

**Dagmar Lesáková**

## **PRÍČINY A VÝCHODISKÁ GLOBÁLNEJ FINANČNEJ A HOSPODÁRSKEJ KRÍZY**

***Abstract:** The aim of the present paper is searching for answers to the following three questions: firstly, what are the sources of the origin of the current financial crisis?; secondly, what are the areas in which the economic science helped, and where did it fail to offer opinions on causes of the crisis and possible solutions of overcoming it; and thirdly, how is the economic environment perceived in the Slovak Republic on the basis of economic sentiment indicator? Economists obviously neglected the first signals of the world financial and economic crisis and considerably underrated both its global scale and consequences. The aim of the paper is to investigate also the reasons for these failures.*

***Key words:** economic science, economic sentiment indicator, economic environment, global financial crisis*

**JEL:** B 22, G 15

### **Úvod**

V súčasnosti sme svedkami jednej z najťažších a najhlbších svetových finančných a hospodárskych kríz. Najvýznamnejšie ekonomiky sveta (ako USA, Čína, India, Japonsko, Nemecko, Veľká Británia a ďalšie) sa nachádzajú v hlbokoj recesii a medzi finančnými inštitúciami vládne značná nedôvera. Rýchlosť, s ktorou sa kríza rozšírila a zachvátila finančné a tovarové trhy, nastoľuje otázku jej príčin a východísk riešenia. Medzinárodný menový fond predpokladá, že svetová ekonomika poklesne v roku 2009 o 1,3 %, zatiaľ čo rozvinuté krajiny majú zaznamenať prepad až o 3,8 %.

V nasledujúcom texte sa budeme zaoberať hľadaním odpovedí na otázku príčin a východísk globálnej krízy.

### **1 Niekoľko poznámok k príčinám finančnej krízy**

Pre obdobie po roku 2000 bol síce charakteristický pomerne rýchly rast globálnej produktivity (a na tomto zdravom základe bola založená i značná časť prírastku globálneho HDP), ale nepomerne rýchlejšie rástlo množstvo peňazí v ekonomike. Tento nepomer kľúčových makroekonomických veličín v dosiaľ nevidaných rozmeroch logicky vytváral priestor pre špekulatívne nafukovanie radu cenových bublín – hlav-

ne pri nemovitostiach. Globálna nadprodukcia obeživa viedla následne k odtrhnutiu reálnej ekonomiky od jej finančnej stránky a vytvorila tak podhubie dnešnej krízy.

V prospech uvedenej argumentácie hovoria aj niektoré vyjadrenia predstaviteľov krajín G 20, ktorí vo svojom vyhlásení zo summitu konaného už 5. novembra 2008 menovali nasledujúce príčiny globálnej krízy: „Menové a kurzové politiky, ktoré viedli k nadmernej likvidite, chýbajúca alebo nedostatočná úprava určitých oblastí alebo aktérov, honba za nereálne vysokými výnosmi pri nedostatočnom zväžení alebo nedostatočnej znalosti rizík zo strany aktérov trhu a tiež zo strany orgánov dozoru a regulácie, nadmerné pákové efekty, nedostatočná koordinácia makroekonomických politík a rovnako tak nedostatočné štrukturálne reformy. Týmto došlo k negatívnemu vývoju, ktorý stále viac poukazoval na nutnosť revízie pravidiel hry pre aktérov, produkty a trhy.“

Väčšina finančných ekonómov sa zhoduje v názore, že na úplne základnej úrovni vyplývala kríza z tendencie a snahy finančných inovácií vymaniť sa z regulácie a prísnych finančných obmedzení. Po dlhý čas bola deregulácia „príkazom dňa“ nielen mimo, ale aj v rámci finančných trhov, ako to dokumentuje napr. zrušenie Glass-Steagallovho zákona obmedzujúceho spájanie investičného a komerčného bankovníctva.

