

## Vývojové trendy vo svetovej ekonomike a na kapitálových trhoch

Božena CHOVANCOVÁ\* – Ludmila FABOVÁ\*\* – Karel KOŘENÝ\*\*\*

### Úvod

V súčasnosti sme svedkami mimoriadne veľkých zmien, dotýkajúcich sa jednotlivých ekonomík i kapitálových trhov vo vyspelých krajinách, ale hlavne v USA, ktoré vyplývajú zo štruktúrnych zmien najmä v oblasti priemyslu. Tieto zmeny bezprostredne ovplyvňujú nielen vývoj jednotlivých hospodárstiev, ale dotýkajú sa aj integračných procesov a globalizácie svetovej ekonomiky. Ani slovenská ekonomika, ktorá má malý ekonomický priestor, s výraznou vonkajšou závislosťou, nemôže si v súčasnosti dovoliť stať mimo tohto diania, mimo reštrukturalizačných, integračných a globalizačných procesov.

Obrovské zmeny, ktoré sa v poslednom období prejavujú v technologickej oblasti, mnohí ekonómovia porovnávajú s nástupom a obdobím priemyselnej revolúcie v 18. storočí, pričom dynamika rastu je podstatne vyššia ako v prípade priemyselnej revolúcie. Revolúcia v tzv. info-technológiách, alebo high-technológiách naštartovala aj kvalitatívne zmeny v ekonomikách, ktoré sa realizujú v súčasnom období.

V ekonomickej teórii existuje pre tieto výrazné zmeny viacero označení ako postindustriálna spoločnosť, ekonomika inovácií, vedomostná ekonomika, sieťová ekonomika či elektronická ekonomika (*e-economy*) alebo všeobecne – *nová ekonomika*. V nadväznosti na tento vývoj sa zaviedol fenomén „starej a novej ekonomiky“ a mnohí futuroológovia sa dnes veľmi skepticky stavajú k starej ekonomike, naopak v novej ekonomike vidia budúci smer rozvoja každej ekonomiky aj v rámci globalizačných procesov. Sme však toho názoru, že rozhranie medzi starou a novou ekonomikou nie je také ostré, aj keď majú podstatne odlišný charakter a špecifické znaky. Ani tradičné „staré“ odvetvia už dnes nezodpovedajú úrovni z 19. a prvej polovice 20. storočia. Technologické zmeny sa dotkli aj

---

\* doc. Ing. Božena CHOVANCOVÁ, PhD., Ekonomická univerzita v Bratislave, Národohospodárska fakulta, Katedra bankovníctva a medzinárodných financií, Dolnozemska cesta 1, 852 19 Bratislava 5

\*\* Ing. Ludmila FABOVÁ, PhD., Slovenská technická univerzita, Fakulta elektrotechniky a informatiky, Katedra ekonómie a manažmentu, Ilkovičova 3, 812 19 Bratislava 1

\*\*\* Ing. Karel KOŘENÝ, Slezská univerzita v Opavě, Obchodnopodnikatelská fakulta, Katedra financií, Karviná, Česká republika

tradičných odvetví, inými slovami, nová ekonomika pretvára charakter aj starých odvetví. Ako uvádza V. Baláž, „... delenie ekonomiky podľa odvetví na „starú a novú“ je umelé. Jedno nemôže byť bez druhého a napríklad väčšinu počítačov a softvéru nakupujú dnes staré odvetvia, aby tak zvýšili efektívnosť svojej práce“ [2, s. 22].

Túto skutočnosť názorne dokumentuje aj to, že kým ešte pred štyridsiatimi rokmi v USA pracovalo 35 % obyvateľstva v priemysle, v súčasnosti sa ich podiel znížil na menej ako 18 %, pričom ale objem priemyselnej výroby sa zdvojnásobil a výrobné ceny zaznamenali klesajúcu tendenciu.

Aké sú charakteristické črty novej ekonomiky a aké zmeny prináša do mechanizmu fungovania hospodárstva? Všimnime si len niektoré základné črty:

- ekonomický rast spojený s rastom produktivity práce,
- rast investícií a zmeny v ekonomickom cykle,
- skracovanie inovačných cyklov,
- zmeny v konkurenčnej orientácii výrobcov,
- nový prístup k stanoveniu veľkosti firmy.

Ak vychádzame z predpokladu, že na ekonomickom raste tlačenom najmä rastom produktivity práce sa podieľajú predovšetkým nové technológie, zvyšovanie kvalifikácie pracovníkov, zlepšovanie organizácie práce a pod., potom je otázne, aký podiel majú nové technológie. Štúdie medzinárodných finančných inštitúcií však dokazujú, že najväčšie prírastky produktivity práce a tým aj ekonomického rastu dosiahli tie spoločnosti, ktoré investovali do výpočtovej techniky a nových technológií. Optimistické odhady uvádzajú, že na raste produktivity práce sa podieľali až do výšky 40 % [16]. Tento fakt viedol k poklesu výrobných nákladov a tým aj k poklesu cien, čo nesporne ovplyvnilo širšie uplatnenie najmä výpočtovej techniky vo všetkých sférach hospodárstva. Osobitne vysoký nárast sa prejavil v tzv. internetovej ekonomike, ako jednej z oblastí novej ekonomiky. Podľa štatistických údajov americké spoločnosti, ktoré sú spojené s používaním internetu, zvýšili svoje tržby v roku 1999 o 62 % (523,9 mld USD) a v roku 2000 vzrástol objem ich tržieb až na 850 mld USD. Internetová ekonomika vzrástla v roku 1999 o 11 %, zatiaľ čo celá ekonomika vykazovala tempo rastu 4,2 %. Objemom tržieb teda internetová ekonomika predstihla aj také odvetvia, ako sú automobilový priemysel a poisťovníctvo. Podiel high-technologických firiem na HDP v USA v roku 1990 predstavoval 5,5 %, ale už v roku 1999 sa zvýšil na 8 %.

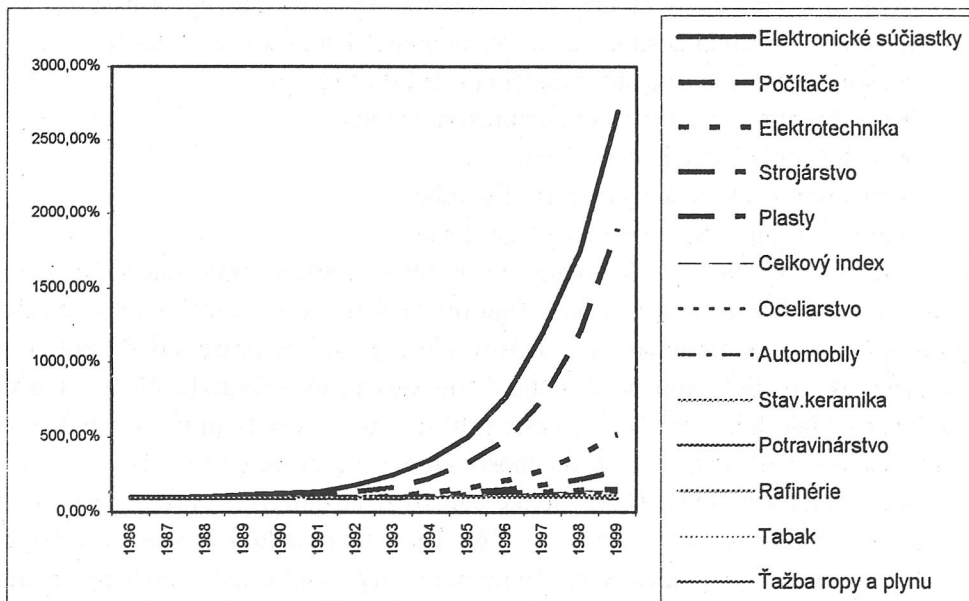
Ako vidieť na grafe 1, ktorý sleduje vývoj najprogressívnejších odvetví americkej ekonomiky, prudký nárast sa začína v rokoch 1994 – 1995, a to najmä v oblasti výroby elektronických súčiastok, počítačov a elektrotechniky. Tempo rastu dosahuje kolosálny rozmer najmä v posledných dvoch rokoch desaťročia.

