

# Návrh řešení dluhové krize eurozóny

Petr Surovčák

---

Diplomová práce  
2013



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky

---

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně

Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví

akademický rok: 2012/2013

# ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Petr Surovčák**  
Osobní číslo: **M11551**  
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**  
Studijní obor: **Finance**  
Forma studia: **kombinovaná**

Téma práce: **Návrh řešení dluhové krize eurozóny**

Zásady pro vypracování:

## Úvod

### I. Teoretická část

- Proveďte průzkum literárních pramenů a zpracujte teoretické a metodické poznatky týkající se problematiky veřejného dluhu.

### II. Praktická část

- Popište a analyzujte vývoj hospodářské a měnové unie a její instituce.
- Analyzujte ekonomickou situaci vybraných zemí eurozóny s přihlédnutím k výnosnosti jejich státních dluhopisů.
- Navrhněte vlastní konkrétní řešení současné situace zadlužených zemí a predikujte předpokládaný vývoj.

## Závěr

Rozsah diplomové práce: **cca 70 stran**  
Rozsah příloh:  
Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**

Seznam odborné literatury:

**DVOŘÁK, Pavel. Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize. Praha: C. H. Beck, 2008. 343 s. ISBN 978-80-7400-075-1.**

**JANÁČKOVÁ, Stanislava. Krize eurozóny a dluhová krize vyspělého světa. Praha: CEP, 2010. 99 s. ISBN 978-80-86547-95-4.**

**MARSH, David. Euro: boj o osud nové globální měny. Brno: CDK, 2012. 479 s. ISBN 978-807-3252-779.**

**PEKOVÁ, Jitka. Veřejné finance, úvod do problematiky. 3. vydání. Praha: ASPI, 2005. 527 s. ISBN 80-7357-049-1.**

**ROUBINI, Nouriel a Stephen MIHM. Krizová ekonomie: budoucnost finančnictví v kostce. Praha: GRADA, 2011. 296 s. ISBN 978-80-247-4102-4.**

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Blanka Kameníková, Ph.D.**  
Ústav financí a účetnictví  
Datum zadání diplomové práce: **22. února 2013**  
Termín odevzdání diplomové práce: **2. května 2013**

Ve Zlíně dne 22. února 2013

  
prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková  
*děkanka*



  
prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková  
*ředitel ústavu*

## PROHLÁŠENÍ AUTORA BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že:

- odevzdáním bakalářské/diplomové práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby<sup>1</sup>;
- bakalářská/diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému,
- na mou bakalářskou/diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3<sup>2</sup>;
- podle § 60<sup>3</sup> odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;

---

<sup>1</sup> zákon č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, § 47b Zveřejňování závěrečných prací:

- (1) Vysoká škola nevýdělečně zveřejňuje disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce, u kterých proběhla obhajoba, včetně posudků oponentů a výsledku obhajoby prostřednictvím databáze kvalifikačních prací, kterou spravuje. Způsob zveřejnění stanoví vnitřní předpis vysoké školy.
- (2) Disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce odevzdané uchazečem k obhajobě musí být též nejméně pět pracovních dnů před konáním obhajoby zveřejněny k nahlížení veřejnosti v místě určeném vnitřním předpisem vysoké školy nebo není-li tak určeno, v místě pracoviště vysoké školy, kde se má konat obhajoba práce. Každý si může ze zveřejněné práce pořizovat na své náklady výpisy, opisy nebo rozmnoženiny.
- (3) Platí, že odevzdáním práce autor souhlasí se zveřejněním své práce podle tohoto zákona, bez ohledu na výsledek obhajoby.

<sup>2</sup> zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 35 odst. 3:

- (3) Do práva autorského také nezasahuje škola nebo školské či vzdělávací zařízení, užije-li nikoli za účelem přímého nebo nepřímého hospodářského nebo obchodního prospěchu k výuce nebo k vlastní potřebě dílo vytvořené žákem nebo studentem ke splnění školních nebo studijních povinností vyplývajících z jeho právního vztahu ke škole nebo školskému či vzdělávacímu zařízení (školní dílo).

<sup>3</sup> zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

- (1) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení mají za obvyklých podmínek právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla (§ 35 odst. 3). Odpírá-li autor takového díla udělit svolení bez vážného důvodu, mohou se tyto osoby domáhat nahrazení chybějícího projevu jeho vůle u soudu. Ustanovení § 35 odst. 3 zůstává nedotčeno.

- podle § 60<sup>4</sup> odst. 2 a 3 mohu užít své dílo – bakalářskou/diplomovou práci - nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s předchozím písemným souhlasem Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše);
- pokud bylo k vypracování bakalářské/diplomové práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tj. k nekomerčnímu využití), nelze výsledky bakalářské/diplomové práce využít ke komerčním účelům.

Prohlašuji, že:

- jsem bakalářskou/diplomovou práci zpracoval/a samostatně a použité informační zdroje jsem citoval/a;
- odevzdaná verze bakalářské/diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně 15.4.2013

  
-----

<sup>4</sup> zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

- (2) Není-li sjednáno jinak, může autor školního díla své dílo užít či poskytnout jinému licenci, není-li to v rozporu s oprávněnými zájmy školy nebo školského či vzdělávacího zařízení.
- (3) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení jsou oprávněny požadovat, aby jim autor školního díla z výdělku jim dosaženého v souvislosti s užitím díla či poskytnutím licence podle odstavce 2 přiměřeně přispěl na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložily, a to podle okolností až do jejich skutečné výše; přitom se přihlédne k výši výdělku dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.

## **ABSTRAKT**

Cílem diplomové práce je analyzovat současnou dluhovou krizi v eurozóně včetně návrhů na její řešení. Teoretická část obsahuje rozbor literárních pramenů zabývajících se veřejnými financemi, fiskální nerovnováhou, veřejným dluhem, jeho řízením a možnostmi jeho řešení. Praktické část je zaměřena na konkrétní vývoj zadlužení v zemích eurozóny. Postupně je popsán samotný vznik měnové unie a klíčové události, které mu předcházely. Následně je rozebírána otázka příčin a důsledků dluhové krize jednak obecně, tak i v konkrétních zemích. Další část dokumentuje a hodnotí dosavadní vývoj z hlediska již přijatých opatření. Poslední kapitola rozebírá alternativy možných řešení dluhové krize a predikuje budoucí vývoj v eurozóně.

**Klíčová slova:** dluhová krize, eurozóna, veřejné finance, fiskální nerovnováha, státní dluh, státní dluhopisy, rating, měnová unie, restrukturalizace dluhu, inflace.

## **ABSTRACT**

The aim of the diploma thesis is the analysis of the current debt crisis in the eurozone including proposals for its solution. The theoretical part includes an analysis of literary sources dealing with public finance, fiscal imbalance, public debt and its management and possible solutions. The practical part focuses on a concrete indebtedness development in the euro area countries. The monetary union and key events that led to its establishment are gradually described. Consequently, the issue of causes and effects of the debt crisis is described both generally and in particular countries. The next part documents and assesses the development history in terms of the measures that have been taken. The last chapter analyses the alternatives of possible debt crisis solutions and predicts future development within the eurozone.

**Keywords:** debt crisis, eurozone, public finance, fiscal imbalance, national debt, government bonds, rating, monetary union, debt restructuring, inflation.

Děkuji touto cestou vedoucí mé diplomové práce Ing. Blance Kameníkové, Ph. D. za její odbornou pomoc, připomínky a cenné rady.

Prohlašuji, že odevzdaná verze diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

# OBSAH

ÚVOD.....	10
<b>I TEORETICKÁ ČÁST .....</b>	<b>11</b>
<b>1 VEŘEJNÉ FINANCE .....</b>	<b>12</b>
1.1 DŮVODY EXISTENCE VEŘEJNÝCH FINACÍ .....	12
1.2 VLIV EKONOMICKÝCH TEORIÍ NA VEŘEJNÉ FINANCE .....	13
1.2.1 Keynesiánská teorie.....	13
1.2.2 Monetarismus .....	14
1.2.3 Rakouská škola.....	15
<b>2 FISKÁLNÍ NEROVNOVÁHA.....</b>	<b>16</b>
2.1 KRÁTKODOBÁ FISKÁLNÍ NEROVNOVÁHA .....	16
2.1.1 Analýza fiskální nerovnováhy .....	16
2.1.2 Deficit státního rozpočtu .....	17
2.1.3 Financování rozpočtového deficitu .....	19
2.2 DLOUHODOBÁ FISKÁLNÍ NEROVNOVÁHA – VEŘEJNÝ DLUH.....	20
2.2.1 Metodika vykazování dluhu v EU.....	21
2.2.2 Struktura dluhu .....	22
2.2.3 Příčiny veřejného dluhu.....	23
2.2.4 Důsledky veřejného dluhu .....	24
2.2.5 Možnosti řešení veřejného dluhu .....	25
<b>3 ŘÍZENÍ STÁTNÍHO DLUHU .....</b>	<b>26</b>
3.1 CÍLE ŘÍZENÍ STÁTNÍHO DLUHU .....	26
3.2 KAPITÁLOVÉ TRHY .....	27
3.3 DLUHOPISY .....	28
3.3.1 Státní dluhopisy.....	29
3.3.2 Členění dluhopisů.....	30
3.4 RATING .....	31
3.4.1 Ratingové agentury.....	31
3.4.2 Mezinárodní rating .....	32
<b>4 SHRUTÍ TEORETICKÉ ČÁSTI.....</b>	<b>33</b>
<b>II PRAKTICKÁ ČÁST .....</b>	<b>34</b>
<b>5 EVROPSKÁ UNIE.....</b>	<b>35</b>
5.1 HISTORIE EVROPSKÉ UNIE .....	35
<b>6 HOSPODÁŘSKÁ A MĚNOVÁ UNIE .....</b>	<b>37</b>



6.1	VÝVOJ HOSPODÁŘSKÉ A MĚNOVÉ UNIE.....	37
6.2	KONVERGENČNÍ KRITÉRIA.....	39
6.3	PAKT STABILITY A RŮSTU .....	40
6.4	INSTITUCE HMU .....	41
6.4.1	Evropská centrální banka .....	42
<b>7</b>	<b>DLUHOVÁ KRIZE ZEMÍ EUROZÓNY .....</b>	<b>43</b>
7.1	PŘÍČINY VYSOKÉHO ZADLUŽENÍ.....	43
7.2	DŮSLEDKY VYSOKÉHO ZADLUŽENÍ.....	45
<b>8</b>	<b>SITUACE VE VYBRANÝCH ZEMÍCH EUROZÓNY .....</b>	<b>47</b>
8.1	ŘECKO.....	48
8.2	IRSKO .....	52
8.3	PORTUGALSKO .....	54
8.4	ŠPANĚLSKO .....	57
8.5	ITÁLIE.....	60
<b>9</b>	<b>SOUČASNÉ ŘEŠENÍ DLUHOVÉ KRIZE .....</b>	<b>62</b>
9.1	ZÁCHRANNÉ MECHANISMY.....	64
9.1.1	Evropský mechanismus finanční stabilizace.....	65
9.1.2	Evropský nástroj finanční stability.....	65
9.1.3	Evropský mechanismus stability.....	66
9.2	ZÁSAHY ECB .....	67
9.2.1	Úrokové sazby.....	68
9.2.2	Dlouhodobé půjčky bankám.....	68
9.2.3	Nákup státních dluhopisů.....	69
9.3	FISKÁLNÍ KONSOLIDACE .....	70
<b>10</b>	<b>ALTERNATIVY ŘEŠENÍ DLUHOVÉ KRIZE .....</b>	<b>72</b>
10.1	STÁTNÍ BANKROT .....	73
10.2	ROZDĚLENÍ EUROZÓNY.....	76
10.3	ŘEŠENÍ POMOCÍ INFLACE .....	80
10.4	PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ.....	82
10.4.1	Krátkodobý scénář.....	82
10.4.2	Dlouhodobý scénář.....	83
	<b>ZÁVĚR .....</b>	<b>85</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY .....</b>	<b>88</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK .....</b>	<b>93</b>
	<b>SEZNAM OBRÁZKŮ .....</b>	<b>94</b>
	<b>SEZNAM TABULEK.....</b>	<b>95</b>
	<b>SEZNAM PŘÍLOH.....</b>	<b>96</b>

## ÚVOD

Evropu a celý vyspělý svět obchází strašák krizí, z nichž nejviditelnější je krize solventnosti. Je to téma tak aktuální, že o něm slyšíme ze všech seriózních sdělovacích prostředků v podstatě každý den. Již od roku 2008 se světová ekonomika potýká s následky hospodářského zpomalení. Původní finanční krize postupně přešla jak do krize hospodářské, tak do krize dluhové. Problém vysoké zadluženosti už čtvrtým rokem hýbe děním v Evropské unii a zdaleka není u konce. Z tohoto hlediska jsme svědky konce jedné etapy spojené s vysokým zadlužením jak soukromého, tak i veřejného sektoru. Proto jsem se ve své diplomové práci rozhodl věnovat tomuto aktuálnímu problému a popsat příčiny, důsledky a zejména alternativy možného řešení dluhové krize zemí eurozóny.

Současná ekonomická situace v Evropě nabízí mnoho otázek k zamyšlení. Nedávné desáté výročí vzniku eurozóny nebylo veselou oslavou, neboť eurozóna ve své nynější podobě není tím, čím si slibovala být. Vychází najevo, že projekt měnové unie byl příliš ambiciózní a velkorysý. Ukázalo se, jakou sílu mají finanční trhy s porovnáním se záměry, byť dobrými, politiků. Stačila jedna finanční krize a na povrch vypluly dlouho skryté a přehlížené nedostatky. Úkolem mé diplomové práce bude analyzovat vliv společné měny na dluhovou situaci v jednotlivých zemích, které se dostaly do značných nesází, ze kterých jim musela pomoci až asistence mezinárodních organizací.

Celá práce bude rozdělena do dvou základních částí – teoretickou a praktickou část. V teoretické části provedu průzkum literárních pramenů, které se zabývají veřejnými financemi, fiskální nerovnováhou, veřejným dluhem, jeho řízením a možnostmi jeho řešení. V praktické části, která bude podstatně obsáhlejší, se zaměřím na konkrétní vývoj situace v zemích eurozóny. Na začátku se budu zabývat samotným vznikem eurozóny a důležitými událostmi, které mu předcházely. V další části se budu věnovat otázce příčin a důsledků samotné dluhové krize, včetně analýzy vývoje ve vybraných nejproblematičtějších zemích. Pokračovat budu dokumentováním a posuzováním jednotlivých opatření, které byly doposud použity při řešení této krize. V poslední části se pokusím navrhnout alternativy řešení krize a provedu analýzu těchto navrhovaných opatření, abych mohl v závěru odpovědět na otázku, které z nich by bylo možné v současné situaci použít. Součástí poslední kapitoly bude také predikce budoucího vývoje v eurozóně, navzdory tomu, že v současnosti se dá jen stěží odhadovat, jakým směrem se bude evropská integrace ubírat.