Druhým významným elementom krízy bol boom spotrebných výdavkov v USA v rokoch 2002–2007 a z toho vyplývajúca nerovnováha nielen domáca, ale aj zahraničná. V reakcii na recesiu v roku 2001 znížil Federálny rezervný systém úrokové miery a zlacnil úvery. Dôsledkom bol enormný rast spotrebných výdavkov v USA a drastický pokles miery úspor amerických domácností.

Tretím elementom bola masívna internacionalizácia financií. Spoliehanie sa americkej ekonomiky na finančné toky zo zahraničia a ich využívanie na krytie úverového boomu vytvorilo pôdu pre vývoj, ktorý nasledoval po roku 2007. Na situácii sa podpísal aj rast ekonomiky Číny a pokles investícií v Ázii nasledujúci po menovej kríze v rokoch 1997–1998. Čína, ktorej úspory sa pohybovali v priemere na úrovni 50 % jej celkového HDP, presúvala voľné prostriedky do zahraničia a hlavne do USA. Značná časť týchto prostriedkov smerovala do obligácií FHLB (Federal Home Loan Banks) a do inštitúcií typu Fannie Mac a Freddy Mac. Takýto prílev kapitálu „podopieral“ dolár, znižoval náklady pôžičiek pre Američanov (podľa niektorých odhadov aj o polovicu) a umožňoval im žiť vysoko nad svoje reálne finančné možnosti.

Treba uviesť, že súčasné postavenie USA je podmienené ich vojensko-technologickou prevahou, postavením dolára, inovačnou výkonnosťou. Dolár je stále svetovou menou číslo jeden, sú v ňom akumulované devízové rezervy, vyjadrujú sa v ňom ceny ropy a ďalších strategických komodít. USA sú v dnešnej svetovej ekonomike síce najväčším spotrebiteľom (odbytovým trhom pre rad krajín), ale zároveň aj najväčším dlžníkom (Čína a Japonsko im napríklad stále dovoľujú, aby ich tovar kupovali na dlh).

V odbornej literatúre vládne zhoda v tom, že finančná kríza v USA bola uľahčená politikou domácej a zahraničnej liberalizácie sprevádzanej finančnými inováciami, ktoré však neboli vôbec (alebo len minimálne) regulované.

Summit G 20, ktorý sa konal v apríli 2009, prijal vo svojom komuniké rad záverov a odporúčaní, ktoré majú predísť opakovaniu krízových javov. Regulácii a dozoru by mali podliehať všetky finančné inštitúcie, všetky finančné nástroje a všetky trhy (vrátane hedgových fondov, ktoré zatiaľ nepodliehali dohľadu). Mali by sa zaviesť nové pravidlá pre odmeňovanie manažérov finančných inštitúcií, spoločné účtovné štandardy, regulovať sa majú ratingové agentúry, majú sa uplatniť sankcie voči daňovým rajom, ktoré odmietnu poskytovať potrebné informácie, mali by sa prijať opatrenia voči nadmerne riskantným operáciám.

Aj medzinárodné finančné inštitúcie, ktoré síce neboli na summite vystavené priamej kritike, by mali prejsť modernizáciou zohľadňujúcou zmeny v štruktúre svetovej ekonomiky a umožniť tak zastúpenie nových globálnych hráčov. Účastníci summitu prijali záväzok, že do svetového obchodu nebudú zavádzať nové protekcionistické bariéry, budú podporovať tzv. zelené investície a prechod na nízkouhlíkové technológie.

## 2 Finančná kríza a ekonomická veda

Globálna finančná (a hospodárska) kríza nastolila požiadavku zásadného prehodnotenia názorov na fungovanie finančných systémov a ich reguláciu. Svetový finančný kolaps viedol k ostrej kritike ekonomickej vedy. V posledných dvoch dekádach ekonómovia vytvorili a spoliehali sa na modely, ktoré nebrali do úvahy viaceré kľúčové faktory (napr. heterogenitu rozhodovacích pravidiel, revíziu prognózovaných výsledkov a stratégií, zmeny v spoločnosti) ovplyvňujúce output finančných produktov, ako aj produktov poskytovaných inými trhmi.

