

FEKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA

Evidenčné číslo: 101007/I/2023/36122163606281476

DOPAD DEPRECIÁCIE VÝMENNÉHO KURZU NA
CEZHRANIČNÉ ÚVERY

Diplomová práca

2023

Bc. Veronika Ferenčíková

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA

DOPAD DEPRECIÁCIE VÝMENNÉHO KURZU NA
CEZHRANIČNÉ ÚVERY

Diplomová práca

Študijný program: Finančné trhy a investovanie
Študijný odbor: Ekonomia a manažment
Školiace pracovisko: Katedra bankovníctva a medzinárodných financií
Vedúci záverečnej práce: Ing. Boris Fišera, PhD.

Bratislava 2023

Bc. Veronika Ferenčíková

Čestné vyhlásenie

Čestne vyhlasujem, že som diplomovú prácu vypracovala samostatne a s využitím uvedenej literatúry.

V Bratislave, dňa

.....

Veronika Ferencíková

Pod'akovanie

Rada by som sa pod'akovala vedúcemu tejto diplomovej práce Ing. Borisovi Fišerovi, PhD. za prístup, všetky cenné rady, pripomienky a usmernenia, ktorými prispel k vypracovaniu tejto diplomovej práce.

ABSTRAKT

FERENČÍKOVÁ, Veronika: *Dopad depreciácie výmenného kurzu na cezhraničné úvery*. – Ekonomická univerzita v Bratislave. Národohospodárska fakulta; Katedra bankovníctva a medzinárodných financií. – Ing. Boris Fišera, PhD. – Bratislava: NHF EU, 2023, 81 s.

Cieľom diplomovej práce je analyzovať dopad depreciácie výmenného kurzu na ekonomický rast prostredníctvom jej vplyvu na cezhraničné úvery. Primárna pozornosť je venovaná vybraným 15 európskym krajinám na kvartálnej báze v časovom období 2000 – 2022. Práca je rozdelená do štyroch kapitol a obsahuje 9 grafov a 11 tabuliek. Prvá kapitola sa venuje všeobecnej charakteristike základných pojmov a priblíženiu fungovaniu finančného kanála výmenného kurzu – t.j. dopadu pohybov výmenného kurzu na rast HDP prostredníctvom ich vplyvu na cezhraničné úvery. V analytickej časti práce na základe regresných modelov s fixnými efektmi meriame dopad depreciácie domácej meny na rast HDP prostredníctvom jej vplyvu na cezhraničné úvery. V závere analytickej časti práce sme zhrnuli výsledky práce a porovnali tieto výsledky s ostatnými autormi zaoberajúcimi sa danou problematikou. Výsledkom analyzovanej problematiky je, že v krajinách s vyššími cezhraničnými úvermi má depreciácia negatívnejší dopad na rast HDP v porovnaní s krajinami, ktoré majú nižšie cezhraničné úvery. Zároveň dopad depreciácie prostredníctvom finančného kanála má väčší dopad na rast HDP v menej rozvinutých krajinách, pričom vo vybraných rozvinutých krajinách tento efekt nepozorujeme. V závere práce tiež na základe empirického výskumu uvádzame odporúčania pre tvorcov hospodárskych politík.

Kľúčové slová:

Výmenný kurz, cezhraničné úvery, ekonomický rast, depreciácia, finančný kanál, regresný model s fixnými efektmi

ABSTRACT

FERENČÍKOVÁ, Veronika: *Effect of Currency Depreciation on Cross-Border Credit*. – Univesity of Economics in Bratislava. Faculty of National Economy; Department of Banking and International Finance. – Ing. Boris Fišera, PhD. – Bratislava: NHF EU, 2023, 81 p.

The aim of the work is the analysis of the impact of exchange rate depreciation on the economic growth and cross-border credit. The primary focus is on a selection of 15 European countries on a quarterly basis over the period 2000-2022. The thesis is divided into four chapters and contains 9 graphs and 11 tables. The first chapter is devoted to a general characterisation of the basic concepts and an introduction to the functioning of the exchange rate financial channel – i.e., the impact of exchange rate movements on GDP growth through their impact on cross-border credit. In the analytical part of the thesis, the impact of domestic currency depreciation on GDP growth and cross-border credit is measured based on fixed effects regression models. In the conclusion of the analytical part of the paper, the results of the analysis are summarised and compared with those of other authors dealing with the same issue. The result of the analysis is that in countries with higher cross-border credit, depreciation has a more negative impact on GDP growth compared to countries that have lower cross-border credit. At the same time, the impact of depreciation through the financial channel has a larger impact on GDP growth in less developed countries, while this effect is not observed in selected developed countries. The thesis concludes with recommendations for economic policy makers based on empirical research.

Key words:

Exchange rate, cross-border credit, economic growth, depreciation, financial channel, fixed effects regression model

Obsah

Zoznam schém, grafov a tabuliek.....	8
Úvod	9
1 Súčasný stav riešenej problematiky	11
1.1. Vymedzenie základných pojmov	12
1.2. Dopad výmenného kurzu cez obchodný kanál.....	13
1.2.1. Podhodnotenie meny ako determinant ekonomického rastu	15
1.2.2. Negatívny dopad podhodnotenia meny na ekonomický rast	17
1.2.3. Neexistujúci vzťah medzi podhodnotením a ekonomickým rastom.....	18
1.3. Dopad výmenného kurzu cez finančný kanál	19
1.3.1. Cezhraničné úvery	21
1.3.2. Original sin	22
1.3.3. Determinanty cezhraničných úverov	24
1.3.4. Dopad depreciaácie na cezhraničné úvery.....	26
1.3.5. Vplyv cezhraničných úverov na ekonomický rast.....	29
1.4. Príbuzné štúdie	31
2 Cieľ práce	33
3 Metodika práce a metódy skúmania	34
4 Výsledky práce	38
4.1. Deskriptívna analýza.....	38
4.1.1. Nominálny efektívny výmenný kurz	38
4.1.2. Cezhraničné úvery	43
4.1.3. Ekonomický rast	47
4.2. Výsledky regresných modelov	49
4.2.1. Regresný model pre všetky sledované krajiny.....	49
4.2.2. Regresný model pre rozvinuté krajiny.....	58
4.2.3. Regresný model pre menej rozvinuté krajiny	62
4.2.4. Regresný model pre krajiny V4.....	67
4.2.5. Model s reálnym HDP.....	70
4.3. Diskusia.....	73
Záver	76
Zoznam použitej literatúry	77

Zoznam schém, grafov a tabuliek

Schéma 1 – Vplyv výmenného kurzu na ekonomický rast.....	11
Schéma 2 – Dopad depreciaácie a apreciaácie prostredníctvom obchodného kanála.....	14
Schéma 3 – Dopad depreciaácie a apreciaácie prostredníctvom finančného kanála	20
Schéma 4 – Základná charakteristika cezhraničných úverov	22
Graf 1 – Priemerná hodnota NEER za celé sledované obdobie	39
Graf 2 – Priemerná hodnota NEER v jednotlivých krajinách za celé sledované obdobie..	41
Graf 3 – Vývoj NEER v krajinách V4 za celé sledované obdobie	42
Graf 4 – Cezhraničné bankové záväzky na základe denominácie	43
Graf 5 – Celkový objem cezhraničných záväzkov v menej vyspelých krajinách	44
Graf 6 – Celkový objem cezhraničných záväzkov vo vyspelých krajinách	45
Graf 7 – Vývoj cezhraničných záväzkov za celé sledované obdobie	46
Graf 8 – Vývoj cezhraničných záväzkov v krajinách V4	47
Graf 9 – Vývoj priemerných hodnôt ekonomického rastu	48
Tabuľka 1 – Základný popis použitých premenných.....	37
Tabuľka 2 – Výsledky modelov na vzorke všetkých krajín	52
Tabuľka 3 – Výsledky modelov na vzorke všetkých krajín podľa denominácie cezhraničných záväzkov	55
Tabuľka 4 – Výsledky modelov na vzorke rozvinutých krajín	60
Tabuľka 5 – Výsledky modelov na vzorke rozvinutých krajín podľa denominácie cezhraničných záväzkov	61
Tabuľka 6 – Výsledky modelov na vzorke menej rozvinutých krajín.....	64
Tabuľka 7 – Výsledky modelov na vzorke menej rozvinutých krajín podľa denominácie cezhraničných záväzkov	66
Tabuľka 8 – Výsledky modelov na vzorke krajín V4.....	68
Tabuľka 9 – Výsledky modelov na vzorke krajín V4 podľa denominácie cezhraničných záväzkov	69
Tabuľka 10 – Výsledky modelov na vzorke všetkých krajín s reálnym HDP.....	71
Tabuľka 11 – Výsledky modelov na vzorke menej rozvinutých krajín s reálnym HDP	72

Úvod

Výmenný kurz predstavuje významnú makroekonomickú veličinu v hospodárstve každej krajiny. Skúmanie dopadov pohybov výmenného kurzu na ekonomický rast preto nie je novým konceptom. Pohyby výmenného kurzu môžu do značnej miery ovplyvniť hospodársky rast, a to prostredníctvom tzv. obchodného kanála a finančného kanála. Zatiaľ čo prostredníctvom obchodného kanála deprecia domácej meny ovplyvňuje export, ktorý stimuluje ekonomickú aktivitu, finančný kanál môže mať opačný efekt. Deprecia domácej meny prostredníctvom tzv. finančného kanála zvyšuje náklady na cezhraničné úvery v podobe zvýšených záväzkov, ktoré majú krajiny denominované v cudzej mene, čo môže negatívne vplyvať na ekonomický rast.

Svet je do značnej miery globalizovaný, čo zároveň predstavuje aj zvýšené medzinárodné toky medzi jednotlivými krajinami. Krajiny disponujú rozsiahlymi finančnými prepojeniami, a predovšetkým aj veľkými objemami cezhraničných úverov v cudzej mene. Vzhľadom na medzinárodnú finančnú prepojenosť sa jednotlivé krajiny vystavujú riziku, ktoré priamo vyplýva z menového nesúladu. Na jednej strane sa krajiny prostredníctvom cezhraničného financovania zúčastňujú na medzinárodnom finančnom trhu, čo zároveň vedie k stimulácii ekonomického rastu prostredníctvom zvýšených investícií a zvýšenej verejnej či súkromnej spotreby. Na druhej strane deprecia domácej meny voči mene, v ktorej sú denominované jej zahraničné záväzky, zvyšuje náklady týchto cezhraničných záväzkov, čo môže negatívne vplyvať na investície, verejnú a súkromnú spotrebu, a tým aj na celkový ekonomický rast.

Na ekonomický rast pôsobí mnoho determinantov, avšak zvýšené toky cezhraničných úverov, ktoré sú vystavené vplyvu pohybov výmenných kurzov, považujeme za ďalší kľúčový faktor. Predmetom diplomovej práce je skúmanie dopadu pohybov výmenného kurzu na ekonomický rast prostredníctvom ich vplyvu na cezhraničné úvery. Kurzové šoky majú vplyv na poskytovanie externého financovania predovšetkým v rozvíjajúcich sa krajinách vzhľadom na to, že tieto krajiny sú závislé od cezhraničných zdrojov financovania. Menej rozvinuté krajiny majú vďaka cezhraničnému financovaniu možnosť vyššej ekonomickej prosperity, zároveň sa však stávajú zraniteľné voči externým šokom a riziku menového nesúladu, čo vedie ich hospodárstvo k nestabilite. V diplomovej práci sa preto

zameriame primárne na menej rozvinuté krajiny Európy, pričom všetky sledované javy porovnáme na nasledovných paneloch – všetkých sledovaných krajinách, menej rozvinutých krajinách, rozvinutých krajinách a krajinách integračného zoskupenia V4.

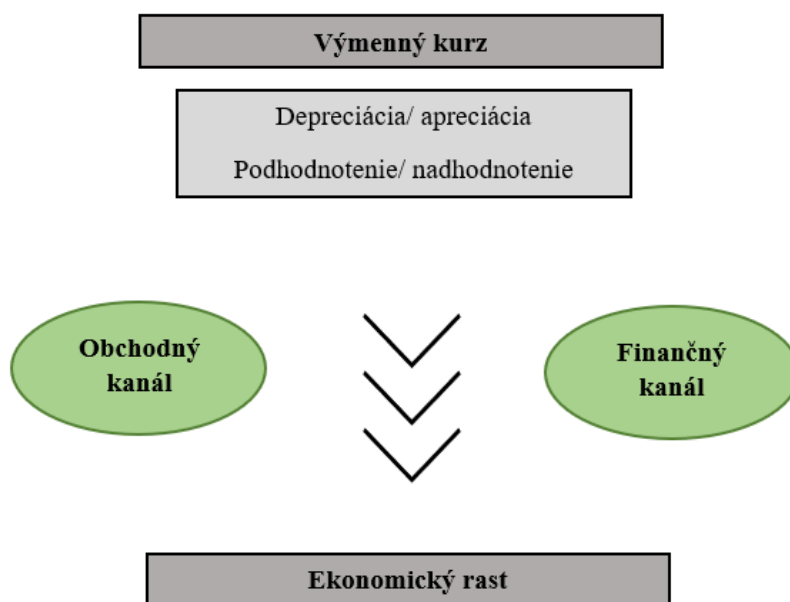
Diplomová práca je rozdelená na dve hlavné časti – teoretickú a analytickú. V prvej časti práce sa zameriame na všeobecné teoretické vymedzenie základných premenných – výmenný kurz, cezhraničné úvery a ekonomický rast. Bližšie teoreticky a pomocou jednotlivých schém vysvetlíme dopady pohybov výmenného kurzu na ekonomický rast prostredníctvom tzv. obchodného kanála, pričom spomenieme štúdie autorov, ktorých záverom je pozitívny dopad, negatívny dopad a žiadny vzťah medzi podhodnotenou domácou menou a ekonomickým rastom. Následne teoreticky vymedzíme pôsobenie pohybov výmenného kurzu na ekonomický rast prostredníctvom tzv. finančného kanála. Bližšie zadefinujeme cezhraničné úvery a ich determinanty v rámci čoho sa v krátkosti venujeme pojmu „Original sin“, čo predstavuje nedokonalosť fungovania finančných trhov. Ďalej sa venujeme empirickým štúdiám, ktorých autori sa zaoberali problematikou dopadov výmenných kurzov na cezhraničné úvery, a následne spomenieme štúdie, ktoré sa zaoberali vplyvom cezhraničných úverov na ekonomický rast.

V druhej časti práce zadefinujeme hlavný cieľ diplomovej práce, ktorý sa snažíme naplniť prostredníctvom čiastkových cieľov. Následne v rámci metodiky práce prezentujeme hlavné pracovné postupy, ktoré pri napĺňaní jednotlivých cieľov v práci využívame. Praktická časť práce je rozdelená na dve časti, pričom v prvej časti sa venujeme deskriptívnej analýze, ktorej obsahom je zanalyzovanie vývojových tendencií jednotlivých základných premenných na základe grafického zobrazenia v časovom priestore od roku 2000 do roku 2022, príp. 2021. V empirickej časti práce analyzujeme dopady depreciačné výmenného kurzu na ekonomický rast prostredníctvom jeho vplyvu na cezhraničné úvery na základe zostrojených regresných modelov na jednotlivých spomínaných paneloch. V závere tejto časti práce súčasne prezentujeme aj výsledky empirických štúdií autorov, ktorí sa taktiež zaoberali nami príbuznou problematikou, a ktoré konfrontujeme s výsledkami našej empirickej analýzy.

1 Súčasný stav riešenej problematiky

Problematika výmenného kurzu v spojení s ekonomickým rastom nie je len záujmom a predmetom skúmania ekonómov, ale aj tvorcov hospodárskych politík jednotlivých krajín. Podhodnotenie meny v súvislosti s ekonomickým rastom je témou ekonomického výskumu už niekoľko rokov. Využívanie podhodnoteného výmenného kurzu ako nástroja na dosahovanie vyššej ekonomickej prosperity prostredníctvom obchodného kanála je tradičný pohľad na pohyby výmenných kurzov. Makroekonómovia sa však v posledných rokoch vo svojich empirických štúdiách začali zaoberať aj dopadom pohybov výmenných kurzov na ekonomický rast prostredníctvom tzv. finančného kanála. Citlivosť cezhraničných úverov na pohyby výmenných kurzov však nie je novým konceptom. V tejto časti práce teoreticky opíšeme základné pojmy ako výmenný kurz, ekonomický rast, cezhraničné úvery a ich determinanty. Na základe empirickej literatúry vymedzíme, ako pohyby výmenných kurzov môžu vplývať na ekonomický rast prostredníctvom obchodného, ale taktiež aj finančného kanála, čo graficky predstavuje schéma 1.

Schéma 1 – *Vplyv výmenného kurzu na ekonomický rast*



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa použitej literatúry.

1.1. Vymedzenie základných pojmov

V ekonomickej terminológii možno teoreticky menový kurz podľa Kotlebovej (2007) definovať ako vzájomnú komparáciu menových jednotiek domácej meny so zahraničnými menovými jednotkami, ktorá prebieha prostredníctvom menového, resp. devízového kurzu. Devízový kurz možno charakterizovať ako cenu peňažnej jednotky jednej meny vyjadrenú v peňažných jednotkách inej meny. Výmenný kurz je tiež menovým parametrom vonkajšej kúpnej sily meny, prostredníctvom ktorého sa vyrovnáva výška domácich relatívnych cien so svetovými cenami. Výmenný kurz teda do značnej miery možno považovať aj za determinant, ktorý ovplyvňuje hospodársku politiku krajín, podniky pôsobiace v ekonomikách a tiež všetky ostatné subjekty pôsobiace na trhu.

Hodnota meny je obyčajne determinovaná ponukou a dopytom po danej mene na devízovom trhu. Zároveň je však hodnota meny ovplyvňovaná aj určitou formou intervencie v rámci monetárnej politiky. Na výslednom menovom kurze sa však nepodielá len trhové pôsobenie ponuky a dopytu po danej mene. Hodnotu výmenného kurzu určuje niekoľko fundamentálnych ekonomických determinantov, medzi ktoré možno zaradiť infláciu, hrubý domáci produkt, úrokové miery, platobnú bilanciu či devízové intervencie centrálnych bánk v rámci monetárnej politiky. Skutočná hodnota výmenného kurzu sa môže odchýliť od trajektórie fundamentálnej hodnoty, čo možno podľa ekonomickej teórie označiť ako nadhodnotenie či podhodnotenie domácej meny voči zahraničnej mene. Zhodnotenie domácej meny, označované aj ako apreciacia, je v ekonomickej teórii podľa Lisého a kol. (2016) definovaná ako nárast hodnoty výmenného kurzu oproti zahraničnej mene. Znehodnotenie meny nazývané pojmom deprecia je naopak pokles hodnoty výmenného kurzu. Appreciaciu a deprecia možno považovať za krátkodobý pohyb výmenného kurzu, ktorý pôsobí predovšetkým na finančný kanál. Na druhej strane z dlhodobého hľadiska môže byť kurz nadhodnotený alebo podhodnotený, čo na druhej strane vplyva na obchodný kanál. Nadhodnotený menový kurz znamená, že skutočne stanovená hodnota menového kurzu je vyššia ako rovnovážny menový kurz. Naopak, podhodnotený menový kurz má krajina v prípade, že skutočná hodnota je pod rovnovážnou hodnotou.

Výmenný kurz prepája jednotlivé krajiny prostredníctvom medzinárodného obchodu, kde najdôležitejšou informáciou je cena, ktorá je ovplyvňovaná pohybmi výmenného kurzu.

Vzhľadom na túto skutočnosť možno výmenný kurz považovať za jednu z najdôležitejších makroekonomických veličín, ktorá má dopad na ekonomický rast krajín. Ekonomický rast je možné teoreticky popísať ako proces nárastu celkového množstva a kvality všetkých tovarov a služieb, ktoré vybraná krajina produkuje a spotrebúva. Lisý a kol. (2016) opisuje ekonomický rast ako zmeny v hospodárstve krajiny, ktoré predstavujú zvýšenie základných makroekonomických veličín v čase. Z pohľadu krátkeho obdobia teda ide o nárast HDP. Ekonomický rast je predmetom skúmania ekonómov už niekoľko desaťročí, medzi najznámejších, ktorí sa začali zaoberať teóriou ekonomického rastu, možno zaradiť Adama Smitha (1776), Roya Harroda (1939), Evseyeho Domara (1946) či Roberta M. Solowa (1956), ktorí znázornili ako na ekonomický rast a výrobu v krajine vplyva akumulácia kapitálu, rast populácie a technologický pokrok. Barro (1996) za determinanty rastu reálneho HDP považuje dĺžku života, nižšiu spotrebu vlády, nižšiu infláciu a vhodné podmienky medzinárodného obchodu na základe čoho možno tvrdiť, že vplyv na ekonomický rast má do značnej miery aj výmenný kurz. Mbaye (2012) predpokladá, že výmenný kurz ovplyvňuje ekonomický rast prostredníctvom dvoch faktorov, a to akumuláciou kapitálu a celkovou produktivitou faktorov.

1.2. Dopad výmenného kurzu cez obchodný kanál

Výmenný kurz predstavuje dôležitú makroekonomickú veličinu v hospodárstve každej krajiny. V súčasnosti je svet do značnej miery globalizovaný, čo znamená, že takmer každá krajina vo veľkom rozsahu importuje či exportuje tovary do zvyšku sveta. Vzhľadom na to, že krajiny disponujú rôznymi národnými menami, pohyby výmenných kurzov zohrávajú podstatnú funkciu v medzinárodnom obchode, ktorý následne vplyva na vývoj hospodárstva jednotlivých krajín. Vo všeobecnosti platí, že ak domáca mena apreciuje, potom všetky tovary a služby zo zahraničia sa pre domácu krajinu stávajú lacnejšie, čím sa následne zvýši miera importu. Zvýšenie importu však môže mať za následok pokles dopytu po miestnych statkoch na domácom trhu. Na druhej strane, ak domáca mena depreciuje, pre krajinu je jednoduchšie zvýšiť export vzhľadom na to, že pri vyšších zahraničných cenách sú pre zvyšok sveta lacnejšou alternatívou. Zároveň, ako tvrdí Alotaibi (2016), dovážaný tovar zo zahraničia sa stáva drahším ako pre priameho spotrebiteľa, tak aj pre domáceho výrobcu,

ktorý tovar využíva na ďalšie spracovanie. Na druhej strane firmy, ktoré v domácej ekonomike exportujú, sú depreciami zvýhodnené.

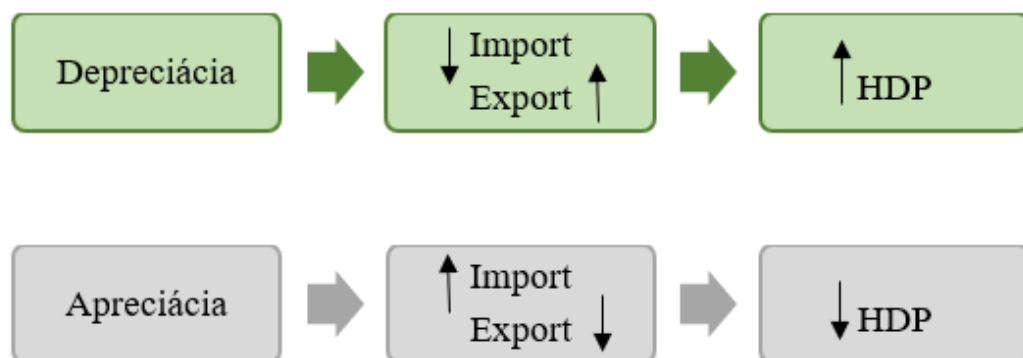
Ako bolo spomenuté v kapitole vyššie, ekonomický rast je z krátkodobého hľadiska charakterizovaný ako nárast HDP, ktorý je možné podľa makroekonomickej teórie vyjadriť prostredníctvom výdavkovej metódy nasledovnou rovnicou:

Rovnica 1 - *Hrubý domáci produkt*

$$HDP = C + G + I + NX$$

V tomto prípade je dôležitá posledná zložka NX , teda čistý export, ktorý je vyjadrený ako rozdiel exportu a importu. Práve prostredníctvom čistého exportu môžu kurzové pohyby vplývať na ekonomický rast. Depreciácia domácej meny znižuje import, ale na druhej strane zvyšuje export a domácu produkciu, čo pozitívne vplýva na rast HDP, a zároveň sa posilňuje konkurencieschopnosť krajiny v medzinárodnom meradle. Naopak, apreciácia zvyšuje import a znižuje export, v čoho dôsledku dochádza k poklesu HDP. (Pilbeam, 1998) Ako pohyby výmenného kurzu v podobe apreciácie prípadne depreciami vplývajú na ekonomický rast cez obchodný kanál prostredníctvom exportu a importu zobrazuje schéma 2 nižšie:

Schéma 2 – *Dopad depreciami a apreciami prostredníctvom obchodného kanála*



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa použitej literatúry.