## **I. TEORETICKÁ ČÁST**

## 1 VEŘEJNÉ FINANCE

Fiskální nerovnováha a z ní vyplývající veřejné dluhy, které jsou stěžejním tématem této diplomové práce, vznikají v určitém prostředí. Toto prostředí se obecně označuje jako veřejné finance. Je to pojem, který běžně používá jak odborná, tak i laická veřejnost. V podstatě každý den můžeme ve všech médiích sledovat zprávy týkající se hospodaření ve veřejném sektoru. Nicméně je nezbytné si uvědomit, že se jedná o ekonomickou disciplínu, na niž existují různé, až protichůdné odborné názory. S veřejnými financemi velmi úzce souvisí další pojmy, jako jsou veřejný sektor, veřejná ekonomika a veřejná správa.

Obecně lze říci, že veřejné finance jsou jednou ze základních podmínek existence veřejného sektoru, který ve větší či menší míře funguje společně se soukromým sektorem v každé smíšené ekonomice. Samotný pojem veřejné finance lze definovat různým způsobem. Buchanan (1998, s. 5) mluví o veřejných financích jako o subdisciplíně klasické, neoklasické i keynesiánské politické ekonomie. S tímto pohledem na veřejné finance budu pracovat v dalších kapitolách této práce, nicméně tato definice nepojmenovává praktické využití. Praktičtější je označení jako finanční vztahy a operace, které probíhají v rámci ekonomického systému mezi jednotlivými institucemi veřejné správy a ostatními subjekty, tj. občany, domácnostmi, firmami apod. (Hamerníková a Maaytová, 2010, s. 11). Nejstručnější a nejvýstižnější definici uvádí Peková (2008, s. 196), kde veřejné finance označuje jako zdroj financování veřejného sektoru.

### 1.1 Důvody existence veřejných financí

Jak již bylo řečeno, veřejné finance slouží k profinancování veřejného sektoru. Je tedy na místě otázka, proč společnost potřebuje veřejný sektor. Každé národní hospodářství ve smíšených ekonomikách se skládá ze dvou částí – veřejného a soukromého sektoru. Veřejný sektor představuje tu část společnosti, která je ve veřejném vlastnictví a zaměřuje se na aktivity, o které se z rozličných důvodů nezajímají subjekty sektoru soukromého. S tím souvisí tzv. tržní selhání, kdy trh (soukromý sektor) není schopen řešit určité situace a vzniká zde prostor pro vládní zásahy (Stiglitz, 1997, s. 25-26).

Tato selhání lze dělit na makroekonomická, kdy ekonomika nedosahuje potřebných parametrů, např. nezaměstnanost, růst cen, dále to mohou být mikroekonomická selhání – což se projevuje tím, že není dosaženo efektivní alokace trhu. Posledním typem je mimoeko-

nomické selhání trhu, které souvisí s nerovnoměrným rozdělením důchodů a bohatství ve společnosti (Hamerníková a Maaytová, 2010, s. 16). Tato selhání řeší veřejný sektor pomocí veřejných financí pomocí svých tří základních funkcí – alokační, redistribuční a stabilizační (Musgrave, 1994 s. 6-12; Peková, 2008, s. 220).

## 1.2 Vliv ekonomických teorií na veřejné finance

Jak již bylo řečeno, veřejné finance a z nich vyplývající fiskální politika a vládní zásahy jsou disciplínou, na niž existují různé, až protichůdné odborné názory. Z teoretického hlediska jsou níže uvedené přístupy konfliktní s řadou významných zastánců. V této kapitole stručně naznačím pohledy významných směrů ekonomické teorie na hospodářskou politiku. Přístupy se liší, jak v názorech na vznik krizí, tak ve způsobu jejich řešení a zejména v úloze vládních hospodářských politik. S tím, jak neustále roste míra přerozdělování ve všech vyspělých státech, si všechny tyto společnosti kladou otázku: Jaká je ekonomická role státu v tržním hospodářství? Podle Stiglitze (1997, s. 19), neexistuje v ekonomii důležitější otázka. O této významnosti svědčí i podíl vládních výdajů na HDP, který v zemích EU od roku 2000 do roku 2011 vzrostl ze 44,8 % na 49,1 % (Eurostat, 2013).

### 1.2.1 Keynesiánská teorie

Prvním popisovaným ekonomickým přístupem hospodářské politiky jsou názory J. M. Keynese, ekonoma, který se významně zasloužil o rozvoj státních zásahů do ekonomik a silně ovlivnil velkou část hospodářských politik vlád v druhé polovině 20. století a i nadále má mnoho stoupenců. Britský ekonom John Maynard Keynes (1883 – 1946) je v každém případě považován za jednoho z nejvýznamnějších ekonomů 20. století. Jeho dílo *Obecná teorie zaměstnanosti, úroku a peněz* (The General Theory of Employment, Interest and Money) z roku 1936, které bylo reakcí na velkou hospodářskou krizi, ovlivnilo hospodářskou politiku mnoha vlád v následujících obdobích. Díky jeho teoriím se vedle Smithovy „neviditelné ruky trhu“ začala mnohem víc prosazovat viditelná ruka státu.

Co se veřejných rozpočtů týče, největší nároky na ně, podle učení J. M. K., jsou krize, neboť jejich řešení viděl hlavně v podpoře poptávky, a to několika způsoby. Investice ze státního rozpočtu by měly nahradit výpadek investic soukromých, včetně účinku investičního multiplikátoru. Podle něj je celkový přírůstek důchodu větší, než injekce v podobě státních výdajů a tedy je to vhodný prostředek k odvrácení krize. Tato podpora by měla být i za

cenu deficitu státního rozpočtu a měla by se používat jen v době existence nevyužitých kapacit, jinak má inflační účinky. Dalším prostředkem by podle něj měla být redistribuce důchodů a s ním spojená podpora sklonu ke spotřebě. Keynes popsal základní psychologický zákon, kdy při růstu důchodu spotřeba roste pomalejším tempem. Přerozdělování by tento nepříznivý trend mělo regulovat. V jeho teorii byla na prvním místě politika fiskální, monetární politice přikládal mnohem slabší účinek. Řešení krize snížením úrokových sazeb odmítal jako málo účinný, protože argumentoval, že negativní nálady mohou být tak silné, že je jakékoli snížení úrokové míry neovlivní (Holman, 1999).

### 1.2.2 Monetarismus

Následující řádky stručně představují základ ekonomického směru zvaného monetarismus. Jeho tezí je přesvědčení, že keynesiánci doporučovaná daňová politika a politika státních výdajů je příliš neohrabaná, než aby mohla být skutečně účinná. Podle Kohouta (2013) však Keynesova teorie a monetarismus Milтона Friedmana nejsou nutně v opozici. V ekonomice, podle něj, lze kombinovat keynesovské manipulace s daněmi a veřejnými výdaji a současně s měnovou politikou. V každém případě Friedmanův monetarismus reprezentoval protikeynesiánskou revoluci probíhající od 70. let dvacátého století. Zásadní rozdíl je v tom, že na rozdíl od Keynesa, neviděl spásu ve státních zásazích a vládu považoval spíše za příčinu, než řešení krize.

Kapitalismus jako takový je podle monetaristů vnitřně stabilní a příčinu poruch a šoků vidí hlavně v činnosti vlády. Keynesovy doporučení na podporu agregátní poptávky pomocí vládních výdajů odmítá jako zbytečné a drahé. Tvrdí, že když vláda realizuje nějaké výdaje, musí na ně někde vzít zdroje. Tyto zdroje odebírá občanům, protože není nic jako „oběd zadarmo“ (Friedman, 1994). Vláda podle Friedmana má pouze tři možnosti, jak získat prostředky na své výdaje. Prvním je zvýšení daní, čímž ale odebírá peníze domácnostem. Druhým je deficitní rozpočtování, které ale zvyšuje úrokovou míru, takže snižuje investice, čímž agregátní poptávku ještě více snižuje. První dvě cesty podle něj poptávku zvýšit nemohou, protože vyvolávají opačně působící tlaky. Třetí cestou je inflace se všemi svými následky. Celkově z toho odvozuje, že vláda nemá fiskální politikou možnost citelně ovlivnit národní hospodářství. Snaha stabilizovat hospodářskou situaci je pouze snahou o rozšíření vládních činností: „Údajná nezbytnost odstranění nezaměstnanosti pomocí vládních výdajů byla od „Nového údělu“ vždy hlavní výmluvou pro rozšíření vládní činnosti“

(Friedman, 1994). Navíc podle Friedmana dost dobře nefunguje ani vzývaný Keynesův multiplikátor vládních výdajů. Z výše uvedeného vyplývá, že monetaristé nepřikládají fiskální politice velkou účinnost. Opak tvrdí o politice monetární. Ta podle nich dokáže mnohem účinněji ovlivnit hospodářskou situaci státu.

### 1.2.3 Rakouská škola

Kromě dvou výše uvedených existuje ještě další ekonomická teorie. Směr, kterému se podle národnosti jeho zakladatelů (Mises, Hayek, Schumpeter) říká rakouská škola. Ta je podle Kohouta (2013) skutečným protikladem „levicového“ keynesiánství i „pravcového“ monetarismu. Rakouská škola tvrdí, že ekonomiku pro její složitost není možné popsat dostupným matematickým aparátem a proto jí také nelze řídit, natožpak jemně regulovat. Úkolem vlády je proto pouze zabezpečit základní funkce státu (obrana, justice), aby ekonomika měla prostor organizovat se sama a svobodně.

Podle této teorie to není vlastností kapitalistického systému, že se objevují cyklické výkyvy, ba právě naopak. Krize podle nich vznikají vnějším šokem, který má původ z činnosti vládních institucí, právě z toho místa, kde naopak Keynes vidí řešení krize. Problém není až ve fázi krize, ale už ve fázi boomu nebo bublin. Krizi popisují jako opravný mechanismus, takže je vlastně užitečná. Konjunktura naopak je čas, kdy jsou mnohdy realizována špatná rozhodnutí, která vedou k vytváření bublin a která v době jejich splasknutí a následného poklesu vyplývají na povrch. Mises (2006, s. 514) o tom ve svém díle říká: „Boom je nazýván dobrou událostí, prosperitou a rozmachem. Jeho nevyhnutelné důsledky, přizpůsobení podmínek skutečným tržním datům, jsou nazývány krizí, propadem, špatnou událostí, depresí. Lidé se bouří proti pochopení toho, že rušivý prvek má být spatřován v mylných investicích a nadměrné spotřebě v době boomu a že je takový uměle vytvořený boom odsouzen k neúspěchu.“ Tím Mises vlastně říká, že trvalý růst není možný a snahy o jeho trvalé udržení, i pomocí deficitů, jsou v pojetí Keynesa zbytečné a drahé.

Zastánci této teorie odmítají takové nadnárodní organizace jako je MMF nebo Světová banka, jsou proti celoevropské koordinaci daňových politik, dotacím a transferům. Považují je za nepotřebné, nebezpečné a drahé. Podle Kohouta (2013) se kritika rakouské školy vůči keynesiáncům ukázala být oprávněná a v posledních letech se ukazuje také důvodnost kritiky monetarismu.

## 2 FISKÁLNÍ NEROVNOVÁHA

Fiskální nerovnováha, zejména ve své záporné hodnotě, je obecným problémem, a to bez ohledu na ekonomickou vyspělost země. Podle toho, zda se jedná o fiskální nerovnováhu, která nastává v rámci jednoho nebo více let, rozlišujeme fiskální nerovnováhu krátkodobou a dlouhodobou (Dvořák, 2008).

Taková záporná fiskální nerovnováha generuje dluhy. V ekonomické praxi se může každý subjekt zadlužit. Zadluží-li se však stát, je tento problém mnohem závažnější, neboť se týká každého občana, který v dané zemi platí, nebo bude platit daně. V literatuře se objevuje více typů dluhů lišících se dle charakteru vzniku, struktury a dalších hledisek. V českém prostředí se používá pojem „státní dluh“ k dluhu centrální vlády, zatímco pojem „veřejný dluh“ identifikuje dluhy všech subjektů, které tvoří soustavu veřejných financí. Veřejný dluh velmi úzce souvisí s deficitem veřejných rozpočtů, a to hlavně státního rozpočtu. Proto je rozpočtový deficit ve většině zemí hlavní příčinou vzniku a zvyšování veřejného dluhu. Veřejný dluh je pak mimo jiné důvodem rozpočtového deficitu (placení úroků z veřejného dluhu zvyšuje rozpočtový deficit). Na veřejný dluh tak lze pohlížet jako na důsledek dlouhodobé fiskální nerovnováhy (Peková, 2008, s. 214).

### 2.1 Krátkodobá fiskální nerovnováha

Pod samotným pojmem krátkodobá fiskální nerovnováha se skrývá buď rozpočtový deficit, nebo rozpočtový přebytek. Vždy jde o stav nesouladu mezi rozpočtovými příjmy a rozpočtovými výdaji v rámci jednoho rozpočtového období. Pokud je veřejný rozpočet vyrovnaný, nedochází k nerovnovážnému stavu. Pozornost je samozřejmě nejvíce věnována státnímu rozpočtu, protože státní rozpočet je nejobjemnějším a tudíž nejsledovanějším veřejným rozpočtem (Peková, 2008, s. 215).

#### 2.1.1 Analýza fiskální nerovnováhy

Záporná bilance, která se nazývá deficit, nastává v situaci, kdy jsou rozpočtové výdaje vyšší než rozpočtové příjmy. Kladná bilance nastává tehdy, když jsou rozpočtové příjmy vyšší než rozpočtové výdaje. Tento stav nerovnováhy je označován jako přebytek.

Rozlišujeme rozpočet skutečný, cyklický a strukturální a od těchto pojmů se odvíjí typy fiskální nerovnováhy, tedy skutečný, cyklický a strukturální deficit nebo přebytek.



Skutečný rozpočet zachycuje skutečné výdaje, příjmy a deficity (přebytky) v daném období. Strukturální rozpočet víceméně odhaduje, jaké by byly státní příjmy, výdaje a deficity (přebytky), kdyby ekonomika pracovala na úrovni potenciálního produktu. Strukturální deficit je označován rovněž jako cyklicky očištěný deficit a je to ta část deficitu, která zůstane po odečtení cyklické složky od celkové výše deficitu. Vláda s ním již v návrhu rozpočtu počítá. Cyklický deficit vzniká v důsledku působení hospodářského cyklu na ekonomiku a kvantifikuje dopad tohoto cyklu na rozpočet. Cyklický rozpočet je rozdíl mezi skutečným a strukturálním. Jinak řečeno, strukturální – aktivní deficit vzniká záměrnou činností vlády, kdežto cyklický – pasivní deficit je neplánovaný a vzniká důsledkem vnějších vlivů (Dvořák, 2008).

