

CAUSES, IMPACTS AND RECOVERY

ALEŠ MARTÍNEK

Masaryk University, Faculty of Law, the Czech Republic

Abstract in original language:

Příspěvek reaguje na současnou finanční a hospodářskou krizi. Zabývá se příčinami ekonomické krize, dlouhodobými i krátkodobými a s důrazem na ekonomický koloběh v USA. Dále se autor zabývá možným rozsahem krize, otázkou vládních zásahů do ekonomik a možným budoucím vývojem celosvětové ekonomiky.

Key words in original language:

Ekonomická krize, deficit, nezdravé investice, toxická aktiva, zadlužení, investiční morálka, vládní intervence, cykličnost.

Abstract:

This contribution aims at the currently so often discussed financial and economic crisis. The main parts of the contribution deal with causes, damages and impacts of this crisis. Also an important part of the contribution is devoted to governmental interventions and its effects. In the conclusion author is concerned with possible scenarios of recovery and further economic progress.

Key words:

Economic crisis, deficit, bad investments, toxic assets, debt, governmental intervention, investment morale, economic cycle.

1. ÚVOD

Není snad nutné zdůrazňovat, že původ současné a trvající ekonomické krize byl ve Spojených Státech Amerických. Tato země je z mnoha důvodů nazývána kolébkou světového kapitalismu. A kde jinde by vlastně původně lokální krize měla vzniknout, než tam, kde je kapitalismus alfou a omegou sociálního a ekonomického růstu. Kde jinde by krize měla vzniknout, než právě tam, kde vývoj a pokrok je postaven na experimentu, invenci, individuálních schopnostech lidí a v rámci daného ekonomického modelu na co nejvyšší míře svobody rozhodování ekonomických subjektů, ať už mluvíme o jednotlivcích či celých společnostech - právnických osobách. A také, a to je třeba zdůraznit krize vznikla tam, kde se dlouhodobě žilo na dluh jak v případě jednotlivců, domácností, a podnikatelských subjektů, tak v případě celé národní ekonomiky. Domnívám se, že snad kromě jiných dvou či tří zemí na této planetě jinde celosvětová finanční a hospodářská krize vzniknout nemůže, pokud zahrneme do úvahy i myšlenku o globálním provázání jednotlivých ekonomik na celém světě. O tom, jak moc jsou jednotlivé ekonomiky propojeny a některé navázány právě na Spojené Státy a jiné ekonomicky silné země nemá cenu snad ani hovořit. Tím spíše, přidáme-li k reálnému ekonomickému propojení finanční a měnovou propojenost. V současné celosvětové situaci se tomuto jevu víceméně nedá nijak zabránit. Taková provázanost samozřejmě nemůže v dané situaci působit jinak, než jako kanál pro šíření krize z jednoho konce světa na druhý. „Čím lépe“ takové kanály dlouhodobě fungují, tím rychleji se pokles, snížení výkonnosti, nebo chcete-li krize šíří do dalších zemí. Přestože je nanejvýš zřetelné, že lůno krize je ve Spojených státech, bylo by chybou se jaksí zbavovat odpovědnosti za

současné ekonomické propady svalováním viny pouze na Spojené státy. Ono totiž i taková krize může v mnoha směrech přinést i dlouhodobé pozitivní dopady, jak ukáží později.

2. K VLASTNÍM PŘÍČINÁM KRIZE

Současná ekonomická krize má několik svých příčin a to jak krátkodobých tak i dlouhodobých. Prudké poklesy akcií, pády finančních trhů jsou pouze výsledkem vývoje, který trval delší dobu, a zároveň tyto poklesy způsobily nastartování a rozběhnutí celého procesu poklesu reálného hospodářství. Pomyslná spirála se začala totiž roztáčet daleko dříve, než si mnoho lidí uvědomuje. Jak uvádí Stanislava Janáčková (týdeník EURO , 30. březen 2009) jednou z velkých dlouhodobých příčin současné finanční krize byla úloha amerického dolaru jako rezervní měny pro celosvětový hospodářský oběh.¹ Dlouhodobě tak vznikala nerovnováha, kdy USA dlouhodobě žily na dluh. V této souvislosti se hovoří o dvojnásobném deficitu USA. Jednak tedy deficitu státního rozpočtu a dále o dlouhodobě schodkové obchodní bilanci. Spojené státy dříve využívaly výhody, kterou jim přinášelo celosvětové postavení jejich národní měny, resp. pozice emitenta rezervní měny v dobách Bretton woodského systému. Tento fakt se ovšem odráží v dlouhodobé orientaci americké ekonomiky na spotřebu. Tato orientace dlouhodobě vyvolává potřebu dovozu, kterou uspokojují ekonomiky asijských zemí a především Číny. Ty jsou z pochopitelných důvodů na vývozu do USA závislé a byly ochotny financovat schodek obchodní bilance. Není proto divu, že dnes Čína drží zhruba 2 biliony v dolarových rezervách. Tyto rezervy byly totiž následně nalévány zpět v podobě investic do USA a způsobují dlouhodobě vážné měnové distorze – tedy inflační proces a iluzorní nárůst cen². Přesto za současné situace lze předpokládat, že už i Čína nebude ochotna v takové míře financovat americký dluh jako doposud.

