pritom oklieštili možnosti fiškálnej politiky aktívne reagovať na prípadne šoky v ekonomike a zároveň viedli k prijatiu reštriktívnych monetárnych politík. Reštriktívna monetárna politika a finančný sektor menej otvorený finančným inováciám tak regulovali nárast dlhu domácností. Výsledkom bol len slabý ekonomický rast krajín Európskej únie.

Autori vysvetľujú, ako sa tieto dve cesty ekonomického vývoja navzájom podporovali. Úspory z krajín Európskej únie (a ostatných krajín) prispeli k financovaniu spotreby USA a tak pomohli zakryť existujúce globálne štrukturálne nerovnováhy. Výsledkom bola krehká rovnováha, ktorá pomohla dočasne vyriešiť problém nedostatočného agregátneho dopytu na globálnej úrovni, ale na úkor budúceho ekonomického rastu. Dôsledky tohto vývoja vidíme až doteraz, keď sa krajinám nepodarilo obnoviť predkrízové tempá ekonomického rastu.

Fitoussi v spoločnej práci so Saracenom<sup>37</sup> rovnako poukazujú na divergentný vývoj ekonomiky USA a ekonomík krajín Európskej únie.<sup>38</sup> Na jednej strane vysoký ale neudržateľný ekonomický rast ekonomiky USA a na druhej strane stagnujúce ekonomiky krajín Európskej únie s nedostatočným domácim dopytom, závislé od exportu. Autori svoje tvrdenia podložili aj empirickou analýzou, ktorá preukázala, že krajiny, ktoré zaznamenali najvýraznejší ekonomický rast v rokoch 1995 – 2007 boli krajinami, kde krátkodobé (spotrebné) úvery vzrástli najviac. To dokazuje, že ekonomický rast v týchto krajinách v prvom rade ťahala domáca spotreba založená na dlhovom financovaní.

Divergentný vývoj ekonomík, ako vieme, pomohol zakryť ich štrukturálne problémy. Nekončiaci kruh rastúcich dlhov a rastúcich cien aktív, ktoré boli základom ekonomického rastu v USA, bol možný len vďaka opačnému ekonomickému vývoju v ostatných krajinách, ktoré svojimi úsporami financovali americkú spotrebu a ekonomický rast. Ak by kríza nevznikla, mohlo by sa zdať, že aktívna makroekonomická politika založená na dlhovom financovaní je tým správnym ekonomickým modelom. Avšak kríza ukázala, že akákoľvek snaha o udržanie ekonomickej aktivity prostredníctvom rastúceho súkromného dlhu a aktívnej makroekonomickej politiky je z dlhodobého hľadiska neudržateľná.

Autori vznik krízy neprpisujú len nárastu príjmových nerovností, ktoré viedli k slabému rastu agregátneho dopytu.<sup>39</sup> Svoju úlohu zohral aj finančný sektor. Tí, ktorí totiž profitovali z nárastu príjmových nerovností, začali vyhľadávať vysokoziskové

---

<sup>37</sup> FITOUSSI, J. P. – SARACENO, F. (2010). *Inequality and Macroeconomic Performance*.

<sup>38</sup> Príčinami sú podľa autorov rozdielne inštitucionálne zriadenia a rozdielne makroekonomické politiky.

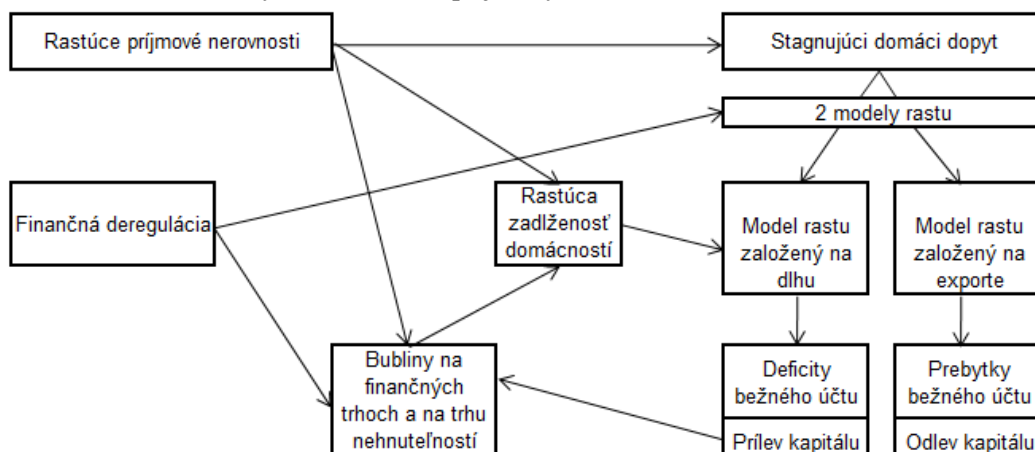
<sup>39</sup> Z makroekonomického hľadiska nárast príjmových nerovností vedie podľa autorov k posunu príjmov od domácností, ktoré majú vysoký sklon k spotrebe k domácnostiam s nízkym sklonom k spotrebe. Ak je sklon k spotrebe rôzny, potom je celkový sklon k spotrebe ovplyvnený rozdelením príjmov a nárast príjmových nerovností vedie k jeho poklesu. Pokles spotrebného dopytu potom vytvára tlak na pokles celkového agregátneho dopytu (za predpokladu nezmenených vládnych transferov, investičných výdavkov a zahraničného dopytu).