### 2.1.2 Deficit státního rozpočtu

Aktivní (strukturální) schodek má záměrný charakter, je předem plánovaný (tj. státní rozpočet je již schválen jako deficitní). Jeho příčinou může být jakékoliv aktivní vládní rozhodnutí, které vede buď k poklesu rozpočtových příjmů, nebo k růstu veřejných výdajů (nebo k oběma jevům současně).

K nejčastějším příčinám vzniku aktivního deficitu u státního rozpočtu patří:

- *uplatňovaná expanzivní fiskální politika*, kdy se vláda snaží vyššími výdaji státního rozpočtu stimulovat agregátní poptávku,
- *politické důvody*, např. vládní populismus, který se projevuje zvyšováním výdajů nebo snižováním daní na základě politického rozhodnutí, zejména před volbami,
- *snaha rozložit důsledky výdajového šoku*, např. zvýšení cen surovin do několika let,
- *snaha rozložit daňovou zátěž* (spojenou s nákladnými veřejnými projekty) na více generací (Dvořák, 2008, s. 56).

Pasivní (cyklický) schodek na rozdíl od aktivního není záměrný. Je to schodek následný, který vzniká v důsledku nějakých vnějších faktorů, obtížně vládou ovlivnitelných.

Mezi nejčastější příčiny vzniku pasivního deficitu státního rozpočtu patří:

- *hospodářský cyklus*, protože při hospodářském poklesu se snižuje základ důchodových daní i celková spotřeba, což má za následek pokles daňových příjmů,
- *růst cen základních surovin* (typickým příkladem jsou tzv. ropné šoky v 70. letech).

- *přírodní katastrofy*, které si vyžádají mimořádné zvýšení veřejných výdajů (např. zemětřesení, povodně, apod.).

O krátkodobém rozpočtovém deficitu uvažujeme v rámci jednoho rozpočtového období, kdy průběžně dochází k nesouladu mezi příjmy a výdaji. Jedná se o normální jev daný například lhůtami ve výběru daní a zároveň nezbytností plynule realizovat výdaje dané zákonnými normami, tzv. mandatorní výdaje (Dvořák, 2008).

V případě, že se deficity státního rozpočtu opakují, stávají se chronickými. Potom se již jedná o střednědobý a dlouhodobý deficit. Tyto deficity rozpočtu jsou již velkým problémem téměř ve všech vyspělých státech, protože dluhová služba (správa a úroky) spotřebuje velkou část běžných příjmů země, které pak schází pro jiné účely. Nebezpečí chronických deficitů by si měly být vědomy všechny země a snažit se proti nim aktivně bojovat. Členské země Evropské unie mají stanoveny jako jedno z tzv. *maastrichtských kritérií* i podíl primárního deficitu ve výši 3 % HDP.

Buchanan (2002) poukazuje na to, že v době před Keynesem byl vyrovnaný rozpočet vizitkou vládního hospodaření a jakousi, sice nepsanou, ale všeobecně dodržovanou normou. Deficit byl tolerován pouze ve vyjímečných případech, především v době válek. Deficitní financování rozpočtů bylo považováno nejen za nevhodné, ale i za nemorální. Bohužel, jak uvádí Dvořák (2008, s. 62), v posledních dekadách byla odstraněna potřebná negativní zpětná vazba, která zajišťovala rovnováhu tím, že „slast“ ze zvyšování výdajů byla tlumena „bolestí“ z nutnosti zvyšovat daně. Tím se praxe rozpočtových deficitů stala běžnou součástí politické reality, o čemž svědčí i situace v EU, kdy v roce 2011 hospodařilo s rozpočtovým deficitem 24 zemí a jen 3 země dosáhly přebytku (Eurostat, 2013). Buchanan (2002) jde ještě dál a považuje deficitní rozpočty za logický důsledek demokratického politického systému, ve kterém jsou politikové závislí na výsledcích voleb. Bez obalu je možné to nazvat, že si politici kupují hlasy.

Tato realita deficitních rozpočtů však nemůže zůstat bez důsledků. V zásadě je možné rozlišit dvě skupiny důsledků rozpočtového schodku: rozpočtové a fiskální (makroekonomické). Rozpočtové důsledky mohou být někdy v krátkém časovém horizontu pozitivní, v dlouhém období jsou však jednoznačně negativní. Názory na fiskální důsledky rozpočtového deficitu nejsou v ekonomické teorii jednotné. V zásadě se liší podle jednotlivých proudů ekonomické teorie. Zastánci keynesiánské teorie hodnotí makroekonomické důsledky defi-

citu za jistých podmínek pozitivně a doporučují jej. Neoklasičtí ekonomové deficit odmítají a jeho důsledky hodnotí jednoznačně negativně (Kohout, 2009, s. 98-112).

### 2.1.3 Financování rozpočtového deficitu

Vzniklý schodek rozpočtu je nezbytné vždy nějakým způsobem profinancovat. Dvořák (2008, s. 70) uvádí tyto tři nejčastěji používané způsoby:

- využití prostředků z privatizace, prodeje státních licencí apod.,
- dluhové financování,
- emisní financování.

Někteří autoři (Hamerníková a Maaytová, 2010, s. 243) uvádějí ještě další způsoby, a to buď snížení výdajů nebo zvýšení daní. Tato opatření však nelze považovat za řešení deficitu, ale za opatření, které vede k tomu, aby deficit vůbec nevznikl.

Omezené využití má financování z prostředků z prodeje státního majetku, z prodeje licencí atd. Tento způsob je sice reálný, ale ve většině zemí časově, ale i jinak omezený.

Nejčastěji používaný způsob je dluhové financování. Při dluhovém financování deficitu stát prodává a různé subjekty (bankovní instituce, penzijní fondy, investiční společnosti, fyzické osoby) nakupují státní dluhopisy. Takto získané zdroje se potom používají k financování veřejných výdajů stejně jako daně. Nicméně, na rozdíl od daní si stát půjčuje a musí za tyto půjčky platit úroky, jejichž výše záleží zejména na rizikovosti daného státu. Podstatou tohoto financování je transformace deficitu rozpočtů do veřejného dluhu – domácího nebo zahraničního. Schopnost domácí úvěrové absorpce je ale limitována domácími úsporami. V případě, že státní dluhopisy nakupují domácí subjekty, domácí úspory nebudou moci být použity na investice a tím dochází k projevu tzv. efektu vytěsnění. Pokud jsou domácí úspory omezené, je nutné krýt deficit zahraničním zadlužením, které se projeví vznikem zahraničního veřejného dluhu. Dle Dvořáka (2008, s. 71) je toto typické především pro rozvíjející se ekonomiky, kde je nedostatečná kapacita domácího finančního trhu.

Emisní financování je zvláštním případem řešení rozpočtového deficitu. Jak uvádí Hamerníková a Maaytová (2010, s. 243), stát, na rozdíl od běžných subjektů, může financovat deficit peněžní kreací. V tomto případě státní dluhopisy nakupuje centrální banka a tím dochází ke zvýšení měnové báze s možností růstu inflačních tlaků. Tento proces se nazývá monetizace dluhu. Zejména z důvodů velkého nebezpečí zvýšení inflace je ve vyspělých

zemích rozsah monetizace buď limitován, nebo úplně zakázán. Tady je vhodné připomenout, že Maastrichtská smlouva jednoznačně zakazuje Evropské centrální bance financovat vládní deficity. Centrální banky tak musí být nezávislé na vládách (Hamerníková a Maaytová, 2010, s. 244).

## 2.2 Dlouhodobá fiskální nerovnováha – veřejný dluh

Fiskální nerovnováha v dlouhém období, zpravidla v záporném slova smyslu, se transformuje do podoby veřejného dluhu. Z toho vyplývá, že veřejný dluh úzce souvisí s deficitem veřejných rozpočtů, které je nutné profinancovat a rozpočtový deficit je proto ve většině zemí hlavní příčinou vzniku a nárůstu veřejného dluhu. Dvořák (2008) však upozorňuje, že existují i jiné mimorozpočtové důvody vzniku dluhu a také jiné vlivy na výši dluhu, např. inflace nebo kurzové vlivy v případě denominace dluhopisů v zahraniční měně. Veřejný dluh lze v každém případě označit jako souhrn závazků státu vůči ostatním ekonomickým subjektům, a to jak vnitřním subjektům, tak zahraničním subjektům. Buchanan (1998) nazývá veřejný dluh fiskálním opatřením, jakožto obecný zdroj finančních prostředků vlády, za předpokladu, že jeho použití se bude omezovat na financování projektů, jejichž užitky se projeví až za dlouhou dobu.

Pro tento souhrn státních finančních závazků jsou používána, jak v teorii, tak i v praxi různá označení. Kromě již zmíněného veřejného dluhu se často hovoří o státním dluhu, nebo dluhu vládním, kdy vládní dluh je obvykle chápán jako celkový dluh sektoru vládních institucí a státní dluh jako souhrn státních finančních pasiv, tvořených závazky státu (nezačíná tedy závazky mimorozpočtových fondů, místních rozpočtů ani státní záruky). Dvořák (2008) však poukazuje na to, že v průběhu času se vlády mění, ale dluh, který vytvoří, zůstává. Považuje pojem „státní dluh“ za přesnější než pojem „dluh vládní“. Za teoreticky nejsprávnější pojem však považuje veřejný dluh, protože v konečném důsledku dluhové břemeno nenese stát, ale veřejnost. Poukazuje na to, že podstatnější než způsob vzniku je způsob úhrady dluhu, to znamená, že veřejný dluh představuje pohledávku vůči současným i budoucím daňovým poplatníkům (Dvořák, 2008, s. 79-81). Pro účely této kapitoly bude nadále používán termín veřejný dluh, jako dluh všech prvků tvořící soustavu veřejných financí. V tomto smyslu je v anglické terminologii používán pojem „*general government debt*“, který je tvořen dluhem centrální vlády (*central government debt*), dluhy místních správ a samospráv a dluhy parafiskálních fondů.

## 2.2.1 Metodika vykazování dluhu v EU

Pro vykazování rozpočtového deficitu a veřejného dluhu se v zemích EU používají dvě základní metodiky. Jedná se o metodiku vládní finanční statistiky (GFS 1986) vytvořenou Mezinárodním měnovým fondem a metodiku Evropského statistického úřadu (ESA 95). Tyto metodiky se liší především v oblasti vymezení a způsobu zachycování dluhu. Metodika GFS 1986 je založena na bázi peněžních toků a vychází z logiky sledování příjmů, výdajů a výsledného salda státního rozpočtu. Metodika ESA 95 je založena na akruálním principu, nesleduje tudíž jen pouze příjmy a výdaje daného období, ale také vzniklé pohledávky a závazky. Následující obrázek (Obr. 1) popisuje hlavní rozdíly mezi oběma metodikami a lze z něj odvodit, že ESA 95 podává komplexnější obraz hospodaření vládního sektoru. Rozdílnost metodik lze zjednodušeně popsat jako rozdíl mezi daňovou evidencí a účetnictvím (Jílek, 2009, s. 577-578).

	GFS 1986 Metodologie vládní finanční statistiky	ESA 95 Metodologie národních účtů
<b>Tvůrce met.</b>	Mezinárodní měnový fond	Eurostat (Statistický úřad Evropské komise)
<b>Zodpovědnost</b>	Ministerstvo financí	Český statistický úřad
<b>Použití</b>	rozpočtové dokumenty (Návrh státního rozpočtu, Státní závěrečný účet, Koncepce reformy veřejných rozpočtů)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ národní účty</li> <li>▶ dokumenty a materiály předkládané orgánům Evropské unie (Fiskální notifikace deficitu a dluhu, Konvergenční programy)</li> </ul>
<b>Vykazování dat</b>	na bázi peněžních toků <sup>2</sup>	na akruálním principu <sup>3</sup>
<b>Vymezení sektoru vlády (viz schéma)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Státní rozpočet (s vyloučením převodů z a do rezervních fondů, včetně mimorozpočtové úhrady ztráty ČKA, operací Národního fondu a Fondu privatizace)</li> <li>▶ Mimorozpočtové fondy</li> <li>▶ Územní samosprávné celky</li> <li>▶ Dobrovolné svazky obcí</li> <li>▶ Regionální rady regionů soudržnosti</li> <li>▶ Zdravotní pojišťovny</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ navíc ve srovnání s GFS zahrnuje Podpůrný garanční rolnický a lesnický fond, Vinařský fond, ČKA a její dceřiné společnosti, Českou inkasní, Správu železniční a dopravní cesty, PPP centrum, veřejné vysoké školy, veřejné výzkumné instituce, Asociaci zdravotních pojišťoven, Centrum mezistátních úhrad a část příspěvkových organizací</li> </ul>
<b>Zásadní rozdíly</b>	<p><b>Způsob zachycení operací týkajících se státních garancí</b> splátky jistiny a úroků garantovaných úvěrů vstupují do výdajů státního rozpočtu v roce, ve kterém jsou hrazeny a zvyšují tak deficit</p> <p><b>Finanční leasing</b> splátky za pronájem vstupují do výdajů státního rozpočtu v roce, kdy jsou hrazeny a zvyšují tak deficit</p> <p><b>Odpuštění nedobytných pohledávek</b> po odpuštění pohledávky se sníží pohledávky ve státních finančních aktivech bez vlivu na deficit</p>	<p><b>Způsob zachycení operací týkajících se státních garancí</b> jistiny vysoce rizikových státních záruk jsou v plné výši imputovány prostřednictvím výdajového kapitálového transferu do vládního dluhu a deficitu; v následujících letech splátky jistin garantovaných úvěrů umožňují odpovídající výši vládního dluhu, ale nemají již vliv na deficit, do deficitu naopak vstupují splátky úroků</p> <p><b>Finanční leasing</b> hodnota všech splátek za pronájem je základem pro propočet jistiny úvěru, který je jednorázově prostřednictvím výdajového kapitálového transferu imputován do vládního dluhu (dále viz státní záručky)</p> <p><b>Odpuštění nedobytných pohledávek</b> v roce odpuštění pohledávky se o tuto částku zvýší deficit v roce odpuštění pohledávky se o tuto částku zvýší deficit</p>
<b>Výhody</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ poskytování dat v relativně krátkém čase od skončení sledovaného období</li> <li>▶ nižší náročnost na zdrojová data</li> <li>▶ včasnější vytváření fiskálních predikcí</li> <li>▶ přímá vazba na schvalovaný státní rozpočet a rozpočty státních fondů</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ podává komplexnější obraz hospodaření vládního sektoru (plynoucí mj. ze zahrnutí pohledávek a závazků)</li> <li>▶ z analytického hlediska má větší vypovídací váhu pro hodnocení fiskální politiky, např. její udržitelnosti z dlouhodobého hlediska</li> </ul>
<b>Nevýhody</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ nepodává komplexní obraz o hospodaření vládního sektoru (zahrnuje pouze příjmy a výdaje)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ vyšší náročnost na datové zdroje</li> </ul>
Aktualizováno ke dni: 05.11. 2007		
<sup>2</sup> Veškeré operace běžného roku jsou sledovány na hotovostním principu, tedy v okamžiku, kdy je příjmová, resp. výdajová operace realizována.		
<sup>3</sup> Operace daného fiskálního roku jsou zachycovány tehdy, kdy se ekonomická hodnota vytváří nebo zaniká a také tehdy, když se pohledávky a závazky zvyšují nebo snižují bez ohledu na to, kdy bude realizovaná operace peněžně uhrzena. Sledují se nejen peněžní příjmy a výdaje, ale také pohledávky a závazky. Neexistuje tedy přímá vazba na statistiky příjmů, výdajů a jejich výsledného salda uváděnou v rozpočtových dokumentech.		