Dalo by se říci, že dlouhodobě byl tento jev podceňován vládou USA i politikou FED. Je obecně známo, že FED poměrně často manipuluje s výší základních úrokových měr. Proto mne zaujalo, když Ben Bernanke v roce 2006 při svém nástupu do funkce šéfa FED vyjádřil značné obavy ze stagnace americké ekonomiky a celkového zpomalení růstu ekonomiky. Úrokové sazby byly v USA vysoko poté, co se od roku 2001 ze zhruba 1% vyšroubovaly až na 5,2 % v roce 2005 a postupně opět byly snižovány až téměř k 1% hranici během roku 2006. Příliš vysoké sazby původně zapříčinily celkové ochlazení ekonomiky a také nárůst problémů těch, kteří svoje portfolio zatížili vysokým objemem cizích aktiv. Následkem tohoto pak docházelo k postupnému poklesu cen nejprve hypotečních dluhopisů a později dalších aktiv, jejichž cena byla vytvořena fiktivně a iluzorně. Pozdější snižování úrokových sazeb už bylo z hlediska stimulace investiční aktivity neúčinné. Je více než zřejmé, že v tomto případě úroková míra neplnila úlohu tržního korektivu – tedy nezohledňuje nabídku a poptávku po penězích, nýbrž byla stanovena uměle. Tím byl položen další základ ekonomické disharmonie, která měla přijít v budoucnu. Jestliže před 3 roky byl Alan Greenspan při svém odchodu z FED považován za guru ekonomie, dnes tomu již tak zdaleka není. Potvrdilo se, že příliš násilné „pilotování“ ekonomiky centrální bankou může být jádrem budoucích problémů.

Domnívám se, že příčinu k ekonomické krizi zavedla zrovna tak vláda, když vydala legislativu pro financování hypoték i méně bonitním až nebonitním klientům. Příběh dvou

¹ In Stanislava Janáčková: Euro, březen 2009

² In Stanislava Janáčková: Makroekonomické pozadí finanční krize, CEP newsletter listopad 2008

hypotečních vládou řízených bank Freddie Mac a Fannie Mae snad není nutno připomínat. Takové financování se mohlo zpočátku pro banky a finanční instituce jevit jako poměrně výhodné, avšak pouze do té doby, než zjistily, že obhospodařují vysoký objem nekvalitních úvěrů a toxických aktiv. To však ještě nutně nemuselo znamenat prudký pád trhů v budoucnu. Tento stav se však řešil - poměrně logicky z pohledu bankovních institucí - jak je obecně známo emisemi dluhopisů a jim podobných nástrojů, pomocí nichž docházelo k diverzifikaci portfolia za účelem zakrytí těchto toxických aktiv a rizikových aktiv. Tyto nástroje postupně začaly obíhat na finančních trzích a poměrně čile se obchodovaly až do doby, kdy se zjistilo, že jsou nekvalitní a značně rizikové. Cenová bublina, která delší dobu vznikala na trhu některých aktiv musela dříve nebo později prasknout. Následné pády několika bank, investičních bank apod. už jsou pouze logickým vyústěním celého procesu. Ovšem nejednalo se pouze a čistě o financování hypoték. Je třeba zdůraznit, že šlo také o poskytování i jiných než pouze hypotečních úvěrů na investice do silně rizikových projektů. Případy velkých investičních bank a makléřských společností jako Merrill Lynch ukazují, že neobezřetné a neopatrné investování do obřích rizikových projektů se může a v mnoha případech musí ukázat jako fatální pro život i tak silných institucí, a to tím spíše v obtížné situaci, kdy stát, ani centrální banka nefungují jako věřitelé poslední instance a zachránci toho, co bylo již dávno před tím postaveno na zjevně chybných základech. Podstatným důvodem v tomto případě je to, že tyto velké instituce zatížily svoje portfolia rizikovými aktivy – tedy investicemi do náročných a rizikových projektů, ale bez patřičného pojistného zakotvení vlastním kapitálem – ten byl totiž velmi nízký. Nepřiměřená finanční páka se v tomto případě v důsledku propadu cen aktiv ukázala jako fatální pro další existenci institucí. Na tomto místě bych použil citát Roberta Holmana:

„ investiční banky jako Merill Lynch, Lehman Brothers, Goldman Sachs, Bear Sterns, Morgan Stanley a JP Morgan (což byly před krizí největší investiční banky na Wall Street – pozn. Aut.) podnikaly s relativně malým vlastním kapitálem – neměly dostatečný vlastní kapitál na to, aby ustály ztráty z toxických aktiv, které jim zůstaly v bilancích“³

V okamžiku, kdy vypluly na povrch špatná a toxická aktiva nemohlo se stát tudíž nic jiného, než to, že došlo k poklesu akciových trhů, k nedůvěře na mezibankovním trhu a k rozběhnutí vlny ekonomického pesimismu různých subjektů, tedy domácnostmi počínaje a investory konče. Takový pesimismus může vážně zasáhnout další ekonomické chování subjektů, jak vyplývá mimo jiné z behaviorální ekonomické teorie. K tomuto jevu výrazným způsobem přispěla rovněž média, která chrlila zprávy o nadcházející hluboké krizi, podobné té z 30. let 20. století. Je obecně známým faktem, že právě finanční trhy jsou na informace podobného typu velmi citlivé a to s minimálním zpožděním. Logicky potom došlo k tomu, že původně pouze finanční krize zasáhla i reálný hospodářský svět, tedy ten, který produkuje hodnoty, zaměstnává velké množství pracovní síly a také využívá kapitál finančních institucí. Vlna pesimismu, negativních očekávání a obav z ekonomické budoucnosti měla za důsledek pokles spotřebitelské poptávky a subjekty se začaly se chovat umírněně, obezřetněji a začaly šetřit na horší časy. Banky následně nasadily tvrdý kurz ohledně dalšího úvěrování. Tím spíše a rychleji došlo k poklesu spotřebitelské poptávky a ochlazení ekonomik bylo nevyhnutelné. Další průběh současné krize už je velmi známým tématem.

³ In Robert Holman: Finanční krize a historické paralely, CEP newsletter, listopad 2008

3. JE SOUČASNÁ KRIZE SKUTEČNĚ TAK HLUBOKÁ ?

Domnívám se, že současná ekonomická krize nebude tak hluboká a dramatická, jak je v mnoha názorech prezentováno. A už vůbec nemáme zatím důvod srovnávat tuto krizi s Velkou hospodářskou krizí 30. let. Podle mého názoru by se porovnávaly dvě situace, z nichž každá je zasazena do úplně jiného kontextu, do jiných podmínek společenských, ekonomických, technologických a také sociálních. Za Velké deprese došlo v letech 1929 – 1933 k 30% poklesu HDP a míra nezaměstnanosti se vyšplhala k 25%. Je pochopitelné a přirozené hledat mezi těmito událostmi paralely, nicméně rozsah tehdejší a současné krize je zatím tedy zcela nesrovnatelný, jak ukazují relevantní ekonomická data.