investície, čo v konečnom dôsledku viedlo k vzniku bublín.<sup>40</sup> Vysoké ceny nehnuteľností a akcií vyvolávali falošný dojem udržateľnosti vysokej úrovne dlhov. Akonáhle bubliny praskli, vznikla finančná kríza. Sociálne faktory sa tak dostávajú do úzkeho spolupôsobenia s faktormi finančnými.

Další ekonóm E. Stockhammer nastolil hypotézu, podľa ktorej možno krízu chápať ako výsledok interakcie medzi dereguláciou finančného sektora a rastúcimi príjmovými nerovnosťami. Finančný sektor tak zohráva rovnakú úlohu ako rastúce príjmové nerovnosti. Oba trendy pritom dáva do súvisu s neoliberalizmom,<sup>41</sup> ktorý od polovice 80-tych rokov viedol k významným ekonomickým a spoločenským zmenám (deregulácia finančného sektora, legislatívne opatrenia, ktoré oslabili silu odborov a silu sociálneho štátu, globalizácia).

Podľa nášho názoru tento autor najkomplexnejšie vysvetlil trasmisný mechanizmus, ktorým rastúce príjmové nerovnosti a deregulácia finančného sektora vyústili až do finančnej a ekonomickej krízy (pozri obrázok 1).

Obrázok 1: Trasmisný mechanizmus príjmových nerovností



Zdroj: Stockhammer, E. (2012): *Rising Inequality as a Root Cause of the Present Crisis*, s. 26

V prvom rade, rastúce príjmové nerovnosti viedli k tlaku na pokles agregátneho dopytu, keďže klesali príjmy nízkopríjmových skupín, ktoré majú relatívne vysoký hraničný sklon k spotrebe v porovnaní s vyššími príjmovými skupinami. Dôsledkom príjmovej polarizácie je za inak nezmenených podmienok pokles spotrebiteľského dopytu, čo vedie k stagnácii či poklesu agregátneho dopytu.

V druhom rade, z makroekonomického hľadiska narazili proti sebe dva modely rastu – model rastu založený na exporte (Nemecko a Čína) a model rastu založený na dlhu (USA a VB). Oba modely môžeme chápať ako reakciu na klesajúci domáci dopyt, ktorého príčinou boli práve rastúce príjmové nerovnosti. V prvom

<sup>40</sup> FITOUSSI, J. P. – SARACENO, F. (2010): *Inequality and Macroeconomic Performance*, s. 2.

<sup>41</sup> STOCKHAMMER, E. (2010): *Neoliberalism, Income Distribution and the Causes of the Crisis*.

prípade je klesajúci domáci dopyt kompenzovaný nárastom dlhového financovania spotreby a nárastom investícií do nehnuteľností. V druhom prípade je klesajúci domáci dopyt kompenzovaný rastúcim zahraničným dopytom. Svoju úlohu však v tomto bode zohrala aj medzinárodná finančná deregulácia. Tá umožnila krajinám s dlhovým modelom rastu udržať si vysoké deficity bežného účtu aj v dlhodobom horizonte. Krajiny s exportným modelom rastu pritom zaznamenávali na bežnom účte prebytky. Výsledkom čoho boli dlhodobé globálne nerovnováhy bežných účtov platobnej bilancie.<sup>42</sup> V prípade krajín s deficitom bežného účtu sa prílev kapitálu podpísal aj pod vznik bubliny na trhu nehnuteľností a na ostatných finančných trhoch.<sup>43</sup>