Tieto výsledky vysoko prevyšujúce očakávania investorov prispeli v konečnom dôsledku aj k prudkému rozohriatu kapitálových trhov nielen v USA, ale i na celom svete.

Bolo by však chybou nepripomenúť, že takýto razantný nárast novej ekonomiky bol spojený aj s nárastom investícií, najmä do oblasti fixného kapitálu high-technologických firiem.

Graf 1

Americká priemyselná výroba 1986 – 1999



Prameň: [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov) [8].

Ako vyplýva z grafu 1, prudký rozvoj začiatkom 90. rokov zaznamenali najmä odvetvia elektroniky, počítačov, elektrotechniky. Ak vychádzame z roku 1986, čo predstavuje bázu 100 %, potom tieto odvetvia zaznamenali niekoľkonásobný rast. V prípade elektronických súčiastok výroba v roku 1999 v porovnaní s rokom 1986 zrástla viac ako 25-krát, počítačov 20-krát, elektrotechniky 5-krát. Všetky ostatné odvetvia vykazovali len minimálne prírastky v porovnaní s rokom 1986.

Priaznivé podmienky na rast investícií vytvárala popri iných faktoroch aj monetárna expanzia FED-u, ktorá umožnila podstatne zvýšiť objem úverov nasmerovaných najmä do týchto oblastí. Kým na prelome 80. – 90. rokov predstavoval celkový podiel investícií na HDP USA 14 % v roku 2000 sa zvýšil ich podiel na 19 %.

Je zrejmé, že tento investičný boom spôsobil aj zmeny v ekonomickom cykle. Kým v klasickom ekonomickom cykle v období recesie dochádza k poklesu, resp. stagnácii celého hospodárstva, a zároveň klesá, alebo stagnuje produktivita práce, v 90. rokoch sa hospodárska recesia v USA dotkla len niektorých oblastí, naopak niektoré iné zaznamenali značný boom a ako sme už v prechádzajúcej časti uviedli, aj rast produktivity práce. Napríklad objem výroby polovodičov a elektronických súčiastok v USA rástol v tomto období ročným tempom 33,1 %, výroba počítačov o 28,6 %, kým tradičné odvetvia zaznamenali stagnáciu, alebo pokles.

Nová vlna inovácií spojená s rastom produktivity práce, ale aj silné konkurenčné tlaky vedú dnes k skracovaniu inovačných cyklov nielen v odboroch novej ekonomiky, ale aj v tradičných odvetviach. Kým napríklad v minulosti v automobilovom priemysle trval inovačný cyklus zhruba 6 rokov, koncom 90. rokov sa skrátil na 2 roky. Ešte výraznejšie sa skrátenie inovačného cyklu dotýka práve firiem z oblastí novej ekonomiky. Ako uvádzajú P. Baláž a H. Hansenová: „V niektorých odvetviach informačné technológie sú dobrým príkladom pre firmy, ktoré musia bežať, aby vôbec ostali na mieste, t. j. aby si udržali svoju pozíciu na trhu.“ [1] Omnoho viac a vypuklejšie sa prejavuje aj problém morálneho zastarávania, napríklad komponenty do počítačov strácajú 1 % svojej hodnoty za týždeň. Firma IBM použila až 30 % svojich patentov z roku 1995 pri výrobe počítačov už v roku 1996.

Kým priemyselná revolúcia bola spojená s masovou výrobou, v súčasnosti sa do popredia dostáva flexibilná výroba a adresná špecializácia. Snahou výrobcov je dnes „ušiť“ výrobky na mieru“ pre zákazníka, čím sa zvyrazňuje heterogenita celého trhu. Konkurenčné výhody sa už v súčasnosti nedosahujú len znižovaním nákladov na jednotku produkcie prostredníctvom znižovania jednotkových nákladov a prostredníctvom optimálneho rozsahu výroby, ale uplatňovaním takých inovačných prístupov, ktoré sú zamerané hlavne na vysokú kvalitu produkcie. Takéto prístupy si vyžadujú vyššie investície firiem najmä do aplikovaného výskumu. Enormný rast nákladov na výskum však dnes vedie mnohé firmy k užšej spolupráci medzi sebou, resp. k tvorbe rôznych zoskupení či združení, ktoré koordinujú ich ekonomické záujmy.

Schopnosť adaptovať sa na nové a neustále sa meniace podmienky vedie aj k zmene názorov na optimálnu veľkosť firmy a jej organizačné členenie. Je logické, že gigantické firmy budú len ťažko zvládať problémy inovačných cyklov, kreativitu trhu a ďalšie zmeny, ktoré sú spojené s nástupom novej ekonomiky. Naopak, vývoj posledného desaťročia dokazuje, že najvyššie tempá rastu, skracovanie inovačných cyklov, prispôsobovanie sa trhom zvládli najmä malé a stredné firmy.

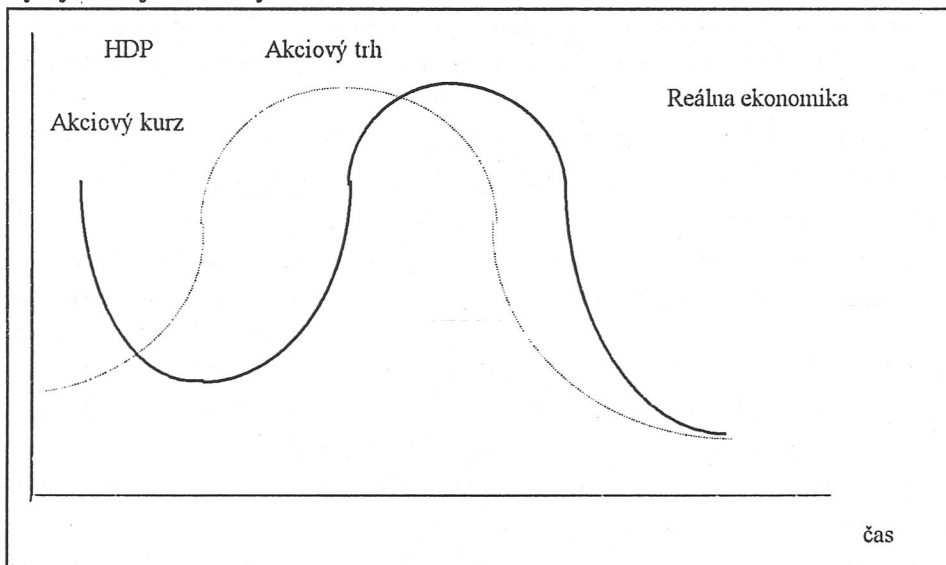
## Ekonomika verzus kapitálové trhy

V ekonomickej teórii sa ekonomika a kapitálové trhy považujú za spojité nádoby, ktoré sa navzájom ovplyvňujú. Niekedy sa dokonca kapitálový trh považuje za „zrkadlo“ ekonomiky, ktoré odráža všetky pozitívne i negatívne javy reálneho ekonomického života. Tieto všeobecné postuláty do určitej miery korešpondujú aj s tým, čo sa odohrávalo na svetových kapitálových trhoch, predovšetkým na kapitálovom trhu USA, ktorého súčasťou je aj akciový trh. Akciový trh z dlhodobého pohľadu kopíruje vždy reálnu ekonomickú úroveň každej, aj americkej ekonomiky.