Je nanejvýše zřejmé, že žádný hospodářský růst nebo recese nemůže trvat donekonečna, a že dříve nebo později dojde v ekonomice k expanzi nebo k recesi s ohledem na vývoj v předešlých letech. Ne jinak je tomu i za současné krize. Jistěže se nemůžeme tvářit, že v současné situaci žádná krize, žádný pokles neexistuje. Přesto není na místě tuto recesi doprovázenou zpomalením tempa hospodářského růstu nijak dramatizovat a propadat nemístné skepsi. Jde pouze a čistě o přirozený vývoj trhů a ekonomiky, který má své příčiny a rovněž svoje důsledky. Nutno však podotknout, že k pokřivení situace na trzích přispěly také bankovní a vládní instituce. Tento fakt krizovému vývoji významně pomohl. Nejde totiž o nic jiného než o kolísání hospodářského cyklu. Z empirie je dokázáno, že právě necitlivé zásahy zejména centrálních bank a chybná vládní rozhodnutí mohou tuto cykličnost prohlubovat. Mnoho ekonomických teorií se snaží zdůvodnit příčiny hospodářského kolísání (monetární, reálné či inovační teorie), každá z nich ovšem také ukazuje jakým způsobem a proč trhy rostou anebo klesají. Stejně tak tomu bude i v současné situaci. Jestliže žádný hospodářský růst nemůže trvat donekonečna, pak logicky i recese a zpomalení dojde ke svému konci a ekonomiky se začnou zotavovat. Otázkou vždy je pouze to, kdy a jak rychle se vrátí výkonnost hospodářství. Přestože dnes vnímáme krizi jako negativní jev, doprovázený propadem trhů, bankrotů firem a zpomalením hospodářského cyklu, přináší i tato krize s sebou mnoho pozitivních aspektů. Z klasické ekonomické teorie je známo, že v období expanze se hojně a masivně investuje, vymýšlí se nové projekty a také se rozvolňuje investiční morálka ekonomických subjektů. Ono tomu totiž ani jinak být nemůže. Ovšem i v této fázi zůstávají některé subjekty obezřetné a jiné jsou obezřetné již méně, a proto investují do rizikových aktiv a projektů. Pokud přijde ochlazení ekonomického růstu, projeví se, které z těchto investic jsou dobré, zdravé a životaschopné a které nikoliv. Kdy jindy by se měla nejlépe projevit kvalita investice, když ne v těžkém období? Proto se v dobách recese trhy vyčistí od těchto špatných investic, dojde k oddělení zrna od plev, ekonomika se postupně začne oživovat a přichází období kladných očekávání, inovací a hospodářského vzestupu. Zejména motivace lidí inovovat technologie a posouvat vývoj ve všech oblastech kupředu je důležitým faktorem pro ozdravení a růst. Tato touha po pokroku je v obdobích krize ještě znásobena, ne náhodou byly některé velké objevy dosaženy právě v obdobích krize. Nesmíme zapomenout, že hlavním a klíčovým faktorem pro pokrok a růst je lidská nespokojenost, motivace posouvat hranice možností neustále dál a touha po zdokonalení. A právě tyto lidské vlastnosti budou rozhodovat o tom, jak rychle se svět z této krize dostane. Každý individuální subjekt, jeho aktivita a neustálá touha po pokroku se zaslouží mimo jiné o to, že tato krize pomine. Přidáme –li k výše uvedenému i patřičnou a zdůrazňuji efektivní, ale také obezřetnou politiku vlády a centrálních bank, pak musíme nutně dojít k závěru, že i tato krize se dočká dříve nebo později svého konce. Podotýkám, že vzestup ekonomik resp. jejich výkonnosti bývá vždy pozvolný nikoliv nahodilý.

4. VLÁDNÍ INTERVENCE – POMOC NEBO SKRYTÁ BRZDA

Vzhledem k tomu, co jsem zmínil výše je můj postoj ohledně vládních intervencí do ekonomiky spíše negativní a opatrný. A to hned z několika důvodů. Za prvé je třeba si uvědomit, že vláda dělá nebo by měla dělat svoji ekonomickou a sociální politiku dlouhodobě. Z toho vyplývá mimo jiné také to, že v období horších časů a krize se aktivují určité ekonomické nástroje tak, aby se vytvořil polštář, který zabrání tvrdým dopadům na dno. Jedná se zejména o podpory v nezaměstnanosti a sociální dávky pro ty, kteří přišli o zaměstnání a situace na trhu jim v brzké době neumožní znovu práci či zaměstnání získat. Takové nástroje přímo slouží k tomu, aby se tvrdé dopady recese zmírnily a pomohly lidem k tomu, aby si udrželi solidní životní podmínky a nedocházelo tak i ke snížení kvality zejména jejich profesních znalostí a pracovních schopností.