V rastovom modeli založenom na dlhu viedli vyššie príjmové nerovnosti zákonite k akumulácii dlhu. Kým podiel dlhu na HDP v prípade USA vzrástol v rokoch 2000 – 2008 o 26 % a vo Veľkej Británii až o 28 %, v Nemecku za rovnaké obdobie podiel dlhu klesol na 11 % HDP. Čo sa týka rozdelenia samotného dlhu v rámci danej spoločnosti, Stockhammer sa odvoláva na štúdiu Kennickella z roku 2009, ktorá preukázala, že kým podiel jednotlivých príjmových skupín<sup>44</sup> na celkovom dlhu ostal v rokoch 1989 – 2007 v USA viac-menej stabilný, podiel dlhu na príjmoch jednotlivých príjmových skupín sa v prípade domácností s najnižšími príjmami vyvíjal najmenej priaznivo, keď vzrástol z úrovne 61 % na 137 %. Pre porovnanie, podiel dlhu na príjmoch najbohatších 1 % populácie vzrástol len o 12 percentuálnych bodov a to z úrovne 25 % na 37 %. Podľa Stockhammera sú výsledky danej štúdie konzistentné s jeho hypotézou, podľa ktorej sa nižšie príjmové skupiny zadlžovali viac z dôvodu ich klesajúcich miezd.<sup>45</sup> Čo sa týka samotného nárastu úverov ten bol podľa Stockhammera možný vďaka finančnej deregulácii, bubline nehnuteľností a prílevu kapitálu z krajín s exportným prebytkom.

Rastúce príjmové nerovnosti zvýšili tiež sklon k špekuláciám. S rastúcim príjmom sú možnosti bohatších domácností minúť svoj príjem na nákup spotrebných statkov obmedzené, a preto rastie špekulačný motív v súvislosti s využitím daného príjmu. Nárast hedge fondov a finančných derivátov bol teda spojený s rastom príjmov superbohatých. Stockhammer sa v tomto bode odvoláva na štúdiu Lysandroua z roku 2011, podľa ktorého kľúčovou hybnou silou, ktorá viedla k vytvoreniu štruktúrovaných úverových produktov, ktoré krízu spustili, bol nadmerný globálny dopyt po cenných papieroch. Tento dopyt bol zas výsledkom obrovskej akumulácie súkromného bohatstva. Keďže hedgeové fondy majú vysoké požiadavky týkajúce sa výšky minimálneho vstupného kapitálu, sú tým pádom prístupné len superbohatým a inštitucionálnym investorom, ktorí sú ochotní držať práve takéto rizikové akcie. Ako sa však neskôr ukázalo, takéto rizikové akcie prispeli k vzniku finančnej krízy.

Rastúce príjmové nerovnosti a finančná deregulácia boli príčinou vzniku viacerých makroekonomických nerovností, menovite rastúcej obchodnej nerovnováhe medzi krajinami, rastúcej zadlženosti domácností, nárastu veľkosti finančného sektora a nárastu cien nehnuteľností a akcií, ktoré následne vyústili až do samotnej finančnej krízy. Podľa Stockhammera rastúce príjmové nerovnosti neboli len príčinou krízy, ale

---

<sup>42</sup> Kým Nemecko malo prebytok bežného účtu 7,5 %, USA mali deficit 5,07 % HDP.

<sup>43</sup> STOCKHAMMER, E. (2012): *Financialization and the Global Economy*, s. 9.

<sup>44</sup> 50 % s najnižšími príjmami, 50-90 % príjmov, 90-95 % príjmov, 95-99 % príjmov, top 1 % s najvyššími príjmami.

<sup>45</sup> STOCKHAMMER, E. (2012): *Rising Inequality as a Root Cause of the Present Crisis*, s. 15.

tiež dôvodom výrazného poklesu HDP v čase krízy. Pokles HDP sa pritom netýkal len krajín s dlhovým modelom rastu. Prejavil sa aj v krajinách s exportným rastovým modelom, a to z dôvodu poklesu zahraničného dopytu po ich domácich výrobkoch.

#### 4 Empirické štúdie

Vyššie uvedené teoretické koncepcie nepochybne vzbudili pozornosť v ekonomických kruhoch, keďže za primárnu príčinu vzniku finančnej a ekonomickej krízy považujú rastúce príjmové nerovnosti, a nie vývoj na finančnom trhu. Podľa nášho názoru je tento predpoklad správny. Finančný a bankový sektor boli len sprostredkovateľmi transferu príjmov od bohatých k chudobným, čím de facto prispeli k udržaniu makroekonomických nerovnováh v americkej ekonomike. Tento predpoklad môžeme aplikovať aj na svetovú ekonomiku. Liberalizácia finančných služieb umožnila transfer peňazí od tých, ktorí nimi disponovali (napr. krajiny Európskej únie, Čína) k tým, ktorí ich míňali (USA). Finančný sektor tak považujeme len za katalyzátor ekonomického vývoja. Štartérom udalostí však boli rastúce príjmové nerovnosti. Ak by totiž neklesli príjmy strednej triedy, táto by si nemusela požičiavať, a zároveň, keby bohatí mali nižšie príjmy, investovali by v oveľa menšej miere do špekulatívnych operácií.