Navyše, v prácach významných ekonómov bol v posledných rokoch výskum príčin súčasnej finančnej krízy akoby vytlačený na okraj záujmu. Možnosť systémovej krízy (t. j. krízy vedúcej ku kolapsu globálnej ekonomiky) sa v najnovšej akademickej ekonomickej literatúre javila ako futurologická a nereálna udalosť, ktorá v používaných ekonomických modeloch absentovala. Väčšina ekonomických modelov neponúka pre takúto krízu žiadne vysvetlenie a teda ani žiadnu stratégiu na jej riešenie.

Implicitný názor za používanými štandardnými modelmi predpokladal, že trhy a ekonomiky sa iba dočasne odchyľujú od stabilného vývoja a ekvilibria, čo viedlo k preceňovaniu schopnosti trhov korigovať nerovnováhu a podceňovalo spoločenské náklady vyvolané takými korekciami. Ťažko niekto – či už politici alebo ekonómovia – dokázal predvídať napríklad dôsledky bankrotu Lehman Brothers. Finanční ekonómovia zlyhali vo varovaní politikov o možnostiach takejto systémovej finančnej krízy a ignorovali práce tých, ktorí na to upozorňovali, ako napr. Krugman a Stiglitz.

Ako negatívny dôsledok finančnej krízy vystupuje fakt, že tí, ktorí boli zodpovední za zlyhanie veľkých bánk, nenesú za svoje činy plnú zodpovednosť. Bez intervencie štátu by tieto banky zbankrotovali. Štátne intervencie boli síce nevyhnutné, pretože takéto banky sú „príliš veľké, aby padli“, a ich bankrot by zapríčinil

obrovské ekonomické a sociálne problémy. Toto riešenie však izoluje tých, ktorí sú zodpovední za kolaps, od nimi zapríčinených strát a zároveň vytvára nesprávne stimuly: zvädza manažérov k akceptovaniu neúmerneho rizika. V tejto súvislosti sa ponúkajú dve riešenia. Prvým je možnosť rozčleniť veľké banky na menšie jednotky, takže ich bankroty nespôsobia ich krajinám väčšie problémy. Druhým riešením by bolo nájsť pre bankrot bánk také pravidlá, ktoré by chránili záujmy bankových klientov a udržali ich dôveru vo finančný systém, ale obsahovali by postihy pre akcionárov a vrcholových manažérov bánk za ich nezodpovedné správanie sa. Je otvorenou otázkou, ktorá alternatíva by bola lepšia – finančné inštitúcie by však mali hľadať odpoveď na ňu. Postup viacerých amerických bánk, ktoré prijali štátnu pomoc, ale nemienia siahnuť na astronomické odmeny svojich manažérov, vyvoláva pochybnosti o ochote zmeny ich správania sa v budúcnosti.

Početné diskusie na národnej i medzinárodnej úrovni sa venujú otázke miery zásahov štátu do ekonomiky. Tradičné verejné financie sa koncentrovali na zlyhania trhu a obchádzali zlyhania štátu. Teória verejnej voľby zas na druhej strane zdôrazňovala zlyhania štátu a (veľmi často) obchádzala zlyhania trhu. V posledných dvoch desaťročiach deregulácie a privatizácie mal druhý prístup podstatne väčší vplyv. V Európe to bolo vo veľkej miere v dôsledku inštitúcií Európskej únie, osobitne súdneho dvora EÚ. Niektorí ekonómovia snívajú dokonca o ešte väčšom obmedzení roly vlády do budúcnosti. Racionálny prístup by však mal brať do úvahy tak zlyhania trhu, ako aj zlyhania štátu a pravdepodobne priradiť štátu aj keď nie viac, ale inej intervencie a zásahov do ekonomiky.