Výmenný kurz svojimi pohybmi do značnej miery môže ovplyvniť aj vývoj ekonomiky. Je dôležité poznamenať, že autori zaoberajúci sa problematikou pohybov výmenných kurzov skúmajú dopady nadhodnotenia / podhodnotenia namiesto apreciacie / depreciaácie, v procese ekonomického rastu vzhľadom na to, že sa jedná o dlhodobý jav. Nadhodnotenie / podhodnotenie, namiesto apreciacie / depreciaácie sa skúma z dôvodu, že pôsobenie výmenného kurzu na ekonomický rast prostredníctvom obchodného kanála je dlhodobejšou problematikou.

1.2.1. Podhodnotenie meny ako determinant ekonomického rastu

Nielen teória, ale aj ekonomický vývoj dokazuje, že udržiavanie reálneho výmenného kurzu na konkurencieschopnej úrovni môže naštartovať ekonomický rast krajín. Udržiavanie primeranej úrovne výmenného kurzu a vyhýbanie sa nadmernej volatilitite výmenného kurzu umožňuje krajinám využiť svoju schopnosť ekonomického rastu a rozvoja.

Od rozpadu Bretton-Woodskeho systému sa začala objavovať empirická literatúra, ktorá skúma či pohyby výmenných kurzov majú vplyv na medzinárodný obchod. Motiváciou pre výskum problematiky je hypotéza, že výmenné kurzy pôsobia prostredníctvom obchodného kanála na export a import, čo následne ovplyvňuje aj blahobyť krajín. Eichengreen (2008) zdôrazňuje, že politika podhodnotených reálnych výmenných kurzov nemôže úplne nahradiť prítomnosť kvalitnej pracovnej sily, vysokých úspor či prostredie priaznivé pre zahraničné investície, ktoré taktiež majú značný vplyv na ekonomický rast. Vzhľadom na to, že pohyby výmenného kurzu vplývajú na export a import, tak dopad reálneho výmenného kurzu je silný predovšetkým v krajinách s vysokou otvorenosťou hospodárstva a participáciou na medzinárodnom obchode. Podhodnotenie vplýva najmä na priemyselne orientované krajiny, pre ktoré je charakteristické, že vo veľkej miere importujú a exportujú. Pozitívny dopad podhodnoteného výmenného kurzu na obchodovateľný sektor potvrdzuje aj Seraj a kol. (2020), ktorý zároveň tvrdí, že obchod je vnímaný ako kľúčový faktor ekonomického rastu predovšetkým v rozvojových krajinách. Trh v takýchto krajinách však nie je v dostatočnej miere rozvinutý a prítomné sú časté inštitucionálne zlyhania, ktoré udržiavajú rozvojové krajiny v chudobe. Pretrvávajúce podhodnotenie meny však zvyšuje relatívnu ziskovosť

investícií a na druhej strane znižuje ekonomické náklady nedostatkov vyplývajúcich z inštitucionálnych zlyhaní. To je jedným z dôvodov prečo podhodnotenie meny vo veľkej miere súvisí s rýchlym ekonomickým rastom.

To ako podhodnotenie výmenného kurzu vplyva na ekonomický rast v rozvojových a rozvinutých krajinách skúmal aj Habib a kol. (2016). Táto štúdia ECB taktiež potvrdzuje, že podhodnotenie ako determinant rastu ekonomiky funguje skôr pre rozvojové krajiny, kde bol vzťah silný a štatistický významný. Skúmali aj vplyv podhodnotenia výmenného kurzu na ekonomický rast v rozvinutých krajinách, kde bol však efekt podstatne menší. Poukázať treba aj na výsledky autorov, ktoré naznačujú, že používanie výmenného kurzu ako nástroja hospodárskej politiky by mohlo byť prospešné iba v počiatočných fázach ekonomického rozvoja, zatiaľ čo z dlhodobého hľadiska za predpokladu, že krajiny bohatnú, je výmenný kurz irelevantný. Nie je však zrejmé, aký typ režimu výmenných kurzov by mala rozvojová krajina prijať, aby udržala relatívne slabý výmenný kurz s cieľom podpory ekonomického rastu. Z uvedeného možno konštatovať, že jednotlivé krajiny môžu dočasne ťažiť z podhodnotenej meny, ale v prípade apreciacie prípadne nadhodnotenia zaplatia tieto krajiny cenu v podobe stagnácie ekonomického rastu.

O tom, že zle riadené výmenné kurzy však môžu mať aj negatívny dopad na hospodársky rast krajiny hovorí Rodrik (2008). Zatiaľ čo empirické štúdie dokazujú, že podhodnotenie domácej meny je priaznivé pre vývoj ekonomického rastu, nadhodnotenie má na ekonomiku opačný vplyv. Nadhodnotené meny sú častokrát spojené s nedostatkom cudzej meny, korupciou, neudržateľne vysokými deficitmi bežného účtu a makroekonomickými cyklami, čo všetko brzdí ekonomický rast. Na druhej strane sa zhoduje s ostatnými autormi, že podhodnotenie v procese ekonomického rastu je jedným z najvýznamnejších faktorov, ktoré na základe štatistických údajov podporujú ekonomický rast krajín. Zo štúdie taktiež vyplýva, že spojenie podhodnotenia s vysokým ekonomickým rastom je na významnej úrovni predovšetkým v rozvojových krajinách, zatiaľ čo v rozvinutých je význam nižší.

Empirické štúdie skúmajúce ekonomický vývoj dokazujú, že na podporu produktivity a hospodárskeho rastu sa môže uplatňovať stratégia podhodnoteného výmenného kurzu. Ako však tvrdí Béreau a kol. (2012) dôležitým aspektom nie je len samotné podhodnotenie, ale aj zváženie výhod a nevýhod tejto stratégie a zodpovedanie otázky aké veľké by malo

byť podhodnotenie, aby bola dosiahnutá čo najväčšia návratnosť. To znamená, že vzhľadom na existenciu pozitívneho dopadu riadeného podhodnotenia výmenného kurzu na ekonomický rast nie je zaručené, že vybraná stratégia môže byť uplatňovaná pre každú krajinu. Skôr než nositelia menovo-politických rozhodnutí prijímú podhodnotenie ako nástroj na dosiahnutie cieľa ekonomického rastu, musí tomuto rozhodnutiu predchádzať skúmanie pozitívnych, ale aj možných negatívnych dopadov. Napríklad rozvojové krajiny majú pomerne veľké dlhy, ktoré sú denominované v cudzej mene, a stratégia podhodnotenia tieto záväzky len zvýši, čo bude mať na ekonomický rast opačný dopad ako jeho posilnenie (čomu sa budeme venovať neskôr). Podhodnotenie meny tiež prispieva k akumulácii zahraničných rezerv a prispieva ku globálnym nerovnováham, ktoré môžu spôsobiť napätie medzi krajinami, čo taktiež neposilňuje ekonomický rast. V prípade presahujúcich pozitívnych dopadov nad možnými rizikami je dôležité poznať aj aké veľké by malo byť podhodnotenie vzhľadom na to, že dopad na ekonomický rast závisí od veľkosti podhodnotenia.

Autori Haddad a Pancaro (2010) prispievajú k existujúcej literatúre tvrdením, že dôležitejšia ako úroveň reálneho výmenného kurzu môže byť jeho variabilita. Autori sa opäť zhodujú so skoršou literatúrou, že stabilný reálny výmenný kurz patrí medzi kľúčové faktory rastu ekonomiky, ktorý funguje skôr pre rozvojové krajiny v strednodobom horizonte než pre rozvinuté. Dôvodom je, že reálny výmenný kurz je v rozvojových krajinách určovaný skôr hospodárskou politikou než pôsobením trhu. Reálny výmenný kurz závisí od rovnováhy medzi úsporami a investíciami preto krajiny, ktoré vykazujú vyššie úspory ako investície, môžu viesť k podhodnoteniu reálneho výmenného kurzu. Podobne aj podľa empirického výskumu autora Eichengreena (2008), ktorý skúmal vplyv volatility výmenného kurzu na ekonomický rast, tvrdí, že vysoká úroveň volatility výmenného kurzu môže ovplyvniť nie len vývoz či dovoz, ale taktiež aj investície. Nedostatok investícií tak môže mať pre krajinu nepriaznivý dopad.

1.2.2. Negatívny dopad podhodnotenia meny na ekonomický rast

Existuje len málo empirickej literatúry, ktorej záverom by bolo konštatovanie, že podhodnotenie domácej meny má negatívny dopad na ekonomický rast. Napriek dôkazom, že stabilný a podhodnotený výmenný kurz je kľúčovým krokom pri podpore ekonomického

rastu, môže mať aj negatívne dopady. Autori Haddad a Pancaro (2010), ako bolo spomenuté v kapitole vyššie, uvádzajú pozitívny vzťah medzi podhodnotením a ekonomickým rastom, zároveň však vymedzujú, že by nemal byť jeho podmienkou. Podhodnotenie, ktoré nie je spojené s protiinflačnou politikou (zmierňovanie rastu cien a miezd), môže spôsobiť vysoký a destabilizujúci rast likvidity a inflácie, čo zároveň môže viesť k finančnej nestabilite krajiny. Podhodnotený výmenný kurz môže obmedzovať aj menovú politiku, čo spôsobí umelý proces nadmerného domáceho požíčavania a investovania a výsledkom tak môže byť prehrievanie ekonomiky. Udržiavanie takto podhodnoteného výmenného kurzu počas dlhého obdobia môže znížiť motiváciu vytvárať rozvinutejší finančný sektor, čo má na ekonomiku opačný vplyv ako je rozvoj. S autormi, ktorí analyzovali pozitívny dopad podhodnotenia na ekonomický rast, sú v rozpore závery autora, ktorý sa vo svojej štúdiu zaoberal vplyvom pohybov výmenných kurzov na ekonomickú aktivitu v krajinách strednej a východnej Európy. Cuestas (2020) prišiel k záverom, že podhodnotenie výmenných kurzov je negatívne prepájané s ekonomickou aktivitou a nadhodnotenie má nepriaznivý vplyv na ekonomický vývoj. Vplyv nadhodnotenia / podhodnotenia výmenných kurzov na ekonomickú aktivitu je nelineárny vzhľadom na to, že nadhodnotenie domácej meny má silnejší vplyv ako jej podhodnotenie. Cuestas (2020) zároveň zdôrazňuje, že samotné podhodnotenie v procese ekonomického rastu nie je postačujúce na to, aby sa krajiny rozvíjali, a je potrebná kombinácia faktorov podporujúcich ekonomický rast.

1.2.3. Neexistujúci vzťah medzi podhodnotením a ekonomickým rastom

K diskusii medzi ekonómami o tom, či podhodnotenie výmenného kurzu môže podporiť ekonomický rast, prispievajú aj štúdie, ktoré nenašli dôkazy o tom, že by podhodnotenie stimulovalo ekonomický rast. Autori Nouria a Sekkat (2012) vo svojej empirickej štúdiu tvrdia, že vplyv podhodnotenia na ekonomický rast pôsobí oneskorene alebo v závislosti od trvania či úrovne podhodnotenia. To, že vplyv podhodnotenia na ekonomický rast závisí aj od miery do akej je mena podhodnotená tvrdil aj Béreau a kol. (2012), ktorého záverom však bol pozitívny dopad z čoho vyplýva, že nie je potrebné len samotné podhodnotenie, ale aj zodpovedanie otázky do akej miery by mala byť mena podhodnotená, aby stimulovala ekonomický rast. V štúdiu autorov Nouria a Sekkata (2012) sa nenašiel dôkaz, na základe ktorého by bolo možné tvrdiť, že podhodnotený reálny

výmenný kurz podporuje ekonomický rast. Zhodujú sa však s viacerými štúdiami, že podhodnotenie výmenného kurzu na podporu ekonomického rastu nestačí, ale je potrebné aj prijatie sprievodných politík.

Na základe empirického výskumu autora Tanga (2015), ktorý skúmal vzťah medzi reálnym výmenným kurzom a ekonomickým rastom v Číne, taktiež vyplýva, že rast čínskej ekonomiky nebol zapríčinený podhodnoteným výmenným kurzom. Na rozdiel od iných autorov a ich štúdií, ktoré potvrdzujú pozitívny priamy vzťah medzi podhodnotenou menou a ekonomickým rastom, autor tejto štúdie tvrdí, že medzi uvedenými premennými neexistuje priamy vzťah. Je zaujímavosťou, že čínska ekonomika je stimulovaná expanziou exportu a prílevom zahraničného kapitálu a empirické dôkazy naznačujú, že dlhodobú rovnováhu reálneho výmenného kurzu určuje zahraničný obchod, devízové rezervy a priame zahraničné investície. Podhodnocovanie výmenného kurzu teda ani v tomto prípade neovplyvňuje vývoj ekonomiky. Ako už bolo spomenuté, ekonomický rast postavený na podhodnotenej mene je prípadom predovšetkým rozvíjajúcich sa krajín. Empirická analýza, ktorej autorom je Fišera (2019), sleduje úlohu výmenného kurzu na ekonomický rast v krajinách V4 a dokazuje, že krajiny V4 dosahovali vysoké tempá rastu aj pri silnejúcej mene. Nadhodnotenie meny malo negatívny dopad na investície krajín a v prípade vývoja exportu nebol potvrdený žiadny vzťah s výmenným kurzom. Výsledky analýzy taktiež nenaznačujú prítomnosť významného vzťahu medzi výmenným kurzom a determinantmi ekonomického rastu krajín V4.

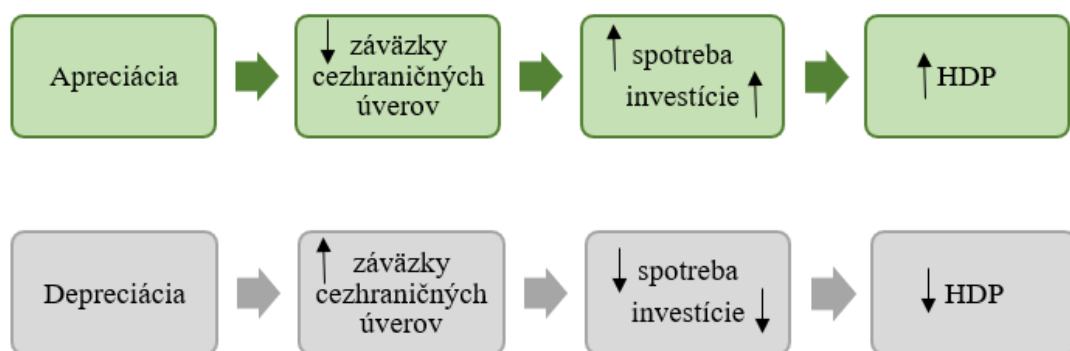
1.3. Dopad výmenného kurzu cez finančný kanál

Dopad výmenného kurzu na ekonomický rast prostredníctvom obchodného kanála predstavuje tradičný pohľad na dopad výmenných kurzov na ekonomický rast. Ako bolo spomenuté v predchádzajúcej kapitole o dopade výmenného kurzu na ekonomický rast cez obchodný kanál, existuje pomerne široká literatúra, no čoraz častejšie sa však začínajú objavovať aj štúdie, ktorých autori skúmajú aký dopad majú výmenné kurzy na ekonomickú aktivitu prostredníctvom finančného kanála. Vzhľadom na vysoko globalizovaný svet nie sú krajiny prepojené len importom či exportom tovarov, ale väzby medzi ekonomikami začínajú presahovať rámec medzinárodného obchodu. Existujú rozsiahle finančné prepojenia nielen medzi samotnými krajinami, ale aj jednotlivými ekonomickými subjektmi

pôsobiacimi na trhu. Tieto prepojenia, ale predovšetkým veľký objem cezhraničných úverov poskytovaných v cudzej mene, tak predstavuje ďalší kľúčový determinant ako môžu pohyby výmenných kurzov ovplyvňovať hospodársky rast.

Podhodnotenie domácej meny prostredníctvom obchodného kanála pozitívne vplýva na export a konkurencieschopnosť krajiny, čo má expanzívny dopad na ekonomický rast. Naopak nadhodnotenie domácej meny spôsobí zníženie exportu a konkurencieschopnosti čo má následne negatívny vplyv na ekonomický rast. Vplyv pohybov výmenného kurzu prostredníctvom finančného kanála na ekonomickú aktivitu funguje presne naopak. Apresiasi domácej meny môže posilňovať domácich dlžníkov v cudzej mene, čo znamená, že úver v cudzej mene je pre krajinu výhodnejší, resp. platí zaň menej, čo následne spôsobí, že krajina môže finančné zdroje využiť na spotrebu či investície, čo bude mať za následok podporu ekonomického rastu. Naopak depreciácia domácej meny môže negatívne ovplyvniť ekonomiku vzhľadom na to, že záväzky vyplývajúce z cezhraničných úverov v cudzej mene vzrastú. Apresiasi prostredníctvom finančného kanála podporuje ekonomickú aktivitu v podobe uvoľnenejších medzinárodných finančných podmienok, zatiaľ čo pri depreciácii to je naopak (Kearns – Patel, 2016). Ako depreciácia a apreciacia môže prostredníctvom finančného kanála vplývať na ekonomický rast, resp. HDP znázorňuje schéma 3 nižšie:

Schéma 3 – Dopad depreciácie a apreciacie prostredníctvom finančného kanála



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa použitej literatúry.

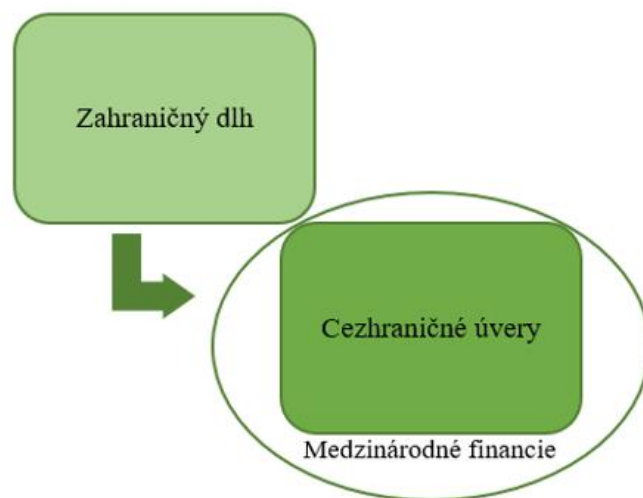
1.3.1. Cezhraničné úvery

Pohyby výmenného kurzu vplývajú na finančný kanál prostredníctvom cezhraničných finančných tokov. Cezhraničné úvery možno zaradiť do oblasti medzinárodných financií, ktoré sú v ekonomickej teórii podľa Siváka a kol. (2015) vymedzené ako súhrn všetkých peňažných vzťahov a operácií jednotlivých ekonomických subjektov a krajín voči ekonomickým subjektom iných krajín. Podľa autorov teórie medzinárodných financií tak cezhraničné úvery možno definovať ako finančné obchody či dohody, ku ktorým dochádza mimo hraníc krajiny. Takéto cezhraničné peňažné operácie môžu vznikáť z rozličných foriem medzinárodnej deľby práce či spolupráce. Najbežnejšie cezhraničné operácie sú realizované v spojení s medzinárodným obchodom, medzinárodným pohybom kapitálu a peňazí, ku ktorým dochádza v súvislosti so socioekonomickými vzťahmi medzi krajinami. Významnú úlohu v medzinárodných financiách predstavujú jednotlivé menové systémy, ktoré tvoria základ fungovania medzinárodných finančných vzťahov, ktorých pôsobenie môže do značnej miery ovplyvniť samotný vývoj hospodárstva. Prostredníctvom cezhraničných úverov sa ekonomické subjekty môžu podieľať na medzinárodnom obchode, čo im poskytuje možnosť konkurencie na globálnom trhu. Cezhraničné úvery sa na medzinárodnom finančnom trhu poskytujú predovšetkým v zahraničných menách, avšak niekedy aj v menách domácich krajín, čo závisí od stupňa vymeniteľnosti ich národnej meny. (Sivák a kol. 2015)

Medzi najbežnejšie cudzie meny v ktorých sú poskytované cezhraničné úvery možno zaradiť americký dolár, japonský jen, britskú libru či švajčiarsky frank. Podľa Eichengreena a kol. (2007), medzinárodní investori však z dôvodu prítomnosti rizík vyplývajúcich z nestability niektorých ekonomík nie sú ochotní pridávať do svojich portfólií ďalšie meny. Cezhraničné úvery môžu byť do značnej miery rizikové kvôli kurzovým pohybom, napriek tomu medzinárodné banky aj naďalej preferujú poskytovanie cezhraničných úverov denominovaných v medzinárodných menách a to predovšetkým v dolároch. Avdijev (2016) uvádza, že poskytovanie úverov denominovaných v dolároch, má tendenciu dominovať na globálnej úrovni, zatiaľ čo euro má silné postavenie pri poskytovaní cezhraničných úverov v eurozóne a rozvíjajúcich sa ekonomikách Európy.

Dopadom výmenných kurzov na cezhraničné úvery sa venuje pomerne málo autorov, čo znamená, že literatúra o danej problematike je do značnej miery oklieštená. Je preto potrebné poznamenať, že cezhraničné úvery sú súčasťou zahraničného dlhu, ktorý predstavuje všetky záväzky domácich subjektov voči zahraničným subjektom. Vzhľadom na to, že sa jedná o zahraničný dlh, tak býva denominovaný v cudzej mene prípadne však aj v domácej mene. Cezhraničné úvery, teda tvoria malú časť celkového zahraničného dlhu zároveň ich podľa ekonomickej teórie zaradujeme medzi medzinárodné financie, čo zobrazuje schéma 4 nižšie. (Fifek, 2009). O tom, ako pohyby výmenných kurzov vplývajú na zahraničný dlh, je predmetom skúmania mnohých autorov a existuje široká škála štúdií, ktoré sa zaoberali dopadom depreciačie na zahraničný dlh. Vo všeobecnosti platí, že depreciačia domácej meny zvyšuje výšku dlhu denominovaného v zahraničnej mene a naopak apreciačia ho znižuje.

Schéma 4 – Základná charakteristika cezhraničných úverov



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa použitej literatúry.

1.3.2. Original sin

Historicky mnohé vlády rozvíjajúcich sa ekonomík neboli schopné získať cezhraničné úvery na globálnom finančnom trhu vo vlastných menách. Tento fenomén

opísali autori Eichengreen a Hausmann (1999), pričom zdôraznili, že tento nedostatok finančných trhov obmedzil ekonomiky na požíčovanie si v cudzej mene, a to predovšetkým len v dolároch. Autori situáciu, v ktorej nemožno domácu menu použiť na získanie úverov v zahraničí, označili ako „Original sin“. Tento pojem zdôrazňuje nedokonalosť finančných trhov. To znamená, že v prípade, ak je rozvojová krajina ekonomicky perspektívna a aj dostatočne otvorená, bude atraktívna aj pre potenciálnych investorov. Ak však menu tejto krajiny nemožno poskytnúť na cezhraničné úverovanie, ekonomické subjekty, ktoré potrebujú externé financovanie, si budú musieť požičať finančné zdroje v cudzej mene. Na rozdiel od cezhraničných úverov poskytovaných v domácej mene, ekonomické subjekty, ktoré si požíčávajú v cudzej mene, sú vystavené značnému riziku, ktoré priamo vyplýva z menového nesúladu. Dôsledkom deprecie domácej meny môžu byť subjekty vystavené ekonomickým problémom či dokonca bankrotu.

Nesúladom mien môžu byť zasiahnuté aj investície, pretože projekty v krajinách, ktoré nie sú schopné požíčať si v domácej mene, sú financované v cudzej mene. Ak by si rozvojové krajiny mohli požíčať v zahraničí vo svojej domácej mene, profitovali by z toho spôsobom, že svoju domácu menu by podhodnotili, a tým by znížili skutočnú hodnotu svojich zahraničných záväzkov. Autorka Lee (2022) tvrdí, že počas posledných dvoch desaťročí si rozvíjajúce ekonomiky začali požíčať aj v miestnej mene, čím prekonali tzv. „Original sin“. Zároveň však tvrdí, že medzinárodní investori vyžadujú vysokú prémiiu za kurzové riziko, keď požíčávajú krajinám v ich domácej mene, čo tieto krajiny následne odrádza od požíčovania si vo vlastnej mene a sú tak nútené požíčať v cudzej mene. Možno konštatovať, že riziko menového nesúladu z cezhraničného financovania nevyplýva len pre krajiny, ktoré si požíčávajú, ale taktiež aj pre krajiny, ktoré poskytujú finančné zdroje. Rozvojové krajiny sú do istej miery nestabilné a poskytovanie cezhraničných úverov v ich miestnej mene môže pre krajiny poskytujúce finančné zdroje predstavovať riziko. Zároveň relatívne náklady na cezhraničné úvery v domácej mene voči úverom v cudzej mene sú zvyčajne vyššie, a aj to je jeden z dôvodov, prečo si krajiny naďalej v značnej miere požíčávajú v cudzej mene, čím sa vystavujú riziku menového nesúladu. Zaujímavým zistením autorky Lee (2022) je, že existuje silná a pozitívna korelácia medzi podielom cudzej meny na zahraničnom verejnom dlhu a volatilitou výmenného kurzu. To znamená,

že rozvíjajúce sa ekonomiky si viac požičiavajú v cudzej mene, keď sa volatilita výmenného kurzu zvyšuje, a to presne v čase, keď je to pre krajiny rozvíjajúcich sa trhov riskantnejšie.