Dané teoretické koncepcie boli neskôr podrobené empirickej analýze. Bližšie uvádzame výsledky empirických štúdií Atkinsona a Morelliho<sup>46</sup> a Bordo a Meissnera<sup>47</sup>. Atkinson a Morelli sledovali funkčný vzťah medzi príjmovými nerovnosťami a bankovými krízami v rámci 25 krajín v období rokov 1911- 2010. Pri identifikovaní bankových kríz vychádzali z definície Laevena a Valenciu.<sup>48</sup> Čo sa týka sledovania príjmových nerovností, autori do svojej analýzy zapojili viacero ukazovateľov ako celkovú úroveň príjmových nerovností, príjmy vysokopríjmových skupín, príjmy nízkoпрíjmových skupín, ich podiel na celkových príjmoch a takisto aj ukazovatele chudoby.<sup>49</sup> Vývoj daných ukazovateľov sledujú za obdobie 5 rokov pred bankovou krízou a 5 rokov po nej. Zároveň skúmajú úlohu rôznych druhov príjmov (pracovný príjem a príjem z kapitálu).

Na konkrétnych príkladoch bankových kríz v minulosti (bankové krízy v Nórsku, Švédsku, Fínsku a v krajinách Východnej Ázie) poukazujú na rozdielny vývoj príjmových nerovností v období pred bankovou krízou. V prípade Švédska, bankovú krízu predchádzal nárast príjmových nerovností, podobne ako tomu bolo v roku 2007 na Islande. Na druhej strane, bankovej kríze v Nórsku a vo Fínsku predchádzalo obdobie relatívne stabilného vývoja príjmových nerovností. V Malajzii celkové príjmové nerovnosti klesali tak pred krízou ako aj po nej. Naopak v Indonézii v období pred bankovou krízou nedochádza k výraznému nárastu príjmových nerovností.

---

<sup>46</sup> ATKINSON, A. B. – MORELLI, S. (2010): *Inequality and Banking Crisis: A First Look*.

<sup>47</sup> BORDO, M.D. – MEISSNER, Ch. M. (2012): *Does Inequality Lead to a Financial Crisis?*

<sup>48</sup> Pre bankovú krízu sú príznačné bankroty vo finančnom a podnikateľskom sektore, problém ekonomických subjektov splatiť svoje záväzky načas, pokles cien akcií, nehnuteľností, ktoré boli na vrchole pre krízou, výrazný nárast úrokových mier a pokles kapitálových tokov, resp. zmena ich štruktúry.

<sup>49</sup> ATKINSON, A. B. – MORELLI, S. (2010): *An inequality database for 25 countries 1911-2010*.

Celkovo z 25 bankových kríz, pre ktoré sú údaje dostatočné a konzistentné, v 10 prípadoch sa nárast príjmových nerovností pred krízou zvyšoval a v 8 prípadoch bola celková úroveň príjmových nerovností vyššia v čase krízy ako v období pred krízou (typickým príkladom je Veľká hospodárska kríza v USA z roku 1929,<sup>50</sup> či banková kríza na Islande v roku 2007).

Daná analýza teda nepreukázala všeobecný nárast príjmových nerovností a/alebo ich vysokú celkovú úroveň v čase pred vznikom bankovej krízy. Autori preto odmietajú existenciu funkčného vzťahu medzi rastúcimi príjmovými nerovnosťami a rizikom vzniku bankovej krízy. Neznamená to však, že neexistuje žiadna spojitosť medzi príjmovými nerovnosťami a finančnými krízami. Nárast príjmových nerovností a finančnej zraniteľnosti je však podľa nich skôr náhoda ako nejaká kauzalita. Autori uznávajú, že príjmové nerovnosti môžu mať sekundárny vplyv na vznik bubliny na trhu nehnuteľností.<sup>51</sup>

Autori danú analýzu neskôr doplnili, keď sa zamerali aj na skúmanie funkčného vzťahu medzi vývojom príjmových nerovností a vznikom krízy spotreby a ekonomickej krízy.<sup>52</sup> Krízu spotreby chápu ako pokles reálnej osobnej spotreby p. c. o 10 % a ekonomicke krízu ako pokles reálneho HDP p. c. o 10 %, pričom sa berie do úvahy ich kumulatívny pokles od vrcholu až po dno.