Napriek tomu, že dnes mnoho finančných expertov je toho názoru, že medzi akciovými trhami a ekonomickou aktivitou najmä z krátkodobého a strednodobého hľadiska nie je až taká pevná väzba, my si myslíme, že táto spojitosť, najmä z pohľadu strednodobého časového horizontu, existuje. Veľmi výrazne sa to prejavuje pri sledovaní hospodárskeho cyklu a akciového trhu. Na lepšiu interpretáciu uvedieme graf 2.

Graf 2

### Vývoj reálnej ekonomiky a akciového trhu



Možno konštatovať, že akciové kurzy v určitých okamihoch predbiehajú rast reálnej ekonomiky (vyjadrený veličinou HDP), a to z hľadiska času o niekoľko mesiacov. Známa veta „akciové trhy neveštia nič dobrého“ svedčí o tom, že vývoj akciových kurzov zo strednodobého hľadiska je určitým indikátorom, na základe ktorého môže analytik aj investor určiť, do akej fázy ekonomického cyklu sa ekonomika dostáva.

Akciové kurzy veľmi rozdielne predbiehajú jednotlivé fázy ekonomického cyklu. Napríklad P. Musílek uvádza: „Pred vrcholom predbiehajú reálny vývoj ekonomiky až o 9 mesiacov, pred sedlom približne o 5 mesiacov.“ [14, s. 180] Ďalej upozorňuje aj na to, že akciové kurzy sú rozdielne citlivé na stupeň recesie a expanzie. Pri miernej recesii (8 %-ný pokles priemyselnej výroby) klesli akciové kurzy až o 22 % a predbiehali vrchol ekonomickej aktivity o 5 mesiacov a ekonomické dno o 3 mesiace. Pri priemernej recesii (16 %-ný pokles výroby) zaznamenali pokles až o 26 % a akciové kurzy predbiehali vo fáze vrcholu i dna o 7 mesiacov. V období silnej recesie došlo k poklesu akciových kurzov o 42 %, vrchol predbehli o 5 mesiacov a dno o 6 mesiacov.

Ak sa zamyslíme nad tým, prečo zmeny akciových kurzov, ich pokles, alebo rast predbiehajú ekonomický cyklus, musíme to odôvodniť aj samotným správaním investorov.

Je teda aj logické vysvetlenie, že v druhej polovici 90. rokov štartovali investori v predstihu pred reálnou ekonomikou akciový trh, ktorý bol signálom, že v blízkej budúcnosti sa hospodárstvo dostane postupne z recesie. Štartovanie americkej ekonomiky v druhej polovici 90. rokov aj prostredníctvom kapitálového trhu, ktorý „ťahal“ do popredia niektoré odbory len niektorých odvetví, nemalo teda celoplošný charakter. Nevtiahlo do tohto procesu všetky odvetvia, nakoniec dokumentujú to aj údaje o stagnácii, resp. len minimálnom náraste ostatných odvetví, čo spôsobilo, že celé hospodárstvo sa ešte nedostalo z recesie. Nástup high-technológií vyvolal aj v investorských kruhoch obrovské nadšenie, a najmä veľké očakávania. Ako nás presvedča historický vývoj, aj v tomto prípade sa zabúda na to, že masové zavádzanie nových technológií a ich vplyv na reálnu ekonomiku aj so zreteľom na skracovanie inovačného cyklu si vyžaduje čas. Tak ako sa výsledky predchádzajúcich revolúcií dostávali do praxe často až o niekoľko desaťročí, tak nemožno dnes očakávať okamžitú implementáciu nových technológií a s tým spojené efekty.

Je logické, že proces reštrukturalizácie aj tej najvyspelejšej ekonomiky, akou nesporne americká ekonomika je, si bude vyžadovať istý čas. Fakty dokumentujú, že v reálnej ekonomike nás prevratné zmeny ešte len čakajú a že tvorba „novej ekonomiky“ sa ešte len rozbieha, napriek tomu, že mnohí investori sú skeptikmi v tejto oblasti. Akciový trh v USA v druhej polovici 90. rokov vyjadroval skôr „zbožné želania a premrštené očakávania“ investorov než reálny stav ekonomiky. Obrovský investičný boom najmä do oblasti high-technológií „vytláčil“ nakoniec na povrch tzv. špekulatívnu bublinu, do ktorej bol aj prostredníctvom internetu vtiahnutý celý investorský svet. Ceny technologických akcií až stonásobne prevyšovali reálnu vnútornú hodnotu akcií. Špekulatívna bublina spľaskla, akciový trh sa opäť dostal na reálnu úroveň ekonomiky.

Špekulatívne bubliny sa už dnes v ekonomickej teórii sledujú na základe niekoľkoročnej histórie. V posledných desaťročiach sa však ich frekvencia zrýchľuje a striedavo sa objavujú v rôznych končinách sveta. Uznávaným teoretikom a analytikom v tejto oblasti je James Montier z bankového domu Dresdner Kleinwort Wasserstein. Vo svojej práci *The Anatomy of a Buble* (Anatómia bubliny) podáva detailnú charakteristiku vzniku a zániku špekulatívnych bublín. James Montier rozdeľuje proces nafúknutia a splasknutia špekulatívnej bubliny na 5 fáz, a to nasledovne:

1. fáza – *výkyvy spojené s tzv. exogénnymi šokmi*, teda v prípade novej ekonomiky je to revolučná zmena aj obchodných stykov medzi firmami a súkromnou sférou spoločnosti;

2. fáza – *konjunkturálny boom*, ktorý je poháňaný monetárnou expanziou centrálnej banky, rastom objemu úverov poskytnutých najmä novým firmám;

3. fáza – *neustále zvyšovanie výroby a odbytu, rast firemných ziskov*, čo podmieňuje kúpu a predaj akcií na trhu; na ňom sa začína prejavovať davová psychológia spojená s entuziazmom a so všeobecnou extázou; cena akcie predstavuje tak stále sa nabaľujúcu snehovú guľu;

4. fáza – *kritická, keď sa firmy začínajú dostávať do finančných ťažkostí*; jeden zo znakov tejto fázy je aj to, že z potápajúcich sa lodí ako prví utekajú vysokopostavení manažéri, ktorí samozrejme majú dôverné informácie o hospodárení spoločnosti; predaj veľkých balíkov manažérskych akcií na trhu vedie k poklesu ich cien;

5. fáza – *splasnutie bubliny*, rozplynul sa sen o veľkom bohatstve, doplácajú najmä malí akcionári; davová psychóza pokračuje veľkými predajmi malých akcionárov, ktorí majú snahu za každú cenu sa zbaviť akcií aj za zlomkovú cenu.