Prasknutím bubliny s nemovitosťami v USA, ako aj v niektorých členských krajinách EÚ, došlo ku kríze v zaisťovacích fondoch, investičných a komerčných bankách a v poisťovniach. Nedôvera medzi finančnými inštitúciami viedla k zabrzdeniu vzájomného poskytovania úverov aj zo strany inak zdravých finančných inštitúcií a mala za následok vysychanie medzibankového trhu. Obavy, pretrvávajúce medzi bankami i v súčasnosti, sa však dnes odvodzujú od vcelku „normálnych, zdravých“ úverov, ktoré banky v minulosti poskytli klientom na bežné podnikateľské zámery. Tieto úvery by za normálnych okolností mohli klienti bežne splácať – avšak iba vtedy, ak by sa ich ekonomiky vyvíjali normálne, t. j. ak by rástli. Avšak v situácii, keď je značná časť (inak dobrých) podnikateľských zámerov (zdravých a silných) firiem ohrozená plošným poklesom dopytu, sú ohrozené i tieto, predtým bezpečné splátky úverov bankám. „Zdravé“ úvery sa môžu rýchlo zmeniť na toxické úvery. Do problémov sa v dôsledku toho nedostávajú iba podniky „bez odbytu“, ale aj samotné banky, ktoré ich úverujú.

Prostredníctvom rôznych kanálov zasiahla postupne kríza finančného trhu aj reálnu ekonomiku. V existujúcej globálnej hospodárskej kríze už nejde iba o spomalenie tempa ekonomického rastu (aj do záporných hodnôt), keď dochádza k obvyklému krízovému zníženiu dopytu, exportu, zhoršeniu podmienok na trhu práce a pod., t. j. k výskytu príznakov klasickej krízy z nadvýroby (ktorá by mohla byť časovo obmedzená a zvládnutá štandardnými protikrízovými nástrojmi), ale o megakrízu

omnoho komplikovanejšiu a systémovo hlbšiu. Z toho vyplýva, že jej dôsledky budú pretrvávajúť tak dlho, pokiaľ sa jej systémové defekty výraznejšie nezmenšia, alebo úplne neodstránia. Pracovať iba s vysvetlením, že ide o „krízu dôvery“, je neúplne, pretože ide iba o časť problému.

### 3 Hospodárska kríza a ekonomika SR

Globálna hospodárska kríza, ktorej v súčasnosti čelíme, vypukla v čase, keď sa slovenská ekonomika nachádzala na vrchole hospodárskeho cyklu, charakterizovaného niekoľkoročným pozitívnym rastom HDP. Stabilitu vykazoval aj domáci bankový sektor. Práve táto stabilita umožnila Slovensku prečkať nápor prvej fázy, ktorú vyvolalo otvorené prepuknutie finančnej krízy najprv v USA a následne i v západnej Európe a vo svete. V budúcnosti však možno aj v bankách v SR očakávať podstatne väčšiu obozretnosť pri úverovaní, snahu vyhnúť sa rizikám, a naopak, úsilie urýchlene vystúpiť z projektov, kde by mohli hroziť straty. To môže prehlbiť problémy v tých podnikoch, ktoré vo svojich plánoch kalkulovali s dlhodobými zdrojmi týchto inštitúcií.

Recesia, do ktorej sa v dôsledku finančnej krízy prepadli ekonomiky hlavných obchodných partnerov slovenských podnikov, vyvolala však vonkajší dopytový šok, ktorý veľmi otvorenú slovenskú ekonomiku silne zasiahol v druhej fáze. Jeho pôsobením sa dnes odhaľujú známe štrukturálne slabiny slovenského hospodárstva, ktoré sa vytvorili v minulosti politikou investičných stimulov zahraničným investorom.