Podobne ako prvá analýza, ani táto nepreukázala žiaden korelačný vzťah medzi vývojom a/alebo úrovňou príjmových nerovností a krízou spotreby či ekonomicke krízou. V prípade krízy spotreby, 6 z 36 kríz predchádzal nárast príjmových nerovností, v 2 prípadoch príjmové nerovnosti v období pred krízou klesali, v 15 prípadoch boli stabilné a v ostatných nebolo možné určiť trend ich vývoja. Čo sa týka ekonomicke kríz, závery sú podobné. 9 z 37 ekonomicke kríz predchádzal nárast príjmových nerovností, v 6 prípadoch príjmové nerovnosti klesli v období pred krízou, v 10 prípadoch príjmové nerovnosti stagnovali a 13 nebolo možné zaradiť do žiadnej z týchto kategórií.<sup>53</sup> Keďže sa jednotlivé krízy líšia v tom, či ich predchádzal nárast alebo pokles príjmových nerovností, neexistuje podľa autorov nijaká spojitosť medzi nárastom príjmových nerovností a krízou spotreby či ekonomicke krízou.

Bordo a Meissner podrobili empirickej a teoretickej analýze tvrdenia Rajana, Kumhofa a Ranciera o vzťahu medzi príjmovými nerovnosťami a vznikom finančnej krízy. V rámci svojej analýzy, sledovali údaje za 14 rozvinutých krajín v období rokov 1920-2008, na základe ktorých chceli dokázať, že kým finančné krízy sú vo všeobecnosti predchádzané úverovou expanziou, príjmové nerovnosti len veľmi zriedkavo rastú v čase úverovej expanzie. Danú hypotézu dokazujú v dvoch krokoch. Najprv pomocou regresnej analýzy skúmajú vzťah medzi bankovými krízami

---

<sup>50</sup> V 20. rokoch vzrástol Gini koeficient o 8 percentuálnych bodov, v polovici 30. rokov bol nižší ako v roku 1929. Podiel najbohatšieho 1 % populácie vzrástol z 15 % v roku 1920 na 24 % v roku 1928 a opäť klesol na 15,5 % v rokoch 1931 a 1932. Rovnako v období pred bankovou krízou rástol aj podiel obyvateľstva s príjmom nižším ako 60 % mediánového príjmu.

<sup>51</sup> ATKINSON, A. B. – MORELLI, S. (2010): *Inequality and Banking Crisis: A First Look*, s. 56.

<sup>52</sup> ATKINSON, A. B. – MORELLI, S. (2011): *Economic crisis and Inequality*.

<sup>53</sup> *Ibid.*, str. 47-48.



a expanziou úverov.<sup>54</sup> Dokázali, že medzi týmito dvoma premennými existuje vysoká závislosť. Následne v druhom kroku skúmajú determinanty nárastu úverov, medzi nimi (krátkodobé úrokové miery, podiel investícií na HDP, ponuka peňazí, rast HDP) aj príjmové nerovnosti. Čo sa týka ukazovateľa príjmových nerovností, uvažujú s podielom príjmov určitého % obyvateľstva na celkových príjmoch. Príjem zahŕňa tak pracovný príjem, ako aj kapitálové príjmy, a to pred daňami a transfermi. Ich regresná analýza nepreukázala nijaký vzťah závislosti medzi nárastom úverov a nárastom podielu príjmov top 0,01%, 5 % alebo 10 % obyvateľstva.<sup>55</sup> Koncentrácia príjmov nie je determinujúca pre vznik bankovej krízy a príjmové nerovnosti nie sú významným determinantom úverovej expanzie, ako to tvrdia Kumhof a Ranciere. Nerovnosti síce rastú počas expanzívnej fázy ekonomického cyklu, ale daný faktor nie je determinantom nárastu úverov.<sup>56</sup> Podľa autorov ide len o vzťah náhodný.

Výsledky vyššie uvedených empirických štúdií odporujú teoretickým tvrdeniam, ktoré rastúce príjmové nerovnosti považujú za primárnu príčinu svetovej finančnej a ekonomickej krízy. Vysvetľujeme si to tým, že kým dané teoretické koncepcie sa venujú len súčasnej kríze, empirické štúdie sledovali celý rad kríz. Podľa nášho názoru nie všetky recesie sú spôsobené rastúcimi príjmovými nerovnosťami. Zároveň, ak sa pozrieme na skúmané krajiny, autori zahrnuli do analýzy aj malé otvorené ekonomiky, ktoré závisia nie od domáceho, ale od zahraničného dopytu. V prípade americkej ekonomiky, kde finančná kríza vznikla, boli príčinou nedostatočného domáceho dopytu, od ktorého je americká ekonomika závislá, práve rastúce príjmové nerovnosti, tak ako sme to vysvetlili v predchádzajúcej časti článku.