1.3.3. Determinanty cezhraničných úverov

Globálne faktory, ale taktiež aj faktory, ktoré sú špecifické pre jednotlivé krajiny, sú významnými determinantmi cezhraničných úverových tokov. Na cezhraničné úvery pôsobí široká škála determinantov, a ako vyplýva z predchádzajúcej kapitoly, jedným z najdôležitejších je práve výmenný kurz a jeho pohyby. Štúdia BIS sa zaoberala determinantmi cezhraničných úverov prostredníctvom bankových úverov z vyspelých do rozvíjajúcich sa ekonomík v Ázii, Latinskej Amerike a strednej a východnej Európe. Zo štúdie vyplýva, že najdôležitejšími faktormi cezhraničných úverov sú väčšia globálna averzia voči riziku a očakávaná volatilita finančného trhu. Autori štúdie Herrmann a Mihaljek (2010) uvádzajú, že pokles cezhraničných úverov do strednej a východnej Európy bol v porovnaní s Áziou a Latinskou Amerikou miernejší, čo do značnej miery ovplyvnil vyšší stupeň finančnej a menovej integrácie v Európe. Je možné, že vyšší stupeň menovej a finančnej integrácie je zapríčinený predovšetkým členstvom európskych krajín v EÚ. V strednej a východnej Európe sú relatívne zdravé bankové systémy, krajiny sú finančne integrované s vyspelými ekonomikami, niektoré krajiny majú fixné režimy výmenných kurzov, čo obmedzilo poklesu cezhraničných bankových tokov. Možno konštatovať, že kvôli menším kurzovým pohybom sa v strednej a východnej Európe, v dôsledku globálnej finančnej krízy, cezhraničné úvery tak výrazne neznížili.

EÚ je spoločenstvom, ktorého súčasťou je väčšina európskych krajín. Jednotlivým krajinám EÚ umožňuje participáciu na medzinárodnom finančnom trhu, v rámci čoho EÚ podporuje aj úvery v cudzej mene prostredníctvom rôznych nepriamych nástrojov. EÚ ponúka dlžníkom lepší prístup k zahraničnému financovaniu prostredníctvom domácich bánk, ktoré majú zahraničné materské spoločnosti. Autori Rosenberg a Tirpák (2008) vidia výrazné rozdiely determinantov úverov v cudzej mene medzi jednotlivými krajinami, ktoré súvisia s pomerom úverov k vkladom. Vzhľadom na to, že EÚ využíva jednotnú menu euro, tak zároveň aj členstvo v EÚ zvyšuje dôveru v stabilitu výmenného menového kurzu, v dôsledku čoho dlžníci považujú pohyby výmenného kurzu za málo pravdepodobné, a preto

kurzové riziko zanedbávajú. Z rovnakých dôvodov sú aj komerčné banky ochotnejšie poskytovať úvery v cudzej mene. Rosenberg a Tirpák (2008) zároveň tvrdia, že existujú aj obavy, že dlžníci sa môžu pri hodnotení menového rizika myliť, pretože príliš veria v stabilitu, ktorá vyplýva z členstva EÚ.

Úvery v cudzej mene poskytované nefinančnému súkromnému sektoru nie sú v EÚ úplne novým fenoménom, no vo väčšine krajín tvoria tieto aktivity len zlomok celkových úverov poskytnutých bankami. Keďže dopyt po úveroch presahuje domáce dostupné zdroje, banky priťahujú kapitál zo zahraničia. Na základe referencie ECB (2010), ktorá sa týka nových členských krajín EÚ, možno tvrdiť, že k prevahe poskytovania úverov v cudzej mene prispieva viacero faktorov. Na strane ponuky sú to nedostatočné úspory a vysoká prítomnosť bánk v zahraničnom vlastníctve vo všetkých krajinách. Na strane dopytu sú to vysoké rozdiely medzi úrokovými sadzbami platenými z úverov v domácej a cudzej mene. Jedným z determinantov sú aj domáce úspory. Krajiny, ktoré disponujú nižšími domácimi úsporami majú tendenciu mať vyšší podiel úverov v cudzej mene ako krajiny, kde sú domáce úspory vyššie. Zároveň jedným z významných faktorov, ktoré uvádza referencia ECB (2010), je volatilita výmenného kurzu a očakávaná ďalšieho zhodnocovania domácej meny, ktoré prispeli k rýchlemu rozmachu úverov v cudzej mene.

Autori Harasztosi a Kátay (2020) taktiež potvrdzujú, že stratégia menového kurzu a diverzifikácia sú dôležitými faktormi pri rozhodovaní o mene alebo nominálnej hodnote cezhraničných úverov. Za prevahu úverov v cudzej mene medzi dlžníkmi sú však zodpovedné aj faktory na strane ponuky. Autor Correa a kol. (2018) v štúdiu, ktorá analyzovala vplyv menovej politiky na bilaterálne cezhraničné bankové toky zistil, že dôležitým determinantom cezhraničných bankových tokov je menová politika. Napríklad cezhraničné úvery v EÚ rástli rýchlejšie predovšetkým v čase kvantitatívneho uvoľňovania. Krajiny, kde sú relatívne prísnejšie menové podmienky znevýhodňujú domácich dlžníkov a banky prerozdeľujú svoje pohľadávky voči bezpečnejším zahraničným partnerom. Correa a kol. (2018) tiež uvádzajú, že krajiny s vyšším pomerom verejného dlhu k hrubému domácejmu produktu zaznamenali nižšie cezhraničné toky. Pohyby výmenného kurzu ako napr. apreciacia meny krajiny prijímajúcej zdroje, majú pozitívny vplyv na objem cezhraničných tokov. Na tom, že menová politika determinuje cezhraničné úvery sa zhoduje

aj autor Avdijev (2016), ktorý ako príklad uvádza úvery v amerických dolároch od bánk v Spojenom kráľovstve poskytované bankám v rozvíjajúcich sa krajinách, ktoré boli negatívne zasiahnuté, keď sa v USA chystali sprísniť svoju menovú politiku.

1.3.4. Dopad depreciaácie na cezhraničné úvery

Ako už bolo spomenuté, výmenný kurz, resp. jeho pohyby, majú významný vplyv na kapitálové toky a možno ich považovať za kľúčový determinant pre globálne úverové podmienky. Georgiadis a kol. (2021) vo svojej štúdií, ktorá sa zaoberala vplyvom apreciaácie dolára na prenos globálnych rizikových šokov do zvyšku sveta tvrdia, že teoreticky je účinok apreciaácie dolára, ktorá je spojená s globálnymi rizikovými šokmi, nejednoznačný. Na jednej strane apreciaácia dolára a s tým spojená depreciaácia ostatných mien tlmí nepriaznivé dopady globálnych rizikových šokov vo svete prostredníctvom obchodného kanála, pretože vyvoláva presun výdavkov a dopytu z USA smerom k zvyšku sveta. To predstavuje tradičný pohľad dopadu depreciaácie domácej meny na nárast exportu prostredníctvom obchodného kanála. Na druhej strane však apreciaácia dolára môže zosilniť nepriaznivý vplyv globálnych rizikových šokov vo svete prostredníctvom finančného kanála, pretože zhoršuje pozíciu dlžníkov, ktorí sú vystavení nesúladu mien. Tento efekt nepriaznivého vplyvu apreciaácie dolára je spôsobený práve prostredníctvom poskytnutých cezhraničných úverov. Podľa zistení autorov Georgiadisa a kol. (2021) sa dolár zhodnocuje práve vtedy, keď globálne riziko stúpa. Prostredníctvom finančných tokov apreciaácia dolára zosilňuje nepriaznivý vplyv globálnych rizík mimo USA, čo má následne na krajiny, ktoré majú cezhraničné úvery v dolároch, negatívny dopad. Zároveň dopad apreciaácie dolára cez finančný kanál je silnejší ako dopad apreciaácie dolára prostredníctvom obchodného kanála. Depreciaácia jednotlivých domácich mien, ktorá je podmienená apreciaáciou dolára, vedie zároveň aj k poklesu poskytovania cezhraničných úverov.

Podľa Eichengreena a kol. (2007), ak je externý dlh krajiny, ktorého súčasťou sú cezhraničné úvery, denominovaný v cudzej mene, potom depreciaácia reálneho výmenného kurzu tejto krajiny výrazne zníži schopnosť splácania záväzkov. V prípade depreciaácie domácej meny sa zvyšuje relatívna hodnota zahraničnej meny, čo znamená, že vzrastajú aj náklady na záväzky vyplývajúce z cezhraničného úveru a zároveň krajiny svoje záväzky za cezhraničné

úvery do zahraničia splácajú v domácej mene. Skutočnosť, že šoky ovplyvňujúce reálny výmenný kurz môžu narušiť schopnosť krajiny splácať svoje dlhové záväzky znižuje ochotu krajín aj poskytovať cezhraničné úvery. Keďže reálny výmenný kurz má tendenciu posilňovať v dobrých časoch a naopak oslabovať v zlých časoch, tak potom dlh v cudzej mene bude ťažšie splácať v zlých časoch. Avdijev (2016) tvrdí, že keď miestna mena oslabuje voči americkému doláru, znevýhodňuje to dlžníkov, čo vedie k vyššiemu úverovému riziku pre krajiny poskytujúce zdroje, a teda aj k zníženej úverovej kapacite. Výrazná deprecia väčšiny mien rozvíjajúcich sa krajín voči americkému doláru znižuje sklon miestnych bánk podstupovať riziko, čo následne znižuje ponuku po cezhraničnom medzibankovom financovaní. Toto tvrdenie je v súlade s autormi Eichengreen a kol. (2007), ktorí taktiež tvrdia, že deprecia meny nielenže oslabuje platobné schopnosti dlžníkov, ale taktiež znižuje ponuku cezhraničných úverov, čo opäť môže mať negatívny dopad na krajiny, ktoré majú dopyt po takýchto úverov. Avdijev (2016) zároveň uvádza, že krajina, ktorá si požičiava, má väčší význam pri denominácii meny ako bankový systém krajiny poskytujúcej úvery. Inými slovami, krajina určenia cezhraničných bankových úverov je pre menovú denomináciu dôležitejšia ako zdroj. Preto je pre tvorcov menových politík na rozvíjajúcich sa trhoch prospešné sledovať nielen množstvo a zdroje cezhraničných úverov, ale taktiež aj menovú denomináciu.

Ako bolo spomenuté v predchádzajúcej podkapitole, jedným z významných determinantov cezhraničných úverov, na ktorom sa zhodujú autori, sú intervencie v rámci vykonávania monetárnej politiky. Cerutti a Osorio-Buitron (2019) sa zaoberali hodnotením medzinárodných dopadov menových a finančných šokov v USA a Eurozóne. Ich tvrdením je, že reakciou na sprísnenie menovej politiky USA je pokles poskytovania cezhraničných úverov rozvíjajúcim sa krajinám. Štandardne sa vykonávanie reštriktívnej menovej politiky spája s apreciaciou domácej meny, čo má za následok depreciaцию meny krajín, ktorých úvery sú denominované v zahraničnej mene. So sprísnením monetárnych podmienok dolár apreciuje, čo následne zvyšuje záväzky rozvojových krajín a taktiež aj objem poskytovaných úverov. Zároveň, ak majú monetárne intervencie pôvod v Eurozóne, negatívne dopady sú významné predovšetkým pre rozvíjajúcu sa Európu. Naopak, ak majú pôvod v USA, dopady sú pre krajiny, ktoré majú cezhraničné úvery v dolároch. Vzhľadom na to, že cezhraničné

úvery sú vo väčšej miere denominované v dolároch, účinky reštriktívnej menovej politiky USA sú rozsiahlejšie.

K podobným výsledkom prišli aj Bruno a Shin (2013), ktorí vo svojej empirickej analýze zistili, že americký dolár v dôsledku vykonávania expanzívnej monetárnej politiky deprecie, čo má za následok zvýšenie cezhraničných bankových tokov. Vzhľadom na to, že apreciacou domácej meny sa zvyšuje aj bonita krajiny, ktorej je poskytovaný úver, môže sa zvýšiť ponuka úverov poskytujúcich v cudzej mene. Correa a kol. (2018) taktiež analyzovali podrobnejší vzťah medzi menovou politikou a cezhraničnými bankovými tokmi v období, keď mena apreciovala, či prípadne depreciovala. Predpokladom bolo, že cezhraničné bankové toky môžu byť ovplyvňované skôr pohybmi výmenných kurzov než menovou politikou. Correa a kol. (2018) však na rozdiel od ostatných autorov uvádzajú, že vzťah medzi menovou politikou a cezhraničnými úvermi je nezávislý od podmienok domáceho výmenného kurzu. Na základe čoho by bolo možné konštatovať, že vplyv monetárnych intervencií na cezhraničné bankové toky nie je ovplyvňovaný kurzovými pohybmi.

Menové nesúlady vystavujú riziku aj verejné financie, čomu sa vo svojej štúdií venoval autor Brkić (2021). Ak si vláda požičiava v cudzej mene, pričom generuje príjmy (napr. dane) výlučne v domácej mene, v prípade znehodnotenia domácej meny sa pomer vládneho dlhu k hrubému domácomu produktu zväčší, a súčasne sa zvýšia aj úrokové výdavky. Autor hľadal odpoveď na otázku – Prečo sa teda niektorí dlžníci rozhodnú zadlžiť v cudzej mene, keď je to pre nich rizikovejšie ako požičiavanie v domácej mene? Ako hlavný dôvod Brkić (2021) uvádza, že financovanie v hlavných menách, ako je napríklad americký dolár alebo euro, býva lacnejšie, a to najmä pre malé a otvorené ekonomiky. Zároveň možno tvrdiť, že ak je domáci finančný sektor relatívne malý, domáca ponuka financovania nemusí byť dostatočná na uspokojenie dopytu po úveroch za primerané náklady. Preto ekonomiky využívajú možnosť cezhraničného financovania aj napriek tomu, že krajiny svoje verejné financie vystavujú menovému riziku. Autori Kearns a Patel (2016) ukazujú že pohyby výmenných kurzov majú dopad na HDP prostredníctvom finančného kanála. Jednou zo základných zložiek HDP sú investície, ktoré do rozvojových krajín prúdia v cudzej mene, čo znamená, že sú ovplyvňované kurzovými pohybmi. V prípade zhodnocovania domácej

meny sa investície v cudzej mene môžu znížiť naopak pri depreciácii je možné, že dôjde k nárastu.

Niektorí autori podobne ako Eichengreen a kol. (2007) sa zamerali na účinky depreciácie na verejný dlh. V krajinách, ktoré majú zahraničný dlh denominovaný v cudzej mene, depreciácia domácej meny môže vyvolať výrazné negatívne dopady na bohatstvo krajiny. Ako hovorí Bénétrix (2020), vo väčšine prípadov sa to týka predovšetkým rozvojových krajín, nakoľko vyspelé ekonomiky majú veľkú časť dlhových záväzkov denominovaných v domácej mene. Medzi pozorovanými krajinami cezhraničné záväzky denominované v eurách rýchlo rástli, avšak po globálnej kríze v roku 2008 sa značne znížili. Naopak cezhraničné záväzky denominované v amerických dolároch v roku 2008 počas finančnej krízy klesli, ale rýchlo sa zotavili, čím sa prejavil vzostupný trend a získali prevahu nad eurom. Vzhľadom na to, že rozvíjajúce sa trhy majú tendenciu podliehať depreciácii meny v čase recesie a naopak apreciacii meny v časoch expanzie, dlh v domácej mene predstavuje zabezpečenie proti riziku príjmu. To znamená, ako uvádzajú Ottonello a Perez (2016), že krajiny optimalizujú menové zloženie verejného dlhu. Väčšie úrovne dlhu sú denominované v domácej mene, a na druhej strane malé dlhy sú denominované v zahraničnej mene. Vysoká úroveň dlhu v zahraničnej mene predstavuje pre krajiny v prípade depreciácie domácej meny riziko v podobe zvýšených nákladov na splácanie dlhu, čo môže negatívne ovplyvniť spotrebu vlády a tým aj hospodárstvo krajiny. Vlády sa však prikláňajú k denominácii dlhu v cudzej mene, aby sa vyhli inflačným nákladom, ktoré sú spojené s podhodnotením meny.

1.3.5. Vplyv cezhraničných úverov na ekonomický rast

Cezhraničné úvery predstavujú kapitálové toky medzi jednotlivými krajinami. Aj keď prostredníctvom cezhraničných úverov sa môžu krajiny podieľať na medzinárodnom trhu, môže to pre nich okrem značných výhod prinášať aj určité riziká. V predchádzajúcej kapitole bolo spomenuté, že jedným z najvýznamnejších zdrojov rizika je menový nesúlad, ktorý priamo vyplýva z cezhraničného úverovania v cudzej mene. Čím viac je krajina prepojená so zvyškom sveta, tým väčšie sú jej potenciálne výhody a zároveň je aj zraniteľnejšia voči externým otrasom. Ako uvádza Brkić (2021) napriek menovému riziku cezhraničné úvery môžu uľahčiť investície a hospodársky rozvoj, čo zároveň vytvára

pozitívne podmienky pre vyšší ekonomický rast v budúcnosti. Prostredníctvom cezhraničného financovania sa zmierňuje tlak na miestne zdroje financovania, takže nedochádza k vytláčaniu súkromných investícií. Na druhej strane však prostriedky môžu byť smerované na nadmernú domácu spotrebu, čo by mohlo mať za následok prehratie ekonomiky. Autor Shirota (2013) považuje prílev zahraničného kapitálu v podobe cezhraničných úverov pre prijímajúce krajiny za dvojsečnú zbraň. Na jednej strane cezhraničné úvery podporujú rast HDP prostredníctvom dvoch zložiek – investícií a spotreby. Na investície vplývajú cezhraničné úvery v podobe zvyšovania investičných príležitostí a vzhľadom na to, že čím majú ekonomické subjekty viac finančných prostriedkov, tým je aj ich spotreba vyššia, tak majú pozitívny dopad aj na celkovú spotrebu ekonomických subjektov. Na druhej strane však nárast kapitálu v podobe cezhraničných úverov môže spôsobovať inflačné tlaky a deficity kapitálového účtu, čo robí krajiny zraniteľnejšie voči externým šokom.

Tvrdenie, že cezhraničné úvery podporujú ekonomický rast krajín, potvrdzujú aj autori Mendoza a Terrones (2012), ktorí sledovali vzťah medzi úverovými tokmi a makroekonomickou aktivitou. Podľa autorov štúdie sa zvýšené úverové toky spájajú s obdobiami ekonomickej expanzie, kedy dochádza k zvýšeniu celkovej produkcie, cien akcií, ale taktiež aj výdavkov či reálneho výmenného kurzu.

Svet je vo veľkej miere globalizovaný a kapitálové toky prúdia naprieč jednotlivými krajinami. To znamená, že aj šoky vyvolané v niektorej z krajín, z ktorých prúdi kapitál, môžu negatívne zasiahnuť krajiny, ktorým sú finančné zdroje poskytované. Ako uvádzajú autori James a kol. (2014), napriek dnešnej veľkosti globálnej ekonomiky, cezhraničné kapitálové toky sú v súčasnosti nižšie ako boli pred krízou v roku 2007. K výraznému poklesu došlo práve v poskytnutých cezhraničných úveroch z krajín vyspelých ekonomík. Na jednej strane cezhraničné toky podľa ekonomickej teórie možno považovať za determinanty ekonomického rastu, na druhej strane môžu vytvárať toky prostredníctvom ktorých sa prenášajú negatívne šoky, čo sa potvrdilo aj počas globálnej finančnej krízy. V súčasnosti sú cezhraničné toky vo väčšej miere regulované a predovšetkým dochádza k rozsiahlejšiemu prehodnocovaniu rizika, aby nedochádzalo k vzniku šokov, ktoré pri veľkej miere globalizácie zasiahnu viac krajín.

1.4. Príbuzné štúdie

Cezhraničné financovanie nie je fenoménom len na národnej úrovni, ale pri súčasnej miere globalizácie je pomerne bežné cezhraničné financovanie v cudzej mene aj súkromnému sektoru. Napríklad firmy, ktoré patria do odvetví, ktoré generujú vyšší príjem v zahraničí, si s väčšou pravdepodobnosťou požičiavajú v cudzej mene, čo môže byť pre nich do istej miery výhodnejšie. Napriek tomu, že krajiny generujú príjmy v zahraničí v cudzej mene a aj čerpajú úvery v cudzej mene, vystavujú sa riziku menového nesúladu. Niepmann (2022) vo svojej štúdií využil údaje o úveroch amerických bánk zahraničným firmám, prostredníctvom ktorých skúmal vplyv zmien výmenných kurzov na schopnosť firiem splácať svoj dlh, keď si požičiavajú v cudzej mene. Štandardne ako hovorí ekonomická teória v prípade, že si firmy požičiavajú v cudzej mene a nie sú zaistené voči riziku, zmeny vo výmenných kurzoch môžu ovplyvniť ich schopnosť splácať svoj dlh. Niepmann (2022) tvrdí, že depreciačia miestnej meny zvyšuje pravdepodobnosť, že firma po splatnosti svojich záväzkov v cudzej mene skončí svoje pôsobenie skôr v porovnaní s firmami, ktoré majú dlh v miestnej mene. Toto kurzové riziko dlžníkov zároveň môže negatívne ovplyvniť aj banky v podobe zvýšeného kreditného rizika, čo môže mať za následok menšiu ponuku úverov v cudzej mene. O zníženej ponuke cezhraničných úverov v dôsledku kurzových pohybov hovorili Eichengreen a kol. (2007) a Avdijev (2016). Podobne aj Jonas (2014) skúmal citlivosť poskytovania úverov amerických bánk na pohyby výmenného kurzu a taktiež potvrdzuje, že existuje významná závislosť medzi výmenným kurzom a cezhraničnou úverovou činnosťou. Banky, ktoré poskytujú cezhraničné úvery majú väčšiu citlivosť celkového objemu úverov na výmenné kurzy, čo zároveň môže mať dopad aj na poskytovanie domácich úverov. Malé banky s pozitívnymi a rastúcimi cezhraničnými úvermi pociťujú väčší a negatívnejší vplyv depreciaácie dolára na úvery. Zistením autora Jonasa (2014) je tiež, že celkové úvery pre malé banky reagujú skôr na šoky výmenných kurzov ako na šoky úrokových sadzieb.

Na ekonomický rast môže vplývať aj stupeň finančnej integrácie. Krajiny sa prostredníctvom cezhraničných úverov môžu podieľať na globálnom finančnom trhu, čo však môže závisieť od stupňa ich finančného vývoja. Napríklad krajiny s vyšším stupňom rozvoja finančného trhu môžu jednoduchšie získať cezhraničné úvery. O tom svedčí aj fakt, že rozvojové krajiny, ktoré majú nízky stupeň rozvoja finančného sektora majú problém

požičiavania si v zahraničí. Autor Lee (2008) skúmal finančnú integráciu medzi východoázijskými ekonomikami na základe čoho tvrdí, že vo východoázijských krajinách je relatívne nižšia ako v Európe. Lee (2008) tiež uvádza, že kurzové pohyby môžu prostredníctvom svojho pôsobenia na cezhraničné úverovanie negatívne vplyvať na mieru finančnej integrácie. Na základe čoho možno konštatovať, že nedostatok finančnej integrácie je spôsobený aj volatilitou výmenných kurzov. Vyššia volatilita výmenného môže brániť finančnej integrácii, čo vedie k menšiemu počtu transakcií v obchodovaní s tovarom i aktívami a zároveň aj k nižšiemu ekonomickému rastu. Fišera (2022) taktiež uvádza, že finančný rozvoj sa spája s pozitívnymi efektmi na hospodársky rast krajín. A zároveň tvrdí, že krajiny by sa viac mali zamerať práve na stupeň finančného rozvoja v procese ekonomického rastu ako na dosahovanie ekonomického rozmachu prostredníctvom obchodného kanála cez podhodnotené výmenné kurzy. Čo znamená, ako uvádza Fišera (2022), že krajiny s vyspelým finančným sektorom môžu jednoduchšie získať cezhraničné úvery, čo spôsobí prostredníctvom zvýšenej spotreby a investícií nárast ekonomického rastu bez ohľadu na mieru nadhodnotenia alebo podhodnotenia výmenného kurzu.

2 Cieľ práce

Problematika výmenného kurzu v procese ekonomického rastu je predmetom empirického výskumu mnohých autorov. V súčasnosti sa však začala objavovať aj literatúra, ktorá dopady výmenného kurzu sleduje prostredníctvom tzv. finančného kanála. Výmenný kurz môže vplývať na ekonomický rast prostredníctvom tradičného obchodného kanála, ale zároveň aj cez finančný kanál. Problematika dopadov výmenných kurzov cez finančný kanál je pomerne nová téma, ktorá nie je úplne preskúmaná. Primárnym cieľom diplomovej práce je preto skúmať dopady pohybov výmenného kurzu na ekonomický rast prostredníctvom jeho vplyvu na cezhraničné úvery vo vybraných krajinách.