Výrazný pokles zahraničného dopytu po slovenskej produkcii je vážnym problémom súčasnosti a má dosah na tempo rastu HDP, zamestnanosť, verejné financie, na vonkajšiu rovnováhu i na situáciu v podnikovom sektore, aj keď dôsledky krízy sa v jednotlivých odvetviach líšia.

Napriek konštatovaniu o relatívne zdravom bankovom sektore v SR, existujú pre finančný sektor v súčasnosti riziká v dvoch oblastiach. Prvou je rast zadlženosti domácností. V celkovom objeme zadlženosti domácností predstavujú dlhy voči bankovému sektoru viac než tri štvrtiny a v nich najväčšia položka – hypotekárne úvery – predstavuje viac ako 60 %. Rýchly rast objemu hypotekárnych úverov naznačuje, že sa na nich mohli podieľať aj skupiny obyvateľstva, ktoré už nepatria do vyšších príjmových kategórií a ich schopnosť splácať úvery bude v období ekonomickej recesie ohrozená. Problematická je aj celková hodnota úverovaných nemovitostí. Väčšina hypoték bola poskytnutá v čase, keď sa ceny realít nachádzali na vrchole a existovali prognózy, že tieto ceny ďalej porastú. Súčasný vývoj (a zrejme i budúci) však prináša pokles cien. Z hľadiska bankového sektora sa stagnácia a pokles cien nemovitostí prejavujú v nevyhnutnosti zvýšiť hodnotu zaistenia doterajších hypotekárnych úverov a vo zvýšení nárokov na poskytovanie ďalších pôžičiek. Aj keď je tento dosah výrazný skôr z hľadiska jednotlivcov a môže mať viditeľné dôsledky v regionálnom rozsahu, nemožno ho podceňovať.

Pre súčasnú etapu je podstatná aj zmena prístupu k financovaniu nových projektov a teda i k hodnoteniu očakávaní budúceho vývoja. Ak ešte v minulom roku ban-

kový sektor vyhládal nové projekty a ponúkal ich financovanie, v súčasnosti už došlo k podstatnému obmedzeniu nových úverov, pričom sa banky v snahe zabrániť možným stratám sústreďujú primárne na existujúce projekty. Uvedené skutočnosti signalizujú, že prílev nových prostriedkov do tohto segmentu trhu sa obmedzuje a že v najbližšom čase treba počítat' s jeho poklesom.

V priemysle sú prejavy krízy najzreteľnejšie. Slovenský priemysel vykazuje vysoký stupeň závislosti od vývoja trhov vyspelých krajín. Táto závislosť nespočíva len v tom, že viaceré kapacity v slovenskej ekonomike sú kapitálovo previazané s firmami v zahraničí, a teda slovenské kapacity pracujú podľa stratégií (záujmov) materských firiem. Rozhodujúca je závislosť od odbytu na týchto trhoch. Dosah krízy na týchto vyspelých trhoch na slovenský priemysel je preto veľmi bezprostredný. Z uvedenej závislosti takisto vyplýva, že východisko zlepšenia situácie slovenského priemyslu sa nachádza v podstate mimo slovenskej ekonomiky. K zlepšeniu situácie dôjde až následne, po ozdravení situácie na zahraničných trhoch a oživení dopytu po produktoch slovenského priemyslu. Rôzne opatrenia na zlepšenie situácie na strane dopytu môžu mať preto iba sekundárny účinok a môžu prispieť iba k zmierneniu (nie vyriešeniu) dôsledkov globálnej krízy.

Ďalším faktorom ovplyvňujúcim situáciu v slovenskom priemysle je jeho vysoká teritoriálna koncentrácia. Na trhoch, ktoré sa považujú za dynamicky rastúce, nie je produkcia slovenského priemyslu takmer prítomná. Nejde len o trhy Ruska a Číny, ale aj o trhy rozvíjajúcich sa krajín, ako je India a krajiny Latinskej Ameriky. Negatívne tendencie vo vonkajšom prostredí sú znásobené tým, že hlavné komponenty slovenského exportu (automobilový a elektrotechnický priemysel) výrazne podliehajú cyklickému vývoju ekonomiky.