Za druhé velký otazník zůstává ohledně vládních akcí, které jsou podnikány jednorázově, nekoncepčně a mnohdy i zbrkle a populisticky. Pokud vyloučíme případy těžkých přírodních katastrof, kdy je skutečně třeba jednat rychle a operativně, domnívám se, že v postupu při řešení ekonomických krizí je z pohledu vlády třeba přistupovat s velkou opatrností a prozřetelností. Neopatrnými a zejména nepromyšlenými zásahy totiž může dojít k tomu, že řešení problémů, které je třeba odstranit nyní, se odkládá do budoucna a pokládají se tak znovu a opět základy nezdravému tržnímu vývoji. Jako ilustrativní příklad nekoncepčního a zbrklého zásahu vlád v současné době bych uvedl šrotovné. Tento nástroj nijak neřeší dopady ekonomické krize. Je to pouze lobbyistický a nepromyšlený tah hned z několika důvodů. Za prvé je to diskriminační nástroj vůči ostatním odvětvím. Jde o zvýhodňování automobilových výrobců. Proto je zarážející, že se tak děje v EU. Domnívám se, že takový tah více nebo méně zvýhodňuje jedno odvětví na úkor ostatních, což je v rozporu s čl. 87 odst. 1 SES. Odůvodnění s odkazem na čl. 87 odst. 2 písm. c) SES nemůže v tomto případě dle mého názoru obstát. Proto se ptám, proč se tedy nezavede šrotovné na ledničky, televizory, počítače, travní sekačky či jakékoliv jiné podobné zboží dlouhodobé spotřeby? Za druhé se domnívám, že výše šrotovného je s ohledem na cenu automobilů směšná nic neřešící částka. Subjekty, které si chtějí pořídit auto a příliš se přitom nezadlužit, si ho stejně tak či onak nekoupí a raději odloží výdaje na pozdější dobu. Ten, kdo si automobil koupí na úvěr, zaplatí dvakrát více na splácení úroků než je částka šrotovného. Za třetí hrozí nebezpečí, že dojde k pokřivení mechanismu tržní poptávky a nabídky nejen na trhu s automobily ze střednědobého hlediska. Není výhodnější tyto prostředky poskytnout raději např. vzdělávacím institucím a investovat do rozvoje a zvyšování kvality těch, kteří budou vytvářet ekonomický produkt později?

Bylo by však chybou zcela odmítnout veškerou vládní aktivitu při řešení krize. Naopak některá opatření a akce mohou značně pomoci rozhábat hospodářský koloběh, mohou pomoci vytvořit pracovní místa a do realizace takových projektů vtáhnout další dodavatele apod. Přesto je však třeba si uvědomit, že žádná vláda na světě nemá a nebude mít recept na mechanismus a ani nástroje k tomu, aby krizi sama vyřešila. V hospodářství a na trhu fungují desítky tisíc drobných a neviditelných vazeb mezi hospodářskými subjekty, které pokud dobře fungují, vytvářejí vcelku efektivní hospodářský systém. Rovnováha z tohoto pohledu je velmi citlivá zejména na nepřiměřené zásahy zvnějšku. Proto se domnívám, že proces zotavení se z hospodářských krizí bude do vysoké míry mimo možnosti vládních intervencí. Je třeba mít stále na paměti, že vláda zde není od toho, aby pomáhala řešit problémy těm, kteří špatně hospodařili na základě špatných rozhodnutí a investic. K tomu slouží insolvenční řízení, nikoliv vládní pomoc. Otázkou pro delší diskusi by v tomto bodě bylo bezesporu znárodnění GM vládou USA.

5. ZÁVĚREM

Současná ekonomická krize je bezesporu z hlediska ekonomických dat a i reálného dopadu jednou z nejsilnějších v posledních dekádách. Současný pokles světové ekonomiky, který ještě není zřejmě u konce může pokračovat několik dalších týdnů a měsíců. Jistě mi dá každý za pravdu když řeknu, že cesta ze současné ekonomické krize bude pozvolná a zdlouhavá. Přesto však není na místě tuto krizi nějak drammatizovat a pesimistickým přístupem a názory ji dělat ještě horší než ve skutečnosti opravdu je. Všichni vidíme, že tato krize byla způsobena zejména neopatrným hospodařením institucí, podniků a také jednotlivců, dále nezodpovědným investováním finančních prostředků do rizikových projektů. Na trhu jak finančních aktiv, tak reálných aktiv byla vytvořena cenová bublina, která vznikla právě v důsledku mimo jiné neuvážených ekonomických rozhodnutí, expanzivní politikou vlády zejména v USA a rovněž tak necitlivou manipulací úrokové míry FED. Kromě těchto příčin je třeba zohlednit i cyklický faktor, což znamená, že pokles světové ekonomiky se po několika úspěšných letech tak trochu dal i očekávat. To však většina tvrdí až ex post, neboť tuto možnost by si před rokem byl málokdo ochoten připustit.