„Technologická bublina“, s ktorou sme sa stretli na americkom kapitálovom trhu, má svoje negatívne účinky, ktoré sa prejavujú ešte aj teraz. Prepad kurzov technologických akcií viedol k tomu, že mnohé firmy museli opustiť nielen Wall Street, ale i Nasdaq. Len v priebehu roka 2001 muselo Nasdaq opustiť 396 firiem a ich počet v poslednom období ďalej rastie. Kótovacie a obchodné podmienky neumožňujú, aby dlhodobejšie pôsobili na trhu akcie, ktorých kurz je menší ako 1 USD. Keďže čoraz viac firiem tieto podmienky neplní, burzové orgány pristupujú k tzv. delistingu (vymazávaniu firiem z burzových listín). Viaceré firmy museli v tomto roku opustiť aj svetoznáme indexy (*Standard and Poors, Nasdaq*).<sup>1</sup> Inými slovami, info-technologická revolúcia začína „požierať svoje deti“.

<sup>1</sup> Index *Standard and Poors* dnes zahŕňa 500 akcií, s ktorými sa najviac obchoduje na americkom trhu.

Index *Nasdaq* je indexom mimoburzového trhu, ktorý umožňuje obchodovať aj s akciami malých novovznikajúcich firiem. Má viacero špecializovaných podindexov. Oficiálnym indexom, a zároveň najstarším indexom je index burzy na Wall Street – *Dow Jones Index*, do ktorého vchádzajú len kvalitné kótované akcie.

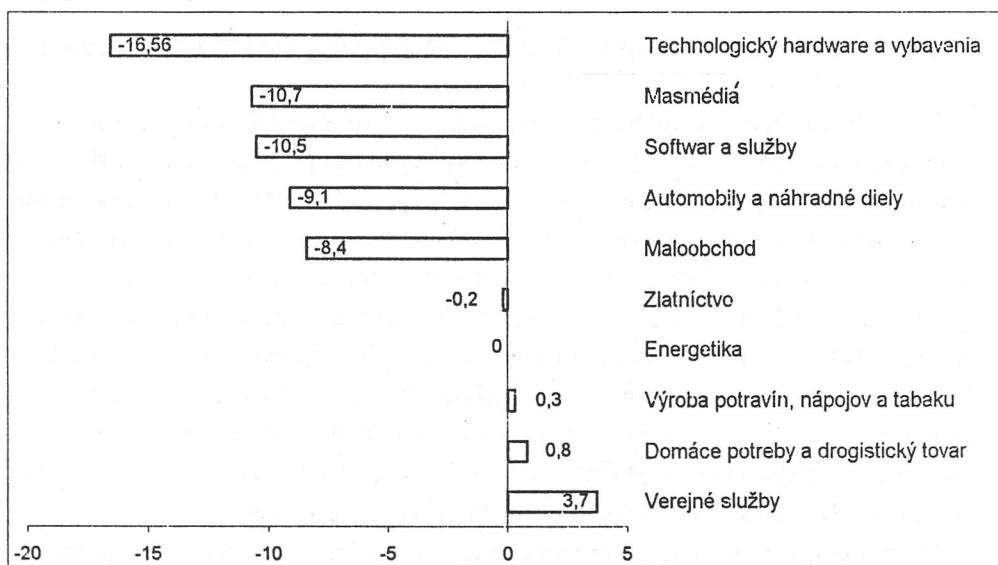
Po tejto fáze nastupuje obdobie stabilizácie kurzu, obchoduje sa obozretne. Väčšina malých akcionárov sa obrátila ku kapitálovému trhu chrbtom. Hodnota akcií už potom stúpa „normálnym tempom“ až k ďalšiemu šoku, keď sa začne nafukovať nová bublina.

Napriek zrealneniu cien technologických akcií na americkom kapitálovom trhu a pozitívnym názorom, že po splasnutí bubliny sa skončí aj obdobie recesie (tomu nasvedčovali aj pozitívne názory amerických ekonómov začiatkom roka 2001), dnes štatistické údaje dokazujú stále opak týchto názorov. Negatívne správy koncom roka 2002 o výsledkoch hospodárenia high-technologických firiem vyvolali v radoch investorov vysokú opatnosť, čo sa prejavilo aj vo vývoji akciových indexov a v zameraní toku investícií do jednotlivých odvetví amerického hospodárstva.

Prehnaná opatnosť vedie aj v súčasnosti k odporúčaniam, že najlepšie akciové investície na rok 2003 sú „veľmi konzervatívne tituly“. Je to opäť návrat k starej ekonomike? Sme toho názoru, že tieto odporúčania sú dnes až veľmi pesimistické a nereálne. Aj samotní poprední americkí ekonómovia dnes jednoznačne hovoria, že kľúčovým faktorom oživenia americkej ekonomiky bude zotavenie kurzov technologických akcií. K tomuto cieľu by mala prispieť i navrhnutá daňová reforma amerického prezidenta G. W. Busha, ktorá oslobodzuje od platenia daní z dividend, prispieva formou rôznych daňových úľav k podpore malých a stredných podnikov, a to najmä tých, ktoré sa orientujú na zavádzanie nových technológií.

Graf 3

5 najlepších a 5 najhorších odvetví v USA za rok 2002





Výsledky za rok 2002 jednoznačne dokumentujú nedôveru investorov k odvetviam tzv. novej ekonomiky. Reálny stav ekonomiky sa preniesol i na kapitálový trh, ktorého hlavné indikátory – indexy, ako ukazuje tabuľka 1, vykazovali tiež negatívny vývoj. Z tabuľky 1 je vidieť, že negatívny vplyv na americkom kapitálovom trhu sa preniesol na európske kapitálové trhy s určitým oneskorením, ale aj s väčším poklesom než v prípade indexov amerického trhu. Kým v USA sa začali výrazné prepady akciových indexov už v roku 2000, pre Európu bol najkritickejší rok 2002, pričom najväčší prepad zaznamenal nemecký akciový index DAX a francúzsky akciový index CAC 40.

Tabuľka 1

Vývoj vybraných akciových indexov (koniec roka 2002)

Index	Región/Trh	Hodnota indexu (v bodoch)	Zmena oproti roku 2001 (v %)
Dow Jones Industrial	USA	8 341.53	-16.8
S & P 500	USA	879.82	-23.4
Nasdaq	USA	1 335.51	-31.5
FTSE 100	Veľká Británia	3 940.4	-24.5
Nikkei 225	Japonsko	8 578.96	-18.5
DAX	Nemecko	2 892.63	-43.9
CAC 40	Francúzsko	3 063.91	-33.7

Prameň: Bloomberg Financial Markets [3].

Správanie akciových trhov aj v ostatných vyspelých ekonomikách jednoznačne dokumentuje prepojenosť týchto krajín s americkou ekonomikou a jej kapitálovým trhom a závislosť od nej.

## Reštrukturalizácia ekonomík krajín V 4 a jej vplyv na ich kapitálové trhy

Ako uvádzame v predchádzajúcom texte, na existenciu „novej ekonomiky“ jestvujú protichodné názory. Jej zástancovia vyzdvihujú jej pozitívny prínos pre ekonomický rozvoj, oponenti naopak tvrdia, že nejde o nič nové, a preto termín *nová ekonomika* nie je opodstatnený. Prikláňame sa k zástancom „novej ekonomiky“, podľa nášho názoru však o jej existencii možno zatiaľ hovoriť iba v prípade USA, za ktorými zaostávajú aj členské štáty Európskej únie. Zaostávanie EÚ oproti USA v oblasti novej ekonomiky sa odhaduje zhruba na 5 rokov [13]. Európska únia sa však snaží vytvárať priaznivé podmienky na nástup novej ekonomiky prijímaním zákonov, podporujúcich rozvoj nových odvetví a nových technológií, ako aj výraznou finančnou podporou týchto oblastí, v dôsledku čoho sa zaostávanie bude v budúcnosti pravdepodobne zmenšovať.