Obr. 1. Hlavní rozdíly mezi ESA 95 a GFS 1986 (Ministerstvo financí ČR, 2013).

Z pohledu způsobu vykazování veřejného dluhu je podstatné rozdílné vymezení obsahu vládního sektoru, který podle metodiky ESA 95 pokrývá sektor vládních institucí (včetně

centrálních fondů a příspěvkových organizací). Na tomto stupni je identifikována kategorie státní dluh. Vedle toho zahrnuje i dluhy místních správ a samospráv a parafiskálních fondů. Započtením těchto dluhů vzniká kategorie veřejný dluh. Metodika ESA 95 zachycuje také časové rozlišení, tzv. implicitní dluhy i vlivy kurzových pohybů u zahraničního dluhu. Z tohoto důvodu je metodika ESA 95 při vykazování výše veřejného dluhu přesnější a veřejný dluh vykazovaný dle ESA 95 je vyšší. Proto také jsou jí povinny užívat státy EU v dokumentech předkládaných Evropské komisi a je používána při výpočtu maastrichtských kritérií (MF ČR, 2013; Dvořák, 2008, s. 82-84).

### 2.2.2 Struktura dluhu

Z metodického hlediska se rozlišuje hrubý veřejný dluh a čistý veřejný dluh, kde hrubý dluh představuje celkový objem závazků státu, územní samosprávy, veřejnoprávních institucí atd. a čistý dluh jsou celkové závazky (hrubý dluh) snižené o objem pohledávek. Obvykle se veřejný dluh vyazuje jako hrubý. Užití ukazatele čistého dluhu, který by lépe vyjadřoval reálnou situaci, komplikují metodické problémy s výběrem a oceněním aktiv, které by bylo možné od hrubého dluhu odečíst (Dvořák, 2008, s. 84).

Struktura hrubého veřejného dluhu v zemích EU podle instrumentu je taková, že většinou má veřejný dluh formu dlouhodobých cenných papírů – vládních dluhopisů (oblikací). Tyto dluhopisy (střednědobé – obvykle se splatností do 4 let, dlouhodobé – se splatností nad 4 roky) nakupují bankovní i nebankovní subjekty. Změna veřejného dluhu z formy přímých úvěrů do formy státních dluhopisů se nazývá sekuritizace. V současnosti sekuritizovaný dluh v zemích EU převládá, v roce 2011 činil podíl sekuritizovaného dluhu na celkovém dluhu 80 %, podrobně příloha P IV (Eurostat, 2013). Velmi důležitá je struktura státního dluhu podle doby splatnosti. Problematice dluhopisů a dluhopisovému trhu bude věnována samostatná kapitola.

Z hlediska, kdo tyto dluhopisy nakupuje a vlastní, se pak veřejný dluh rozlišuje na vnitřní (domácí) a vnější (zahraniční). Domácí dluh je rozložen mezi tuzemské držitele. Značnou část dluhu obvykle zařazují do svého portfolia kapitálově silné instituce (domácí komerční banky, investiční a penzijní fondy, pojišťovny) hlavně z důvodu obvykle nízké míry rizika. To však může při narůstajícím objemu veřejného dluhu způsobovat vytlačovací efekt. Podíl nefinančního sektoru, zejména fyzických osob, je podstatně nižší. Zahraničním dluhem se nazývají dva zcela odlišné pohledy – dluh držený nerezidenty a dluh denominovaný

v zahraničních měnách. Dluh držený nerezidenty má tu nevýhodu, že dochází s výplatou úroků k odlivu důchodů do ciziny, což negativně ovlivňuje situaci na finančním účtu platební bilance, na druhé straně má i svá pozitiva, neboť nákup dluhopisů cizozemci znamená příliv zahraničního kapitálu. S dluhem denominovaným v zahraničních měnách souvisí hlavně kurzové riziko, které v tomto případě plně nese emitent. Nečekaná deprecie domácí měny může např. v případě měnové krize významně zvýšit hodnotu dluhu (Dvořák, 2008, s. 86-90).

### 2.2.3 Příčiny veřejného dluhu

Z předchozí části vyplývá, že objem veřejného zadlužení, vyjádřeného jak v absolutní částce, tak i podílem v % na HDP, v naprosté většině zemí EU roste. V příloze P III je vidět, jak se změnila relativní váha veřejného dluhu vůči HDP jednotlivých zemí EU od roku 2006 do roku 2011. Za pouhých pět let se tento podíl u zemí EU zvýšil z 61,6 % na 82,5 % HDP (Eurostat, 2013). Tento neustálý růst má samozřejmě své příčiny, které lze stručně charakterizovat do následujících skupin – ekonomická situace, politická situace, nastavení fiskálních pravidel, demografický vývoj a s ním související sociální politika.

V minulosti nebylo státní zadlužování primárně ani levicovým, ani pravicovým jevem. Ostatně zadlužování existovalo již v době, kdy pojmy levice a pravice byly neznámým pojmem, první státní dluhopisy se objevily již ve 13. století v Itálii. Z historických pramenů vyplývá, že zadlužování v minulosti vždy souviselo s válkami a hospodářská politika byla až na druhém místě. Státy byly schopny unést velmi těžká dluhová břemena, zvláště pokud byla válka vítězná. Změna nastala v druhé polovině 20. století, kdy vlády, zejména pod vlivem učení J. M. Keynesa začaly mnohem aktivněji zasahovat do hospodářské politiky s cílem udržovat hospodářský růst. Tak se stalo, že několik desítek let byl sociální stát a blahobyt západního typu financován dluhem. Bohužel však recese od roku 2008 snížila daňové příjmy a vyžádala si nečekané výdaje. Mezitím zadlužení většiny zemí tohoto typu narostlo do neudržitelné výše a ukázalo nepřijemnou skutečnost, že hospodářský růst financovaný dluhem nelze aplikovat do nekonečna (Kohout, 2009, s. 179-192). Poslední recesi, jako příčinu neúměrného zadlužení, označují také Roubini a Mihm (2011, s. 119-121). Připouštějí však, že finanční intervence pomohly zastavit pád do ještě větší deprese, ale upozorňují na to, že fiskální politika nepředstavuje „oběd zdarma“ a další dluhy bude potřeba zaplatit.

Dvořák (2008) vidí zejména dvě příčiny veřejného dluhu – ekonomické a politické. V ekonomickém pojetí mluví o alternativě zdanění při financování veřejných výdajů při dodržení pravidla, kdy dluh kryje potřebné veřejné investice. Popisuje dluh jako výhodnější, protože na rozdíl od zdanění nemá distorzní účinky. Vláda by si měla podle něj vypůjčovat jen v situaci plné zaměstnanosti, kdy není emisní financování vhodné kvůli hrozícím inflačním tlakům. Buchanan hovoří dokonce o potřebnosti veřejného dluhu z měnových důvodů, kdy monetizaci dluhu považuje za vhodný nástroj v případě hrozící recese. Podle něj není zásadní důvod pro snižování objemu emitovaného dluhu, není-li úroková zátěž příliš vysoká.

Nezanedbatelné příčiny dluhu jsou politické důvody. Veřejný dluh je popisován jako politický jev, který není důsledkem veřejného zájmu, ale zájmu jednotlivých skupin ve společnosti. Tato konstrukce mnohdy vysvětluje významné rozdíly ve výši relativní váhy veřejného dluhu ve státech s podobnými ekonomickými parametry, kde není možné tyto rozdíly popsat z ekonomického hlediska (Dvořák, 2008, s. 112). Vlády tak často při volbě své politiky musí řešit rozpor mezi zájmy současné generace a zájmy budoucích generací. Stiglitz (1997) také upozorňuje na nezbytnost řešení rozporu mezi ekonomickým růstem a nerovností ve společnosti.

#### **2.2.4 Důsledky veřejného dluhu**

Důsledky veřejného dluhu jsou mnohostranné a téměř všechny negativní. Je možné je dělit na finanční (rozpočtové a fiskální), makroekonomické, mikroekonomické a redistribuční.

Z rozpočtového hlediska placení úroků z veřejného dluhu významně zatěžuje veřejné výdaje vzhledem k tomu, že úroky z dluhu jsou součástí rozpočtů a dochází ke zpětnému rozpočtovému a dluhovému problému. V případě vysokého objemu dluhu, vliv úrokových výdajů značně přispívá k perzistenci budoucích rozpočtových deficitů, což při vyloučení monetizace přináší nutnost dalšího dluhového financování. V mnoha zemích tvoří úroky z veřejného dluhu jednu z nejpodstatnějších částí běžných výdajů (Dvořák, 2008, s. 126).

Z makroekonomického hlediska je veřejný dluh hodnocen negativně – omezuje se možnost působení aktivní fiskální politiky, roste úroková míra, zvyšují se inflační tlaky. Ani mikroekonomický důsledek není pozitivní. Dochází totiž k deformaci domácího portfolia, státní cenné papíry (dluhopisy) vytlačují ostatní cenné papíry z portfolií domácích subjektů. Tuto problematiku popisuje Stiglitz (1997). Významné jsou také důsledky redistribuční, kdy dochází k redistribuci důchodů a bohatství od veřejnosti platící daně k držitelům státních



dluhopisů. Podle některých autorů dluh ekonomiku dokonce zpomaluje, protože při růstu dluhu musí buď růst úspory domácností, nebo klesat investice a ani jedna cesta nevede k růstu. Podle nich snaha podporovat růst zadlužováním tak naprosto vyznívá do prázdna a je dlouhodobě kontraproduktivní (Pikora a Šichtařová, 2011, s. 145).

### 2.2.5 Možnosti řešení veřejného dluhu

Existuje více možností, jak snížit nebo eliminovat veřejný dluh. Bohužel ani jedna strategie není dostatečně účinná, vynutitelná a současně reálná. Snížení objemu veřejného dluhu je v zásadě možné dvěma zůsoby – pomocí aktivních vládních opatření nebo pomocí pozitivních exogenních faktorů (Dvořák, 2008, s. 139).

V případě aktivních vládních opatření je nejpřirozenějším způsobem snižování veřejného dluhu pomocí rozpočtových přebytků, už jen proto, že ve většině případů touto cestou dluh vznikl. Pro tuto cestu je však nezbytná reforma veřejných financí na výdajové straně veřejných rozpočtů (Hamerníková a Maaytová, 2010, s. 264). Dalším způsobem může být mimořádná kapitálová dávka, ale toto opatření má vždy distorzní účinky. Tomšík (2011, s. 61) zdůrazňuje, že jediným možným řešením dluhu je stanovení fiskálních pravidel, dostatečně silných, aby nemohly být obejity nebo zrušeny. Podle Dvořáka (2008) jsou však vlády zemí neochotny řešit dluhový problém touto cestou ze tří důvodů – vlády mají omezený vládní horizont, působí na ni lobbyistické tlaky a hlavně, takové opatření je obvykle velmi nepopulární a nese velké politické náklady. Velmi účinnou metodou, která vládu „nic“ nestojí je využití prostředků z prodeje státního majetku. Tento způsob je sice reálný, ale ve většině zemí časově, ale i jinak omezený. (Dvořák, 2008, s. 139-144).

Jednou neúčinnější metodou, jak snížit relativní váhu veřejného dluhu je situace, kdy ekonomický růst převyšuje efektivní reálnou úrokovou sazbu z veřejného dluhu. Tento vliv však působí pouze v období souběhu konjunktury a nízkých úrokových měr, bohužel tento jev se vyskytuje poměrně vzácně a krátkodobě. Dalším exogenním faktorem, kterým se zabývá mnoho autorů, je inflace, která sice nemění nominální hodnotu dluhu, ale snižuje jeho reálnou hodnotu (Kohout, 2009; Dvořák, 2008; Musgrave, 1994). Tato možnost je sice omezena nezávislostí centrálních bank, ale v posledních letech to není už tak úplně pravda. Musgrave (1994, s. 510) uvádí příklad, kdy v USA v letech 1970 – 1982 činila roční složená míra inflace 8 % a pomohla ke skrytému snížení dluhu o 60 %.

### 3 ŘÍZENÍ STÁTNÍHO DLUHU

Řízení státního dluhu je charakterizováno v užším technickém smyslu jako proces ovlivňování struktury státního dluhu, jehož cílem je zajištění nezbytného objemu finančních zdrojů při snaze minimalizovat náklady dluhové služby, úroky a existující rizika (Dvořák, 2008, s. 154). Nemluvíme zde o veřejném dluhu, ale o dluhu státním, neboť řízení státního dluhu obvykle spravuje hrubý státní dluh centrální vlády (general government gross debt), který nezahrnuje dluhy mimorozpočtových fondů, fondů sociálního a zdravotního pojištění, krajů a obcí. V současnosti jsou ve světě obvykle používány čtyři institucionální modely správy dluhu centrální vlády – útvar v rámci ministerstva financí (ministry of finance), agentura v rámci MF (debt management office), autonomní agentura (autonomus debt management office) a útvar v rámci centrální banky. Nejrozšířenější praxí je první a druhý model. V ČR řeší správu dluhu útvary v rámci MF. V několika zemích Evropské unie spravuje dluh autonomní agentura vyčleněná z MF. Například v Maďarsku nebo Německu byly tyto agentury zřízeny jako akciové společnosti, jejichž 100 % vlastníkem je stát s pověřením ministra financí jako vykonavatelem vlastnických práv. Model s útvarem v rámci centrální banky je ve světě zcela vyjimečný (Jílek, 2009, s. 578).

#### 3.1 Cíle řízení státního dluhu

Hlavním cílem operací při řízení státního dluhu je zabezpečení výpůjčních potřeb centrální vlády a jejích platebních závazků při zajištění co možná nejnižších nákladů dluhové služby ve střednědobém a dlouhodobém horizontu a při akceptovatelném stupni rizika. S tímto hlavním cílem bezprostředně souvisí odvozené cíle spočívající v aktivní roli správce dluhu při rozvoji všech částí tržního mechanismu zabezpečující rozvoj finančních zdrojů, pokud nejsou v přímém rozporu s hlavním cílem. Mezi tyto cíle u většiny vyspělých zemí nepatří např. podpora měnové politiky nebo spoření domácností. Nicméně Dvořák (2008) uvádí, že výrazná změna dluhu má i monetární účinky a tudíž je dluhový management i součástí stabilizační hospodářské politiky, která leží na pomezí fiskální a monetární politiky a je jejich významným pojítkem. Pro potřeby praktické realizace těchto obecně definovaných standardních cílů je nutná komunikace správce dluhu s veřejností a finančním trhem, jejímž výsledkem je konkretizace základních kvantitativních kritérií formulovaných v rámci dluhové strategie a odrážející porovnání mezi riziky a očekávanými náklady dluhového

portfolia. Komunikace v oblasti strategických cílů je dynamická a je považována za klíčový prostředek posilování kredibility dluhového managementu (MF ČR, 2013).