Ze současné krize plyne několik závěrů. Za prvé se ukázalo, že neopatrné a nebezpečné investování zapákovévané nepřiměřeným podílem dluhu se dlouhodobě nevyplácí. Za druhé investování do aktiv, která nejsou kryta reálným ekonomickým výkonem je pouze iluzí. Za třetí se potvrdilo, že život na dluh zejména jednotlivců, který opět není podložen reálnou ekonomickou protihodnotou se rovná cestě do pekel. Za čtvrté vidíme, že vláda nemůže donekonečna krýt záda těm, kteří se v minulosti nebyli schopni adaptovat na nové tržní a ekonomické výzvy. Za páté je více než zřejmé, že za úspěchem či neúspěchem podniků vždy bude stát jejich management. Ten taky musí přijmout odpovědnost za případný ekonomický propad firem. Cožpak zaměstnanci GM mohou za to, že GM neustále vyráběla auta s vysokou spotřebou, když trh poptával již delší dobu automobily na spotřebu méně náročné?

Krize za sebou zanechá mnoho bankrotujících podniků, mnoho lidí bez práce a také vysoké dluhy ve všech ekonomických sférách. Avšak je dosti pravděpodobné, že této krizi budeme zanedlouho vděční za progresivní ekonomický růst, který bude postaven na zdravých základech, zdravých investicích, vývoji a také na moderních technologických přístupech. Tato krize donutí mnoho subjektů k novému pohledu, otevře další možnosti rozvoje a pokroku zejména pro ty, kteří se z ní dokáží poučit.. Dále jistě připraví živnou půdu pro nové a progresivní projekty a investice. To se ostatně potvrzuje již dnes, kdy některé ekonomické subjekty dokáží naopak z této krize udělat svoji výhodu a efektivně a dlouhodobě investovat. Domnívám se, že jeden významný ekonom nebyl daleko od pravdy když řekl, že tato krize je jako chřipka, která přišla a zase odejde.

Na druhou stranu je třeba si však uvědomit, že krize je řešena prostředky, které ji způsobily, tj. měnovou a fiskální expanzí. Některé názory varují před nebezpečím inflace či dokonce hyperinflace. Velkým nebezpečím a zároveň otázníkem je politika FED, která hraničí s tištěním nových peněz. To může dlouhodobě vest pouze a jedině k inflaci a oslabení dolaru. Jednou z možností budoucího vývoje je rovněž recese japonská. Domnívám se, že přesná predikce budoucího vývoje je věštěním z křišťálové koule. Již teď je jasné, že negativním dopadům některých kroků je možné předejít už nyní jednoduše tím, že nebudou podniknuty. Avšak až čas ukáže, jakým směrem se bude ekonomický vývoj ubírat. Krom toho, připojíme – li do úvah o dlouhodobém budoucím vývoji nejenom ekonomiky, ale i lidstva ekologické a zejména energetické výzvy zjistíme, že tento svět stojí před výzvami, jejichž rozsah, velikost a význam lidstvo dosud nepoznalo.

Literature:

- Holman, R. : *Ekonomie*, Praha C.H.Beck 1993, ISBN 80-7179-255-1
- Adam Smith : *Pojednání o podstatě a původu bohatství národů*, Liberální institut, Praha 2001, ISBN 80-86389-15-4
- Mojmir Helisek : *Makroekonomie. Základní kurs*, Melandrium, 2000, ISBN 80-86175-10-3
- Holman R. : *Makroekonomie. Středně pokročilý kurs*, 1. vydání. Praha : C.H. Beck, 2004, ISBN 80-7179-764-2
- Paul A. Samuelson, William D. Nordhaus : *Ekonomie*. 13. vydání McGraw Hill, Inc., 1989, ISBN 80-205-0192-4
- CEP - Newsletter březen 2008 – duben 2009 : Centrum pro ekonomiku a politiku
- Týdeník Ekonom, různá vydání září 2008 – duben 2009. *Economia*
- *Hospodářské noviny*, *Economia*

Reviewer:

Tomáš Maršálek

Contact – email:

akumulatore@hotmail.com