## ZÁVER

Rast príjmových nerovností v USA za ostatných 30 rokov viedol k oslabeniu agregátneho dopytu predovšetkým z dôvodu nedostatočnej domácej spotreby. Problém stagnujúcej domácej spotreby sa v podmienkach klesajúcich príjmov snažila vláda vyriešiť politikou lacných úverov. Finančný sektor pritom pôsobil ako akýsi sprostredkovateľ, ktorý zabezpečil transfer peňazí od tých, ktorí ich mali, no neboli schopní ich minúť, k tým, ktorí ich nemali, ale snažili sa udržať úroveň svojej spotreby aj napriek poklesu či stagnácii svojich reálnych príjmov. Nárast zadlženosti väčšiny domácností v USA pomohol krátkodobo zvýšiť domáci dopyt a rástla aj zamestnanosť. Nárast zadlženosti však má svoje hranice. Rastúci dopyt po spotrebných statkoch vedie k rastu inflácie. Bublina cien nehnuteľností tiež určite jedného dňa praskne. Ekonomika sa prehrieva a je ďaleko od svojich fundamentov. Zákonite musí prísť korekcia, ktorá v prípade ekonomiky USA predstavuje najhoršiu recesiu od čias Veľkej hospodárskej krízy z roku 1929. Rastúce príjmové nerovnosti nevedli len k nárastu zadlženosti domácností. Tí, ktorí profitovali z nárastu príjmových nerovností, začali vyhľadávať vysokoziskové investície, čo viedlo k vzniku bublín. Vysoké ceny nehnuteľností a akcií zároveň vyvolávali falošný dojem udržateľnosti vysokej úrovni

---

<sup>54</sup> Bankové krízy predstavujú situáciu, pre ktorú je charakteristická systémová panika, bankroty a značné finančné straty.

<sup>55</sup> BORDO, M. D. – MEISSNER, Ch. M. (2012): *Does Inequality Lead to a Financial Crisis?*

<sup>56</sup> Ich analýza preukázala, že hlavnými determinantmi expanzie úverov sú v prvom rade ekonomický rast a nízke úrokové miery.

dlhov. Akonáhle bubliny praskli, vznikla finančná kríza, ktorá prerástla až do ekonomickej krízy.

Okrem finančných faktorov boli ďalšími katalyzátormi vývoja aj globálne nerovnováhy. Napriek rastu príjmových nerovností sa ekonomiky USA a krajín Európskej únie vyvíjali odlišne a každá predstavuje pomyselnú jednu miskú váh. Kým v USA nižšie príjmové skupiny kompenzovali pokles príjmov redukciami úspor a nárastom zadlženosti, čo umožnilo udržať vzorce spotreby nezmenené a zachovať ekonomický rast, v prípade krajín Európskej únie viedol nárast príjmových nerovností predovšetkým k nárastu objemu národných úspor. Reštriktívna monetárna a fiškálna politika spolu s menej liberalizovaným finančným trhom viedli k slabému ekonomickému rastu krajín Európskej únie. Divergentný vývoj ekonomík vyústil do krehkej rovnováhy, keďže krajiny Európskej únie svojimi úsporami financovali americkú spotrebu a ekonomický rast. Víťaz v tejto pomyslenej súťaži makroekonomických politík nie je žiaden, keďže došlo ku kríze.

Stockhammer poukazuje aj na iné makroekonomické implikácie globálnych nerovnováh súvisiacich s rastúcimi príjmovými nerovnosťami. Ide o stret dvoch modelov rastu, a to modelu rastu založeného na exporte (Nemecko a Čína) a modelu rastu založeného na dlhu (USA a UK). V prvom modeli je domáci dopyt kompenzovaný rastúcim zahraničným dopytom. V druhom modeli je zas klesajúci domáci dopyt kompenzovaný nárastom dlhového financovania spotreby a nárastom investícií do nehnuteľností. Globálne nerovnováhy sa prejavili aj v prípade bežných účtov platobnej bilancie. Medzinárodná finančná deregulácia totižto umožnila krajinám s dlhovým modelom rastu, udržať si vysoké deficity bežného účtu aj v dlhodobom horizonte. Krajiny s exportným modelom rastu pritom zaznamenávali na bežnom účte prebytky. V prípade krajín s deficitom bežného účtu sa prílev kapitálu z krajín s prebytkom bežného účtu následne podpísal aj pod vznik bubliny na trhu nehnuteľností a na ostatných finančných trhoch. Kríza zodpovedala aj pomyselnú otázku, ktorý model ekonomického rastu je úspešnejší. Ako sme mohli vidieť, obidva modely rastu zlyhali. Podľa nášho názoru úspešný ekonomický model by mal v prvom rade riešiť problém rastúcich príjmových nerovností. Rovnomernejšie rozdelenie príjmov a bohatstva sa tak stáva nevyhnutným predpokladom každého stabilného rastového modelu.