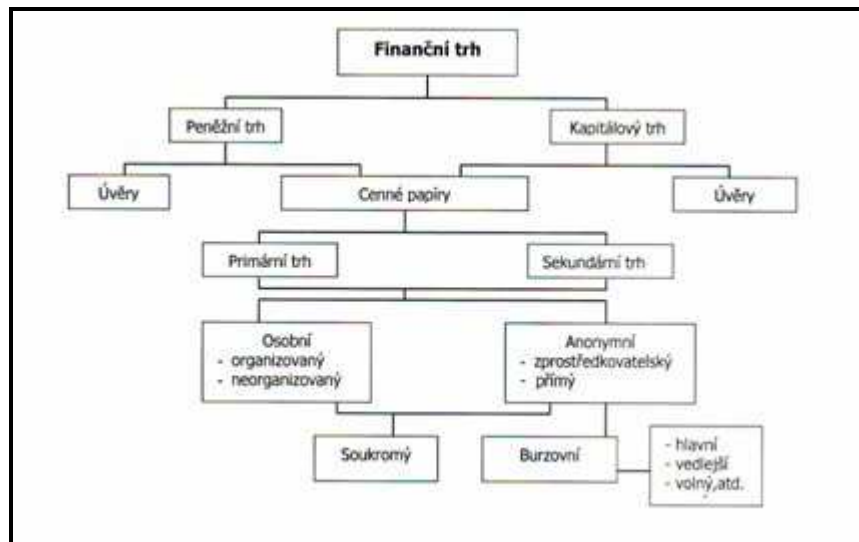
Praktické řízení státního dluhu podle Ministerstva financí ČR (2013) je prováděno pomocí strategických cílů (tzv. targets) na základě nejlepších zkušeností zemí OECD a na základě vlastních finančních analýz dluhového portfolia. Samostatným plněním těchto cílů se vymezuje prostor pro řízení portfolia státního dluhu v dlouhodobém horizontu. Jádrem koncipování alternativních dluhových strategií je řízení rizik a stanovování jejich kvantitativních kritérií a limitů. Řízení rizik zajišťuje, že minimalizace nákladů je realizována v rámci dlouhodobě udržitelných limitů. Úkolem těchto limitů je minimalizovat negativní národohospodářské dopady struktury dluhového portfolia v případě krizového vývoje ekonomiky a extrémních turbulencí na finančním trhu. V žádném případě se potom nesmí zvolená dluhová strategie stát primární příčinou generování finanční a ekonomické krize země. Jílek (2009, s. 579) však upozorňuje, že někteří správci státního dluhu se nechají nalákat bankami a jinými finančními institucemi ke sjednání kontraktů, které daňovou službu zvyšují, přestože správa státního dluhu by se měla řídit pouze podle jednoho kritéria – minimalizace dluhové služby.

### 3.2 Kapitálové trhy

Struktura státního dluhu ve většině vyspělých zemí světa podle instrumentu je taková, že většinou má tento dluh formu dlouhodobých cenných papírů – vládních dluhopisů. V současnosti dluh transformovaný do dluhopisů v zemích EU převládá, v roce 2011 činil podíl sekuritizovaného dluhu na celkovém dluhu 80 %, podrobně příloha P IV (Eurostat, 2013). Tyto dluhopisy (střednědobé – obvykle se splatností do 4 let, dlouhodobé – se splatností nad 4 roky) nakupují bankovní i nebankovní subjekty. Aby jednotlivé vlády mohly tyto dluhopisy emitovat a prodávat, je existence kapitálového trhu nezbytnou podmínkou.

Kapitálový trh je subsystémem finančního trhu, který je možno definovat jako místo, kde dochází k interakci mezi nabídkou peněz a peněžního kapitálu s poptávkou po peněžích a peněžním kapitálu. Podle hlavního druhu obchodovaného finančního aktiva je možné finanční trh rozdělit na trh dluhový, akciový, měnový a komoditní (Král, 2010, s. 36). Podle původní splatnosti finančního aktiva se dělí finanční trh na trh peněžní a kapitálový, jak je znázorněno na následujícím obrázku (Obr.2). Peněžním trhem se tady označuje trh s finančními aktivy s původní splatností do jednoho roku. Na kapitálovém trhu se tedy obcho-

duje s instrumenty, u nichž je doba splatnosti delší než jeden rok. Kapitálový trh tak lze charakterizovat jako komplex vztahů a jednotlivých subjektů, jejichž základním cílem je zhodnotit středně a dlouhodobě vložené prostředky investováním do dlouhodobých finančních aktiv (Pavlát, 1993). Emitenti, tedy i státní a veřejné instituce, emitují cenné papíry a nabízejí je k prodeji na kapitálovém trhu. Touto cestou získávají zdroje pro financování vlastní činnosti.



Obr. 2. Schéma finančního trhu (Polách, 2008).

Jílek (2009) však upřednostňuje název dluhový trh, který považuje za nejdůležitější kategorii finančního trhu. S souvislostí s dluhopisy hovoří o subsystémech dluhového trhu, který dělí na primární a sekundární trh. Na primárním trhu se nová emise cenných papírů poprvé dostává na trh, emitent má tuto fázi plně pod kontrolou a dochází k přenosu finančních prostředků od investora k vypůjčovateli. Účastníky na primárním trhu jsou obvykle největší bankovní i nebankovní obchodníci s CP, kteří nakupují cenné papíry jednak pro sebe, ale i pro své klienty. Trh s již emitovanými cennými papíry se nazývá sekundární trh. Zde již investoři ztrácejí vazbu s dlužníkem a při změně majitele cenného papíru přechází peněžní prostředky pouze mezi investory (Jílek, 2009, s. 402-404).

### 3.3 Dluhopisy

Vznik dluhopisů souvisel s potřebou obchodování s dluhy. S dluhopisy je možné, na rozdíl od půjček a úvěrů, snadno obchodovat. Při obchodování s dluhopisem se věřitelé střídají a věřitel není na dluhopisu vyznačen, věřitelem je každý momentální držitel dluhopisu. Dalším rozdílem je, že jistina dluhopisu se obvykle splácí najednou, zatímco jistina úvěru se

běžně splácí postupně ve splátkách. Důležitou vlastností dluhopisu je jeho neosobní charakter. To znamená, že úroková míra není výsledkem osobního jednání mezi věřitelem a dlužníkem, ale je stanovena trhem. Dluhopisy tak patří mezi dlužné cenné papíry a mají obvykle pevně stanovenou dobu splatnosti s tím, že emitent se zavazuje ve stanoveném čase splatit jmenovitou hodnotu a také vyplácet majiteli dluhopisu v dohodnutých termínech výnosy z emitovaných dluhopisů (Jílek, 2009; Polouček, 2009). Kromě termínu dluhopis se běžně používá název obligace a v posledních letech také anglické slovo bond. Podle Poloučka (2009, s. 167) je dluhopis a obligace ekvivalentní s tím, že dluhopis se častěji používá pro státní cenné papíry, obligace v souvislosti s bankovními nebo podnikovými cennými papíry. Slovo bond je název používaný v anglosaských zemích.

### 3.3.1 Státní dluhopisy

Státní dluhopisy jsou emitovány vládou, kterou obvykle zastupuje útvar ministerstva financí nebo autonomní agentura. Dluhopisy slouží hlavně k pokrytí deficitu státního rozpočtu, ale existují i účelové emise státních dluhopisů např. pro sanaci škod po přírodních katastrofách. Pro vyspělé země obvykle představují levnější zdroj financování, než přímé úvěry. Pro investory státní dluhopisy vyspělých států obvykle představují cenné papíry s nízkým rizikem nesplacení, je s nimi ale spojené tržní riziko, protože jejich cena na dluhovém trhu se mění v závislosti na aktuálním vývoji. Všeobecně se dá říct, že čím je doba splatnosti státního dluhopisu delší, tím je tržní riziko vyšší. Státní dluhopisy jsou pro investory relativně bezpečnou investicí, ale nevýhodou je nepřilíš vysoký výnos. Kladem je jejich dobrá likvidita, neboť investor je může rychle směnit za hotovost. Pro evropský trh střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů je charakteristické sblížení podmínek emise a obchodování v různých zemích. Příkladem je aukční systém prodeje nebo odstraňování překážek pro účast zahraničních subjektů na trzích státních dluhopisů a tím dochází k jejich zrovnoprávnění s účastníky domácími (Polouček, 2009, s. 168-171).

Státní dluhopisy se obchodují na primárním a poté na sekundárním trhu. Nově emitované státní dluhopisy se poprvé prodávají investorům na primárním trhu. Státní dluhopisy se na tomto trhu obvykle nabízejí formou aukce pro přímé účastníky aukcí nebo formou přímého prodeje vybraným přímým účastníkům nebo administrátorovi emise. Přímými účastníky trhu jsou většinou investiční banky. Přímí účastníci mají povinnost upsat státní dluhopisy na primárním trhu v určitém minimálním limitu a musí podávat do aukce objednávky

svých klientů. Příímí účastníci nejsou vždy konečnými zájemci o držbu státních dluhopisů a prodávají je dál na sekundárních trzích. Běžně se s nimi neobchoduje na burzách, ale na OTC trzích. Sekundární trh plní důležitou roli v oblasti likvidity obchodovatelných cenných papírů. Čím je cenný papír likvidnější, tím klesá požadavek na prémii za jeho likviditu. U státních dluhopisů se snížením tohoto požadavku zlevňuje financování vládních výdajů. Sekundární trhy s dluhopisy jsou přímo ovlivňovány situací na celosvětových finančních trzích (Jílek, 2009, s. 402-404).

### 3.3.2 Členění dluhopisů

V praxi se vyskytuje mnoho různých typů dluhopisů, které je možno členit podle různých kritérií. Z hlediska státních dluhopisů se zdá být nejdůležitější členění podle měny, typu výnosu a doby splatnosti (Polouček, 2009, s. 168). Podle měny jsou dluhopisy emitovány buď v domácí nebo zahraniční měně, což má přímý vliv na poměr domácího a zahraničního dluhu. S dluhopisy emitovanými v zahraničních měnách souvisí hlavně kurzové riziko, které v tomto případě plně nese emitent. Nečekaná deprecie domácí měny může např. v případě měnové krize významně zvýšit hodnotu dluhu (Dvořák, 2008, s. 89).

Podle typu výnosu je možné určit tři základní typy výnosu – dluhopisy s pevnou kuponovou sazbou, plovoucí kuponovou sazbou a nulovou kuponovou sazbou. Dluhopisy s pevným výnosem přinášejí držiteli vždy stejnou kuponovou platbu. Kuponová sazba je pevně stanovená a ceny těchto dluhopisů podléhají vyšší volatilitě, než ceny dluhopisů s pohyblivou sazbou. U dluhopisů s variabilní sazbou se kuponová platba během životnosti mění podle aktuálního vývoje kuponové sazby. Kuponová sazba je většinou navázána na vhodnou úrokovou sazbu mezibankovního trhu, např. LIBOR nebo PRIBOR. Zvláštním typem variabilní sazby jsou tzv. inflační dluhopisy, kde kuponovou platbu přímo ovlivňuje míra inflace v daném státě. Dluhopis s nulovou kuponovou sazbou (zero coupon bonds) je nejjednodušší dluhopis, který není spojen s kuponovými platbami, ale až na konci životnosti dojde ke splacení jmenovité hodnoty. Tento dluhopis se emituje a na trhu prodává za cenu, která je nižší, než jmenovitá hodnota, tzv. s diskontem. Výnos z jejich držby je tak rozdílem mezi kupní a jmenovitou cenou (Polouček, 2009, s. 172).

Podle splatnosti lze dluhopisy dělit na střednědobé se splatností od jednoho roku do 4 let a dlouhodobé se splatností nad 4 roky. Nejběžnější a nejsledovanější jsou desetileté státní dluhopisy. Se splatností souvisí zejména refinanční riziko, neboť se splatností jedněch dlu-

hopisů vláda běžně emituje nové dluhopisy. V situaci, ve které nabídka dluhopisů nenajde odpovídající poptávku, třeba z důvodu nedůvěryhodnosti vlády, může za nepříznivých okolností vést až defaultu (Dvořák, 2008, s. 155).

### 3.4 Rating

Obecně lze rating definovat jako komplexní hodnocení určitého subjektu nebo projektu z hlediska jeho budoucí schopnosti splácet včas přijaté závazky (úvěry, dluhopisy). Nezbytná je nezávislost hodnocení, která má za cíl na základě komplexní analýzy všech známých rizik určit, jak je hodnocený subjekt schopen a ochoten dostát všem svým splatným závazkům. Úkolem ratingu není jen bonitu subjektů popsat, ale především subjekt pomocí standardizovaného systému zařadit do určité skupiny. Souhrnná ratingová stupnice tří nejvýznamnějších světových ratingových agentur je uvedena v příloze PV (Fxstreet, 2013). Toto hodnocení pomocí uděleného ratingového stupně pak investorům pomáhá zjistit bonitu subjektu nebo cenného papíru, do kterého mají zájem investovat. Standardní úvěrový rating však nelze považovat za investiční doporučení, rating pouze zkoumá fundamentální kvalitu hodnoceného subjektu nebo kvalitu emitovaného cenného papíru (Vinš a Liška, 2005).

#### 3.4.1 Ratingové agentury

Historie ratingu je úzce spjata s vývojem finančního trhu USA na počátku 20. století. V roce 1909 John Moody začal hodnotit obligace železničních společností (což tehdy bylo významné odvětví) a brzy poté začal používat tento typ hodnocení i pro dluhopisy podniků veřejných služeb a průmyslových společností. Mezi první agentury také patřila Poor's Publishing Company, která vydala své hodnocení v roce 1916, a Standard Statistics Company a Fitch Publishing Company v roce 1922 (Vinš a Liška, 2005, s. 2-3).