K naplneniu hlavného cieľa sme si určili aj niekoľko čiastkových cieľov. Prvým čiastkovým cieľom je spracovanie existujúcej empirickej literatúry a výsledkov jednotlivých autorov. Spracovanie literatúry a prehľad súčasného stavu danej problematiky je rozdelené na niekoľko častí, pričom sa snažíme teoreticky vymedziť základné premenné použité v práci. Následne teoreticky priblížime dopady výmenných kurzov na hospodársky rast prostredníctvom obchodného a finančného kanála. Prostredníctvom tohto cieľa sa snažíme teoreticky a na základe štúdií autorov opísať dopady výmenných kurzov na cezhraničné úvery.

Praktická časť diplomovej práce je rozdelená na 2 časti a niekoľko čiastkových cieľov. V prvej časti sa zameriame na deskriptívnu analýzu jednotlivých premenných, teda výmenného kurzu, cezhraničných úverov a ekonomického rastu. Druhým čiastkovým cieľom je preto zhodnotenie vývoja východiskových premenných prostredníctvom grafických zobrazení. Následne v druhej časti na základe empirickej analýzy sledujeme dopad pohybov výmenného kurzu na ekonomický rast prostredníctvom ich vplyvu na cezhraničné úvery. Závislosť medzi jednotlivými premennými sledujeme prostredníctvom regresných modelov s fixnými efektmi, ktoré sme zostrojili pre nasledovné panely – rozvinuté krajiny, krajiny, ktoré považujeme za menej rozvinuté a taktiež aj pre krajiny integračného zoskupenia V4. Modely jednotlivých skupín krajín považujeme za štyri čiastkové ciele, prostredníctvom ktorých sa snažíme naplniť primárny cieľ práce. Posledným čiastkovým cieľom k dosiahnutiu hlavného cieľa je konfrontovať naše výsledky z analytickej časti práce s poznatkami autorov spomínanými v prvej, teoretickej časti práce.

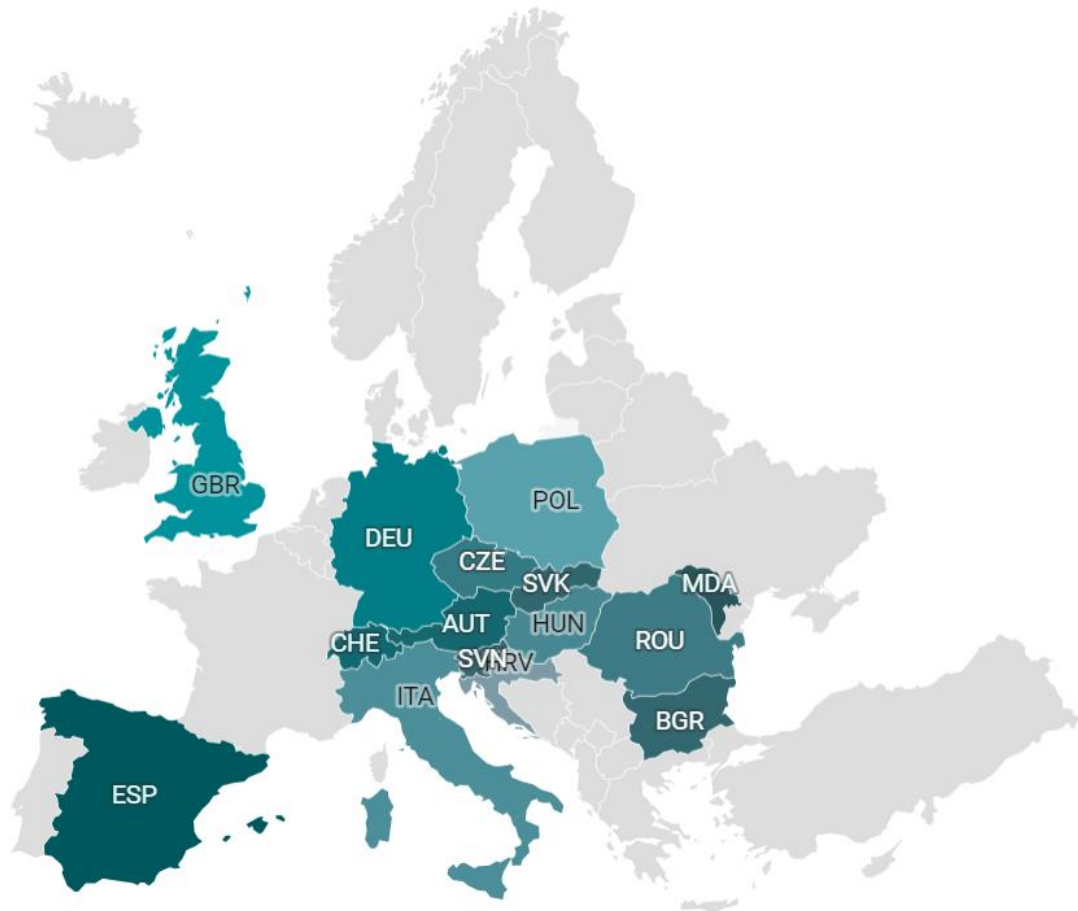
3 Metodika práce a metódy skúmania

V tejto časti diplomovej práce prezentujeme hlavné pracovné postupy, ktoré sme využili k naplneniu jednotlivých stanovených cieľov. Na základe našich zadaných cieľov sme zvolili vhodný zber údajov, ktoré sme čerpali z databázy Medzinárodného menového fondu (IMF), Svetovej banky (WB), Banky pre medzinárodné platby (BIS). Časové obdobie sme zvolili od roku 2000 do roku 2022, v prípade ekonomického rastu a HDP do 2021, pričom údaje sú sledované na kvartálnej báze.

V nasledujúcej mape 1 môžeme vidieť zobrazené krajiny, ktoré sme vybrali na analýzu. Autori spomínaní v prvej časti práce ako Herrmann a Mihaljek (2010), Rosenberg a Tirpák (2008), Harasztosi a Kátay (2020) sa vo svojich prácach venovali empirickej analýze cezhraničných úverov v Európe. Podobne aj referencia ECB (2010) uvádza, že dochádza k rýchlemu nárastu úverov v cudzej mene v prípade nových členských krajín EÚ. Vzhľadom na spomínanú literatúru sme sa zamerali na vybraných 15 krajín Európy. Autori Eichengreen a Hausmann (1999) opísali problematiku „Original sin“, na základe čoho možno konštatovať, že na dopad pohybov výmenného kurzu na cezhraničné úvery sú zraniteľné predovšetkým menej rozvinuté krajiny. Preto sme vybrali 9 menej vyspelých krajín Európy – Bulharsko, Česko, Maďarsko, Poľsko, Rumunsko, Slovensko, Slovinsko, Chorvátsko, Moldavsko a 6 krajín Európy, ktoré možno považovať za rozvinuté – Rakúsko, Taliansko, Nemecko, Veľká Británia, Švajčiarsko, pričom práve vo vybraných 6 rozvinutých krajinách neočakávame značný dopad výmenného kurzu na vývoj ekonomiky prostredníctvom finančného kanála vzhľadom na to, že sú to krajiny, ktoré sú schopné si požičiavať v zahraničí vo svojej domácej mene. Väčšina vybraných krajín je členom integrovaného medzinárodného celku – Európskej únie. Do porovnania sme však zahrnuli aj Veľkú Britániu, ktorá v roku 2020 ako jediná krajina z EÚ vystúpila, čo mohlo mať dopad na cezhraničné úvery, a taktiež aj na ekonomický rast. Do porovnania je zahrnutá aj krajina, ktorá má od roku 2022 štatút kandidátskej krajiny do EÚ a to je Moldavsko, ktoré je považované za rozvojovú krajinu Európy. Medzi krajinami sú zahrnuté aj krajiny, ktoré sú členom nie len EÚ, ale aj medzinárodného zoskupenia V4 – Slovensko, Česko, Poľsko a Maďarsko. Tieto krajiny považujeme za geograficky či historicky blízke a taktiež aj s podobnou štruktúrou a výkonom ekonomiky. Zároveň sú to postsocialistické krajiny, ktoré vstúpili do EÚ v roku 2004 a napriek svojej podobnosti každá z krajín využíva rozdielnu

národnú menu, čo môže mať dopad na vývoj výmenného kurzu a následne aj na cezhraničné úvery.

Mapa 1 – Grafické znázornenie vybraných krajín



Zdroj: Vlastné spracovanie

V prvej časti praktickej práce sme sa zamerali na základnú analýzu vývoja východiskových premenných počas celého sledovaného obdobia. K sledovaniu depreciácie výmenného kurzu sme využili údaje MMF v podobe nominálneho efektívneho výmenného kurzu (NEER) vyjadreného ako index, v prípade Slovinska sme čerpali údaje z BIS. NEER nadobúda hodnoty, ktoré sú pre jednotlivé krajiny eurozóny odlišné, čo je dôvodom prečo sme na analýzu vybrali tento ukazovateľ. Vývoj NEER sme posudzovali jednotlivo v dvoch

skupinách krajín, ktoré sme rozdelili na rozvinuté a menej rozvinuté krajiny. Následne sme sa zamerali porovnanie priemerných hodnôt nominálneho efektívneho výmenného kurzu v jednotlivých krajinách. Zároveň sme prostredníctvom grafického zobrazenia podrobnejšie analyzovali vývoj NEER krajín V4.

Ďalšou premennou sú cezhraničné úvery, ktorých údaje sme čerpali z databázy BIS, ktoré sú vyjadrené ako celkové cezhraničné bankové záväzky jednotlivých krajín voči zvyšku sveta. Údaje o cezhraničných záväzkoch zahŕňajú údaje, kde poskytujúcou inštitúciou cezhraničných úverov je bankový sektor a prijímajúcim sektorom sú všetky sektory hospodárstva. Cezhraničné záväzky sme sledovali denominované v dvoch menách, a to v eurách a dolároch, pričom ich hodnoty sú vyjadrené v mil. USD. Na analýzu sme využili grafické zobrazenie celkového objemu cezhraničných záväzkov v poslednom sledovanom kvartáli vo všetkých vybraných krajinách.

Našou závislou premennou je ekonomický rast, ktorého dáta sme čerpali z databázy Svetovej banky v podobe percentuálnej zmeny oproti predchádzajúcemu obdobiu. Prostredníctvom grafického zobrazenia sme sledovali priemerný ekonomický rast v dvoch skupinách krajín, rozvinutých a menej rozvinutých.

Následne na základe empirickej analýzy skúmame dopad pohybov výmenného kurzu na ekonomický rast prostredníctvom ich vplyvu na cezhraničné úvery. Na odhad závislosti jednotlivých premenných sme využili modely zostrojené v programe Stata. Pre potreby empirickej analýzy na skúmanie závislosti jednotlivých premenných sme sa rozhodli vykonať odhad pomocou regresného modelu s fixnými efektmi. Model s fixnými efektmi (FEM) možno vyjadriť nasledovnou rovnicou 2:

Rovnica 2 – *Model s fixnými efektmi*

$$y_{it} = \alpha_i + \beta_1 x_{1it} + \beta_2 x_{2it} + \beta_1 x_{1it} * \beta_2 x_{2it} \dots + \beta_k x_{kit} + u_{it} ,$$

kde fixný efekt α_i predstavuje konštantu pre každú prierezovú jednotku, v našom prípade je závislou premennou y_{it} logaritmovaná diferencia nominálneho HDP v bežných cenách, teda medzikvartálny nominálny ekonomický rast. Použitou nezávislou premennou x_{1it} je nominálny efektívny výmenný kurz (NEER), ktorý sme pre potreby regresie vyjadrili ako

diferencovaný logaritmus. Nezávislou premennou x_{2it} sú cezhraničné záväzky, ktoré sú v jednotlivých špecifikáciách vyjadrené ako prirodzený logaritmus. Do regresie sme zahrnuli aj interakčný člen $\beta_1 x_{1it} * \beta_2 x_{2it}$, ktorý predstavuje interakciu diferencovaného logaritmu indexu NEER a logaritmu cezhraničných záväzkov. Pre lepšie vysvetlenie pohybov závislej premennej HDP sme do jednotlivých modelov zaradili aj nasledujúce kontrolné premenné x_{kit} : investície, index finančného rozvoja, index finančných inštitúcií, index kontroly korupcie, index právneho štátu. V tabuľke 1 sú uvedené definície a zdroje použitých premenných.

Kontrolné premenné sme do modelu zaradili na základe štúdií autorov spomínanými v prvej časti práce. Jednotlivé kontrolné premenné, tak považujeme za významné determinanty ekonomického rastu. Dopad pohybov výmenného kurzu na ekonomický rast prostredníctvom jeho vplyvu na cezhraničné úvery sledujeme v nasledovných paneloch: vo všetkých 15 vybraných krajinách, v rozvinutých krajinách, v menej rozvinutých krajinách a krajinách medzinárodného zoskupenia V4.

Tabuľka 1 – Základný popis použitých premenných

Premenná	Popis	Jednotky	Zdroj
NEER	Nominálny efektívny výmenný kurz, pokles predstavuje depreciaáciu a nárast apreciaáciu	Index Bežné ceny mil. USD	IMF, BIS World Bank
HDP	Nominálny hrubý domáci produkt	USD	World Bank
Ekonomický rast	Percentuálna miera rastu HDP	% zmena	World Bank
Cezhraničné úvery	Cezhraničné záväzky	Mil. USD	BIS
Investície	Tvorba hrubého fixného kapitálu	% HDP	IMF World Bank
Právny štát	Hodnoty od -2,5 (slabý) do 2,5 (silný)	Index	World Bank
Kontrola korupcie	Hodnoty od -2,5 (slabý) do 2,5 (silný)	Index	World Bank
Finančný rozvoj	Hodnoty od 0 (slabý) do 1 (silný)	Index	IMF
Finančné inštitúcie	Hodnoty od 0 (slabý) do 1 (silný)	Index	IMF

Zdroj: Vlastné spracovanie

4 Výsledky práce

V tejto časti práce sa zameriavame na praktické prevedenie hlavných pracovných postupov a metód, ktoré sme zadefinovali v predošlej kapitole. Analytická časť práce je rozdelená na dve časti, pričom v prvej časti práce sledujeme vývoj základných premenných. Primárnou úlohou v druhej časti práce je zostrojenie ekonometrických modelov, prostredníctvom ktorých môžeme analyzovať dopad pohybov výmenného kurzu na ekonomický rast prostredníctvom ich vplyvu na cezhraničné úvery.

4.1. Deskriptívna analýza

V tejto časti práce na základe deskriptívnej analýzy sledujeme vývoj jednotlivých premenných vybraných na empirickú analýzu v diplomovej práci. Prostredníctvom grafických zobrazení sme zobrazili vývoj nominálneho efektívneho výmenného kurzu (NEER), cezhraničných úverov a ekonomického rastu v sledovanom období od roku 2000 do roku 2022 v prípade ekonomického rastu do roku 2021.

4.1.1. Nominálny efektívny výmenný kurz

Nominálny efektívny výmenný kurz (NEER) sme zvolili ako primárny ukazovateľ na meranie dopadu pohybov výmenného kurzu, prostredníctvom ktorého skúmame ako tieto pohyby vplývajú na ekonomický rast prostredníctvom cezhraničných úverov. Nominálny efektívny výmenný kurz (NEER) možno považovať za kľúčový čo sa týka cezhraničných úverov, vzhľadom na to, že determinuje relatívnu hodnotu zahraničných záväzkov, čo je aj dôvod prečo sme nezvolili reálny efektívny výmenný kurz. NEER podľa metodiky Medzinárodného menového fondu (IMF) možno charakterizovať ako mieru hodnoty meny jednej krajiny voči váženému priemeru vybraných zahraničných mien. NEER je využívaný aj ako ukazovateľ na hodnotenie konkurencieschopnosti vývozu krajín vzhľadom na to, že predstavuje relatívnu hodnotu domácej meny voči zahraničným menám obchodných partnerov. V našej práci sme využili nominálny efektívny výmenný kurz (NEER) vyjadrený indexom, čo znamená, že nárast hodnoty NEER nad 100 predstavuje zhodnotenie resp.

apreciáciu meny krajiny voči ostatným menám. Naopak pokles hodnoty NEER pod 100 znamená znehodnotenie, teda depreciáciu národnej meny voči ostatným vybraným menám.

Graf 1 – Priemerná hodnota NEER za celé sledované obdobie



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov z IMF

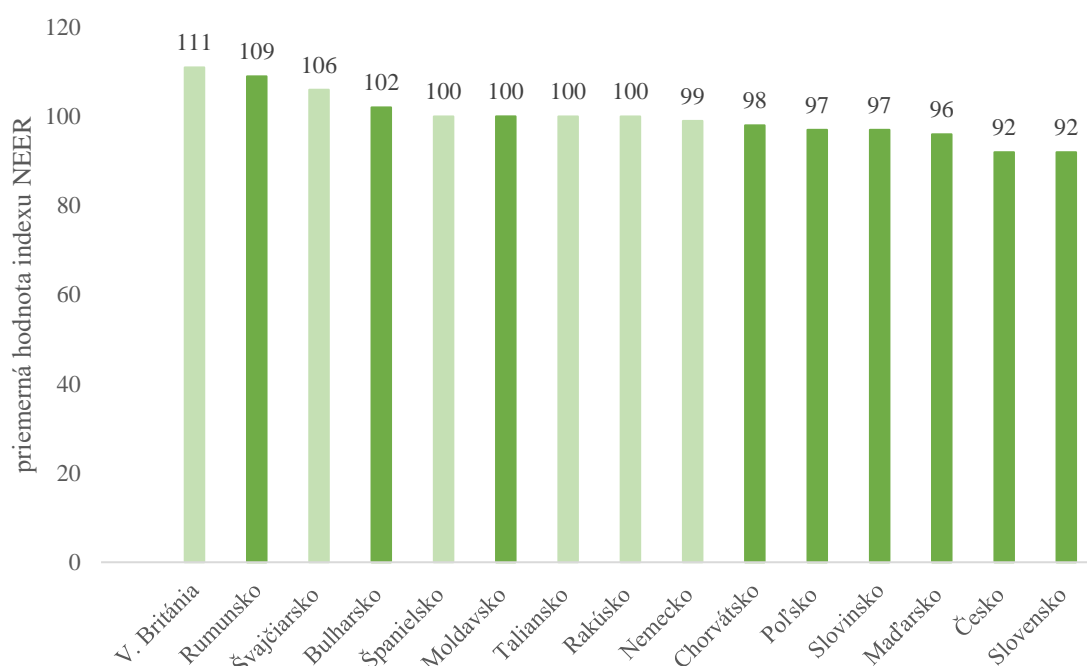
V grafe 1 vyššie je zobrazená priemerná hodnota NEER za celé sledované obdobie od roku 2000 do roku 2022 na kvartálnej báze. Jednotlivé krajiny sú prerozdelené podľa toho či sú považované za rozvinuté krajiny alebo menej rozvinuté krajiny. Z grafu 1 vyplýva, že priemerný NEER v prípade dvoch skupín krajín sa vyvíja opačným trendom. To znamená, že v prípade, že sa priemerná hodnota NEER vo vybraných 6 rozvinutých krajinách zvyšovala, tak v menej rozvinutých krajinách Európy sa znižovala. Na základe vývoja priemernej hodnoty indexu NEER možno konštatovať, že k výraznejšiemu zhodnoteniu domácej meny dochádza predovšetkým v rozvinutých krajinách, pričom od roku 2012 je tento vývoj dynamickejší a priemerná hodnota indexu NEER rastie rýchlejším tempom.

Najväčšiu apreciaciu priemernej hodnoty indexu NEER môžeme v grafe 1 pozorovať v rozmedzí rokov 2004 – 2008 v skupine menej rozvinutých krajín. Tento trend mohol byť spôsobený vstupom väčšiny vybraných krajín do EÚ v roku 2004, kedy sa tieto ekonomiky stali konkurencieschopnejšie a dosahovali aj vyššie tempá ekonomického rastu, čo viedlo k Balassa-Samuelsonovmu efektu. V roku 2008 je viditeľná depreciácia v prípade oboch skupín krajín, pričom pozorujeme oveľa vyššiu depreciáciu v menej rozvinutých krajinách, ktoré zároveň možno považovať za krajiny, ktoré sú viac závislé od cezhraničných úverov v cudzej mene. Krajiny, ktoré sú závislé od cezhraničných úverov v cudzej mene, majú aj viac volatilnú menu, čo môže naznačovať aj ich väčšiu zraniteľnosť vzhľadom na pohyby výmenného kurzu. Od roku 2008 sa priemerná hodnota indexu NEER v menej rozvinutých krajinách vyvíja opačným trendom ako je tomu v prípade vyspelejších krajín Európy. Index NEER má tendenciu k značnej depreciácii, a to až do roku 2015, následne sa národné meny začali zhodnocovať a od roku 2018 možno v grafe 1 pozorovať stabilný trend.

V prípade, že porovnávame priemerné hodnoty jednotlivých krajín, ako je zobrazené v grafe 2, tak k najväčšiemu zhodnoteniu domácej meny oproti zahraničným menám dosiahla Veľká Británia. Priemerná hodnota indexu NEER Veľkej Británie je 111, čo predstavuje najvyššiu hodnotu spomedzi všetkých sledovaných krajín. Národná mena Veľkej Británie sa zhodnocovala predovšetkým od roku 2000 do roku 2008, kedy priemerná hodnota indexu predstavovala 126, čo značí aj o sile britskej ekonomiky v tomto období. Následne po roku 2008 NEER začal klesať pod hodnotu 100, čo možno pripísať aj vplyvom globálnej finančnej krízy. Zaujímavosťou je Rumunsko, kde priemerná hodnota indexu NEER je na úrovni 109, čo je najviac spomedzi krajín, ktoré považujeme za menej rozvinuté. Index NEER v Rumunsku nadobúda pomerne vysoké hodnoty v prvých dvoch sledovaných rokoch, kedy bola priemerná hodnota 173, čo značí výrazne silnejšiu národnú menu voči menám zahraničných partnerov. Index NEER sa v prípade Rumunska pomerne zhodnocoval aj po vstupe do EÚ, výraznejším tempom sa začala národná mena znehodnocovať od roku 2009, čo môže byť zapríčinené aj spomalením ekonomického rastu či politickou neistotou tejto krajiny. Stabilný vývoj indexu NEER, kde hodnoty oscilujú okolo 100 je v prípade Španielska, Rakúska, Talianska a Moldavska. Moldavská národná mena sa zo začiatku sledovaného obdobia dynamickejšie zhodnocovala následne však prišlo v rozmedzí rokov 2003 – 2008 k prudšiemu znehodnoteniu, neskôr sa však NEER vyvíja stabilným tempom.

Pomerne stabilný vývoj má aj Nemecko, kde sa však mena začala od roku 2017 výraznejšie zhodnocovať, čo možno pripísať ekonomickej výkonnosti a exportnému postaveniu v rámci EÚ. Priemernú hodnotu indexu NEER pod 100, čo naznačuje slabšiu národnú menu, majú krajiny Chorvátsko, Slovinsko, Slovensko, Poľsko, Česko a Maďarsko.