V transformujúcich sa ekonomikách zatiaľ nemožno hovoriť o novej ekonomike. Tieto krajiny síce riešia v súčasnosti problémy súvisiace s transformáciou

svojich ekonomik, ale už v rámci transformačného procesu by mali myslieť na budúcnosť a vytvárať podmienky aj na nástup novej ekonomiky.

Predpoklady na vznik novej ekonomiky sa vo vyspelých ekonomikách začali vytvárať už v povojnovom období, ale najmä v priebehu 70. rokov 20. storočia. Išlo najmä o rast významu vedy a výskumu a rozvoj nových technológií, čo sa odrazilo aj v zmenách štruktúry ekonomik týchto krajín. Štruktúrne zmeny sa prejavovali najmä rastom terciárneho sektora na úkor primárneho a sekundárneho sektora, teda rastom podielu služieb na úkor tradičných odvetví. Významné zmeny nastali aj v rámci služieb, pričom sa postupne zvyšoval význam kvartérneho sektora, teda služieb súvisiacich s rozvojom vedy, výskumu, vývoja a vzdelávania.

Takýmito štruktúrnymi zmenami svojich ekonomik by si aj transformujúce sa krajiny mohli vytvoriť predpoklady pre budúcu novú ekonomiku. Táto požiadavka je o to naliehavejšia, že sa pripravujú na vstup do Európskej únie, teda do spoločenstva krajín, ktoré venuje vytváraniu podmienok na prechod k novej ekonomike významnú pozornosť.

Vývoj odvetvovej štruktúry ekonomik krajín Vyšehradskej skupiny (V 4) podľa percentuálneho podielu na hrubom domácom produkte v druhej polovici 90. rokov je uvedený v nasledujúcich tabuľkách.

Tabuľka 2

#### Odvetvová štruktúra hrubého domáceho produktu Slovenskej republiky

Odvetvie	Podiel na HDP (v %)			
	1995	1997	1999	2000
Poľnohospodárstvo, poľovníctvo, rybolov, chov rýb	5.71	5.19	5.41	5.42
Priemysel vrátane energetiky	31.56	30.08	31.24	31.13
Stavebníctvo	7.57	6.66	4.18	3.46
Obchod, opravy, hotely, reštaurácie, doprava	23.86	24.50	27.02	27.66
Finančné služby, nehnuteľnosti, prenájom a obchodné služby	17.32	16.24	15.81	15.41
Ostatné služby	13.98	17.33	16.35	16.92

Prameň: OECD [15] a vlastné výpočty.

Tabuľka 3

#### Odvetvová štruktúra hrubého domáceho produktu Českej republiky

Odvetvie	Podiel na HDP (v %)			
	1995	1997	1999	2000
Poľnohospodárstvo, poľovníctvo, rybolov, chov rýb	4.69	4.69	5.76	5.30
Priemysel vrátane energetiky	33.26	37.08	33.21	34.48
Stavebníctvo	8.65	6.24	4.77	4.40
Obchod, opravy, hotely, reštaurácie, doprava	23.17	23.19	25.05	25.60
Finančné služby, nehnuteľnosti, prenájom a obchodné služby	16.33	15.81	18.92	18.34
Ostatné služby	13.90	12.98	12.29	11.88

Prameň: OECD [15] a vlastné výpočty.

T a b u ľ k a 4

## Odvetvová štruktúra hrubého domáceho produktu Maďarska

Odvetvie	Podiel na HDP (v %)			
	1995	1997	1999	2000
Poľnohospodárstvo, poľovníctvo, rybolov, chov rýb	6.75	6.54	5.96	5.22
Priemysel vrátane energetiky	26.28	28.23	30.02	31.30
Stavebníctvo	4.62	4.33	4.38	4.46
Obchod, opravy, hotely, reštaurácie, doprava	22.27	22.63	22.24	21.61
Finančné služby, nehnuteľnosti, prenájom a obchodné služby	19.57	18.59	18.25	18.72
Ostatné služby	20.51	19.68	19.15	18.69

Prameň: OECD [15] a vlastné výpočty.

T a b u ľ k a 5

## Odvetvová štruktúra hrubého domáceho produktu Poľska

Odvetvie	Podiel na HDP (v %)			
	1995	1997	1999	2000
Poľnohospodárstvo, poľovníctvo, rybolov, chov rýb	6.92	6.38	6.60	5.63
Priemysel vrátane energetiky	31.67	33.50	35.24	33.99
Stavebníctvo	7.27	7.57	8.39	7.54
Obchod, opravy, hotely, reštaurácie, doprava	27.42	27.91	31.25	29.39
Finančné služby, nehnuteľnosti, prenájom a obchodné služby	9.17	8.31	8.66	8.31
Ostatné služby	17.55	16.33	9.86	15.14

Prameň: OECD [15] a vlastné výpočty.

Ako vidno z tabuliek 2 – 5, odvetvová štruktúra krajín V 4 je približne rovnaká, a zatiaľ nezaznamenala žiadne výrazné zmeny. Ak si bližšie všimneme sektor služieb, vidíme, že ich podiel na HDP mierne stúpol iba vo dvoch krajinách (v SR z 55,16 % v roku 1995 na 59,99 % v roku 2000, v ČR z 53,40 % v roku 1995 na 55,82 % v roku 2000), v ostatných dvoch krajinách dokonca poklesol (v MR zo 62,35 % v roku 1995 na 59,02 % v roku 2000, v Poľsku z 54,14 % v roku 1995 na 52,84 % v roku 2000). Z uvedeného vyplýva, že štruktúra transformujúcich sa ekonomík zatiaľ nezodpovedá potrebám nástupu novej ekonomiky a že tieto krajiny výrazne zaostávajú v oblasti reštrukturalizácie za vyspelým svetom.

Na čo by sa teda transformujúce sa krajiny mali zamerať vo svojom ďalšom rozvoji, aby sa aspoň priblížili úrovni Európskej únie, ktorej členmi sa majú onedlho stať? Tieto krajiny by sa mali zamerať na výraznejšiu podporu výskumu a vývoja, bez ktorých sa nezaobíde rozvoj nových odvetví. Nové odvetvia vyžadujú aj inú kvalifikačnú štruktúru pracovných síl. Tomu by mali transformujúce sa krajiny prispôbiť aj svoje vzdelávacie systémy, ktoré by sa mali orientovať na výchovu odborníkov pre perspektívne odvetvia. Na potreby novej ekonomiky treba myslieť aj pri rozhodovaní o investíciách. Tie by mali smerovať najmä do rozvoja nových, progresívnych odvetví.