Teoretické koncepcie, označujúce rastúce príjmové nerovnosti za hlavnú príčinu svetovej finančnej a ekonomickej krízy, boli podrobené empirickému skúmaniu. Analýza Atkinsona a Morelliho nepreukázala všeobecný nárast príjmových nerovností a/alebo ich vysokú celkovú úroveň v čase pred vznikom bankovej krízy. Autori preto odmietajú existenciu funkčného vzťahu medzi rastúcimi príjmovými nerovnosťami a rizikom vzniku bankovej krízy. Doplnená analýza z roku 2012 potvrdila výsledky predchádzajúcej štúdie, a teda že neexistuje korelačný vzťah medzi vývojom a/alebo úrovňou príjmových nerovností a krízou spotreby či ekonomickou krízou. Bordo a Meissner (2012) svojou analýzou preukázali, že kým finančné krízy sú vo všeobecnosti predchádzané úverovou expanziou, príjmové nerovnosti len veľmi zriedkavo rastú v čase úverovej expanzie. Vyvrátenie teoretických názorov, že rastúce príjmové nerovnosti sú hlavnou príčinou finančnej a ekonomickej krízy, nepovažujeme za absolútne. Domievame sa, že aj napriek tomu, že rastúce príjmové nerovnosti vo všeobecnosti nie sú určujúcim faktorom pre vznik finančnej či ekonomickej krízy, neznamená to, že príjmové nerovnosti nehrajú nijakú úlohu pri vzniku finančnej krízy.

V niektorých prípadoch a za konkrétnych podmienok môžu byť jedným z určujúcich faktorov vzniku finančnej krízy, tak ako tomu bolo v USA v roku 2008, keď rastúce príjmové nerovnosti v spolupôsobení s finančnými faktormi a v podmienkach globálnych nerovnováh spôsobili vážnu finančnú a ekonomickú krízu.

#### POUŽITÁ LITERATÚRA:

1. ATKINSON, A. B. – MORELLI, S. (2010): *An inequality database for 25 countries 1911-2010*. Discussion Paper.
2. ATKINSON, A. B. – MORELLI, S. (2010): *Inequality and Banking Crisis: A First Look*. [online]. [cit. 2013-06-29]. Dostupné na internete: <<http://isites.harvard.edu/fs/docs/icb.topic457678.files/ATKINSON%20paper.pdf>>.
3. ATKINSON, A. B. – MORELLI, S. (2011): *Economic crisis and Inequality*. [online]. Human Development Research Paper 2011/06. [cit. 2013-06-29]. <[http://hdr.undp.org/en/reports/global/hdr2011/papers/HDRP\\_2011\\_06.pdf](http://hdr.undp.org/en/reports/global/hdr2011/papers/HDRP_2011_06.pdf)>.
4. BORDO, M.D. – MEISSNER, Ch. M. (2012): *Does Inequality Lead to a Financial Crisis?* [online]. NBER Working Paper No. 17896. March 2012. [cit. 2013-07-12]. Dostupné na internete: <<http://www.nber.org/papers/w17896.pdf>>.
5. ESPING-ANDERSEN, G. (1990): *The Three Worlds of Welfare Capitalism*. New Jersey: Princeton University Press, 1990. ISBN 9780691028576.
6. FITOUSSI, J. P. – SARACENO, F. (2010): *Inequality and Macroeconomic Performance*. [online]. OFCE/Sciences Po, July 6, 2010. [cit. 2013-07-20]. Dostupné na internete: <<http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/dtravail/WP2010-13.pdf>>.
7. FITOUSSI, J. P. – STIGLITZ, J. (2009): *The Ways Out of the Crisis and the Building of a More Comprehensive World*. [online]. OFCE/Sciences Po. N. 2009-17. [cit. 2013-07-24]. Dostupné na internete: <<http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/dtravail/WP2009-17.pdf>>.
8. GALBRAITH, J. K. (2009): *The Great Crash 1929*. Mariner Books: United States of America, 2009.
9. GODA, T. (2013): *The role of income inequality in crisis theories and in the subprime crisis*. [online]. Post Keynesian Study Group. Working Paper 1305. [cit. 2013-06-10]. Dostupné na internete: <<http://www.postkeynesian.net/downloads/wpaper>>.
10. HVOZDÍKOVÁ, V. et al. (2008): *Riziká aktuálnych vývojových trendov vo svetovej ekonomike: Finančná, demografická, potravinová a enviromentálna kríza*. Bratislava: Ekonomický ústav Slovenskej akadémie vied, 2008. 147 s. ISBN 978-80-7144-170-0.
11. KOHOUT, P. (2010): *Finance po krizi: Důsledky hospodářské recese a co bude dál*. 2. vyd. Praha: Grada Publishing, 2010. 272 s. ISBN 978-80-247-3583-2.
12. KUMHOF, M. – RANCIERE, R. (2010): *Inequality, Leverage and Crisis*. [online]. IMF Working Paper. November 2010. International Monetary Fund.