Graf 2 – Priemerná hodnota NEER v jednotlivých krajinách za celé sledované obdobie

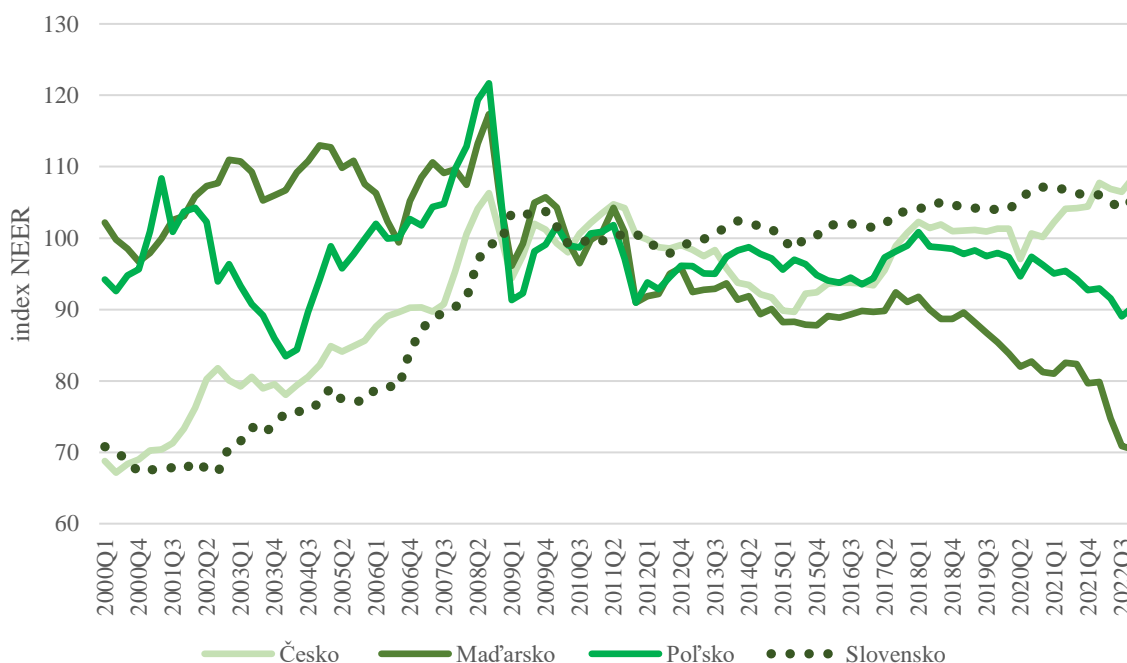


Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov z IMF

Vývoj indexu NEER krajín V4 – Slovenska, Poľska, Česka a Maďarska za celé sledované obdobie je zobrazený v grafe 3. V grafe 3 je viditeľné, že národné meny krajín zoskupenia V4 sa do roku 2008 dynamickejšie zhodnocovali. Podobný vývoj indexu NEER je v prípade krajín Česka a Slovenska pričom slovenská mena dosahuje najnižšie hodnoty indexu NEER spomedzi sledovaných krajín, a naopak po roku 2010 index NEER dosahuje hodnoty nad 100. Značné znehodnotenie národnej meny do roku 2008, kedy ostatné meny apreciovali, môžeme vidieť v grafe 3 v prípade Poľska, následne sa však trend indexu NEER zmenil. Do

roku 2008 sa všetky národné meny zhodnocovali, čo možno pripísať aj vstupu týchto krajín do EÚ v roku 2004. Krajiny V4 sú postsocialistickými a tranzitívnymi ekonomikami, ktoré so vstupom do EÚ získali priestor na medzinárodnom trhu a ich ekonomický rast sa v tomto období výraznejšie zvýšil. V roku 2009 sa národné meny prudšie znehodnotili, čo možno pripísať vplyvu globálnej finančnej krízy, ktorá do značnej miery zasiahla aj Európu. V posledných rokoch môžeme vidieť v prípade jednotlivých krajín opačný trend. Národné meny Maďarska a Poľska majú zostupný trend, teda ich meny deprecujú. Silnejší trend je v prípade Maďarska, kde je od roku 2011 priemerná hodnota indexu NEER 87. Naopak Česko a Slovensko vykazujú rastúci trend vývoja indexu NEER a ich národné meny sa dynamickejšie zhodnocujú. Slovensko je zároveň jedinou krajinou, ktorá od roku 2013, s výnimkou roku 2015, dosahuje hodnoty indexu nad 100, čo môže byť aj dôsledok toho, že Slovensko je ako jediná z krajín V4 členom eurozóny. Slovensko v sledovanom období nezaznamenáva ani výrazné výkyvy ako je tomu v prípade ostatných krajín, ktoré nie sú členmi eurozóny.

Graf 3 – Vývoj NEER v krajinách V4 za celé sledované obdobie

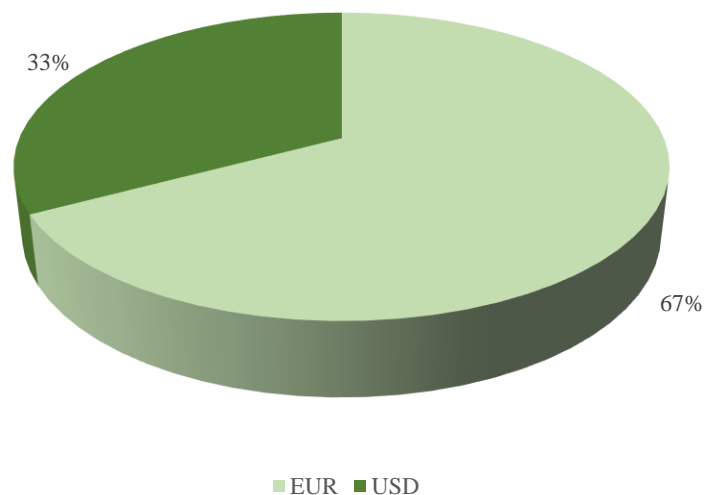


Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov z IMF

4.1.2. Cezhraničné úvery

Komplexný obraz o cezhraničných úveroch je vyjadrený prostredníctvom celkových cezhraničných bankových záväzkov jednotlivých krajín voči zvyšku sveta. Údaje o cezhraničných záväzkoch z databázy BIS zahŕňajú údaje, kde poskytujúcou inštitúciou cezhraničných úverov je bankový sektor pričom prijímajúcim sektorom sú všetky sektory. V tejto časti práce je predmetom bližšie analyzovať vývoj cezhraničných bankových záväzkov v jednotlivých krajinách podľa ich denominácie či celkových objemov a taktiež sledujeme aj vývoj cezhraničných záväzkov v krajinách V4. V nasledujúcom grafe 4 sú zobrazené celkové cezhraničné bankové záväzky všetkých sledovaných krajín na základe ich denominácie za celé sledované obdobie. Z grafu 4 vyplýva, že celkové cezhraničné záväzky nami sledovaných krajín sú takmer dvojnásobne viac denominované v eurách ako dolároch. Na základe čoho sa možno stotožniť aj s tvrdením autora Avdijeva (2016), ktorý uvádza, že poskytovanie úverov denominovaných v dolároch má silné postavenie na globálnej úrovni, zatiaľ čo euro má tendenciu dominovať pri poskytovaní cezhraničných úverov v eurozóne a rozvíjajúcich sa ekonomikách Európy.

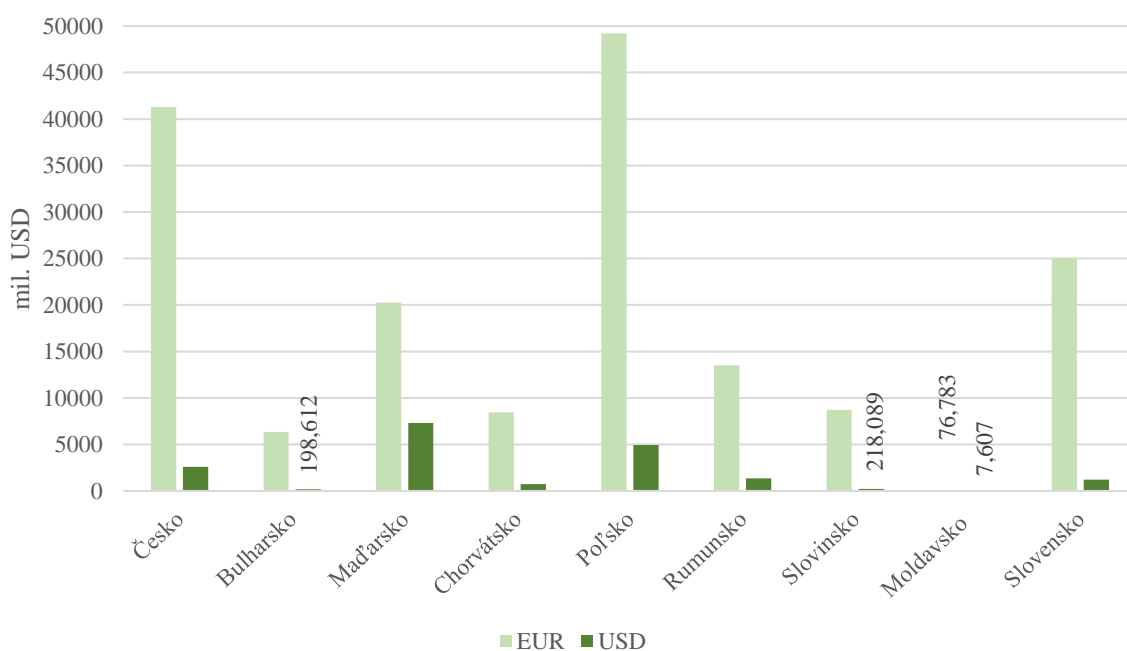
Graf 4 – Cezhraničné bankové záväzky na základe denominácie



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov z BIS

To, že cezhraničné úvery denominované v eurách majú silné zastúpenie predovšetkým v rozvíjajúcich sa ekonomikách Európy potvrdzuje aj graf 5 nižšie. V grafe 5 je zobrazený celkový objem cezhraničných záväzkov v poslednom sledovanom období 2022 v deviatich menej vyspelých krajinách Európy. Eurové záväzky výrazne presahujú tie dolárové v takmer všetkých sledovaných krajinách. Krajiny ako Česko, Poľsko a Maďarsko majú oproti ostatným zobrazeným krajinám výrazne vyššie aj dolárové záväzky. Výnimku predstavuje krajina Moldavsko, ktorej cezhraničné záväzky sa v poslednom sledovanom roku výraznejšie znížili, avšak počas celého sledovaného obdobia záväzky denominované v dolároch predstavovali takmer rovnaký objem ako eurové záväzky, čo môže byť zapríčinené predovšetkým tým, že Moldavsko nie je členskou krajinou EÚ a je len na zozname kandidátskych krajín.

Graf 5 – Celkový objem cezhraničných záväzkov v menej vyspelých krajinách

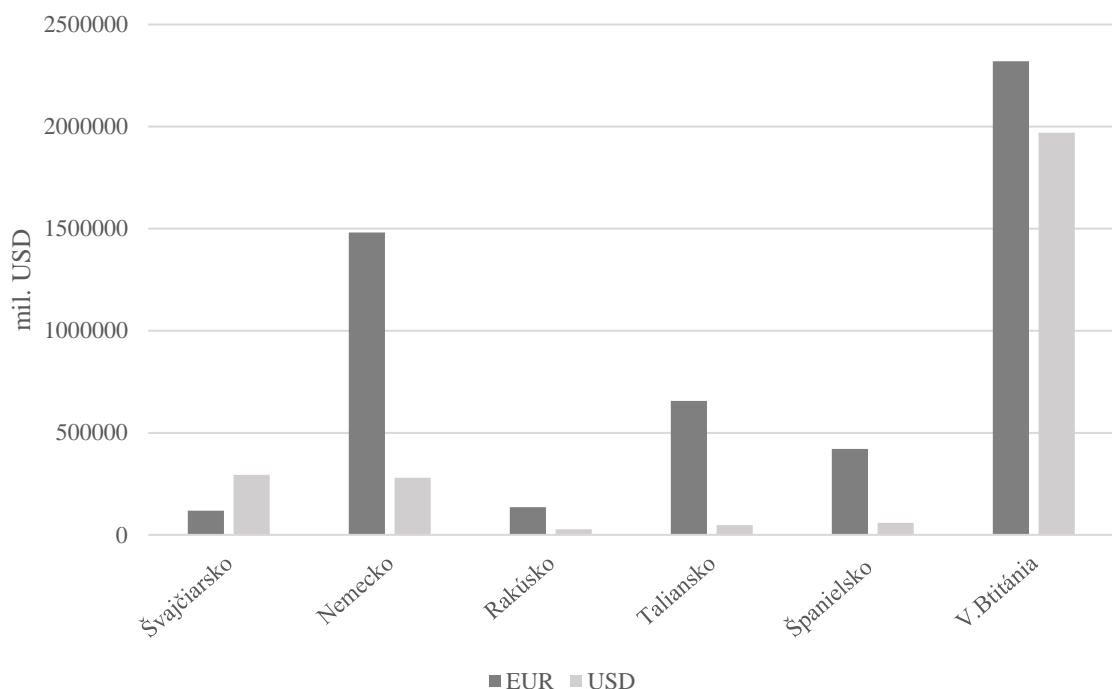


Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov z BIS

V prípade sledovaných vyspelejších krajín je situácia v denominácii cezhraničných záväzkov obdobná ako v predchádzajúcom grafe 5. Celkový objem cezhraničných záväzkov

vyspelých krajín je zobrazený v grafe 6. Výnimku v dominancii eurových záväzkov nad dolárovými predstavuje Švajčiarsko. Vyšší objem dolárových záväzkov môže byť zapríčinený predovšetkým tým, že Švajčiarsko nie je členom eurozóny a zároveň má táto krajina silnú národnú menu – švajčiarsky frank, ktorý patrí medzi zahraničné meny, v ktorých sa poskytuje veľká časť úverov na medzinárodnom finančnom trhu. Oproti ostatným sledovaným krajinám výraznejšie vyššie dolárové záväzky má Veľká Británia, čo môže byť taktiež obdobný prípad ako spomínané Švajčiarsko, a taktiež možno túto skutočnosť pripísať aj tomu, že Veľká Británia už nie je členom EÚ.

Graf 6 – Celkový objem cezhraničných záväzkov vo vyspelých krajinách

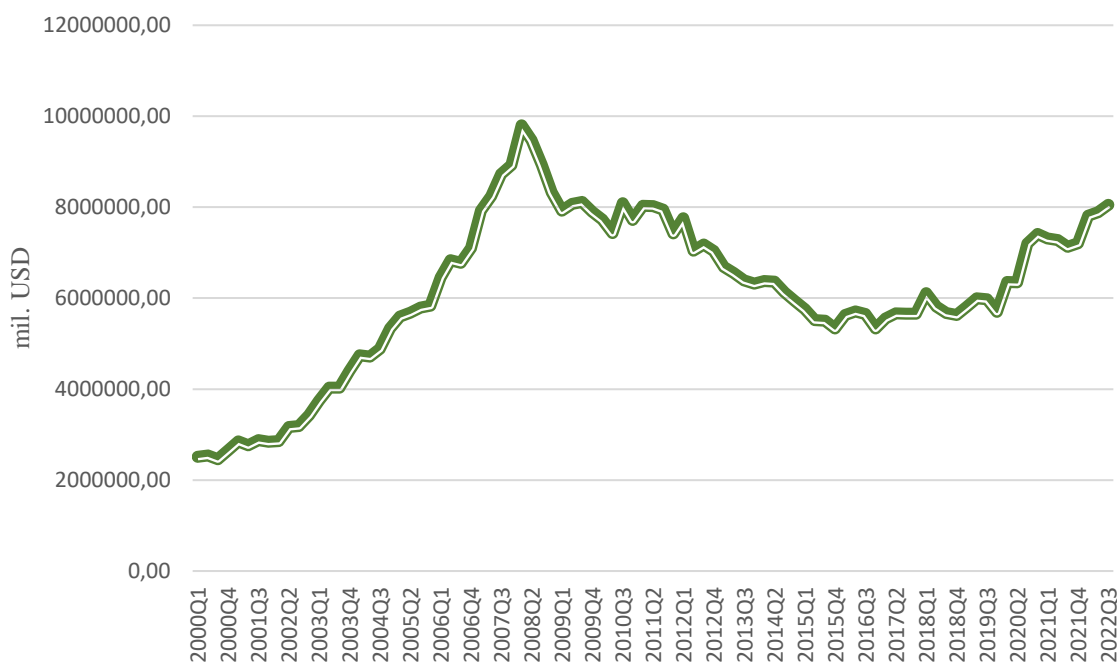


Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov z BIS

Ako už bolo spomenuté v prvej časti práce, súčasný svet je do veľkej miery globalizovaný, čo zvyšuje prúdenie finančných tokov medzi jednotlivými krajinami. Cezhraničné úverovanie nie je novým konceptom ani v prípade sledovaných európskych krajín vzhľadom na to, že EÚ od svojho vzniku funguje na základnom pilieri, ktorým je jednotný trh.

Európska únia vytvára podporu na rozvoj finančných trhov v rámci všetkých krajín EÚ prostredníctvom vytvorenia eurozóny alebo aj jednotného trhu finančných služieb, o čom svedčí aj objem cezhraničných záväzkov. V grafe 7 je zobrazený vývoj celkových cezhraničných záväzkov v rámci všetkých 15 sledovaných krajín na kvartálnej báze za celé sledované obdobie. Z grafu 7 je zrejmé, že cezhraničné záväzky mali do roku 2008 silný vzostupný trend. Toto obdobie možno považovať aj za najväčšie rozšírenie EÚ, v čoho dôsledku mohlo dôjsť aj k zvýšeným cezhraničným tokom, ktoré prúdili predovšetkým k novým členským krajinám. Globálna finančná kríza zasiahla aj krajiny Európy čoho dôkazom je prudšie klesanie cezhraničných záväzkov od roku 2008. Klesajúci trend však pokračuje aj po globálnej finančnej kríze a cezhraničné úvery začali narastať až od roku 2018, pričom nárast nie je taký dynamický ako na začiatku sledovaného obdobia.

Graf 7 – Vývoj cezhraničných záväzkov za celé sledované obdobie

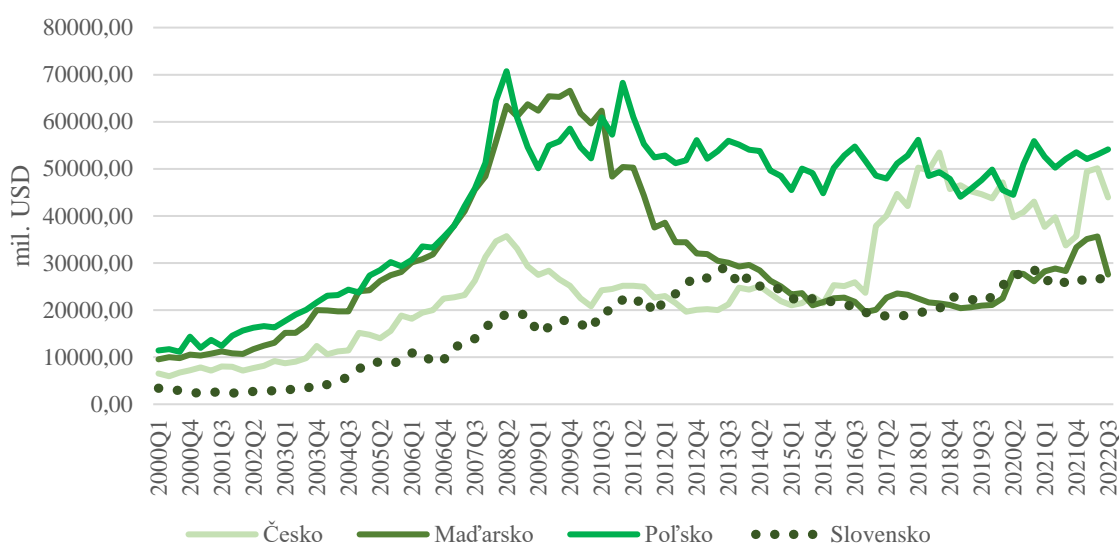


Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov z BIS

Vývoj cezhraničných záväzkov v rámci krajín zoskupenia V4 je zobrazený v grafe 8. Z grafu 8 je evidentné, že aj tieto krajiny vykazujú v začiatkoch sledovaného obdobia rastúci trend.

Cezhraničné záväzky začali výraznejšie rásť predovšetkým od roku 2004, kedy sa všetky krajiny stali členmi EÚ. Dynamicky vzostupný trend pokračoval do roku 2008 následne bol vývoj stabilnejší. Najnižší objem cezhraničných záväzkov vykazuje Slovensko, kde môžeme vidieť aj mierne rastúci trend a zároveň aj najstabilnejší vývoj. Podobný trend má aj Maďarsko, kde však cezhraničné záväzky po roku 2010 prudko klesli. Pomerne nízke objemy vykazovalo Česko, následne však v roku 2016 nastal zlom a cezhraničné záväzky dynamickejšie vzrástli a dosahovali podobné objemy ako Poľsko. Poľsko vykazuje najstabilnejší trend a taktiež aj najväčší objem spomedzi sledovaných krajín.

Graf 8 – Vývoj cezhraničných záväzkov v krajinách V4



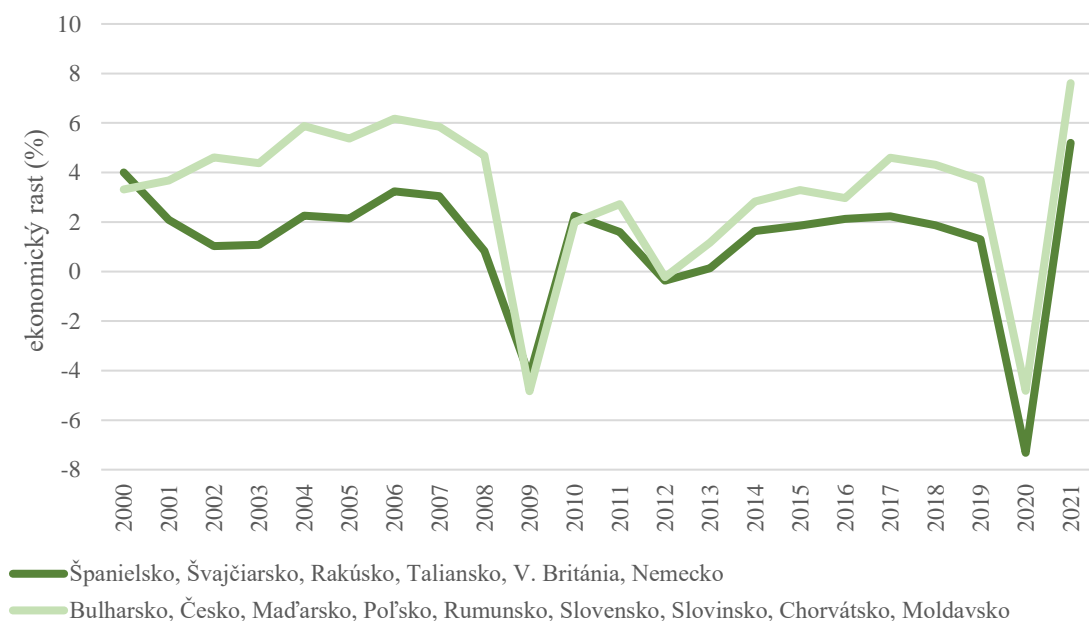
Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov z BIS

4.1.3. Ekonomický rast

Tretia základná premenná použitá v diplomovej práci je ekonomický rast. Výsledky empirických štúdií svedčia o tom, že cezhraničné úvery vplyvajú na ekonomický rast. Podľa autora Brkić (2021) cezhraničné úvery môžu podporiť investície a hospodársky rozvoj, čo zároveň vytvára pozitívne podmienky pre vyšší ekonomický rast v budúcnosti a zároveň zmiernujú tlak na miestne zdroje financovania, takže nedochádza k vytlačaniu súkromných

investícií. Shiota (2013) tvrdí, že cezhraničné úvery podporujú rast HDP prostredníctvom investícií a spotreby. Mendoza a Terrones (2012) hovoria o zvýšených úverových tokoch, ktoré sa spájajú s obdobiami ekonomickej expanzie. V grafe 9 nižšie môžeme vidieť zobrazený vývoj priemerných hodnôt ekonomického rastu vo vyspelejších a menej vyspelých vybraných krajinách v rozmedzí rokov 2000 - 2021.

Graf 9 – Vývoj priemerných hodnôt ekonomického rastu



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov z World Bank

Možno konštatovať, že vývoj ekonomického rastu v oboch skupinách krajín má takmer identický trend. Skupina krajín, ktoré považujeme za menej rozvinuté dosahuje vyššie tempá ekonomického rastu ako druhá skupina krajín. V grafe 9 môžeme vidieť narastajúci trend v období od roku 2000 do roku 2008, čo môže byť dôsledkom prípravy na vstup do EÚ a samotným členstvom týchto krajín v EÚ. Tento trend sme mohli pozorovať ako pri premennej indexu NEER, tak aj pri vývoji cezhraničných záväzkov Rovnako ako pri vývoji predchádzajúcich dvoch premenných, tak aj ekonomický rast zaznamenal v oboch skupinách krajín výrazný pokles v roku 2008. Následne však došlo k oživeniu a priemerná hodnota ekonomického rastu v menej rozvinutých krajinách sa pohybovala v rozmedzí 0%

- 4%. Najväčšie spomalenie ekonomického rastu za celé sledované obdobie nastalo v roku 2020, kedy vyspelé ekonomiky v priemere poklesli o 7% a menej vyspelé o 4%. Tento prepád možno pripisovať vplyvu globálnej pandémie, ktorá istým spôsobom zasiahla všetky krajiny a takmer každý sektor národného hospodárstva.

4.2. Výsledky regresných modelov

V tejto časti práce sledujeme dopad pohybov výmenného kurzu na ekonomický rast prostredníctvom jeho vplyvu na cezhraničné úvery. Závislosť jednotlivých premenných sledujeme na základe jednotlivých regresných modelov s fixnými efektmi, pričom efekt závislosti pozorujeme v nasledovných paneloch: vo všetkých vybraných krajinách, v menej rozvinutých krajinách, rozvinutých krajinách a krajinách zoskupenia V4.

4.2.1. Regresný model pre všetky sledované krajiny

V tejto podkapitole sledujeme dopad depreciácie výmenného kurzu na ekonomický rast prostredníctvom cezhraničných úverov vo vzorke všetkých vybraných krajín. Model zahŕňa 15 sledovaných krajín, z ktorých 6 považujeme za vyspelé krajiny Európy a zvyšných 9 za menej rozvinuté krajiny. Na základe teoretického vymedzenia základných premenných, prehľadu empirickej literatúry o danej problematike a preskúmania vývoja jednotlivých premenných je predpokladom, že v prípade depreciácie výmenného kurzu, teda poklesu hodnoty indexu NEER, sa bude zvyšovať hodnota cezhraničných záväzkov, čo následne negatívne ovplyvní ekonomický rast. Zároveň v prípade apreciacie domácej meny očakávame pokles hodnoty cezhraničných záväzkov denominovaných v cudzej mene, čo bude mať za následok zvýšenie ekonomického rastu. Výsledky regresie sú zobrazené v tabuľke 2 nižšie.