Ak sme uvádzali, že reálna ekonomika vo vyspelých krajinách je úzko spojená s kapitálovým trhom, pokúsime sa aj v rámci krajín V 4 hľadať spojitosť so stavom ekonomiky z hľadiska jej štruktúry so štruktúrou kapitálového trhu. Našu pozornosť sme preto sústredili na vzťah odvetvovej štruktúry krajín V 4 a štruktúry ich akciových indexov, ktoré sú uvedené v nasledujúcich tabuľkách (6 – 9).<sup>2</sup>

Tabuľka 6

Porovnanie odvetvovej štruktúry hrubého domáceho produktu Slovenskej republiky s indexom SAX v roku 2001

Odvetvie	Podiel na HDP (v %)	Váha v SAX (v %)
Poľnohospodárstvo, poľovníctvo, lesníctvo a rybolov	4.1	–
Ťažba nerastných surovín	0.7	–
Priemyselná výroba	21.3	64.9
Výroba a rozvod elektriny, plynu a vody	2.4	8.9
Stavebníctvo	4.6	–
Obchod, opravy, hotely a reštaurácie	15.2	–
Doprava, skladovanie, pošta a telekomunikácie	11.2	7.4
Finančné a obchodné služby, výskum a vývoj a ostatné činnosti	31.8	18.9

Prameň: Štatistický úrad SR [4]; www.bsse.sk [10] a vlastné výpočty.

Ako vidieť z tejto analýzy, odvetvia v štruktúre HDP a v indexe SAX vyjadrujú zásadne rozdielne váhy. Na tvorbe HDP na Slovensku najväčší podiel majú finančné a obchodné služby, výskum a vývoj a ostatné činnosti, čo by síce signalizovalo pozitívny vývoj ekonomiky, ale vzhľadom na súčasný stav niektorých odvetví a druhov výrob, ich nefunkčnosť, je tento údaj značne skreslený.

Naopak, v štruktúre indexu SAX je vidieť najväčší podiel priemyselnej výroby. Ani ďalšie údaje nenasvedčujú tomu, že kapitálový trh je „zrkadlom ekonomiky“. Ak si detailnejšie všimneme ešte štruktúru akciového indexu SAX, vidíme, že aj v roku 2002 tu najväčší podiel reprezentujú také podniky ako Slovnaft (38,43 %), Všeobecná úverová banka (10,96 %), Východoslovenské železiarne (9,67 %). Vzhľadom aj na objem týchto akcií na našom trhu, dochádza potom často k obrovskému skresleniu pohybu kapitálového trhu a tým aj vývoja ekonomiky. Stačí, že sa niektorý z týchto titulov akcií predá vo väčšom objeme na trhu, znamená to výrazný pohyb indexu buď smerom hore, alebo dole. Pritom často ide o špekulatívne predaje, ktoré nemajú nič spoločné s vývojom ekonomiky a s účinkami na kapitálový trh.

Uvedená analýza nás upozorňuje aj na to, že pri vstupe do EÚ bude vôbec otázne, či v takejto podobe môže fungovať kapitálový trh na Slovensku, nehovoriac

<sup>2</sup> Indexy, ktoré sa uvádzajú v tomto texte, sú oficiálnymi indexmi jednotlivých búr. Burza cenných papierov Bratislava – SAX, Praha – PX 50, Varšava – WIG, Budapešť – BUX. Súčasťou týchto indexov sú len kótované akcie, s ktorými sa zároveň najviac obchoduje na týchto trhoch. Zloženie indexov sa v pravidelných intervaloch mení a presňuje sa podľa situácie na trhu.

o tom, že bez rozsiahlych štruktúrnych zmien v ekonomike bude mať Slovensko vážne problémy pri realizácii integračných procesov do EÚ.

Treba upozorniť aj na to, že aj prísun zahraničného kapitálu by sa mal vo väčšej miere orientovať na najmodernejšie technológie a druhy výroby a nekonzervovať tak tradičnú štruktúru výroby, ktorá je bremenom pre každú malú otvorenú ekonomiku.

Tabuľka 7

**Porovnanie odvetvovej štruktúry hrubého domáceho produktu Českej republiky s indexom PX 50 v roku 2001**

Odvetvie	Podiel na HDP (v %)	Váha v PX 50 (v %)
Poľnohospodárstvo, poľovníctvo, lesníctvo a rybolov	4.1	–
Ťažba nerastných surovín	1.4	2.10
Priemyselná výroba	27.5	2.71
Výroba a rozvod elektriny, plynu a vody	4.0	29.40
Stavebníctvo	7.1	0.31
Veľkoobchod, maloobchod, opravy	14.8	–
Hotely a reštaurácie	2.2	–
Doprava, skladovanie, pošta a telekomunikácie	8.2	31.14
Finančné služby	3.6	28.97
Nelnutelnosti, prenájom, obchodné služby, výskum a vývoj	12.1	0.22
Ostatné činnosti	15.0	5.15

*Prameň:* Štatistický úrad SR [4]; www.pse.cz [11] a vlastné výpočty.

Napriek spoločným ekonomickým základom, ktoré mala slovenská a česká ekonomika do roku 1993, v súčasnom období sa už ukazujú diferencie v odvetvovej štruktúre a podiele odvetví na HDP. V štruktúre HDP českej ekonomiky má naďalej dominantné postavenie priemyselná výroba, výraznejší podiel majú aj služby a obchod.

Podobne ako v prípade slovenského kapitálového trhu, prejavuje sa v štruktúre indexu českého kapitálového trhu určitá anomália, ktorá nezodpovedá reálnemu stavu ekonomiky. V indexe je zastúpený priemysel len 2,71 %, naopak, dominantné postavenie má výroba a rozvod elektriny, plynu a vody (29,40 %), a predovšetkým doprava, pošta, telekomunikácie 31,14 %.

V českom indexe kapitálového trhu PX 50 sa už prejavujú prvé náznaky investorskej orientácie na investície do nových odvetví. V indexe má vedúce postavenie Český telecom 27,65 % a České energetické závody 14,89 %. Nerovnomerné zastúpenie akcií v štruktúre českého indexu kapitálového trhu a sledovanie vývoja tohto indexu nás vedie k podobným záverom ako v prípade slovenského kapitálového trhu. Vzhľadom na výrazné vyššie zastúpenie týchto akcií v indexe dochádza k tomu, že pri väčších obchodoch týchto dvoch akciových titulov dochádza k rastu a poklesu indexu bez toho, aby hodnota indexu vyjadrovala súčasnú úroveň ekonomiky.

Tabuľka 8

Porovnanie odvetvovej štruktúry hrubého domáceho produktu Poľska s indexom WIG v roku 2001

Odvetvie	Podiel na HDP (v %)	Váha v PX 50 (v %)
Poľnohospodárstvo, poľovníctvo, lesníctvo a rybolov	3.3	–
Ťažba nerastných surovín	2.5	7.14
Priemyselná výroba	19.2	21.18
Výroba a rozvod elektriny, plynu a vody	3.6	–
Stavebníctvo	7.5	–
Veľkoobchod, maloobchod, opravy	21.9	–
Hotely a reštaurácie	1.4	–
Doprava, skladovanie, pošta a telekomunikácie	6.8	24.87
Finančné služby	2.4	39.45
Nehnuteľnosti, prenájom, obchodné služby, výskum a vývoj	13.8	–
Ostatné činnosti	17.6	7.35

Prameň: Štatistický úrad SR [4]; www.wse.com.pl [12] a vlastné výpočty.

Transformačný proces v poľskej a v maďarskej ekonomike bol založený na inej forme privatizácie, akou bola kupónová privatizácia v Československu. V Poľsku a Maďarsku mala privatizácia, osobitne veľkých podnikov, niekoľko etáp s využitím najmä zahraničného kapitálu. Z toho vyplýva aj vyššia úroveň ich kapitálových trhov, ktoré do značnej miery ovplyvňoval väčší prísun priamych i portfóliových zahraničných investícií.