- [cit. 2013-06-14]. Dostupné na internete: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10268.pdf>>.
13. KUMHOF, M. et al. (2012): *Income Inequality and Current Account Imbalances*. [online]. IMF Working Paper. January 2012. International Monetary Fund. [cit. 2013-06-20]. Dostupné na internete: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp1208.pdf>>.
  14. RAJAN, R.G. (2005): *Has Financial Development Made the World Riskier?* NBER Working Paper No: 11728.
  15. RAJAN, R. G. (2010): *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World*. Princeton: Princeton University Press, 2010.
  16. STIGLITZ, J. E. (1992): Capital markets and economic fluctuations in capitalist economies. In: *European Economic Review*, 1992, roč. 36, č. 2-3, s. 269-306.
  17. STIGLITZ, J. (2009): The Global crisis, social protection and jobs. [online]. In: *International Labour Review*, 2009, roč. 148, č. 1-2. [cit. 2013-07-15]. Dostupné na internete: <[http://www.ilo.org/public/english/revue/download/pdf/s1\\_stiglitz2009\\_1\\_2.pdf](http://www.ilo.org/public/english/revue/download/pdf/s1_stiglitz2009_1_2.pdf)>.
  18. STIGLITZ, J. (2012): *The Price of Inequality. How Today's Divided Society Endangers Our Future*. New York: W. W. Norton & Company, 2012. ISBN 978-0-393-08869-4.
  19. STOCKHAMMER, E. (2009): *Determinants of functional income distribution in OECD countries*. [online]. IMK Studies, Nr. 5/2009. Düsseldorf 2009. [cit. 2013-07-07]. Dostupné na internete: <[http://www.global-labour-university.org/fileadmin/GLU\\_conference\\_2010/papers/18.\\_Determinants\\_of\\_functional\\_income\\_distribution\\_in\\_OECD\\_countries.pdf](http://www.global-labour-university.org/fileadmin/GLU_conference_2010/papers/18._Determinants_of_functional_income_distribution_in_OECD_countries.pdf)>.
  20. STOCKHAMMER, E. (2010): *Neoliberalism, Income Distribution and the Causes of the Crisis*. [online]. Research on Money and Finance, Discussion Paper no 19. June 2010. [cit. 2013-07-03]. Dostupné na internete: <<http://www.researchonmoneyandfinance.org/media/papers/RMF-19-Stockhammer.pdf>>.
  21. STOCKHAMMER, E. (2012): *Financialization and the Global Economy*. [online]. Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst. Working Paper Series. Number 240. November 2010. [cit. 2013-07-07]. Dostupné na internete: <[http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working\\_papers/working\\_papers\\_201-250/WP240.pdf](http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_201-250/WP240.pdf)>
  22. STOCKHAMMER, E. (2012): *Rising Inequality as a Root Cause of the Present Crisis*. [online]. Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst. Working Paper Series. Number 282. April 2012. [cit. 2013-07-07]. Dostupné na internete: <<http://www.iadb.org/intal/intalcdi/PE/2012/12196.pdf>>.
  23. STOCKHAMMER, E. (2012): Financialization, income distribution and the crisis. [online]. In: *Investigación Económica*, roč. 71, č. 279. [cit. 2013-07-10]. Dostupné na internete: <<http://eprints.kingston.ac.uk/23226/1/Stockhammer-E-23226.pdf>>.

## **KONTAKT**

Ing. Miriama Vašková  
Katedra medzinárodných ekonomických vzťahov a hospodárskej diplomacie  
Fakulta medzinárodných vzťahov  
Ekonomická univerzita v Bratislave  
Dolnozemska cesta 1/B  
85235 Bratislava  
E-mail: [mimka178@hotmail.com](mailto:mimka178@hotmail.com)