Závislou premennou v regresnom modeli s fixnými efektmi je hrubý domáci produkt v bežných cenách, ktorý je v modeli vyjadrený ako logaritmus diferencie, inými slovami možno povedať, že sa jedná o nominálny medzikvartálny ekonomický rast. Hlavnými vysvetľujúcimi premennými sú nominálny efektívny výmenný kurz a cezhraničné úvery. Nominálny efektívny výmenný kurz je podobne ako HDP vyjadrený diferenciou logaritmu

a cezhraničné úvery sú upravené logaritmovaním. Na sledovanie dopadu pohybov výmenného kurzu na ekonomický rast prostredníctvom cezhraničných úverov sme do modelu pridali interakčnú premennú, ktorá je vytvorená interakciou NEER a cezhraničných úverov. Na základe spracovanej literatúry sme do modelu pridali aj niekoľko vysvetľujúcich premenných, ktoré majú vplyv na ekonomický rast. Medzi kontrolné premenné sme zaradili investície, ktoré na základe spracovanej literatúry považujeme za jeden z hlavných determinantov ekonomického rastu. Zároveň sme do modelu pridali kontrolné premenné ako finančný rozvoj a finančné inštitúcie, ktoré zohrávajú taktiež dôležitú úlohu v hospodárskom rozvoji. (Guru – Yadav, 2019) Posledné dve premenné – index kontroly korupcie a index právneho štátu predstavujú dva faktory, ktoré môžu mať výrazný vplyv na ekonomický rast krajín, nakoľko kvalitné inštitúcie sú dôležitým determinantom ekonomického rastu krajín. (Mahran, 2022)

Výsledky v tabuľke 2 nenaznačujú štatistickú významnosť premennej NEER ani v jednom z modelov. Na základe čoho možno konštatovať, že zmeny výmenného kurzu, tak nemajú v sledovaných krajinách žiadny dopad na tempo rastu HDP. Zdá sa, že samotný výmenný kurz nevlýva na rast HDP prostredníctvom obchodného kanála, čo môže byť spôsobené tým, že export vybraných krajín nie je závislý od pohybov výmenného kurzu. Dôvod prečo export nie je závislý od pohybov výmenného kurzu môže byť spôsobený medzinárodnými prepojeniami a rastúcim zapojením sa do Global Value Chains. Zároveň závislou premennou je nominálny rast HDP a nie reálny, ktorý je očistený o vplyv inflácie, čo môže v našich výsledkoch predstavovať vplyvom inflácie isté skreslenie, vzhľadom na medzikvartálne dáta by však toto skreslenie nemalo byť také veľké. Naopak cezhraničné úvery sú štatisticky významné v každej z uvedených špecifikácií. V modeli (1) je vplyv NEER, cezhraničných úverov a ich interakcie na HDP. Na základe výsledkov regresie možno tvrdiť, že rast cezhraničných úverov negatívne vplyva na rast HDP a možno ho považovať za jeden z determinantov ekonomického rastu. Koeficient cezhraničných úverov predstavuje silnú štatistickú významnosť v prípade, že sa cezhraničné úvery zvýšia o 1% bude to mať za následok zníženie zmeny HDP v priemere iba o 0,06%. Záporný a štatisticky významný koeficient cezhraničných úverov tak naznačuje, že vyššie cezhraničné záväzky v sledovaných krajinách vedú k pomalšiemu rastu nominálneho HDP. Táto skutočnosť môže byť zapríčinená tým, že samotné cezhraničné úvery môžu viesť nadmernému zadlženiu

a tým k vyšším úrokovým sadzbám, čo má za následok spomalenie ekonomického rastu v dôsledku nižšej finančnej stability. Krajiny s vyššími cezhraničnými záväzkami sú aj viac závislé od cezhraničného financovania, čo znamená, že môžu byť ovplyvnené externými šokmi, čo môže negatívne vplývať na ekonomickú aktivitu týchto krajín. Naopak štatisticky významný a kladný je koeficient interakčnej premennej. Na základe toho, možno tvrdiť, že v krajinách, ktoré majú vyšší objem cezhraničných úverov, má apreciacia pozitívny dopad a naopak depreciácia má negatívny dopad na zmenu HDP. Výsledky regresie naznačujú, že depreciácia v krajinách, ktoré majú vyššie objemy cezhraničných úverov bude mať negatívnejší dopad na rast HDP v porovnaní s krajinami, ktoré majú nižší objem cezhraničných úverov. Vysoký objem cezhraničných úverov denominovaných v cudzej mene predstavuje značné riziko, ktoré priamo vyplýva z menového nesúladu nakoľko v prípade depreciácie môže dôjsť k poklesu ekonomického rastu v dôsledku rastu hodnoty cezhraničných úverov.

V modeli (2) sme pridali premennú investície, ktorú sme následne zahrnuli do každého z uvedených modelov. Investície majú pozitívny a silne štatisticky významný vplyv na rast HDP. Zvýšenie podielu investícií na HDP o 1% vedie k zvýšeniu rastu HDP v priemere len o 0,02%. V modeloch (3), (4), (5) a (6) sme postupne pridávali ďalšie kontrolné premenné. Zaujímavosťou je, že finančný rozvoj nie je štatisticky významnou premennou, čo vyvracia náš predpoklad, že vyšší finančný rozvoj pozitívne vplýva na ekonomický rast. Naopak štatisticky významnými premennými sú kontrolné premenné index finančných inštitúcií a index kontroly korupcie. Index finančných inštitúcií je index, ktorý sa využíva na hodnotenie vývoja a stability finančných inštitúcií v krajinách. Predpokladom je, že krajiny, ktoré vykazujú vyšší stupeň tohto indexu majú aj rozvinutejšie finančné inštitúcie, čo zároveň vedie k zvýšeným finančným tokom, a to následne pozitívne vplýva na ekonomický rast týchto krajín. Koeficient indexu finančných inštitúcií je negatívny a štatisticky významný, čo znamená, že s nárastom hodnoty indexu finančných inštitúcií o jednotku sa tempo rastu HDP zníži len o 0,36%, čo nie je v súlade s našimi očakávaniami. Podľa Arcand et al. (2012) príliš veľký finančný sektor negatívne vplýva na ekonomický rast, čoho dôvodom môže byť nesprávna alokácia zdrojov. Finančné inštitúcie majú tendenciu podtupovať nadmerné riziko a financovať nenávratné projekty, čo môže mať za následok nižšie tempo ekonomického rastu.

Tabuľka 2 – Výsledky modelov na vzorke všetkých krajín

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Premenná	Δ HDP						
Δ NEER	0.310 (0.344)	0.359 (0.312)	0.415 (0.311)	0.452 (0.325)	0.272 (0.287)	0.393 (0.328)	0.346 (0.306)
Cezhraničné úvery	-0.0620*** (0.00680)	-0.0597*** (0.00727)	-0.0525*** (0.0134)	-0.0324* (0.0172)	-0.0593*** (0.00728)	-0.0554*** (0.00932)	-0.0290* (0.0139)
Interakčná premenná (NEER x Cezhraničné úvery)	0.190** (0.0734)	0.173** (0.0695)	0.163** (0.0695)	0.155** (0.0707)	0.184** (0.0653)	0.166** (0.0720)	0.165** (0.0667)
Investície		0.0160*** (0.00238)	0.0166*** (0.00224)	0.0165*** (0.00233)	0.0160*** (0.00243)	0.0155*** (0.00219)	0.0158*** (0.00229)
Finančný rozvoj			-0.165 (0.196)				0.00725 (0.110)
Finančné inštitúcie				-0.358** (0.143)			-0.298*** (0.0976)
Kontrola korupcie					0.0937** (0.0334)		0.171*** (0.0301)
Právny štát						-0.0820 (0.0663)	-0.145*** (0.0410)
Počet pozorovaní	1,305	1,305	1,245	1,245	1,305	1,305	1,245
R-squared	0.193	0.212	0.222	0.242	0.235	0.223	0.300
Počet krajín	15	15	15	15	15	15	15

Poznámka: * predstavuje robustné štandardné chyby uvedené v zátvorkách pri hladine významnosti 10%, ** 5% a *** 1%.

V modeli (5) sme k základným sledovaným premenným pridali kontrolnú premennú – kontrolu korupcie. Index kontroly korupcie sa využíva na posúdenie úrovne korupcie, hodnotenie politického, sociálneho či hospodárskeho prostredia. Vyššia úroveň indexu kontroly korupcie indikuje nižšiu úroveň korupcie, teda vyššiu kontrolu nad korupčnými činnosťami. Vyšší index korupcie, tak môže pozitívne vplývať na ekonomický rast. Výsledky regresie (5) naznačujú, že koeficient je kladný a štatisticky významný, čo znamená že ak sa index kontroly korupcie zvýši o jednotku, tak rast HDP sa zvýši o 0,09%, čo naznačuje, že inštitucionálna kvalita a prítomnosť nízkej korupčnej činnosti je dôležitým determinantom ekonomického rastu. V modeli (5) sú opäť štatisticky významné aj cezhraničné úvery a taktiež aj interakčná premenná.

Do modelu (6) sme pridali poslednú kontrolnú premennú – právny štát. Index právneho štátu je používaný na hodnotenie kvality právneho systému, vlády a súdnictva v krajinách. Vyššie hodnoty indexu môžu naznačovať nižšiu úroveň právneho štátu, čo má značný dopad na ekonomickú prosperitu krajín. V modeli (6) je však koeficient štatisticky nevýznamný, na základe čoho možno tvrdiť že index kvality právneho štátu nemá vplyv na rast HDP, čo zároveň vyvracia náš predpoklad. Možno však tvrdiť, že samotný index kvality právneho štátu nemusí vplývať na rast HDP nakoľko je aj mnoho krajín, ktoré majú vysoké tempo ekonomického rastu aj napriek pomerne nízkej kvalite právneho štátu a ich ekonomický rast je ťahaný napríklad vysokou produkciou, nerastnými surovinami a pod.

Do posledného modelu (7) sme zahrnuli všetky sledované premenné, pričom medzi jednotlivými kontrolnými premennými s výnimkou investícií je prítomná vysoká korelácia, čo znamená, že výsledky špecifikácie (7) môžu byť ovplyvnené koreláciou. Štatisticky nevýznamnými v uvedenej špecifikácii sú opäť NEER a index finančného rozvoja. V tomto prípade je štatisticky významný aj koeficient indexu právneho štátu pri náraste indexu právneho štátu o jednotku sa HDP zvýši iba o 0,15%, čo potvrdzuje hypotézu, že vyššia úroveň tohto indexu zvyšuje HDP. Na HDP majú pozitívny dopad aj kontrolné premenné: index finančných inštitúcií, kontroly právneho štátu a taktiež aj investície, pričom najsilnejší vplyv má index finančných inštitúcií, ktorý však nie je v súlade s našimi očakávaniami vzhľadom na to, že v prípade nárastu indexu by sa HDP znížil o 0,29%. Štatisticky významný je aj koeficient interakčnej premennej, čím môžeme potvrdiť hypotézu

o fungovaní finančného kanála. Pri krajinách, ktoré majú vyšší objem cezhraničných záväzkov vedie depreciačia ich meny k zníženiu rastu HDP, zatiaľ čo apreciačia domácej meny vedie k zvýšeniu HDP. Tieto výsledky nám naznačujú, že depreciačia domácej meny vedie k nárastu celkového objemu cezhraničných úverov, ktorý zároveň znižuje tempo rastu HDP. Tento model zároveň naznačuje, že sa nám podarilo vysvetliť 30% variability závislej premennej, teda rastu HDP, pričom všetky modely v tabuľke 2 možno považovať za štatisticky významné, zároveň sa nám podarilo potvrdiť hypotézu, že depreciačia výmenného kurzu má na ekonomický rast dopad prostredníctvom vplyvu na cezhraničné úvery.

Vzhľadom na to, že sa jedná o európske krajiny a najmä krajiny, ktoré sú členmi EÚ rozhodli sme sa sledovať dopady pohybov výmenného kurzu na rast HDP prostredníctvom cezhraničných záväzkov, ktoré sme rozdelili na eurové a dolárové. Ako bolo spomenuté v časti práce, kde sme analyzovali vývoj jednotlivých premenných, takmer všetky sledované krajiny majú väčšiu časť svojich cezhraničných záväzkov denominovaných v eurách. Väčšina vybraných krajín využíva jednotnú menu euro, a zároveň ako uvádzajú autori Rosenberg a Tirpák (2008) aj členstvo v EÚ zvyšuje dôveru v stabilitu výmenného menového kurzu v dôsledku čoho dlžníci považujú pohyby výmenného kurzu za málo rizikové. Vzhľadom na to krajiny majú svoje záväzky vo väčšej miere denominované v eurách než v dolároch. Zároveň však ako bolo spomenuté v teoretickej časti práce dolár možno považovať za medzinárodnú menu, ktorá má tendenciu dominovať na globálnej úrovni, čo v prípade šokov vyvolaných v USA môže ovplyvniť ekonomiky, ktoré majú svoje záväzky denominované v dolároch. Georgiadis a kol. (2021) tvrdia, že dolár sa zhodnocuje práve vtedy, keď globálne riziko stúpa. Prostredníctvom finančných tokov apreciačia dolára zosilňuje nepriaznivý vplyv globálnych rizík mimo USA, čo má následne na krajiny, ktoré majú cezhraničné úvery v dolároch, negatívny dopad. Toto môže naznačovať, že štatistická významnosť pri dopade výmenného kurzu na rast HDP prostredníctvom vplyvu na cezhraničné úvery bude odlišná čo sa týka denominácie cezhraničných úverov.

V tabuľke 3 môžeme vidieť výsledky regresných modelov cezhraničných úverov prerozdelených podľa denominácie. Špecifikácie (1) a (2) obsahujú nezávislé premenné

týkajúce sa cezhraničných úverov v dolároch a špecifikácie (3) a (4) zahŕňajú jednotlivé premenné týkajúce sa cezhraničných úverov v eurách.

Tabuľka 3 – Výsledky modelov na vzorke všetkých krajín podľa denominácie cezhraničných záväzkov

Premenná	(1)	(2)	(3)	(4)
	Δ HDP			
Δ NEER	0.596** (0.258)	0.655** (0.274)	0.424 (0.259)	0.383 (0.249)
Cezhraničné úvery USD	-0.00497 (0.0120)	-0.00733 (0.00881)		
Interakčná premenná (NEER*Cezhraničné úvery USD)	0.149** (0.0642)	0.124 (0.0714)		
Cezhraničné úvery EUR			-0.0528*** (0.00460)	-0.0246** (0.0115)
Interakčná premenná (NEER*Cezhraničné úvery EUR)			0.180** (0.0616)	0.177*** (0.0584)
Investície	0.0207*** (0.00242)	0.0170*** (0.00255)	0.0159*** (0.00239)	0.0158*** (0.00226)
Finančný rozvoj		-0.0599 (0.112)		-0.000460 (0.106)
Finančné inštitúcie		-0.474*** (0.0588)		-0.291** (0.102)
Kontrola korupcie		0.179*** (0.0273)		0.171*** (0.0299)
Právny štát		-0.140*** (0.0450)		-0.142*** (0.0412)
Počet pozorovaní	1,305	1,245	1,305	1,245
R-squared	0.075	0.283	0.219	0.301
Počet krajín	15	15	15	15

Poznámka: * predstavuje robustné štandardné chyby uvedené v zátvorkách pri hladine významnosti 10%, ** 5% a *** 1%.

Z modelu (1) vyplýva, že štatisticky významnou je premenná NEER, čo znamená, že nárastom hodnoty NEER, teda v prípade apreciacie dôjde k rastu HDP približne o 0,6%. Štatisticky nevýznamné sú samotné cezhraničné úvery denominované v dolároch a nepovažujeme ich tak za významný determinant ekonomického rastu v sledovaných krajinách. Naopak štatisticky významná a negatívna je interakčná premenná na základe čoho možno opäť konštatovať, že krajiny, ktoré majú vyšší objem cezhraničných úverov denominovaných v dolároch depreciácia ich domácej meny má na rast HDP negatívnejší účinok oproti krajinám s nižšími záväzkami. Modelom (1) však vysvetľujeme 7% variability závislej premennej, a preto sme do modelu pridali aj ďalšie kontrolné premenné, čím vysvetľujeme 28% pohybov závislej premennej rastu HDP. V modeli (2), však môžeme vidieť, že štatisticky významnou je opäť NEER, avšak tentokrát nie je štatisticky signifikantná len premenná cezhraničných úverov, ale aj interakčná premenná. Ostatné pridané kontrolné premenné, s výnimkou finančného rozvoja, možno považovať za štatisticky významné, a teda ich považujeme za významné determinanty ekonomického rastu, pričom tento model potvrdzuje výsledky modelu (7) z tabuľky 2. Vzhľadom na to, že model (2) považujeme za štatisticky signifikantný možno konštatovať, že v krajinách, ktoré majú cezhraničné úvery denominované v dolároch depreciácia ich meny nemá vplyv na rast HDP. Čo môže byť zapríčinené aj skutočnosťou, že vo vzorke sledovaných krajín sú prevažne európske krajiny, ktoré sú členmi EÚ, a ako už bolo spomenuté ich dolárové záväzky tvoria len tretinu spomedzi celkového objemu cezhraničných úverov.

Vzorka sledovaných krajín má svoje cezhraničné záväzky v prevažnom objeme denominované v eurách. Na základe tejto skutočnosti očakávame výraznejší dopad pohybov výmenného kurzu na rast HDP prostredníctvom vplyvu na cezhraničné úvery v eurách v porovnaní s dolárovými záväzkami. Podobne ako s cezhraničnými úvermi v dolároch sme postupovali aj v modeloch (3) a (4), ktoré sa týkajú cezhraničných úverov v eurách. Modelom (3), ktorý okrem základných použitých premenných obsahuje aj kontrolnú premennú investície, vysvetľujeme 21% variability rastu HDP. Jedinou štatisticky nevýznamnou premennou je NEER, naopak všetky ostatné premenné vrátane interakčného člena majú vplyv na rast HDP. Na základe výsledkov regresného modelu (3) možno tvrdiť, že v prípade zvýšenia cezhraničných úverov denominovaných v eurách o 1% dôjde k poklesu HDP o 0,05%, čo zároveň nepotvrdzuje našu hypotézu, že samotné zvyšovanie

cezhraničných úverov podporuje ekonomickú aktivitu. Narastajúce cezhraničné záväzky zároveň zvyšujú celkové zadĺženie krajín, čo môže mať negatívny dopad na hospodárstvo, nakoľko tieto krajiny musia nájsť vyšší objem finančných zdrojov na splácanie cezhraničných záväzkov. V tomto kontexte by sme sa mohli stotožniť s negatívnym a štatisticky signifikantným koeficientom cezhraničných úverov. Kladný a štatisticky významný na hladine významnosti 5% je aj interakčný člen. Výsledky tak naznačujú a potvrdzujú našu hypotézu, že v krajinách, ktoré majú vyššie cezhraničné záväzky, ktoré sú denominované v eurách, má deprecia ich domácej meny negatívnejší dopad na rast HDP. Do modelu (4) sme opäť zaradili všetky vybrané kontrolné premenné, pričom sa nám podarilo vysvetliť 30% variability rastu HDP. V modeli (4) je koeficient interakčnej premennej kladný a štatisticky významný na hladine významnosti 1% pričom efekt je o niečo slabší ako v predchádzajúcej špecifikácii (3).

Výsledky regresných modelov uvedených v tabuľke 2 a v tabuľke 3 naznačujú štatisticky významný dopad pohybov výmenného kurzu na rast HDP prostredníctvom jeho vplyvu na cezhraničné úvery. Výsledky odhadov koeficientov kľúčových sledovaných premenných, teda NEER, cezhraničných úverov a interakcie týchto dvoch premenných sú v súlade s našimi očakávaniami. Výsledky regresných modelov nenaznačujú štatistickú významnosť NEER na základe čoho možno tvrdiť, že samotné pohyby výmenného kurzu nepovažujeme za významný determinant ekonomického rastu. Výmenný kurz vplýva na rast HDP len prostredníctvom jeho vplyvu na cezhraničné úvery. Štatisticky významná je premenná cezhraničných úverov, pričom koeficient je záporný, a teda zvyšujúce sa objemy cezhraničných záväzkov zvyšujú zadĺženosť krajín, čo následne môže negatívne vplývať na ekonomický rast. Našou hypotézou však bolo, že zvyšovanie hodnoty cezhraničných úverov bude mať pozitívny dopad na ekonomickú aktivitu krajín. Výsledky regresných modelov naznačujú, že so zvyšujúcimi sa cezhraničnými úvermi dôjde k poklesu HDP v priemere len o 0,06%. Avšak, tak ako sme predpokladali, v krajinách, ktoré majú vyšší objem cezhraničných úverov denominovaných v cudzej mene, deprecia ich domácej meny predstavuje riziko na vývoj rastu HDP, ktoré vyplýva z menového nesúladu. Štatisticky významná je interakčná premenná, pričom na základe výsledkov tabuľky 3 možno tvrdiť, že deprecia má výraznejší dopad na rast HDP prostredníctvom vplyvu na cezhraničné úvery v krajinách, ktoré majú vyššie záväzky denominované v eurách. Výsledky regresných

modelov tak potvrdili naše očakávania, že v krajinách, ktoré majú vyššie cezhraničné záväzky, depreciačia ich domácej meny voči mene denominácie ich cezhraničných úverov má negatívnejší dopad na rast HDP. Možno tvrdiť, že krajiny s vysokými cezhraničnými záväzkami v cudzej mene, sú do značnej miery zraniteľnejšie voči pohybom výmenného kurzu oproti krajinám, ktoré majú menšie záväzky denominované v cudzej mene.

4.2.2. Regresný model pre rozvinuté krajiny

V nasledujúcej časti práce pomocou regresných modelov s fixnými efektmi odhadujeme dopad depreciačie výmenného kurzu na rast HDP prostredníctvom jeho vplyvu na cezhraničné úvery vo vzorke rozvinutých krajín. Ako už bolo v práci spomenuté na dopady pohybov výmenného kurzu sú zraniteľné predovšetkým menej rozvinuté krajiny, preto neočakávame, že dopad pohybov výmenného kurzu prostredníctvom cezhraničných úverov bude mať vplyv na rast HDP vo vybraných rozvinutejších krajinách. Vo vzorke sledovaných krajín je: Nemecko, Taliansko, Veľká Británia, Španielsko, Rakúsko a Švajčiarsko. Všetky tieto krajiny reprezentujú vyspelú časť Európy, a teda možno považovať za stabilné a prosperujúce ekonomiky, pri ktorých neočakávame výrazný vplyv pohybov výmenného kurzu prostredníctvom cezhraničných úverov na rast HDP. Navyše majú tieto krajiny väčšinu svojich dlhov denominovaných v ich domácej mene.

V nasledujúcich regresných modeloch uvedených v tabuľkách 4 a 5 sme použili rovnaké premenné ako aj v predchádzajúcich modeloch, pričom sa zmenila len vzorka pozorovaných krajín. Podobne ako v predchádzajúcej kapitole výsledky regresíí nenaznačujú štatistickú závislosť premennej NEER, na základe čoho možno tvrdiť že pohyby nominálneho efektívneho kurzu nemajú dopad na rast nominálneho HDP. Zároveň v každom z uvedených modelov v tabuľke 4 sú koeficienty cezhraničných úverov negatívne a štatisticky významné. Podobne ako v predchádzajúcej podkapitole nárast celkových cezhraničných úverov má na rast HDP negatívny dopad v podobe poklesu HDP v priemere o 0,06%. Tieto výsledky zároveň nie sú v súlade s našimi očakávaniami vzhľadom na to, že s narastajúcimi hodnotami cezhraničných úverov očakávame aj nárast HDP. Našu hypotézu však potvrdzuje koeficient interakčnej premennej, ktorý nie je štatisticky významný. Z uvedeného vyplýva, že pohyby výmenného kurzu prostredníctvom vplyvu na cezhraničné úvery nemajú vplyv

na rast HDP v sledovaných rozvinutejších krajinách Európy. Za štatisticky významný a teda aj významný determinant ekonomického rastu považujeme na základe výsledkov regresii v tabuľke 4 investície. S nárastom podielu investícií o 1% dochádza aj k rastu HDP v priemere iba o 0,03%. Z použitých kontrolných premenných je štatisticky významný len koeficient indexu kontroly korupcie na základe čoho možno tvrdiť, že s nárastom indexu sa rast HDP zvýši v priemere o 0,14%. Ostatné kontrolné premenné – finančný rozvoj, finančné inštitúcie a právny štát v tomto prípade nepovažujeme za významné determinanty rastu HDP.