Napriek tomu nedošlo v týchto ekonomikách k výraznejším zmenám v odvetvovej štruktúre a prejavujú sa v nich identické problémy, aké má česká a slovenská ekonomika. Podiel na hrubom domácom produkte a váha v indexe kapitálového trhu poľskej ekonomiky zhruba korešponduje len v prípade priemyselnej výroby (podiel na HDP je 19,2 % a vo WIG-u je 21,18 %), najvýraznejšia anomália sa naopak prejavuje v oblasti finančných služieb (podiel na HDP je len 2,4 %, kým vo WIG-u je až 39,45 %). Z jednotlivých akciových titulov majú vo WIG-u najväčší podiel emisie firiem TPSA (telekomunikácie) 24,87 % a Banka Pekao 24,78 %.

Pokiaľ ide o maďarskú ekonomiku, tam je podobná odvetvová štruktúra HDP, dominantné postavenie má priemysel a oblasť služieb vrátane obchodu. V indexe BUX je ale rozvrstvenie tiež zásadne odlišné. Najväčší podiel na HDP majú odvetvia priemyselnej výroby, finančných služieb a telekomunikačných služieb.

Zastúpené emisie v indexe s najväčším podielom sú OTP Bank 25,48 %, MOL (chemický priemysel) 25,03 % a Matáv (telekomunikácie) 24,88 %. Uvedené tri spoločnosti sú zastúpené 75 %-ným podielom v indexe BUX, čím sa absolútne stráca vypovedacia schopnosť kapitálového trhu. Výrazný podiel firmy Matáv, ktorá reprezentuje telekomunikácie, naznačuje záujem investorov o nové technológie.

T a b u ľ k a 9

**Porovnanie odvetvovej štruktúry hrubého domáceho produktu Maďarska s indexom BUX v roku 2001**

Odvetvie	Podiel na HDP (v %)	Váha v PX 50 (v %)
Poľnohospodárstvo, poľovníctvo, lesníctvo a rybolov	4.3	-
Tažba nerastných surovín	0.3	-
Priemyselná výroba	23.5	47.33
Výroba a rozvod elektriny, plynu a vody	3.4	1.98
Stavebníctvo	4.9	-
Veľkoobchod, maloobchod, opravy	11.0	-
Hotely a reštaurácie	1.8	-
Doprava, skladovanie, pošta a telekomunikácie	9.1	25.22
Finančné služby	4.2	25.48
Nehnuteľnosti, prenájom, obchodné služby, výskum a vývoj	17.5	-
Ostatné činnosti	20.0	-

*Prameň:* Štatistický úrad SR [4]; www.bse.hu [9] a vlastné výpočty.

Na záver možno konštatovať, že napriek rozdielnym transformačným procesom majú krajiny V 4 podobné problémy z hľadiska reštrukturalizácie hospodárstva a ich indikátory kapitálových trhov nevyjadrujú reálnu úroveň kapitálových trhov, ani neodzrkadľujú súčasnú úroveň ekonomiky. Štruktúra indexov a zastúpenie jednotlivých akciových titulov naznačuje tendenciu aj na týchto trhoch smerom k novým odvetviám.

## Záver

Svetové hospodárstvo smeruje k informačnej spoločnosti, resp. novej ekonomike, základom ktorej je transformácia digitálnych informácií na hospodárske a sociálne hodnoty. Digitálne technológie zlacňujú a zjednodušujú prístup k informáciám, ich spracovanie, ukladanie a prenos. Nová ekonomika má obrovský potenciál rastu, ktorý sa však zatiaľ v Európe dostatočne nevyužíva.

Skutočnosť, že využívanie informačných a komunikačných technológií má významný vplyv na rozvoj celej ekonomiky, si uvedomujú aj v Európskej únii. Na európskej úrovni sa už prijali viaceré opatrenia na podporu informačnej spoločnosti. Dosiahol sa pokrok v liberalizácii telekomunikácií, vytvoril sa právny rámec na elektronické obchodovanie, existuje podpora priemyselných odborov s informačným obsahom, výskumu a vývoja, uskutočňujú sa štruktúrne reformy, potrebné na dosahovanie rastu produktivity v dôsledku nástupu digitálnych technológií. Nové technológie sa však rozvíjajú oveľa rýchlejšie ako v minulosti, čo si vyžaduje revíziu existujúcich a prijímanie nových opatrení, súvisiacich so zavádzaním informačnej spoločnosti do bežného života.

Na zasadnutí Európskej rady v marci 2000 v Lisabone si stanovili vedúci predstavitelia EÚ ambiciózny cieľ na ďalšie desaťročie, podľa ktorého sa má

Európa stať „najkonkurenčnejšou a najdynamickejšou znalostnou ekonomikou na svete“. Predstavitelia EÚ si uvedomili, že Európa naliehavo potrebuje rozvíjať a využívať možnosti novej ekonomiky. Úspech novej ekonomiky je však podmienený aj schopnosťou spotrebiteľov plne využiť ponúkané príležitosti. Budú na to potrebovať zručnosti, ktoré im umožnia prístup k hľadaným informáciám a úspešné využívanie internetu.

Naplnenie ambiciózneho cieľa Európskej únie sa má zabezpečiť plnením akčného plánu *eEurope*, ktorý bol vyhlásený v júni 2000. Cieľom tejto iniciatívy je odstrániť nevýhody, brzdiace rýchly nástup digitálnych technológií, ku ktorým patria:

- drahý, nie dost' bezpečný a pomalý prístup k internetu a k elektronickému obchodovaniu;
- nedostatočná gramotnosť obyvateľstva v súvislosti s digitálnou technikou on-line;
- absencia dostatočne dynamickej kultúry, ktorá by bola orientovaná podnikateľsky a na služby;
- nedostatočne aktívna úloha verejného sektora pri vytváraní podmienok na rozvíjanie nových aplikácií a služieb.

Iniciatíva *eEurope* je celoeurópskou stratégiou riešenia uvedených nedostatkov. Prioritné kroky tejto iniciatívy možno zhrnúť do troch základných cieľov:

1. *Lacnejší, rýchlejší a bezpečnejší internet*, t. j. zabezpečenie lacnejšieho a rýchlejšieho prístupu k internetu, najmä pre výskumných pracovníkov a študentov, ako aj bezpečných sietí a inteligentných čipových kariet.

2. *Investície do ľudí a ich kvalifikácie*, t. j. pripraviť európsku mládež na digitálny vek, pracovné sily na prácu v znalostnej ekonomike, resp. umožniť všetkým účasť na znalostnej ekonomike.

3. *Stimulovať využívanie internetu* prostredníctvom urýchľovania elektronického obchodu (*e-commerce*), zabezpečením elektronického prístupu k verejným službám, zdravotníckym informáciám a informáciám o životnom prostredí, ako aj vytváraním globálnych sietí a inteligentných dopravných systémov [5].

Kandidátske krajiny na vstup do EÚ si tiež uvedomujú význam informačných a komunikačných technológií pre modernizáciu svojich ekonomík, preto v máji 2000 prijali výzvu krajín EÚ a vyhlásili podobný akčný plán ako členské štáty s názvom *eEurope+*.