Úvahy o budúcom smerovaní slovenského priemyslu by sa mali orientovať predovšetkým na rozvoj všetkých sofistikovaných výrobných podnikov, podporu výskumu a vývoja v priemyselných podnikoch a na univerzitách, ako aj na rýchlejší transfer poznatkov z výskumu do reálnej praxe.

Pokles, resp. rast dôvery v budúci ekonomický vývoj, najlepšie vyjadruje aktuálny stav očakávaní všetkých účastníkov ekonomického prostredia SR v podobe indikátora ekonomického sentimentu (IES). Ide o agregovaný ukazovateľ pozostávajúci z agregovaných výsledkov konjunkturálnych prieskumov v priemysle, stavebníctve, maloobchode, službách a názorov spotrebiteľov na aktuálnu ekonomickú situáciu (tabuľka č. 1).

Hodnoty indikátora ekonomického sentimentu (IES)  
a jeho zložiek v roku 2009<sup>1</sup>

IES a jeho zložky	2009									
	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.
Indikátor ekonomického sentimentu (IES)	79,3	76,5	73,2	68,8	66,3	67,6	70,1	73,3	75,2	77,5
Zložky IES										
Indikátor dôvery v priemysle <sup>2</sup>	-25,0	-22,0	-24,7	-25,7	-26,3	-13,3	-8,7	-9,0	-12,3	-8,7
Indikátor dôvery v stavebníctve <sup>3</sup>	-12,5	-28,0	-36,0	-48,5	-50,0	-52,0	-52,5	-51,0	-52,5	-47,5
Indikátor dôvery v maloobchode <sup>4</sup>	6,3	-5,7	-22,7	-22,0	-20,3	-22,0	-22,7	-14,3	-14,7	-12,3
Indikátor dôvery v službách <sup>5</sup>	7,0	-1,0	-12,3	-20,0	-23,7	-19,0	-22,0	-16,7	-6,3	-1,0
Indikátor spotrebiteľskej dôvery <sup>6</sup>	-30,1	-47,2	-46,2	-43,9	-37,2	-33,3	-32,2	-32,7	-24,3	-30,3

Prameň: Štatistický úrad SR.

Hodnoty IES za prvých desať mesiacov roku 2009 dokumentujú výrazný pokles indikátora spotrebiteľskej dôvery, čo v porovnaní s rokom 2005 znamená zreteľné zhoršenie nálady spotrebiteľov, ako aj výrazné zhoršenie indikátora dôvery v stavebníctve.

<sup>1</sup> Indikátor ekonomického sentimentu (2005 = 100) je vážený aritmetický priemer konštruovaný z indikátora dôvery v priemysle (40 %), indikátora dôvery v stavebníctve (5 %), indikátora dôvery v maloobchode (5 %), indikátora dôvery v službách (30 %) a indikátora spotrebiteľskej dôvery (20 %).

<sup>2</sup> Indikátor dôvery v priemysle sa zisťuje ako aritmetický priemer konjunktúrnych sáld úrovne celkového dopytu, stavu zásob hotových výrobkov (s opačným znamienkom) a očakávaného objemu priemyselnej produkcie.

<sup>3</sup> Indikátor dôvery v stavebníctve sa zisťuje ako aritmetický priemer konjunktúrnych sáld úrovne celkového dopytu a očakávanej zamestnanosti.

<sup>4</sup> Indikátor dôvery v maloobchode sa zisťuje ako aritmetický priemer konjunktúrnych sáld súčasnej a očakávanej ekonomickej situácie a stavu zásob (s opačným znamienkom).

<sup>5</sup> Indikátor dôvery v službách sa zisťuje ako aritmetický priemer konjunktúrnych sáld úrovne dopytu, podnikateľskej situácie a očakávaného dopytu.