Rozvinuté krajiny disponujú stabilnejšími finančnými trhmi, zvyčajne majú tieto krajiny aj lepšie regulačné systémy a kontrolné orgány, čo znižuje riziko šokov, ktoré sú vyvolané v rámci krajiny, ale taktiež aj externých šokov. Činnosti regulačných orgánov zároveň zmiernujú výkyvy výmenných kurzov, ktoré následne môžu mať dopad na cezhraničné úvery a tak aj na rast HDP. V časti diplomovej práce, kde sme analyzovali vývoj jednotlivých premenných, index NEER v prípade rozvinutejších krajín nadobúdal pomerne stabilný vývoj, čo je zároveň v súlade s výsledkami regresného modelu, kde nepozorujeme vplyv pohybov výmenného kurzu na cezhraničné úvery a tým na ekonomický rast. Rozvinuté krajiny zároveň možno považovať za krajiny, ktoré nie sú závislé od cezhraničného financovania ako je tomu pri menej rozvinutých krajinách. Zároveň rozvinuté krajiny majú pomerne dobrý prístup aj k domácim zdrojom financovania, čo v prípade externých šokov nepredstavuje výrazné riziko, ako pre krajiny, ktoré sú závislé od cezhraničného financovania. V pozorovanej vzorke krajín sú krajiny ako Švajčiarsko a Veľká Británia, ktoré možno považovať za významné finančné centrá, čo môže nasvedčovať tomu, že tieto krajiny sú závislé od cezhraničného financovania. Avšak keďže sú tieto krajiny významnými finančnými centrami nemajú problém si požičiavať v zahraničí aj vo svojej vlastnej mene, a preto nie sú do takej miery vystavené riziku menového nesúladu. To môžu byť dôvody prečo v prípade rozvinutejších krajín nepozorujeme štatisticky významnú závislosť pohybov výmenného kurzu na rast HDP prostredníctvom vplyvu na cezhraničné úvery.

Tabuľka 4 – Výsledky modelov na vzorke rozvinutých krajín

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Premenná	Δ HDP						
Δ NEER	1.256 (7.178)	1.877 (7.252)	2.188 (7.196)	2.884 (8.083)	1.401 (6.831)	1.902 (7.196)	2.316 (7.598)
Cezhraničné úvery	-0.0570*** (0.00944)	-0.0545*** (0.00881)	-0.0546*** (0.0118)	-0.0558*** (0.00964)	-0.0349** (0.0117)	-0.0516*** (0.0107)	-0.0341* (0.0155)
Interakčná premenná (NEER*Cezhraničné úvery)	0.0149 (0.487)	-0.0290 (0.493)	-0.0519 (0.491)	-0.102 (0.553)	0.00370 (0.464)	-0.0301 (0.489)	-0.0625 (0.519)
Investície		0.0257** (0.00656)	0.0250*** (0.00556)	0.0251** (0.00681)	0.0288*** (0.00593)	0.0261*** (0.00615)	0.0288*** (0.00579)
Finančný rozvoj			-0.00753 (0.147)				-0.0805 (0.0825)
Finančné inštitúcie				0.417 (0.495)			0.245 (0.410)
Kontrola korupcie					0.137*** (0.0185)		0.155*** (0.0250)
Právny štát						0.0515 (0.0734)	-0.0502 (0.0476)
Počet pozorovaní	522	522	498	498	522	522	498
R-squared	0.150	0.165	0.164	0.174	0.248	0.170	0.260
Počet krajín	6	6	6	6	6	6	6

Poznámka: * predstavuje robustné štandardné chyby uvedené v zátvorkách pri hladine významnosti 10%, ** 5% a *** 1%.

Podobne ako v predchádzajúcej kapitole, aj tentokrát sledujeme v tabuľke 5 vplyv pohybov výmenného kurzu na rast HDP prostredníctvom cezhraničných úverov denominovaných v dolároch a eurách.

Tabuľka 5 – Výsledky modelov na vzorke rozvinutých krajín podľa denominácie cezhraničných záväzkov

Premenná	(1)	(2)	(3)	(4)
	Δ HDP			
Δ NEER	6.719*	6.881*	-2.568	-2.169
	(2.970)	(3.162)	(5.599)	(5.841)
Cezhraničné úvery USD	-0.0230	-0.0184		
	(0.0335)	(0.0195)		
Interakčná premenná (NEER*Cezhraničné úvery)	-0.410	-0.426		
	(0.220)	(0.233)		
Cezhraničné úvery EUR			-0.0441**	-0.0260
			(0.0130)	(0.0162)
Interakčná premenná (NEER*Cezhraničné úvery EUR)			0.307	0.274
			(0.408)	(0.427)
Investície	0.0301***	0.0322***	0.0259***	0.0288***
	(0.00701)	(0.00501)	(0.00545)	(0.00498)
Finančný rozvoj		-0.143		-0.0848
		(0.0876)		(0.0844)
Finančné inštitúcie		0.287		0.212
		(0.422)		(0.413)
Kontrola korupcie		0.166***		0.160***
		(0.0296)		(0.0256)
Právny štát		-0.0317		-0.0558
		(0.0538)		(0.0500)
Počet pozorovaní	522	498	522	498
R-squared	0.133	0.260	0.159	0.257
Počet krajín	6	6	6	6

Poznámka: * predstavuje robustné štandardné chyby uvedené v zátvorkách pri hladine významnosti 10%, ** 5% a *** 1%.

Štatisticky významný, ale len v prípade úverov v USD, je koeficient NEER v modeli (1) a (2), ktorého nárast pozitívne vplýva na rast HDP naopak závislosť nepozorujeme v prípade cezhraničných úverov a taktiež štatisticky významné nie sú ani interakčné premenné. Zároveň sa zhodujeme s výsledkami regresných modelov vyššie, že pohyby výmenného kurzu na rast HDP prostredníctvom cezhraničných úverov v prípade rozvinutejších krajín nemajú vplyv. V modeli (3) môžeme vidieť, že koeficient cezhraničných úverov v eurách je negatívny a štatisticky významný čo znamená, že s nárastom eurových záväzkov dochádza k poklesu HDP o 0,04%. Modelom (3) však vysvetľujeme len 16% variability závislej premennej. Na základe interakčného člena, ktorý nie je štatisticky významný môžeme konštatovať, že v prípade vzorky rozvinutejších krajín nemá depreciácia výmenného kurzu dopad na rast HDP prostredníctvom cezhraničných úverov ani v prípade prerozdelenia podľa denominácie záväzkov. Výsledky, tak potvrdzujú našu hypotézu, že efekt depreciácie v sledovaných rozvinutejších krajinách nebude mať dopad na rast HDP prostredníctvom jej vplyvu na cezhraničné záväzky.

4.2.3. Regresný model pre menej rozvinuté krajiny

V tejto podkapitole prezentujeme výsledky regresných modelov, v ktorých sme sledovali dopad pohybov výmenného kurzu na rast HDP prostredníctvom vplyvu na cezhraničné úvery vo vzorke deviatich menej rozvinutých krajín. Voči pohybom výmenných kurzov sú zraniteľné predovšetkým rozvojové, resp. menej rozvinuté krajiny, preto v modeli očakávame štatisticky významný koeficient interakčnej premennej. Bénétrix (2020) taktiež tvrdí, že depreciácia negatívne ovplyvňuje ekonomický rast prostredníctvom finančného kanála a vo väčšine prípadov sa to týka predovšetkým rozvojových krajín nakoľko vyspelé ekonomiky majú veľkú časť dlhových záväzkov denominovaných v domácej mene. V krajinách, kde je nižší stupeň finančného rozvoja a domáce financovanie nie je postačujúce, ich ekonomický rast závisí od cezhraničných úverov, čo znamená, že problematika pohybov výmenného kurzu je tak v menej rozvinutých krajinách dôležitejšia. V tabuľke 6 môžeme vidieť, že výmenný kurz má vo všetkých modeloch záporný koeficient, čo znamená, že s nárastom hodnoty NEER, teda v prípade apreciacie dôjde k poklesu rastu HDP. Naopak depreciácia výmenného kurzu by mohla predstavovať nárast HDP. Ako však bolo spomenuté závislou premennou je rast nominálneho HDP a nie reálneho HDP

pričom tento výsledok môže byť zapríčinený vplyvom depreciaácie na rast inflácie, ktorú nominálny HDP neodstraňuje. Koeficient NEER je však štatisticky významný len v modeli (1) pričom apreciaácia NEER o 1% predstavuje pokles HDP o 1,47%. Záporný a štatisticky signifikantný koeficient môžeme pozorovať aj pri cezhraničných úveroch na základe čoho možno konštatovať, že s nárastom cezhraničných úverov o 1% dochádza k poklesu rastu HDP v priemere o 0,06%. Koeficient cezhraničných úverov však nie je štatisticky významný v modeli (4) a (7). V každom z uvedených modelov v tabuľke 6 je štatisticky významná interakčná premenná. Z uvedeného, tak vyplýva, že pohyby výmenných kurzov prostredníctvom vplyvu na cezhraničné úvery majú značný dopad na rast HDP. Rozvíjajúce sa krajiny sú do istej miery závislé od cezhraničného financovania, teda majú vyšší objem cezhraničných úverov a depreciaácia ich meny má preto negatívnejší dopad na rast HDP. Zatiaľ, čo v predchádzajúcej podkapitole pri sledovaných rozvinutých krajinách sme nezaznamenali žiadny dopad pohybov výmenných kurzov na rast HDP prostredníctvom vplyvu na cezhraničné úvery, tak v prípade menej rozvinutých krajín pozorujeme silnú štatistickú významnosť. Výsledkami regresných modelov v tabuľke 5 sme tak potvrdili našu hypotézu o negatívnom dopade depreciaácie na ekonomickú aktivitu prostredníctvom finančného kanála, teda vplyvu na cezhraničné úvery. Zároveň sa môžeme zhodovať s autormi spomínanými v teoretickej časti práce – Georgiadis a kol. (2021), Eichengreen a kol. (2007), Brkić (2021) či Kearns a Patel (2016), ktorí vo svojich empirických štúdiách taktiež tvrdia, že depreciaácia výmenného kurzu negatívne vplyva na ekonomický rast prostredníctvom finančného kanála.

Podobne ako v predchádzajúcich modeloch aj tentokrát pozorujeme štatistickú významnosť kontrolnej premennej investície, pričom vplyv na rast HDP je menší ako v prípade sledovaných rozvinutejších krajín. V modeli (7), ktorým vysvetľujeme 33% celkovej variability závislej premennej – rastu HDP a opäť pozorujeme štatisticky významné všetky kontrolné premenné s výnimkou finančného rozvoja.

Tabuľka 6 – Výsledky modelov na vzorke menej rozvinutých krajín

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Premenná				Δ HDP			
Δ NEER	-1.469*	-1.163	-0.932	-0.741	-1.297	-1.011	-0.961
	(0.755)	(0.801)	(0.830)	(0.901)	(0.724)	(0.850)	(0.811)
Cezhraničné úvery	-0.0627***	-0.0605***	-0.0482*	-0.0148	-0.0617***	-0.0508***	-0.0224
	(0.00773)	(0.00836)	(0.0211)	(0.0205)	(0.00850)	(0.0128)	(0.0163)
Interakčná premenná (NEER*Cezhraničné úvery)	0.248***	0.213**	0.189**	0.169*	0.224**	0.199**	0.188**
	(0.0723)	(0.0783)	(0.0797)	(0.0854)	(0.0719)	(0.0804)	(0.0764)
Investície		0.0149***	0.0158***	0.0157***	0.0147***	0.0142***	0.0145***
		(0.00263)	(0.00248)	(0.00273)	(0.00268)	(0.00234)	(0.00258)
Finančný rozvoj			-0.249				0.126
			(0.322)				(0.144)
Finančné inštitúcie				-0.514***			-0.397**
				(0.147)			(0.119)
Kontrola korupcie					0.0663		0.159**
					(0.0618)		(0.0646)
Právny štát						-0.140	-0.178***
						(0.0880)	(0.0525)
Počet pozorovaní	783	783	747	747	783	783	747
R-squared	0.210	0.231	0.247	0.290	0.239	0.261	0.332
Počet krajín	9	9	9	9	9	9	9

Poznámka: * predstavuje robustné štandardné chyby uvedené v zátvorkách pri hladine významnosti 10%, ** 5% a *** 1%.

V tabuľke 7 môžeme vidieť regresné výsledky jednotlivých špecifikácií, kde sme opäť sledovali dopad depreciácie na rast HDP prostredníctvom vplyvu na cezhraničné úvery prerozdelené podľa denominácie. Aj tentokrát môžeme pozorovať, že koeficient NEER je negatívny, čo predstavuje v prípade apreciacie negatívny dopad na rast HDP v podobe jeho zníženia. Naopak s depreciáciou by sa mal rast HDP posilňovať. Koeficient je však štatisticky nevýznamný s výnimkou špecifikácie (1), kde sledujeme cezhraničné úvery denominované v dolároch. Výsledky naznačujú, že s apreciaciou NEER dôjde k poklesu HDP o 0,91%. V špecifikácii (1) je zároveň štatisticky významná na hladine významnosti 1% aj interakčná premenná, čím opäť môžeme potvrdiť hypotézu o vplyve výmenného kurzu prostredníctvom finančného kanála. V krajinách, ktoré majú svoje cezhraničné záväzky vo väčšej miere denominované v dolároch, tak depreciácia ich domácej meny bude mať na vývoj HDP negatívnejší dopad v podobe jeho poklesu. Za štatisticky významnejší však považujeme model (2), kde sú naše hlavné sledované premenné v špecifikácii s kontrolnými premennými, nakoľko vysvetľujeme až 32% celkovej variability rastu HDP. Tu taktiež potvrdzujeme našu hypotézu, že depreciácia výmenného kurzu má pre krajiny s dolárovými záväzkami negatívny dopad na ekonomickú aktivitu. V špecifikáciách (3) a (4) pozorujeme silný dopad cezhraničných úverov denominovaných v eurách na rast HDP. Koeficient cezhraničných záväzkov je v špecifikácii (3) záporný na základe čoho možno povedať, že zvyšujúce sa eurové záväzky v prípade menej rozvinutých krajín Európy majú negatívny dopad na rast HDP. Negatívny dopad narastajúcich cezhraničných záväzkov na hospodársky rast môže predstavovať aj skutočnosť, že cezhraničné záväzky zvyšujú zadlženosť krajín a príliš vysoké zadlženie môže negatívne ovplyvňovať rast HDP. V modeli (3) je zároveň kladný a štatisticky významný aj koeficient interakčnej premennej, čo naznačuje, že v krajinách, ktoré majú vyššie eurové záväzky depreciácia ich meny bude mať negatívnejší vplyv na rast HDP. O niečo menší dopad má depreciácia na rast HDP prostredníctvom eurových záväzkov v modeli (4), kde sme zahrnuli do špecifikácie aj sledované kontrolné premenné, ktoré na základe jednotlivých koeficientov považujeme za významné determinanty rastu HDP. Efekt depreciácie na ekonomický rast prostredníctvom vplyvu na cezhraničné úvery je v oboch špecifikáciách (2) a (4), teda eurových a dolárových záväzkoch, porovnateľný pričom v prípade dolárových záväzkov je koeficient o niečo vyšší. Rozdiel v tomto efekte môže byť zapríčinený tým, že sledované krajiny majú prevažnú časť

svojich záväzkov denominovaných v eurách a predovšetkým aj preto, že euro považujú za stabilnejšiu menu ako dolár.

Tabuľka 7 – Výsledky modelov na vzorke menej rozvinutých krajín podľa denominácie cezhraničných záväzkov

Premenná	(1)	(2)	(3)	(4)
	Δ HDP			
Δ NEER	-0.917** (0.368)	-0.462 (0.740)	-0.892 (0.807)	-0.831 (0.785)
Cezhraničné úvery USD	-0.00182 (0.0126)	-0.00716 (0.00913)		
Interakčná premenná (NEER*Cezhraničné úvery USD)	0.213*** (0.0363)	0.160* (0.0763)		
Cezhraničné úvery EUR			-0.0541*** (0.00511)	-0.0187 (0.0127)
Interakčná premenná (NEER*Cezhraničné úvery EUR)			0.192** (0.0813)	0.180** (0.0776)
Investície	0.0197*** (0.00277)	0.0155*** (0.00266)	0.0148*** (0.00269)	0.0145*** (0.00249)
Finančný rozvoj		0.0726 (0.159)		0.119 (0.141)
Finančné inštitúcie		-0.540*** (0.0616)		-0.396** (0.122)
Kontrola korupcie		0.156** (0.0565)		0.158** (0.0654)
Právny štát		-0.171** (0.0559)		-0.173** (0.0541)
Počet pozorovaní	783	747	783	747
R-squared	0.067	0.322	0.243	0.332
Počet krajín	9	9	9	9

Poznámka: * predstavuje robustné štandardné chyby uvedené v zátvorkách pri hladine významnosti 10%, ** 5% a *** 1%.

4.2.4. Regresný model pre krajiny V4

Nakoniec sledujeme dopad depreciácie výmenného kurzu na rast HDP prostredníctvom cezhraničných úverov v krajinách zoskupenia V4. V tabuľke 8 môžeme vidieť výsledky jednotlivých regresných modelov, pričom v prípade uvedených špecifikácii pozorujeme značne nižší počet štatisticky významných premenných. Táto skutočnosť môže byť spôsobená nízkym počtom pozorovaní nakoľko sa jedná o model so vzorkou 4 krajín, čo zároveň možno považovať za pomerne nedostatočný počet pozorovaní. Modelmi vysvetľujeme v priemere 30% celkovej variability závislej premennej.

Za silne štatisticky významnú, na hladine významnosti 1%, považujeme premennú cezhraničných úverov, s výnimkou modelov (3) a (7). Koeficient cezhraničných úverov je opäť záporný, čo predstavuje negatívny dopad vyšších cezhraničných úverov na rast HDP v podobe jeho poklesu v priemere o 0,08%. Na základe výsledkov v tabuľke 7 nepotvrdzujeme našu hypotézu o fungovaní finančného kanála, vzhľadom na to, že v ani jednej z uvedených špecifikácií interakčná premenná nie je štatisticky významná. Preto môžeme konštatovať, že v krajinách integračného zoskupenia V4, ktoré majú cezhraničné záväzky denominované v cudzej mene, depreciácia ich domácej meny nemá vplyv na rast HDP prostredníctvom finančného kanála. Ako bolo už bolo v práci spomenuté tieto krajiny majú podobný vývoj cezhraničných záväzkov, ktoré majú rastúci trend, taktiež sú to aj ekonomicky prosperujúce krajiny avšak na základe našich výsledkov možno povedať, že depreciácia NEER týchto krajín nevplyva na cezhraničné úvery, ktoré následne nemajú dopad na rast HDP. Neprítomnosť vplyvu depreciácie prostredníctvom finančného kanála môže byť v tomto prípade spôsobená aj tým, že tieto krajiny možno považovať za pomerne vyspelé krajiny, čo môže viesť k nižším cezhraničným záväzkom v cudzej mene, a preto u nich efekt finančného kanála nepozorujeme. Zároveň však nepovažujeme za významný determinant rastu HDP v týchto krajinách ani jednotlivé kontrolné premenné. Štatisticky významné nie sú ani investície, ktoré sme v predošlých pozorovaniach považovali za jeden z najvýznamnejších determinantov ekonomického rastu.

Tabuľka 8 – Výsledky modelov na vzorke krajín V4

Premenná	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Δ HDP						
Δ NEER	0.784 (3.339)	1.315 (2.943)	1.422 (2.789)	1.503 (2.759)	1.262 (2.916)	1.314 (2.986)	1.434 (2.709)
Cezhraničné úvery	-0.0788*** (0.00701)	-0.0789*** (0.00673)	-0.0736 (0.0362)	-0.0653* (0.0217)	-0.0807*** (0.00811)	-0.0783** (0.0229)	-0.0531 (0.0393)
Interakčná premenná (NEER*Cezhraničné úvery)	0.0241 (0.323)	-0.0270 (0.285)	-0.0373 (0.268)	-0.0455 (0.267)	-0.0231 (0.285)	-0.0270 (0.286)	-0.0441 (0.262)
Investície		0.0103 (0.00795)	0.0115 (0.00877)	0.0120 (0.00951)	0.0115 (0.00798)	0.0102 (0.00674)	0.0122 (0.00945)
Finančný rozvoj			-0.0939 (0.503)				-0.0856 (0.391)
Finančné inštitúcie				-0.171 (0.247)			-0.161 (0.239)
Kontrola korupcie					0.0556 (0.0981)		0.116 (0.0976)
Právny štát						-0.00479 (0.161)	-0.107 (0.104)
Počet pozorovaní	348	348	332	332	348	348	332
R-squared	0.298	0.303	0.305	0.308	0.311	0.303	0.327
Počet krajín	4	4	4	4	4	4	4

Poznámka: * predstavuje hodnotu regresného koeficientu, ktorý je štatisticky významný na hladine významnosti 10%, ** 5% a *** 1%.

Aj v prípade krajín V4 v tabuľke 9 sledujeme dopad depreciácie na rast HDP prostredníctvom cezhraničných úverov denominovaných v eurách a dolároch. Špecifikácie (1) a (2) predstavujú cezhraničné úvery denominované v dolároch, pričom nepozorujeme štatistickú významnosť ani jednej z primárne sledovaných premenných. Nepozorujeme že krajiny V4, ktoré majú cezhraničné úvery denominované v dolároch, depreciácia ich domácej meny by mala negatívny dopad na rast HDP. Koeficient cezhraničných úverov denominovaných v eurách je štatisticky významný, na základe čoho možno povedať, že zvyšujúce sa cezhraničné záväzky krajín V4, ktoré sú denominované v eurách predstavujú zníženie rastu HDP len o 0,07%.

Tabuľka 9 – Výsledky modelov na vzorke krajín V4 podľa denominácie cezhraničných záväzkov

Premenná	(1)	(2)	(3)	(4)
	Δ HDP			
Δ NEER	3.489 (1.718)	2.508 (1.389)	0.900 (3.105)	0.957 (2.863)
Cezhraničné úvery USD	-0.0247 (0.0241)	0.00446 (0.0115)		
Interakčná premenná (NEER*Cezhraničné úvery USD)	-0.275 (0.193)	-0.186 (0.158)		
Cezhraničné úvery EUR			-0.0683*** (0.00465)	-0.0429 (0.0337)
Interakčná premenná (NEER*Cezhraničné úvery EUR)			0.0116 (0.306)	0.000448 (0.283)
Investície	0.0105 (0.00674)	0.0124 (0.0114)	0.00988 (0.00816)	0.0121 (0.00961)
Finančný rozvoj		-0.301 (0.271)		-0.106 (0.346)
Finančné inštitúcie		-0.445*** (0.0596)		-0.196 (0.238)
Kontrola korupcie		0.147 (0.0846)		0.120 (0.0935)
Právny štát		-0.151* (0.0636)		-0.104 (0.110)
Počet pozorovaní	348	332	348	332
R-squared	0.106	0.304	0.293	0.323
Počet krajín	4	4	4	4

Poznámka: * predstavuje robustné štandardné chyby uvedené v zátvorkách pri hladine významnosti 10%, ** 5% a *** 1%.

4.2.5. Model s reálnym HDP

Vzhľadom na to, že v hlavných regresiach sme ako závislú premennú využili nominálny HDP z dôvodu dostupnosti dát, ktorý ako už bolo spomenuté zahŕňa aj infláciu, tak v tabuľkách 10 a 11 sme odhadli regresie s využitím reálneho HDP ako závislej premennej. Vzhľadom na to, že používame kvartálne dáta, tak nepredpokladáme, že by inflácia bola vysoká, napriek tomu kontrolujeme, či toto skreslenie spôsobené vplyvom inflácie nevedlo predchádzajúce modely k skresleniu našich výsledkov.

Na základe jednotlivých modelov v tabuľke 10 a 11 sme potvrdili naše hlavné závery, pričom efekt hlavných primárne sledovaných je o niečo nižší. Výsledky v tabuľke 10 naznačujú, že s nárastom cezhraničných úverov sa reálny rast HDP zníži v priemere len o 0,02%, čo je o niečo nižšia, avšak porovnateľná zmena ako v prípade našich hlavných výsledkov. S výnimkou troch špecifikácií sme potvrdili aj štatistickú významnosť v prípade interakčnej premennej čím možno konštatovať, že depreciačia v krajinách s vyššími cezhraničnými úvermi má negatívnejší dopad na reálny rast HDP, pričom tento efekt je nižší v porovnaní s nominálnym rastom HDP. Podobne aj špecifikácie uvedené v tabuľke 11, kde venujeme pozornosť menej rozvinutým krajinám, potvrdzujú naše hlavné výsledky. Podobne ako v našich hlavných výsledkoch, tak aj tentokrát má nárast hodnoty cezhraničných záväzkov negatívny dopad na rast HDP, zároveň však pozorujeme opäť o niečo nižší efekt. Interakčná premenná naznačuje, že dopad depreciačie na reálny rast HDP prostredníctvom finančného kanála, teda jej vplyvu na cezhraničné úvery, je prítomný aj v tomto prípade. Na základe uvedených špecifikácií tak môžeme konštatovať, že výsledky pri použití nominálneho rastu HDP neboli skreslené infláciou a výsledky sú porovnateľné s využitím reálneho HDP.