Akčný plán *eEurope+* vychádza z akčného plánu *eEurope*, prijatého členskými štátmi Európskej únie a predstavuje hospodársku koncepciu rozvoja informačnej spoločnosti v kandidátskych krajinách. Cieľom akčného plánu *eEurope+* je urýchliť reformu a modernizáciu ekonomík kandidátskych krajín, podporiť kapacity a budovanie inštitúcií a zdokonaľiť celkovú konkurenčnú schopnosť,



pričom sa orientuje na aktivity, ktoré zodpovedajú špecifickej situácii budúcich členských štátov.

Akčný plán *eEurope+* obsahuje tie isté tri hlavné ciele ako *eEurope*, ale keďže kandidátske krajiny ešte nedosahujú úroveň členských štátov Európskej únie, hlavné ciele boli doplnené o dodatočný cieľ, ktorého úlohou je urýchliť vybudovanie základných pilierov informačnej spoločnosti [6]. Prijatím akčného plánu *eEurope+* sa kandidátske krajiny zaviazali urýchlene napredovať v budovaní informačnej spoločnosti, od ktorej očakávajú výrazné zvýšenie efektívnosti svojich ekonomík.

Slovenská republika, v snahe splniť si záväzky súvisiace s budovaním informačnej spoločnosti, vyhlásila 30. apríla 2002 iniciatívu *eSlovakia*, ktorá má koordinovať všetky aktivity súvisiace s budovaním informačnej spoločnosti a hľadať zdroje určené na rozvoj informatizácie Slovenska. Iniciatíva *eSlovakia* je projekt, ktorý má vytvoriť partnerstvo medzi štátnou správou, samosprávou, komerčným sektorom a mimovládnyimi organizáciami, ktoré by vytvorilo široký priestor na rozvoj a modernizáciu Slovenska vybudovaním informačnej spoločnosti. Hlavnými cieľmi projektu sú:

- akcelerácia budovania informačnej spoločnosti na Slovensku,
- zvýšenie záujmu verejnosti o informačnú spoločnosť,
- vytvorenie strategického partnerstva medzi kľúčovými hráčmi,
- podpora kvalitných projektov [7].

Členské štáty aj kandidátske krajiny na členstvo v Európskej únii si uvedomujú potrebu budovania a rozvoja informačnej spoločnosti ako cesty k zvyšovaniu efektívnosti svojich ekonomík, a preto jej venujú náležitú pozornosť.

## Literatúra

- [1] BALÁŽ, P. – HANSENOVÁ, H.: Rast konkurencieschopnosti a jej postavenie v rámci tzv. novej ekonomiky. IBC, 2002, č. 1.
- [2] BALÁŽ, V.: Nová ekonomika nie je len súborom odvetví. Investor, marec 2002.
- [3] Bloomberg Financial Markets: [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)
- [4] CANSTAT Statistical bulletin 2002/2. Bratislava: Štatistický úrad SR 2002.
- [5] eEurope 2002. Akčný plán. Brusel 14. 6. 2000; <http://www.vlada.gov.sk>
- [6] eEurope+. Varšava 20. mája 2000; <http://www.vlada.gov.sk>
- [7] eSlovakia. Bratislava 30. apríla 2002; <http://www.vlada.gov.sk>
- [8] Federal Reserve Board: [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)
- [9] <http://www.bse.hu>
- [10] <http://www.bsse.sk>
- [11] <http://www.pse.cz>
- [12] <http://www.wse.com.pl>
- [13] KLAS, A.: Nová ekonomika a informatizácia. Ekonomický časopis/Journal of Economics, 50, 2002, č. 1, s. 62 – 84.

- [14] MUSÍLEK, P.: Finanční trhy: instrumenty, instituce a management. Praha: Vysoká škola ekonomická 1996.
- [15] National Accounts of OECD Countries. Volume 2. Paris: OECD 2002.
- [16] OLINER, S. – SICHEL, D.: The Resurgence of Growth in the Late 1990. Washington: International Monetary Fund 2000.
- [17] MONTIER, J.: The Anatomy of a Bubble. New York: John Wiley and Sons 2002.

## DEVELOPMENT TRENDS IN WORLD ECONOMY AND CAPITAL MARKETS

Božena CHOVANCOVÁ – Ludmila FABOVÁ – Karel KOŘENÝ

The integration processes and globalization of the world economy is presently connected also with a new understanding and character of the economy. Economic theory nowadays brings the „new economy“ category which – in the 90s of the last century – caused significant changes not only in the structure of the economy but also in its mechanism of functioning.

Qualitative changes are also reflected in economic growth which is closely related to labour productivity growth. The massive growth in investment inflow into the branches of the new economy has induced the changes in the economic cycle as well. The problems as innovation cycles shortening, corporate size, etc., came into the forefront. Besides this, the character of old industries is being changed radically, and thus many theorists point out that it is quite difficult today to find the division line between the old and the new economy.

These changes in the economy have influenced also the capital markets, which reflect real economic processes. High growth rates of the high-technology branches led – at US capital market, and later also at the European one – to the formation of a speculative bubble that multi-exceeded economic level of these branches. The bubble collapse has brought not only sizeable losses for investors but also their serious mistrust of a stock market and particularly the negative attitude towards investing into the new economy industries. That attitude led automatically to a significant drop in production and dragged the economy into the new recession.

These negative appearances at the end of the year 2000 expressed themselves also in theoretical approaches that refused the new economy phenomenon. However, in our opinion, previous wave just created the base for the further, even larger development of these industries. It can be expected that this process will be more long-term and accompanied by the changes and development in all branches of the economy.

To what extent do the transition economies – especially V 4 countries: Slovak Republic, Czech Republic, Poland, Hungary – react to the new situation in the world economy? All these countries are trying to become a part of united Europe, that means to integrate their national economies into the compact entity which the European Union leads to.

Mentioned countries, despite some particularities, initialised their economies at almost identical economic base. Building a modern economy in these countries requires a wide range of restructuring processes. These should be shaped so that they will mirror world trends of the development in the most advanced countries and at the same time they will meet needs of the European economic area. The economic structure of the V 4 countries is still oriented mostly at the branches of heavy and manufacturing industry and as our analysis indicates, it doesn't show any significant changes regarding the share of individual industries on GDP during the 90s. Ignoring the restructuring processes in these countries definitely reveals the lagging behind the developed world.

While the real economy in developed countries is closely connected to a capital market, it is quite difficult to find the connection between a capital market and the economies of the transition countries. Based on the analyses of the particular national capital markets' indexes and on the industrial structure and the share of GDP, we came to a conclusion that indexes' structure doesn't reflect the structure of the economy at all, and so the capital market could hardly reflect the economy level. However, it can be evaluated positively, that the structure of indexes already indicates a tendency towards the new industries. The new industries have a notable appearance in the structure of indexes yet, but in the frame of national economies they don't really show such a significant share of GDP as we would wish them to do. There is also an unbalanced composition of individual stock titles in the structure of indexes, which causes quite chaotic formulation of the capital market level, or indication of its development trend.

Despite lagging behind the USA in the field of new technologies, Europe also accesses to a building of the new economy very responsibly. In the year 2000, there was proclaimed the *eEurope* plan which determines the objectives and gradual steps on how to manage this process. This plan is followed by the action plan *eEurope+*, the aim of which is to accelerate reforms and modernization of the candidate countries economies that V 4 countries belong to.

In accordance with these intentions, also the Slovak Republic has expressed its initiative in the *eSlovakia* program related to a building of the information society as the way of improving the economic performance.