V současnosti hrají rozhodující roli tři ratingové agentury, které jsou označovány jako "velká trojka". Jedná se o Standard & Poor's, Moody's a Fitch-IBCA (Fitch Ratings). Jsou to agentury z USA, které působí po celém světě a jejich hodnocení je mezinárodně uznáváno. Pro činnost těchto agentur je nezbytná nezávislost a důvěryhodnost. Agenturu Moody's založil v roce 1914 John Moody a v současnosti má přibližně 40 % tržní podíl na trhu. Kromě ratingů realizuje také ekonomické průzkumy a finanční analýzy komerčních i státních subjektů a poskytuje software pro řízení rizik finančních institucí. Společnost má přibližně 4000 zaměstnanců v 27 státech. Další je Standard & Poor's, která vznikla v roce

1941 fúzí Standard Statistics Company a Poor's Publishing Company. Zaměřuje se na celou škálu finančních služeb. Kromě ratingů provádí vlastní ekonomické průzkumy, vytváří S & P indexy a je jedním z předních světových poskytovatelů nezávislých informací o investicích. Působí v 23 zemích a na trhu má přibližně 40 % podíl. Třetí v pořadí Fitch Ratings založil v roce 1913 John Knowles Fitch a dnes je Fitch Ratings jednou ze tří částí finanční společnosti Fitch Group. Fitch Ratings má na trhu podíl přibližně 16% (Fxstreet, 2013).

### 3.4.2 Mezinárodní rating

Mezinárodním ratingem se rozumí standardní nástroj hodnocení bonity zemí pro posouzení jejich důvěryhodnosti a rizikovosti podnikání pro zahraniční firmy v dané destinaci a o určení pravděpodobnosti, že hodnocená země dostojí svým závazkům. Zařazení do určité skupiny je tedy vyjádřením bonity státu jako dlužníka a jeho ekonomické schopnosti dostát vydaným vlastním závazkům a splatit v době splatnosti a v úplném množství úroky i jistinu dlužné částky. Při procesu stanovení ratingu státu se agentura zaměřuje na dva základní okruhy, a to na ekonomické a politické riziko, kde ekonomické riziko odráží schopnost splatit dluh a politické riziko, které odráží ochotu splatit dluh. Na základě získaných informací a analýz udělí ratingová agentura státu příslušnou známku, která odpovídá rizikovosti země – na stupnici od AAA (S&P), která znamená nejvyšší kvalitu dluhopisů, do D (S&P), která označuje velmi nebezpečné dluhopisy, které mají malou šanci stát se investiční příležitostí (Vinš a Liška, 2005, s. 10; Fxstreet, 2013).

Aktuální známky jednotlivých zemí podle agentur Moody's, S&P a Fitch jsou uvedeny v příloze (PVI). Snížení nebo zvýšení ratingu jednotlivého státu může výrazně ovlivnit úroky státních dluhopisů daného státu a proto je pro finanční trhy tento údaj důležitý. Nejvyšší stupně ratingu dlouhodobě drží nejvyspělejší země světa disponující stabilní ekonomikou s nízkou inflací, nezaměstnaností, vzdělaným obyvatelstvem a kvalitní infrastrukturou. Na opačné straně se nachází nestabilní země s vysokým zadlužením, jejichž ekonomika se potýká se závažnými problémy a zejména s celkovou platební neschopností. Nicméně snížení ratingu se nevyhýbá ani vyspělým státům, jak jsme toho byli svědky v případě Velké Británie, když 22. 2. 2013 agentura Moody's snížila nejvyšší hodnocení Aaa o jeden stupeň na Aa1. Důvodem byl slabý ekonomický růst a rostoucí vysoké zadlužení, což se podle Moody's nepodaří britské vládě zvrátit před rokem 2016 (Bloomberg, 2013).



## 4 SHRnutí TEoretické Části

V teoretické části své diplomové práce jsem provedl průzkum dostupných literárních pramenů, které se zabývají veřejnými financemi, fiskální nerovnováhou, veřejným dluhem, jeho řízením a možnostmi jeho řešení. Při práci na teoretické části jsem maximálně využil také své poznatky, které jsem doposud nabyt při studiu.

V první kapitole jsem popsal prostředí, kde fiskální nerovnováha a z toho vyplývající veřejné dluhy vznikají. Toto prostředí se obecně označuje jako veřejné finance. Je to pojem, který běžně používá jak odborná, tak i laická veřejnost. Zabýval jsem se také důvody existence veřejných financí a přístupy k veřejným financím z hlediska ekonomických teorií. Jedná se totiž o ekonomickou disciplínu, na jejíž realizaci v praxi existují různé, až protichůdné odborné názory zejména v oblasti účinnosti vládních zásahů při realizaci hospodářské politiky.

V další části jsem se zabýval fiskální nerovnováhou a veřejným dluhem, který je stěžejním tématem mé diplomové práce. Analyzoval jsem jak krátkodobou, tak i dlouhodobou fiskální nerovnováhu. Fiskální nerovnováha v záporném pojetí generuje dluhy a je tak vnímána negativně téměř všemi autory. Z vymezení státního dluhu vyplývá, že v ekonomické praxi se může každý subjekt zadlužit, zadluží-li se však stát, je tento problém mnohem závažnější, neboť se týká každého daňového poplatníka. V této kapitole je také krátce popsána metodika vykazování dluhu v EU. Mnohem obsírněji se zde však zabývám analýzou příčin, důsledků a zejména možnostmi, jak řešit stále rostoucí zadlužení států.

Cílem třetí kapitoly je popis řízení státního dluhu, jako procesu ovlivňování struktury státního dluhu, jehož cílem je zajištění nezbytného objemu finančních zdrojů při snaze minimalizovat náklady dluhové služby. Jedná se zde hlavně o emise státních dluhopisů a kapitálový trh, který je nezbytný pro to, aby jednotlivé vlády mohly tyto dluhopisy emitovat a prodávat. Popsána je zde i problematika ratingu, jako neoddelitelná součást hodnocení státních dluhopisů.

V praktické části budu, s využitím poznatků z teoretické části, analyzovat příčiny a důsledky vysokého zadlužení států eurozóny. Hlavním cílem však bude navrhnout opatření, které by pomohlo řešit dluhovou krizi a predikovat předpokládaný vývoj v těchto zemích.

## **II. PRAKTICKÁ ČÁST**

## 5 EVROPSKÁ UNIE

Dříve, než se budu ve své diplomové práci věnovat eurozóně a její dluhové krizi, považuji za nezbytné, stručně přiblížit samotnou Evropskou unii a její historii, neboť hospodářská a měnová unie (eurozóna) je právě jedním z kroků evropské integrace.

Evropská unie je vnímána jako hospodářské a politické společenství 27 evropských zemí, jejichž území pokrývá významnou část kontinentu. První základy Evropské unie byly položeny několik let po druhé světové válce, kdy hrůzy z této války byly ještě v čerstvé paměti. Úvodní kroky evropské integrace spočívaly v upevnění a rozšíření hospodářské spolupráce. Zakladatelé vycházeli z jednoduché hypotézy, že země, které spolu obchodují a jsou tak na sobě ekonomicky závislé, nevyvolají další ozbrojený konflikt. Z prvotní hospodářsky orientované spolupráce se časem zrodilo společenství, které spolupracuje v celé řadě politických i ekonomických oblastí. Tuto zásadní proměnu prodělala i změna názvu společenství z EHS na Evropskou unii, která se uskutečnila v roce 1993 (Fiala a Pitrová, 2009).

Evropská unie funguje na zásadách právního státu a smluv, které všechny členské země dobrovolně a demokraticky odsouhlasily. Tyto závazné dohody určují postup a cíle EU v mnoha oblastech její činnosti. EU deklaruje tyto základní hodnoty – lidská důstojnost, svoboda, demokracie, rovnost, právní stát a dodržování lidských práv. Tyto hodnoty musí dodržovat jak orgány EU, tak vlády členských zemí (Europa, 2013).

Z ekonomického pohledu je nejdůležitější jednotný trh (vnitřní trh), který je dnes považován za jeden z největších úspěchů EU. Díky jednotnému trhu se lidé, zboží, služby a kapitál mohou pohybovat po celé EU bez omezení hranicemi států a jinými překážkami. Tento společný trh je považován za hlavní ekonomický motor unie a uznávají jej i odpůrci EU.

### 5.1 Historie Evropské unie

Počátek se datuje do roku 1950, kdy začíná hospodářské a politické sjednocování evropských zemí v rámci Evropského společenství uhlí a oceli. Zakládající státy byly: Belgie, Francie, Itálie, Lucembursko, Německo a Nizozemsko. V roce 1957 byla podepsána Římská smlouva, kterou se založilo Evropské hospodářské společenství (EHS).

V roce 1973 vstoupily do společenství další tři státy – Dánsko, Irsko a Spojené království, čímž se počet členských států zvýšil na devět. Sedmdesátá léta byla ve znamení energetické krize a z ní vyplývajících hospodářských problémů. V rámci regionální politiky se začaly

uplatňovat transfery na podporu vytváření pracovních míst a budování infrastruktury v chudších oblastech EHS. V politických záležitostech se zvýšil vliv Evropského parlamentu, jehož poslance mohli občané v roce 1979 poprvé volit přímo (Europa, 2013).

V roce 1981 se desátým členským státem stalo Řecko a o pět let později vstoupili Španělsko a Portugalsko. V roce 1986 byl podepsán Jednotný evropský akt, na němž byl založen rozsáhlý šestiletý program zaměřený na řešení problémů volného obchodu mezi státy a který později vytvořil jednotný trh. Významným mezníkem v historii evropského společenství se stal rok 1989, kdy dochází k politickému zvratu, který představuje pád berlínské zdi, znovusjednocení Německa a pád komunistických režimů ve střední a východní Evropě (Fiala a Pitrová, 2009). Tyto změny otevřely dveře k dalšímu rozšiřování evropského společenství.

V roce 1993 byl dořešen jednotný trh založený na čtyřech svobodách: volném pohybu zboží, služeb, osob a kapitálu. Devadesátá léta byla též zásadním obdobím pro vznik a schválení „maastrichtské“ Smlouvy o Evropské unii platné od roku 1993. Maastrichtský scénář stanovil, mimo jiné, vznik měnové unie, která měla vzniknout buď v roce 1997 nebo 1999. V roce 1995 se EU ještě rozrostla o tři nové členy, Finsko, Rakousko a Švédsko.

Důležitým datem pro EU se stal leden 1999, kdy vznikla HMU s novou měnou euro, které ale existovalo pouze v bezhotovostní formě, tj. v podobě zůstatků na bankovních účtech. V oběhu nadále zůstávalo národní oběživo, které tak jako dříve plnilo standardní peněžní funkce. Pro občany eurozóny se stává novým platidlem euro v lednu 2002, kdy byla v zemích eurozóny zahájena výměna národních bankovek a mincí za eurové.

Rok 2004 se zapsal do historie svým nejvýznamnějším rozšířením, kdy se k EU připojilo 10 nových zemí – Polsko, Česko, Slovensko, Maďarsko, Slovinsko, Lotyšsko, Estonsko, Litva, Malta a Kypr. V roce 2007 následovaly další dvě – Bulharsko a Rumunsko.

Koncem roku 2008 dolehla na světové hospodářství finanční a posléze v dalších letech hospodářská krize, která se nevyhnula ani EU. Řešení této krize vidí představitelé EU v užší hospodářské spolupráci mezi zeměmi EU. Všechny země EU ratifikovaly Lisabonskou smlouvu. Tato smlouva by měla EU poskytnout moderní instituce a efektivnější pracovní metody, ale má také mnoho odpůrců v řadách evropských politiků. Nové desetiletí začalo těžkou hospodářskou a dluhovou krizí některých členských států, která trvá doposud a je vlastně první těžkou zkouškou odolnosti a soudržnosti Evropské unie (Europa, 2013).

## 6 HOSPODÁŘSKÁ A MĚNOVÁ UNIE

Hospodářská a měnová unie je podle některých ekonomů a politiků tím nejkontroverznějším projektem, který byl v Evropské unii realizován. Bohužel poslední vývoj v zemích eurozóny dává těmto kritikům za pravdu. Měnová integrace se ve Smlouvě o EU opírala o velmi zjednodušený koncept, považující politiku směnných kurzů za otázku výsostného zájmu. Euro bylo prezentováno jako měna, která upevní pozici Evropy ve světě, zintenzivní spolupráci evropských ekonomik, donutí jednotlivé země k fiskální disciplíně a stane se symbolem politické jednoty (Marsh, 2012). Nicméně zavedení eura nebylo ekonomickým rozhodnutím, nýbrž politickým, kterým byly společnou měnou spojeny země, které neměly pro fungování v měnové unii stejné ekonomické předpoklady.

Když se vrátíme do historie, v rámci HMU lze nalézt dva hlavní proudy, které spolu polemizují již od 70. let 20. století. Jedni byli přesvědčeni, že rychlé zavedení společné měny bude mít pozitivní vliv na konvergenci ekonomik zúčastněných zemí, kdežto ti, vůči euru skeptičtější, byli a jsou přesvědčeni, že úspěšnou HMU lze docílit nejprve těsným hospodářským a politickým sblížením účastnických zemí a zavedení společné měny je možné až v samotném závěru tohoto procesu (Marsh, 2012). Samozřejmě je potřeba také zmínit třetí skupinu, která společnou měnu odmítá za jakýchkoliv podmínek, nebo jen pro velmi úzkou homogenní skupinu zemí. Pod vlivem politických ambicí nakonec zvítězil první přístup a do eurozóny byla uspěchaně spojena velmi heterogenní skupina zemí. Tento politický tlak tak ignoroval nepříjemná fakta, například, že se jednotlivé země ekonomicky odlišně vyvíjejí a že řada nastávajících členů měla již před vstupem velké problémy ve veřejných financích.

### 6.1 Vývoj hospodářské a měnové unie

Vznik společné měny euro je výsledkem dlouholetého integračního procesu, který započal již před koncem druhé světové války, kdy byl dohodnut Brettonwoodský systém pevných, avšak přizpůsobitelných kurzů, který přinesl dlouho požadovanou měnovou stabilitu. Do tohoto systému se zapojilo i šest evropských států (Belgie, Francie, Itálie, Německo, Nizozemsko, Lucembursko), které později v roce 1957 založily podpisem Římské smlouvy Evropské společenství.

Když se Brettonwoodský systém v roce 1973 rozpadl, v členských zemích EHS režim pevných avšak přizpůsobitelných kurzů pokračoval v podobě ne příliš úspěšného uspořádání nazývaného měnový had. V té době byl také podniknut první neúspěšný pokus o vytvoření měnové unie, známý jako Wernerův plán, podle kterého měla měnová unie vzniknout během deseti let. V té době však udeřil ropný šok, který eskaloval inflaci. Evropští politici museli řešit akutní hospodářské problémy a myšlenku společné měny opustili. Dalším krokem, který představoval posun k měnové spolupráci bylo v roce 1979 ustanovení Evropského měnového systému. Tento systém se stal předpokladem pro druhý pokus o vytvoření měnové unie. Konkrétní kroky vedoucí k HMU nastínila tzv. Delorova zpráva.