<sup>6</sup> Indikátor spotrebiteľskej dôvery sa zisťuje ako aritmetický priemer sáld predpokladaného vývoja ekonomiky, nezamestnanosti v štáte (s opačným znamienkom) a predpokladaného vývoja finančnej situácie a úspor vo vlastnej domácnosti.

## Záver

Odborníci uvádzajú, že nadišiel čas, ktorý preverí viaceré tézy štandardnej ekonómie. Významný európsky odborník na menové a finančné otázky Paul de Grauwe napísal, že kríza nás núti kriticky prehodnotiť rad všeobecne uznávaných téz ekonomickej teórie. Jednou z nich je téza o optimálnom výsledku, ktorý prinášajú finančné trhy „oslobodené od akejkoľvek vládnej kontroly“. Touto teóriou sa inšpiroval rad krajín (najmä americká administratíva) a následne aj medzinárodné finančné inštitúcie. De Grauwe uvádza, že „úverová kríza vyvrátila názor, že neregulované finančné trhy vždy zaručujú efektívne smerovanie úspor do najperspektívnejších oblastí“, a konštatuje, že „riešenie problému nespočíva v tom, aby túto úlohu prevzal štát, ale aby bola nájdená nová rovnováha opierajúca sa o prísnejšiu reguláciu, ktorá by zabránila existencii veľkého počtu subjektov, podstupujúcich operácie s nadmerne vysokým rizikom“.

Druhou tézou, ktorú súčasná kríza preverila, je konštatovanie, že jednotlivci pristupuje k ekonomickému rozhodovaniu s perfektnými informáciami a že pozná súvislosti ekonomického rozhodovania. Ak by to tak skutočne bolo, potom by sa ťažko vysvetľovalo, prečo sa toľko amerických domácností tak vysoko zadlžilo a prečo sa poskytovalo toľko hypotekárnych úverov, ktoré boli neudržateľné.

Prekonanie krízy nebude znamenať návrat k obvyklým pravidlám podnikania („Business as usual“). V ekonomike sa treba pripraviť na nižšiu rast a iba veľmi pomalý pokles nezamestnanosti. Správanie ekonomických subjektov (hodnotenie rizika) a pravidlá hry (regulácia) sa musia zmeniť. Akceptovanie súčasných pravidiel spoločenského a hospodárskeho systému (zvlášť u mládeže) už nie je plne zaručené a malo by byť prehodnotené s cieľom predísť politickým napätiam, ktoré by mohli nasledovať po hospodárskej kríze.

## Literatúra:

- [1] ACEMOGLU, D.: The crisis of 2009: Structural lessons for and from economics. In: *CEPR policy insight*, No. 28, January 2009. Dostupné na internete: <http://www.cepr.org/pubs/PolicyInsights/PolicyInsight28.pdf>
- [2] AINGINGER, K.: *Finanzkrise: Anlass, Ursachen, Strategien*. Vortrag anlässlich des Seminars „International Monetary Economics“ an der WU Wien. 22. April 2009.
- [3] FREIXAS, X.: *The credit rating industry: incentives, shopping and regulation*. Research based policy analysis and commentary from leading economists. 18 March 2009. In: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3286>
- [4] GURRIA, A.: *The long term starts now*. OECD Observer 270/271, 2009. In: [http://www.oecd.org/document/56/0,3343,en\\_2649\\_201185\\_41985400\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/document/56/0,3343,en_2649_201185_41985400_1_1_1_1,00.html)
- [5] Stanovisko Európskeho hospodárskeho a sociálneho výboru k oznámeniu Komisie Európskej rade „Plán európskej hospodárskej obnovy“. Január, 2009. In: <http://www.eesc.europa.eu>
- [6] World Economic Forum, The Future of the Global Financial System. A Near-Term Outlook and Long-Term Scenarios. In: *A World Economic Forum Report*, 2009.