Tabuľka 10 – Výsledky modelov na vzorke všetkých krajín s reálnym HDP

Premenná	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Δ Reálny HDP						
Δ NEER	-0.105 (0.105)	-0.0856 (0.0938)	-0.0519 (0.0905)	-0.0509 (0.0896)	-0.103 (0.0854)	-0.0800 (0.0966)	-0.0690 (0.0847)
Cezhraničné úvery	0.0158*** (0.00203)	-0.0149*** (0.00197)	-0.0155*** (0.00317)	-0.0140*** (0.00369)	-0.0148*** (0.00180)	-0.0141*** (0.00220)	-0.0137*** (0.00369)
Interakčná premenná (NEER*Cezhraničné úvery)	0.0407** (0.0189)	0.0341* (0.0181)	0.0256 (0.0172)	0.0255 (0.0170)	0.0364** (0.0167)	0.0330* (0.0186)	0.0269 (0.0164)
Investície		0.00631*** (0.000972)	0.00683*** (0.000930)	0.00683*** (0.000929)	0.00633*** (0.00101)	0.00624*** (0.000954)	0.00669*** (0.000941)
Finančný rozvoj			0.0133 (0.0596)				0.0168 (0.0628)
Finančné inštitúcie				-0.0105 (0.0411)			-0.000807 (0.0434)
Kontrola korupcie					0.0193** (0.00701)		0.0325*** (0.00925)
Právny štát						-0.0137* (0.00771)	-0.0324** (0.0149)
Počet pozorovaní	1,305	1,305	1,245	1,245	1,305	1,305	1,245
R-squared	0.089	0.116	0.122	0.122	0.124	0.118	0.143
Počet krajín	15	15	15	15	15	15	15

Poznámka: * predstavuje robustné štandardné chyby uvedené v zátvorkách pri hladine významnosti 10%, ** 5% a *** 1%.

Tabuľka 11 – Výsledky modelov na vzorke menej rozvinutých krajín s reálnym HDP

Premenná	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Δ Reálny HDP						
Δ NEER	-0.567** (0.190)	-0.455* (0.222)	-0.337 (0.220)	-0.310 (0.227)	-0.507** (0.188)	-0.431 (0.233)	-0.379* (0.192)
Cezhraničné úvery	-0.0162*** (0.00230)	-0.0153*** (0.00227)	-0.0160*** (0.00394)	-0.0109** (0.00450)	-0.0158*** (0.00206)	-0.0138*** (0.00274)	-0.0131** (0.00425)
Interakčná premenná (NEER*Cezhraničné úvery)	0.0649*** (0.0178)	0.0519** (0.0219)	0.0400 (0.0217)	0.0370 (0.0222)	0.0561** (0.0191)	0.0497* (0.0229)	0.0429* (0.0196)
Investície		0.00548*** (0.000873)	0.00618*** (0.000861)	0.00619*** (0.000829)	0.00543*** (0.000920)	0.00538*** (0.000823)	0.00584*** (0.000804)
Finančný rozvoj			0.0142 (0.0768)				0.0503 (0.0604)
Finančné inštitúcie				-0.0480 (0.0417)			-0.0256 (0.0616)
Kontrola korupcie					0.0259 (0.0153)		0.0475** (0.0190)
Právny štát						-0.0220* (0.0110)	-0.0473* (0.0240)
Počet pozorovaní	783	783	747	747	783	783	747
R-squared	0.117	0.143	0.153	0.157	0.154	0.150	0.191
Počet krajín	9	9	9	9	9	9	9

Poznámka: * predstavuje robustné štandardné chyby uvedené v zátvorkách pri hladine významnosti 10%, ** 5% a *** 1%.

4.3. Diskusia

Výsledkami empirickej analýzy sme potvrdili našu hypotézu o fungovaní finančného kanála, teda že depreciačia výmenného kurzu negatívne ovplyvňuje ekonomický rast prostredníctvom jej vplyvu na cezhraničné úvery. Oslabenie domácej meny vedie k nárastu hodnoty cezhraničných záväzkov, čo následne môže negatívne vplyvať na rast domáceho HDP, nakoľko domáca ekonomika musí alokovať zdroje z domácej spotreby, či investícií na splácanie vyšších cezhraničných dlhov. Dopad depreciačie výmenného kurzu na ekonomickú aktivitu prostredníctvom jej vplyvu na cezhraničné úvery sme nepotvrdili v prípade rozvinutých krajín. Neprítomnosť efektu finančného kanála môže byť spôsobená aj tým, že rozvinuté krajiny majú väčšiu časť svojich dlhov denominovaných vo svojej vlastnej mene a nie sú tak vystavené riziku menového nesúladu. Niektoré vybrané rozvinuté krajiny možno považovať za významné finančné centrá, ktoré sú taktiež závislé od cezhraničného financovania, avšak na rozdiel od menej rozvinutých krajín nemajú problém si požičať v zahraničí aj vo svojej domácej mene. Rozvinuté krajiny preto nepovažujeme za zraniteľné voči dopadom depreciačie na ekonomický vývoj aj napriek vysokej cezhraničnej prepojenosti.

Výsledky nášho výskumu tak môžeme konfrontovať s výsledkami autorov spomínaných v prvej časti práce. Môžeme sa zhodovať s tvrdeniami autora Avdijev (2016), ktorý tvrdí, že poskytovanie úverov denominovaných v dolároch má tendenciu dominovať na globálnej úrovni, zatiaľ čo euro má silné postavenie pri poskytovaní cezhraničných úverov v eurozóne a rozvíjajúcich sa ekonomikách Európy. Nami skúmané krajiny majú väčšiu časť úverov denominovaných v eurách, a zároveň aj dopad depreciačie na rast HDP je silnejší v prípade cezhraničných úverov denominovaných v eurách, čo sme mohli pozorovať v prípade menej rozvinutých krajín. Taktiež sa zhodujeme aj s tvrdeniami autorov Georgiadis a kol. (2021), ktorí spomínajú, že apreciačia meny, v ktorej sú denominované cezhraničné záväzky (t.j. depreciačia domácej meny), môže zosilniť nepriaznivý vplyv globálnych rizikových šokov vo svete prostredníctvom finančného kanála výmenného kurzu, pretože zhoršuje pozíciu dlžníkov, ktorí sú vystavení menovému riziku, pričom tento efekt operuje prostredníctvom vplyvu na cezhraničné úvery.

Cezhraničné úvery sú súčasťou externého dlhu, takže sa môžeme zhodovať aj so závermi autorov Eichengreena a kol. (2007), podľa ktorých ak je externý dlh krajiny denominovaný v cudzej mene, depreciačia reálneho výmenného kurzu tejto krajiny výrazne zníži schopnosť splácania záväzkov. Naše výsledky, že efekt depreciačie je významný najmä v menej rozvinutých krajinách, sú v súlade aj s autorom Bénétrix (2020), ktorý pozoruje väčší dopad depreciačie predovšetkým v rozvojových krajinách nakoľko vyspelé ekonomiky majú veľkú časť dlhových záväzkov denominovaných v domácej mene.

Herrmann a Mihaljek (2010) tvrdia, že vyšší stupeň finančnej integrácie v Európe a pomerne zdravé bankové systémy obmedzujú pokles cezhraničných bankových tokov, pričom existujú obavy, že dlžníci zanedbávajú kurzové riziko. S týmto tvrdením sa zhodujú aj Rosenberg a Tirpák (2008), ktorí tvrdia, že členstvo v EÚ vzbudzuje dôveru v stabilitu výmenného kurzu a dlžníci tak nepovažujú pohyby výmenného kurzu za riziko. Naše výsledky však naznačujú, že existuje prítomnosť kurzového rizika v spojení s cezhraničným financovaním, pričom depreciačia môže negatívne ovplyvniť rast HDP prostredníctvom zdraženia cezhraničného financovania v cudzej mene. Výsledky tiež naznačujú, že depreciačia domácej meny má negatívnejší vplyv prostredníctvom cezhraničných úverov denominovaných v eurách.

V nadväznosti na výsledky empirického výskumu je odporúčaním pre tvorcov hospodárskych politík väčšia regulácia cezhraničných úverov, a to predovšetkým v menej rozvinutých krajinách. Tvorcovia hospodárskych politík by mali vo väčšej miere regulovať cezhraničné finančné toky, obzvlášť finančné zdroje v cudzej mene. V rámci zvýšenej starostlivosti a regulácie by mali zvážiť možné riziká menového nesúladu, ktoré vyplývajú z cezhraničného financovania, a taktiež zhodnotiť a prehodnotiť aj potenciálny dopad depreciačie na celkovú zadlženosť, samotný ekonomický vývoj, ale aj jednotlivé subjekty v rámci hospodárstva. Jednotlivé krajiny by sa taktiež mali snažiť aj o vytvorenie prostredia, ktoré bude podporovať domáce zdroje financovania a nebude potrebné v takej miere cezhraničné financovanie, čím sa zníži možný negatívny dopad menového rizika na ekonomiku. Cezhraničné finančné zdroje jednotlivé krajiny využívajú aj ako investície do rozvoja, a preto je dôležité, aby tieto finančné zdroje v podobe investícií boli využívané efektívne s cieľom podpory ekonomickej prosperity. Je teda na tvorcoch hospodárskych

politik, aby udržiavali transparentnosť týchto finančných zdrojov. Vzhľadom na to, že depreciačia domácej meny negatívne vplýva na rast HDP prostredníctvom cezhraničných úverov, naše výsledky naznačujú, že snahou tvorcov hospodárskych politik by nemala byť stimulácia tempa rastu HDP prostredníctvom oslabovania domácej meny. Tvorcovia hospodárskej politiky by sa preto mohli zamerať na rast HDP prostredníctvom zlepšenia samotného finančného prostredia s cieľom podpory investícií. Zároveň môžu vytvárať vhodnejšie podmienky pre zvyšovanie produktivity či inovácií. Taktiež aj investície do ľudského kapitálu v podobe zvýšenej kvality vzdelanosti môžu prispieť k zvýšenému ekonomickému rastu. V súčasnosti je tiež dôležitá podpora výskumu a vývoja v podobe nových technológií, ktoré taktiež prispievajú k stimulácii ekonomického rastu.

Pôsobenie pohybov výmenného kurzu prostredníctvom finančného kanála na ekonomický vývoj je pomerne nepreskúmaná problematika. Prínosom diplomovej práce k uvedenej problematike je nie len samotné spracovanie existujúcej literatúry, ale potvrdenie hypotézy o fungovaní finančného kanála. Empirickou analýzou sme potvrdili, že depreciačia domácej meny negatívne vplýva na rast HDP prostredníctvom vplyvu na cezhraničné úvery a to predovšetkým v menej rozvinutých krajinách. V našej práci sme však analyzovali dopad depreciačie na vybraných 15 európskych krajinách, na preukázanie hlbšieho vzťahu medzi pohybmi výmenného kurzu a cezhraničnými úvermi by bolo vhodné použiť širšiu vzorku krajín. Ako bolo spomenuté v prvej časti práce na samotný ekonomický rast, ale aj cezhraničné úvery pôsobí široká škála determinantov, ktoré by mohli byť zahrnuté do regresnej analýzy, čím by bol poskytnutý podrobnejší prehľad vybranej problematiky. Cezhraničné úvery sa neposkytujú len na národnej úrovni, ale taktiež aj súkromný sektor využíva úvery poskytované v cudzej mene. Zaujímavosťou by preto bolo aj preskúmanie dopadu depreciačie cez finančný kanál v jednotlivých sektoroch či podnikoch. Krajiny tiež využívajú rôzne typy kurzových režimov, ktoré taktiež môžu vplývať na ekonomický rast prostredníctvom vplyvu na cezhraničné úvery. Existuje teda množstvo spôsobov, ako pokračovať a rozšíriť empirickú literatúru venovanej problematike našej diplomovej práce.

Záver

Výmenný kurz možno považovať za významnú makroekonomickú veličinu, ktorá svojimi pohybmi môže vplývať na ekonomickú aktivitu, a to prostredníctvom tzv. obchodného alebo finančného kanála. Skúmanie dopadov pohybov výmenného kurzu na ekonomický rast prostredníctvom finančného kanála je pomerne novým konceptom a do istej miery nepreskúmanou problematikou. Svet je vo veľkom rozsahu globalizovaný, čo zároveň predstavuje aj zvýšené finančné toky a silné finančné prepojenia medzi jednotlivými krajinami. Príliš vysoká prepojenosť medzi krajinami môže byť spojená s vyššou zraniteľnosťou krajín čerpajúcich cezhraničné úvery v prípade vyvolaných menových šokov. Mnohé krajiny sú závislé od cezhraničného financovania, a tak pohyby výmenného kurzu, môžu mať výrazný dopad na ekonomický rast aj prostredníctvom svojho vplyvu na cezhraničné úvery.

Primárny cieľom diplomovej práce bolo zhodnotenie dopadu depreciácie na ekonomický rast prostredníctvom jej vplyvu na cezhraničné úvery. V analytickej časti práce sme potvrdili, že na krajiny, ktoré majú vyššie cezhraničné úvery, má depreciácia negatívnejší dopad na ekonomický rast v porovnaní s krajinami, ktoré majú menší objem cezhraničných záväzkov. Depreciácia domácej meny zvyšuje celkové náklady na cezhraničné financovanie, čo môže mať negatívny dopad na rast HDP v podobe nižšej súkromnej či verejnej spotreby. Zároveň pozorujeme negatívny efekt zvyšujúcich sa objemov cezhraničných záväzkov na rast HDP. Samotné cezhraničné úvery zvyšujú zadlženosť jednotlivých krajín, ktorá následne negatívne ovplyvňuje ekonomickú aktivitu. Zároveň aj cezhraničné úvery, ktoré nie sú v krajinách efektívne využité môžu viesť ekonomiku k jej spomaleniu.

Na základe výsledkov analýzy môžeme konštatovať, že dopad depreciácie prostredníctvom finančného kanála je silnejší v menej rozvinutých krajinách, čím tieto krajiny považujeme za zraniteľnejšie voči dopadom pohybov výmenného kurzu. Menej rozvinuté krajiny sú viac závislé od cezhraničného financovania, čo zároveň znamená, že vyvolané menové šoky budú mať na ich ekonomický vývoj väčší dopad.

Zoznam použitej literatúry

- [1] ALOTAIBI, Khaled (2016). *How Exchange Rate Influence a Country's Import and Export*. International Journal of Scientific & Engineering Research. Volume 7. Issue 5. May-2016. ISSN 2229-5518.
- [2] ARCAND, Jean-Louis et al. (2012). *Too Much Finance?* IMF Working Paper No. 2012/161. 50 p.
- [3] AVDIJEV, Stefan – TAKÁTS, Előd. (2016). *Monetary policy spillovers and currency networks in cross-border bank lending*. BIS working paper. Published in: Review of Finance. 36 p. Dostupné na: [Monetary policy spillovers and currency networks in cross-border bank lending \(bis.org\)](https://www.bis.org/publ/financ/financ201601.htm)
- [4] BARRO, Robert J. (1996). *Determinants of Economic Growth: A Cross-Country Empirical Study*. NBER Working Paper No. 5698/August 1996. 118 p.
- [5] BÉNÉTRIX, Augustín et al. (2020). *Cross-border currency exposures: new evidence based on an enhanced and updated dataset*. ECB Working Paper No. 2417/May 2020. 69 p.
- [6] BÉREAU, Sophie et al., (2012). *Currency misalignments and growth: a new look using nonlinear panel data methods*. Applied Economics, 44(27), 3503-3511.
- [7] BRKIĆ, Mislav. (2021). *Costs and benefits of government borrowing in foreign currency: is it a major source of risk for EU member states outside the Euro?* Public Sector Economics: volume 45. 63-91 p.
- [8] BRUNO, Valentina – SHIN, Hyun Song. (2013). *Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy*. Cambridge: NBER. 46 p. Dostupné na: DOI: 10.3386/w18942.
- [9] CERUTTI, Eugenio – OSORIO-BUITRON, Carolina. (2019). *US vs. Euro Area: Who drives cross border bank lending to EMs?* IMF working paper. International Monetary Fund: Washington D. C., 33 p. Dostupné na: DOI: 10.1016/j.jjie.2020.101090.
- [10] CORREA, Ricardo et al. (2018). *Cross-border bank flows and monetary policy*. International Finance Discussion Papers 1241. Board of Governors of the Federal Reserve System. 53 p. Dostupné na: <https://doi.org/10.17016/IFDP.2018.1241>.
- [11] CUESTAS, Juan Carlos et al. (2020). *Real Exchange Rate Misalignments in CEECs: Have they Hindered Growth?* Empirica 47 (2020). 733–756.

- [12] DOMAR, D. Evsey. (1946). *Capital Expansion, Rate of Growth and Employment*. The Econometric Society: *Econometria*, 14. 137 – 147 p. Dostupné na: <https://doi.org/10.2307/1905364>
- [13] ECB, (2010). *Financial stability review*. Frankfurt nad Mohanom. ISBN: ISSN 1830-2025 (online). 161-169 p. Dostupné na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/financialstabilityreview201006en.pdf>
- [14] EICHENGREEN, Barry – HAUSMANN, Ricardo. (1999). *Exchange rates and fragility*. Cambridge: National Bureau of Economic Research. 56 p.
- [15] EICHENGREEN, Barry et al. (2007). *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences: Currency Mismatches, Debt Intolerance, and the Original Sin: Why They Are Not the Same and Why it Matters*. NBER: University of Chicago Press. 121-170 p. ISBN: 0-226-18497-8.
- [16] EICHENGREEN, Barry. (2008). *The Real Exchange Rate and Economic Growth. Commission on Growth and Development*. Working Paper; No. 4. Washington, DC.: World Bank. 48 p. Dostupné na: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/28013>
- [17] FIFEK, Edmund. (2009). *Makroekonomické a mikroekonomické súvislosti platobnej bilancie a zahraničnej zadlženosti Slovenskej republiky*. Bratislava: EKONÓM 2009. 88 p. ISBN: 978-80-225-2679-1.
- [18] FIŠERA, Boris. (2019). *Úloha výmenného kurzu v procese ekonomického rastu krajín V4*. In: *Monitor hospodárskej politiky*, 2019, č.4, 3-8 p. Bratislava: Ekonomická univerzita. Dostupné na: https://nhf.euba.sk/www_write/files/veda-a-vyskum/casopisy/monitor-hospodarskej-politiky/MHP_12_19_final.pdf
- [19] FIŠERA, Boris. (2022). *Exchange Rates and the Speed of Economic Recovery: The Role of Financial Development*. IES Working Papers 18/2022. 53 p. Prague: Charles University. <https://ies.fsv.cuni.cz/sci/publication/show/id/6649/lang/en>
- [20] GEORGIADIS, Georgios et al. (2021). *Global Risk and the Dollar*. ECB Working Paper No. 2021/2628. 52 p. Dostupné na: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3988519>
- [21] GURU, Biplab Kumar – YADAV, Inder Sekhar. (2019). *Financial development and economic growth: panel evidence from BRICS*. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*. Volume 24 Issue 47. 113 – 126 p. ISSN:2218-0648.
- [22] HABIB, Maurizio Michael et al.. (2016). *The real exchange rate and economic growth: revisiting the case using external instruments*. Germany: European Central Bank. ISSN: 1725-2806 (online). 33 p. Dostupné na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1921.en.pdf>

[23] HADDAD, Mona – PANCARO, Cosimo. (2010). *Can real exchange rate undervaluation boost exports and growth in developing countries? Yes, but not for long*. Economic Premise; No. 20. World Bank, Washington, DC. 5 p. Dostupné na: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/10178/554540BRI0EP200B0x349454B01PUBLIC10.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

[24] HARASZTOSI, P. – KÁTAY, G., (2020). *Currency matching by no-financial corporations*. European Comission. 20 p. Dostupné na: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2020.105739>

[25] HARROD, F. Roy. (1939). *An Essay in Dynamic Theory*. Blackwell Publishing for the Royal Economic Society. The Economic Journal, Vol. 49, No. 193 (Mar., 1939), 14-33 p.

[26] HERRMANN, Sabine – MIHALJEK, Dubravko. (2010). *The determinants of cross-border bank flows to emerging markets: new empirical evidence on the spread of financial crises*. Switzerland: Bank for International Settlements. 42 p. ISBN 1682-7678. Dostupné na: <https://doi.org/10.1111/ecot.12019>

[27] JAMES, Eliot et al. (2014). *Cross-border Capital Flows since the Global Financial Crisis*. Reserve Bank of Australia. 65-72 p. June 2014.

[28] JONAS, Michael R. (2014). *Is US bank lending sensitive to exchange rate? A panel data investigation*. In *Modern Economy*, 2014, 5. 848-863 p. University of San Francisco. Dostupné na: Doi: 10.4236/me.2014.58078.

[29] KEARNS, Jonathan – PATEL, Nikhil. (2016). *Does the financial channel of exchange rates offset the trade channel?* BIS Quarterly Review. 19 p.

[30] KOTLEBOVÁ, J. – SOBEK, O., (2007). *Menová teória a politika*. Bratislava: Iura Edition, ISBN 978-80-9078-092-0. 317 p.

[31] LEE, Annie Soyeon. (2022). *Why do emerging economies borrow in foreign currency? The role of exchange rate risk*. Univesrity of Wisconsin-Madison. 51 p. Dostupné na: https://ssc.wisc.edu/~slee763/JMP_ANNIELEE

[32] LEE, Jong-Wha. (2008). *Patterns and Determinants of Cross-border Financial Asset Holdings in East Asia*. 40 p. Asian Development Bank. Dostupné na: <http://hdl.handle.net/11540/1764>.

[33] LISÝ, Ján et al. (2016) *Ekonomía*. Wolters Kluwer: Bratislava, 2016. ISBN: 978-80-7552-275-7. 624 p.

- [34] MAHRAN, Hisham Abdeltawab. *The impact of governance on economic growth: spatial econometric approach*. Review of Economics and Political Science. Volume 8 Issue 1. ISSN: 2631 – 3561. 37 – 53 p.
- [35] MBAYE, Samba. (2012). *Real Exchange Rate Undervaluation and Growth: Is there a Total Factor Productivity Growth Channel?* France. 27 p. Dostupné na: <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00687948v2/document>
- [36] MENDOZA, G. Enrique – TERRONES E. Marco. (2012). *An Anatomy of Credit Booms And Their Demise*. NBER Working Paper No. 18379. NBER: Cambridge, 2012. 44 p.
- [37] NIEPMANN, Frederika – SCHMIDT-EISENLOHR, Tim. (2022). *Foreign currency loans and credit risk: Evidence from U.S. banks*. Journal of International Economics, Volume 135. ISSN 0022-1996. Dostupné na: <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2021.103558>
- [38] NOUIRA, Ridha. – SEKKAT, Khalit. (2012). *Desperately seeking the positive impact of undervaluation on growth*. Journal of Macroeconomics, 34(2). 537-552 p. DOI: [10.1016/j.jmacro.2011.12.002](https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2011.12.002)
- [39] OTTONELLO, Pablo – PEREZ, Diego J. (2016). *The currency composition of sovereign debt*. American Economic Journal: Macroeconomics, 11 (3). 32 p. Dostupné na: https://economicdynamics.org/meetpapers/2016/paper_596.pdf
- [40] PILBEAM, Keith. (2013). *International Finance*. 4th edition Palgrave Macmillan: Basingstoke. 2013. ISBN 978-0-230-36289-5. 545 p.
- [41] RODRIK, Dani. (2008). *The real exchange rate and economic growth*. *Brookings papers on economic activity*. 2008. 365-412 p. Dostupné na: https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2008/09/2008b_bpea_rodrik.pdf
- [42] ROSENBERG, Christoph B. – TIRPÁK, Marcel. (2008). *Determinants of foreign currency – Borrowing in the new member states of the EU*. International Monetary Found. 24p. Dostupné na: https://www.researchgate.net/publication/46530908_Determinants_of_Foreign_Currency_Borrowing_in_the_New_Member_States_of_the_EU
- [43] SERAJ, Medhi et al., (2020). *The Impact of Real Exchange Rate Undervaluation on Economic Growth: Evidence from Panel Cointegration Approach*. 14 p. Dostupné na: <https://www.researchsquare.com/article/rs-16924/v1>
- [44] SHIROTA, Toyochiro. (2013). *What is the Major Determinant of Credit Flows through Cross-Border Banking?* Bank of Japan Working Paper Series. 21 p.

[45] SIVÁK, Rudolf a kol. (2015). *Financie*. Wolters Kluwer: Bratislava, 2015. ISBN: 978-80-8168-232-2. 460 p.

[46] SMITH, Adam. (2011). *Wealth of Nations*. Penguin Books. ISBN: 9780140432084. 576 p.

[47] SOLOW, Robert M. (1956). *A Contribution to the Theory of Economic Growth*. The Quarterly Journal of Economics. Volume 70. Issue 1. February 1956. 65–94 p. Dostupné na: <https://doi.org/10.2307/1884513>

[48] TANG, Bo., (2015). *Real exchange rate and economic growth in China*. In: China Economic Review. Dostupné na: <https://doi.org/10.1016/j.chieco.2014.12.002>

Dáta:

WORLDBANK. Dostupné na: <https://databank.worldbank.org/>

IMF. Dostupné na: <https://www.imf.org/en/Data>

BIS. Dostupné na: <https://stats.bis.org/>