Většina námětů Delorovy zprávy byla převzata Maastrichtskou smlouvou, kterou členské země uzavřely v roce 1992. Touto smlouvou bylo rozděleno zavádění HMU do tří etap, z nichž druhá měla začít 1. ledna 1994 a třetí etapa 1. ledna 1999. O účasti jednotlivých členských zemí měla rozhodovat na základě konvergenčních kritérií Rada EU ve složení hlav států a vlád kvalifikovanou většinou. První etapa byla co do rozsahu a důležitosti nejjednodušší a trvala do prosince 1993. Vycházela z koncepce Delorovy zprávy, především však došlo v jejím průběhu k dokončení jednotného vnitřního trhu a realizaci volného pohybu zboží, osob, kapitálu a služeb (Evropa, 2013).

Druhá etapa trvala od 1. ledna 1994 do konce roku 1998 a byla nejnáročnější částí celého projektu. V jejím průběhu došlo k vytvoření institucionálních, ekonomických a právních předpokladů pro zavedení společné měny. Na summitu ze dne 15. – 16. prosince 1995 v Madridu bylo rozhodnuto, že nová společná měna ponese název euro a také rámcový plán zavedení jednotné měny. Bylo rozhodnuto, že euro bude zavedeno ve dvou etapách, nejdříve jako bezhotovostní a poté i jako hotovostní peníze (Evropa, 2013).

Celý proces byl završen v roce 1999, kdy jedenáct z tehdejších patnácti členů EU (Belgie, Finsko, Francie, Irsko, Itálie, Německo, Nizozemí, Lucembursko, Portugalsko, Rakousko a Španělsko) ustavilo HMU se společnou měnou euro. V roce 2001 do eurozóny vstoupilo Řecko. Euro v této fázi existovalo pouze v bezhotovostní formě. V oběhu nadále zůstávalo národní oběživo, které tak jako dříve plnilo standardní peněžní funkce. Pro občany eurozóny se stává novým platidlem euro v lednu 2002, kdy byla v zemích eurozóny zahájena výměna národních bankovek a mincí za eurové. Rozšiřování eurozóny nadále pokračovalo vstupem Slovinska v roce 2007 a na začátku roku 2008 euro přijaly dva středomořské státy Kypr a Malta. Od 1. ledna 2009 euro používá Slovensko a od 1. ledna 2011 Estonsko.

Zavedení společné měny euro byl velmi náročným a sofistikovaným úkolem. V podstatě již od počátku zavádění měnové unie se tento projekt potýká se zcela zásadním rozporem. Měnová politika je svěřena do výhradní kompetence nadnárodního a na národních státech zcela nezávislého orgánu – Evropské centrální banky (ECB). Zatímco hospodářská politika, jakožto makroekonomický instrument zůstává v rukou národních států, a je tedy pojmán výlučně na mezivládní spolupráci. Tento rozpor se ještě více vyhrotil v posledních letech ve spojení s veřejnými dluhy. Proto se Evropské společenství snaží tuto situaci řešit ještě hlubší integrací. Podle těchto představitelů je v této situaci jediným účinným řešením pro eurozónu vznik fiskální unie, dohlížející na udržitelnost veřejných financí. Zatím však pro tak zásadní změnu v rámci fungování eurozóny nenadešel čas, a proto se hledají dočasná, méně radikální řešení, která se dají nazvat jako zastřená fiskální unie.

## 6.2 Konvergenční kritéria

K zajištění udržitelné směnitelnosti nutné pro dosažení hospodářské měnové unie stanovila Maastrichtská smlouva pět konvergenčních kritérií, která měla být splněna každým členským státem před vstupem do HMU. Zde záměrně používám kondicinál, neboť jak se později ukázalo, do erozóny vstoupily i země, které některá kritéria nesplňovala a tudíž neměly být do eurozóny vůbec přijaty. O plnění kritérií rozhodují ve svých zprávách Komise a Evropská centrální banka (ECB). Konvergenční kritéria jsou:

- deficit státního rozpočtu nesmí překročit 3 % HDP;
- výše celkového veřejného dluhu nesmí překročit 60 % HDP;
- průměrná míra inflace, která po dobu jednoho roku před posuzováním nepřekročí míru inflace tří členských států s nejvyšší inflací o více než 1,5 %;
- dlouhodobé nominální úrokové míry nesmí o více než dva procentní body přesáhnout úrokové míry tří členských států s nejlepší cenovou stabilitou;
- po dobu posledních dvou let musí být bez vážného napětí dodržováno stanovené flukтуаční pásmo dané měny v Evropském měnovém systému (Europa, 2013).

Konvergenční kritéria měla zajistit, aby hospodářský rozvoj v rámci hospodářské a měnové unie byl vyvážený a nezpůsobil vznik jakéhokoli napětí mezi členskými státy. To, že se jednalo o zbožné přání je dnes jasné. Zejména první dvě kritéria vztahující se k fiskální

disciplíně jsou problematická. Nejenže nebyla některými zeměmi při vstupu do erozóny plněna, ale podle mého názoru byla i chybně konstruována. Mám na mysli zejména rozpočtový deficit ve výši 3 % HDP, neboť politici pochopili toto kritérium ne jako maximální míru deficitu, ale jako normální hodnotu. Zapomněli na to, že rozpočet má být za normálních okolností vyrovnaný tak, aby výdaje odpovídaly příjmům. Deficitní léta by měly být akceptována jen mimořádně, např. v době hluboké recese. Problematické je i druhé kritérium týkající se veřejného dluhu, výše 60 % je velmi relativní. Zatímco jedna země může zvládat zadlužení v této výši víceméně bezproblémově, pro jinou zemi může tato výše již znamenat hrozbu defaultem.

### 6.3 Pakt stability a růstu

Pakt stability a růstu je závazek, který přijaly členské země Evropské unie v roce 1997 a bezprostředně souvisí s třetí etapou hospodářské a měnové unie. Pakt měl zajistit, aby členské státy dodržovaly rozpočtovou disciplínu i po zavedení jednotné měny. V praxi se Pakt skládá z rezoluce Evropské rady přijaté 17. června 1997 v Amsterdamu a dvou nařízeních Rady ze 7. července 1997, která stanoví základní technická opatření – jedno o kontrole rozpočtové disciplíny a koordinaci hospodářských politik a druhé o zavádění postupu snižování nadměrného schodku. Pakt stability a růstu má za úkol eliminovat vznik vysokých schodků veřejných rozpočtů. Země, která poruší pravidla Paktu, se musí podrobit proceduře nadměrného schodku. Tato země musí předložit realizovatelný plán, jakou cestou nadměrný deficit odstraní. Pokud jde o zemi eurozóny, lze ji za neplnění ozdravného programu finančně sankcionovat, o čemž rozhodují kvalifikovanou většinou ministři Rady EU. Členské eurozóny každoročně zpracovávají stabilizační programy. Země EU, které nejsou členy eurozóny připravují konvergenční programy. Účelem těchto programů je stanovení střednědobých cílů a způsobu jejich dosažení. Programy následně vyhodnocuje Evropská komise (Europa, 2013).

Pakt byl již od svého vzniku příčinou rozepří mezi členy, které vyvrcholily v roce 2002, kdy komise chtěla sankcionovat za nadměrné deficity Francii a Německo. Členské země se v té době rozdělily na zastánce přísných stávajících pravidel a na jejich odpůrce požadující jejich revizi. Výsledkem diskusí byla dohoda o změkčení pravidel Paktu z roku 2005. Toto rozvolnění pravidel Paktu stability a růstu tak vytvořilo prostor pro větší benevolenci, pokud jde o možnost uplatnění sankcí vůči státu, který stanovená kritéria nedodrží.



S příchodem dluhové krize v roce 2010, která byla nazývána i krizí společné měny, začali politici prosazovat cestu ke stabilizaci eura také zpřísněním Paktu stability a růstu, který v té době nedodržovala většina členských zemí (roční deficit rozpočtu pod 3 % HDP a celkový dluh pod 60 % HDP). Politici si bohužel příliš pozdě uvědomili, že opatření z roku 2005, z doby, v níž Evropa ještě vesměs zaznamenávala hospodářský růst, se ukázala jako špatný krok. Pakt měl působit preventivně, aby odradil země od nadměrných schodků. V případě již tak zadlužených zemí, jako je Řecko, by pokutování bylo vyloženě kontra-produktivní. Je paradoxní, že zpřísnění Paktu iniciovalo Německo, které samo tato pravidla nedodržovalo a spolu s Francií se zasadilo o jejich rozvolnění v roce 2005.

#### 6.4 Instituce HMU

Instituce měnové unie nesou hlavní díl odpovědnosti za tvorbu a realizaci evropské měnové politiky, zejména za cenovou stabilitu v eurozóně. Těmito institucemi jsou ECB, ESCB, Hospodářský a finanční výbor, Euroskupina a Rada ve složení pro hospodářské a finanční věci (ECOFIN). Hlavní cíle institucí hospodářské a měnové unie lze stručně shrnout:

- dokončit vybudování vnitřního trhu odstraněním výkyvů směnného kurzu, nákladů směnných transakcí a nákladů spojených se zajištěním proti rizikům výkyvů kurzu,
- zajistit srovnatelnost nákladů a cen v rámci Unie, jež by měla pomoci spotřebitelům, povzbudit obchodování v rámci Společenství a usnadnit podnikání,
- posílit měnovou stabilitu a finanční sílu Evropy eliminací možností provádět spekulace s různými měnami Společenství,
- splněním výše uvedených cílů umožní euru, aby se stalo významnou rezervní měnou i měnou, v níž budou prováděny platby (Evropa, 2013).

Výsadní postavení v rámci institucí HMU má Evropská centrální banka, přestože se fungování celé institucionální soustavy HMU vyznačuje dvousystémovým řízením – na monetární úrovni je zcela dominantní funkce ECB, avšak na hospodářské úrovni se projevuje vliv Rady EU ve spolupráci s Evropskou Komisí. Jde o součinnost nadnárodních orgánů s mezivládně pojatými orgány. ECB je také součástí ESCB a Eurosystemu. ESCB se skládá z ECB a národních centrálních bank všech členských států EU, Eurosystem se skládá z ECB a národních centrálních bank jen těch zemí, které používají euro. Eurosystem i ESCB budou existovat, dokud existují členské státy EU s vlastní měnou.

### 6.4.1 Evropská centrální banka

ECB je centrální bankou pro jednotnou evropskou měnu euro, která má sídlo v německém Frankfurtu nad Mohanem a byla založena 30. června 1998. Počínaje 1. lednem 1999 převzala zodpovědnost za provádění měnové politiky tak, jak byla určena Evropským systémem centrálních bank (ESCB). ECB má právní subjektivitu podle mezinárodního práva veřejného. Jejím hlavním posláním je pečovat o cenovou stabilitu v eurozóně, protože nízká inflace je považována za důležitý předpoklad udržitelného hospodářského růstu. Současným prezidentem Evropské centrální banky je od listopadu 2011 Ital Mario Draghi. Nejvyšším orgánem ECB je Rada guvernérů, kterou tvoří jednak guvernéři centrálních bank zemí eurozóny a dále šestičlenná Výkonná rada, která je odpovědná za každodenní chod ECB a za implementaci rozhodnutí Rady guvernérů. Evropská centrální banka spolupracuje též s centrálními bankami zemí Evropské unie, kde euro zavedeno nebylo. Vytváří s nimi Evropský systém centrálních bank, který má v současnosti 27 členů (ECB, 2013).

ECB byla postavena na modelu silné Bundesbanky, která reprezentovala udržitelný hospodářský růst vyžadující oporu v cenové stabilitě, kterou je schopna zajistit výlučně silná, na politickém cyklu nezávislá, centrální banka. Tento model také vykazoval silnou historickou převahu, jelikož německá marka se stala synonymem pevné a vysoce důvěryhodné měny. Nezávislost ECB by měla být zaručena primárním právem, jehož změny jsou vždy velmi zdoluhavé a komplikované, kterému předchází mezivládní konference. Zároveň primární právo přisuzuje ECB vlastní rozpočet, nezávislý na centrálním rozpočtu EU. Tímto je zajištěn zcela nezávislý výkon administrativy ECB.

Nicméně vlivem probíhající hospodářské a dluhové krize se mění i ECB, pro kterou je čím dál tím těžší dělat jednu měnovou politiku pro rychleji rostoucí ekonomiky na jedné straně a pro skomírající země na straně druhé. Kromě toho se ECB zavázala nejenom poskytovat do členských zemí neomezenou likviditu, ale dokonce byla situací dotlačena k nákupům vládních dluhopisů. Pro německé bankéře, zvyklým dodržovat přísnou monetární politiku, došla trpělivost v září 2011, kdy rezignoval Jürgen Stark na svůj post ve vedení ECB. Stark je zastáncem postoje, který prosazuje euro jako nástupce německé marky, jako silnou nízkoinflační měnu a centrální banka nesmí kupovat ve velkém a dlouhodobě státní dluhopisy. Nicméně, podle jiných pohledů, mimořádná situace zasluhuje neortodoxní řešení. Bez zásahu ECB by se pravděpodobně úroky italských a španělských dluhopisů dostaly do hodnot, které by ještě více ohrozily stabilitu Evropy.

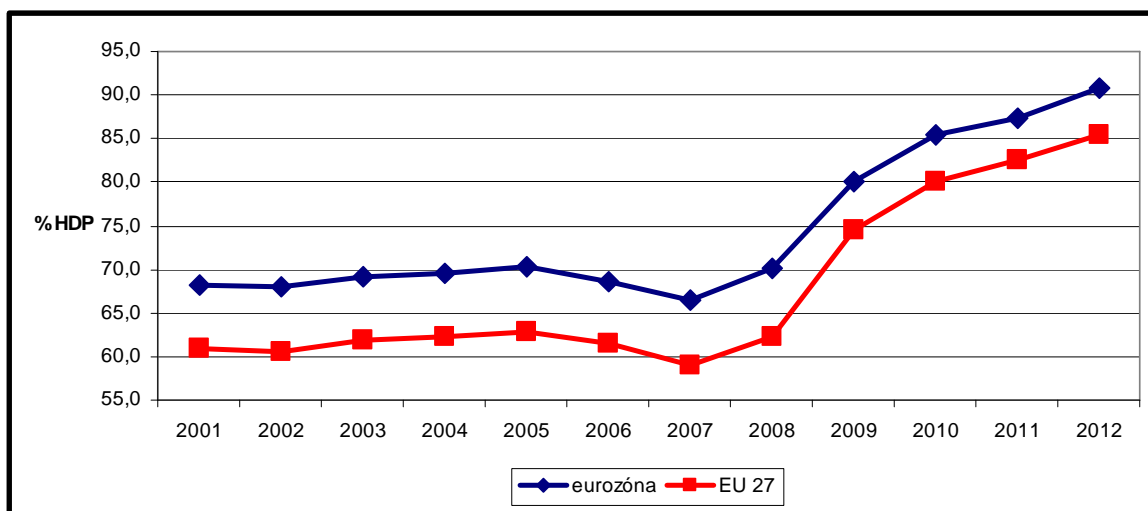
## 7 DLUHOVÁ KRIZE ZEMÍ EUROZÓNY

To, co platí pro každého jednotlivce, mělo by platit do jisté míry i pro stát. Půjčujeme si jen tehdy, pokud víme, že budeme moci svoje dluhy splácet. Bohužel se v posledních dekádách našlo mnoho těch, kteří se touto zásadou neřídili. Našli se i takoví, kteří tvrdili, že veřejný dluh není třeba splácet! Z určitého úhlu pohledu se dá s tímto tvrzením i souhlasit, při splatnosti vydá stát nové dluhopisy a tak dluh vlastně nikdy nesplatí. Dnes tak mnohé vyspělé země světa hospodaří s rekordními fiskálními deficity. Roubini a Mihm (2011) nazývají tyto země riskantními boháči, protože narůstá riziko, že tyto země nebudou v budoucnosti schopni svoje deficity financovat. Ohrožena je tak sama stabilita systému. Většina ekonomů nyní prognózuje setrvání bídných let, spjatých s radikálními zásahy do státem řízených sociálních programů a růstem počtu nezaměstnaných. Státy blahobytu se již staly v podstatě neufinancovatelné. Bankrot zadlužených hospodářsky slabších států může ohrozit stabilitu bank v Evropě i jinde ve světě, vlastnicích velké množství státních dluhopisů bankrotujících zemí. Tím bude ohrožen bankovní sektor i v těch zemích, jejichž dluhová obsluha nebyla dosud v ohrožení. Tato dluhová krize v posledních letech ovládla Evropu, a to zejména země eurozóny tak silně, že se mluví o rozpadu eurozóny, což bylo ještě před několika lety absolutně nemyslitelné. Eurozóna stojí nyní na rozcestí, z něhož najít správný směr k hospodářské stabilitě a obnově nebude vůbec jednoduchý úkol.

### 7.1 Příčiny vysokého zadlužení

Zadluženost západního světa dnes dosahuje hodnot, které jsou v historickém srovnání nebývale vysoké. Během posledních deseti let se celková výše konsolidovaného vládního dluhu zemí Evropské unie zvýšila z 60,5 % na 85,4 % HDP, eurozóna je na tom ještě hůře, celkové zadlužení dosahovalo na konci roku 2012 až 90,7 % HDP (Eurostat, 2013). Vývoj zadlužení zachycuje graf (Obr. 3). U některých států lze hovořit o dluhové krizi. V současnosti jsou to zejména země jižního křídla eurozóny – Řecko, Itálie, Španělsko, Portugalsko a Kypr, ke kterým patří ještě Irsko. Tři z nich již byly nuceny požádat o mezinárodní pomoc (Řecko, Irsko, Portugalsko), v případě dalších dvou (Itálie a Španělsko) nutnost pomoci odvrátil jen zásah ECB. Co jsou ale hlavní příčiny této dluhové krize? Zpravodajství téměř všech médií se zaměřuje výhradně na dluhovou krizi v souvislosti s deficity rozpočtů, z čehož vzniká dojem, že jediným důvodem je rozhazovačnost vlád. Nízká fiskální disciplína však není jedinou a podle mě dokonce ani hlavní příčinou evrop-

ských potíží. Pro toto tvrzení mluví i ten fakt, že ne všechny státy, které jsou v současnosti postiženy dluhovou krizí měly v minulých letech problémy s deficitem, příkladem je Španělsko nebo Irsko. Na druhé straně jsou tu státy, jejichž relativní dluh je velmi vysoký, ale nedá se u nich hovořit o dluhové krizi. Výše dluhů jednotlivých států je vyobrazena v příloze (P III). Příkladem je Německo nebo Belgie, které dosahují mnohem většího relativního dluhu než Španělsko, ale dluhová krize postihla Španělsko, ne Německo a Belgii. Z toho lze usuzovat, že vedle fiskální nezodpovědnosti jsou tu další důvody. Mohou to být jak problémy bank, tak vnější nerovnováha nebo slabost celého evropského hospodářství.



Obr. 3. Vývoj vládního dluhu zemí EU v % HDP (Eurostat, 2013).

Několik dekád byl blahobyt a sociální stát západního typu financován dluhem ve jménu udržitelného růstu. Není náhodou, že dluhy zaznamenaly největší růst mezi lety 2008 a 2009 s příchodem finanční a posléze hospodářské krize. Nejenomže klesly příjmy státních rozpočtů způsobené nižším výběrem daní, ale vlády se snažily ještě více stimulovat ekonomiku pomocí keynesianské hospodářské politiky, která zvýšila výdaje rozpočtů. Tuto politiku lze stručně definovat – jen ať vlády klidně utrácejí. Peníze, které do ekonomiky přidávají, stimulují ekonomický růst, sníží nezaměstnanost a následně zvýší příjmy státního rozpočtu. Tato politika však není vhodná a účinná pro každou zemi. Zejména v podmínkách malých otevřených ekonomik vládní stimulace ztrácí smysl, neboť jejich vliv je zanedbatelný ve srovnání s vlivy zahraničního obchodu a kapitálových toků.

Dalším faktorem, který přispěl k dluhové krizi v některých zemích byla krize bankovní. Tu vyvolalo přílišné zadlužení v soukromé sféře. Zajímavé je, že konvergenční kritéria se zabývají pouze veřejným dluhem, ale na soukromé dluhy neberou zřetel. Ty narostly v někte-

rých zemích eurozóny do obrovských rozměrů. Příkladem je Španělsko nebo Irsko. V Irsku se zvýšil dluh domácností během pouhých pěti let (2002 – 2007) z 111 % na 204 % hrubého disponibilního důchodu (Eurostat, 2013). Důvodem byly příliš levné peníze, které pomohly k růstu bublin, hlavně na hypotečním trhu. S příchodem finanční a hospodářské krize tyto bubliny splaskly, dlužníci přestali splácet, ceny nemovitostí klesly a bankovní krize byla na světě. Vlády pak tyto banky sanovaly, jak jinak než na dluh.

Třetím problémem je odlišná konkurenceschopnost ekonomicky silnějších zemí v čele s Německem na jedné straně a jihoevropských zemí na straně druhé. Dlouhodobě přetrvávající rozdíly v konkurenceschopnosti tak přispívají k turbulencím, které dnes zažíváme. V příloze (P VII) jsou země EU seřazeny podle indexu konkurenceschopnosti (World Economic Forum, 2013). Není náhodou, že země jižního křídla se umístily v druhé půlce pořadí zemí EU. Tyto rozdíly v konkurenceschopnosti vyvolávají vnější nerovnováhu, která se projevuje přebytky běžných účtů platebních bilancí na severu Evropy a deficity téhož na jihu. Pokud tento stav trvá dlouhodobě, země s deficitem se stávají zeměmi dlužnickými a země s přebytky pak zeměmi věřitelskými. Při vzniku eurozóny se věřilo v konvergenci, ale namísto ní přišla divergence. Země, která má svoji měnu, ji může devalvovat a tak podpořit svoji konkurenceschopnost. To v zemích eurozóny nejde.

Příčinou dluhové krize je podle mě kombinace všech uvedených faktorů. Fiskální disciplína je tedy schopna odstranit rozpočtové deficity, ale nebezpečí vzniku úvěrových bublin díky jednotné monetární politice v eurozóně nezmenší. Jednotná měnová politika se totiž zajímá o celek eurozóny, tudíž je jasné, že více pasuje dominantním členům eurozóny. Ani nezvedne tragickou konkurenceschopnost jižního křídla eurozóny. Jako hlavní příčina krize se tak nejvíce jeví deficitní financování, ale nedostatečná flexibilita eura. Samozřejmě v každé takto postižené zemi dominuje jiný faktor, což bude předmětem kapitoly 8.

## 7.2 Důsledky vysokého zadlužení

Na prvním místě lze uvažovat o jevu, který popisují všichni autoři v teoretických pracích. To je, že státní dluh vytěsňuje soukromé investice. Zadlužující se státy zahrnují finanční trhy svými dluhopisy a tím ubývá kapitál pro podnikatelský sektor. V letech 2008 až 2009, což bylo v době největšího nárůstu dluhu, klesly meziročně hrubé investice nefinančních korporací v EU o 12 % (Eurostat, 2013). Tato prudká změna byla samozřejmě způsobena primárně příchodem hospodářské krize, ale část lze jistě připsat i vytlačovacímu efektu.

Tato změna mohla znamenat jediné – snížení ekonomické aktivity, kdy ubývají pracovní místa, což si samozřejmě vyžádá další sociální výdaje ze státních rozpočtů a tím roste dluh. Kromě tohoto efektu působí rostoucí zadlužení na státní rozpočty dalším faktorem. Tím jsou rostoucí náklady dluhové služby, které také navyšují dluh. Tím se kruh uzavře – vysoké zadlužení způsobuje další dluh.

Důsledky dluhu popsané v předcházejícím odstavci jsou nevyhnutelné a samozřejmě objektivně negativní. Existuje však jeden potencionální důsledek zadlužení, který se všeobecně považuje za pozitivní. Tím je růst HDP. Podle mě je však radost z takového růstu HDP diskutabilní. Jaký účel má růst HDP s pomocí násobně vyššího deficitu? HDP se dá samozřejmě stimulovat pomocí dluhu. Řečeno jinak, deficit a růst spolu velmi úzce souvisí. V následující tabulce je znázorněno porovnání růstu HDP a deficitů zemí EU jako celku v letech 2003 až 2011 (Tab. 1). Jen ve dvou letech byl růst díky ekonomice, tzn. byl vyšší než deficit, v ostatních růstových letech to bylo pravděpodobně díky státu, to je dluhu.

Tab. 1. Vývoj růstu HDP a deficitů SR zemí EU (Eurostat, 2013).

Rok	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Růst HDP (%)	1,5	2,5	2,1	3,3	3,2	0,3	-4,3	2,1	1,5
Rozpočtový deficit (%)	-3,2	-2,9	-2,5	-1,5	-0,9	-2,4	-6,9	-6,5	-4,4

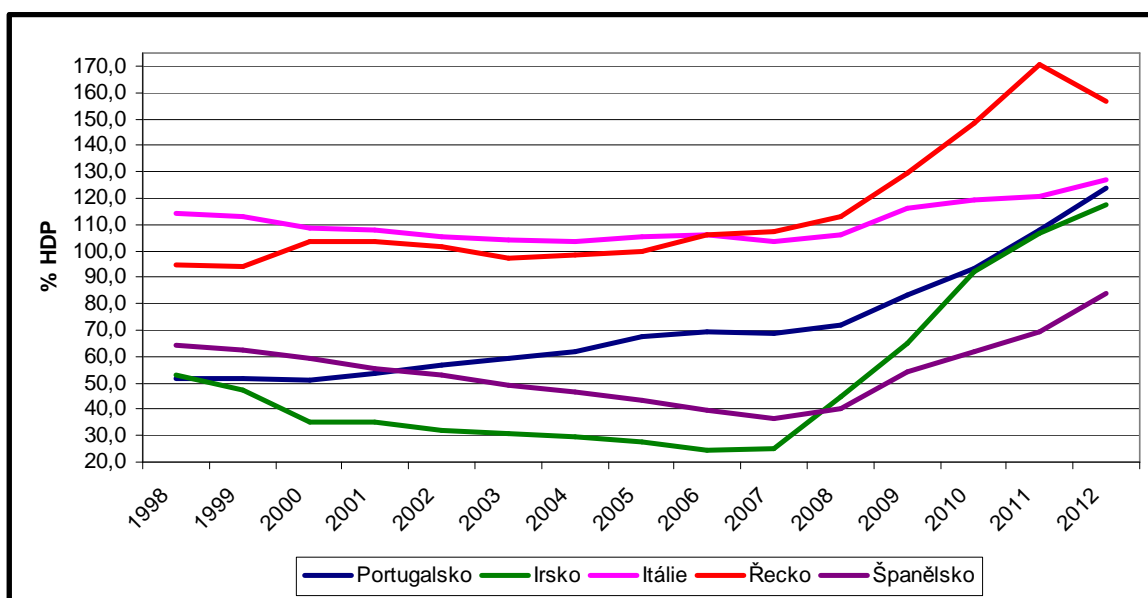
Negativním důsledkem neúměrného zadlužení, který znamená, že se daná země ocitla v dluhové krizi je výše úroků ze státních dluhopisů, kterému obvykle předchází snížení ratingu. Jak již bylo řečeno, samotná relativní výše dluhu ještě neznamená dluhovou krizi, mnohem zásadnější je ochota, resp. neochota investorů poskytovat další zdroje. Co se ratingu týče, všem kriticky ohroženým zemím byl již několikanásobně snížen rating všemi ratingovými agenturami. Hranice výše úroků, která se považuje za kritickou, je kolem 7 % p.a. Nad tuto hranici už nejsou státy schopny refinancovat svůj dluh a hrozí jim bankrot.

Zásadním důsledkem této krize je, že se země na evropské periferii příliš zadlužily u bank sídlících v centru eurozóny, hlavně ve Francii a Německu, a teď nejsou schopny své dluhy splácet. Tím je tato dluhová krize zemí eurozóny obrovským rizikem a nebezpečím pro evropské banky. Tento fakt si politici uvědomují a odpovídá tomu i způsob řešení krize. Důsledky a situaci v jednotlivých postižených zemích budu analyzovat v následující kapitole.

## 8 SITUACE VE VYBRANÝCH ZEMÍCH EUROZÓNY

V této kapitole se zaměřím na rozdílné příčiny a důsledky dluhové krize v jednotlivých zemích. Jedna příčina však byla společná – hospodářská recese. Nutno říci, že recese nebyla původcem dluhů, jen tento negativní proces urychlila. Recese působí na státní rozpočty tak, že snižuje příjmy a zvyšuje výdaje. Snížení příjmů je způsobeno nižším výběrem daní v důsledku nižší ekonomické výkonnosti země. Zvýšení výdajů je zase důsledkem vyšších sociálních výdajů, nezbytných k tlumení dopadů krize na obyvatelstvo, nebo výdajů na záchranu některých sektorů v ekonomice, většinou bank. V případě některých států se ještě přidává cílené zvyšování výdajů a direktivní státní zásahy ve snaze podpořit slábnoucí poptávku. Tímto tato recese urychlila dluhovou krizi v jednotlivých zemích.

K této analýze jsem vybral pět zemí, které jsou současnou krizí nejvíce ohroženy. Jsou to země, které patří do skupiny hanlivě označované PIIGS: **Portugalsko, Itálie, Irsko, Řecko a Španělsko**. Přestože všech pět zemí je postiženo nadměrným veřejným dluhem, důvody jeho vzniku, ale i důsledky tohoto zadlužení působí na ně rozdílně. Vývoj vládního dluhu jednotlivých zemí v letech 1998 – 2012 v % HDP můžeme vidět na obrázku (Obr. 4).



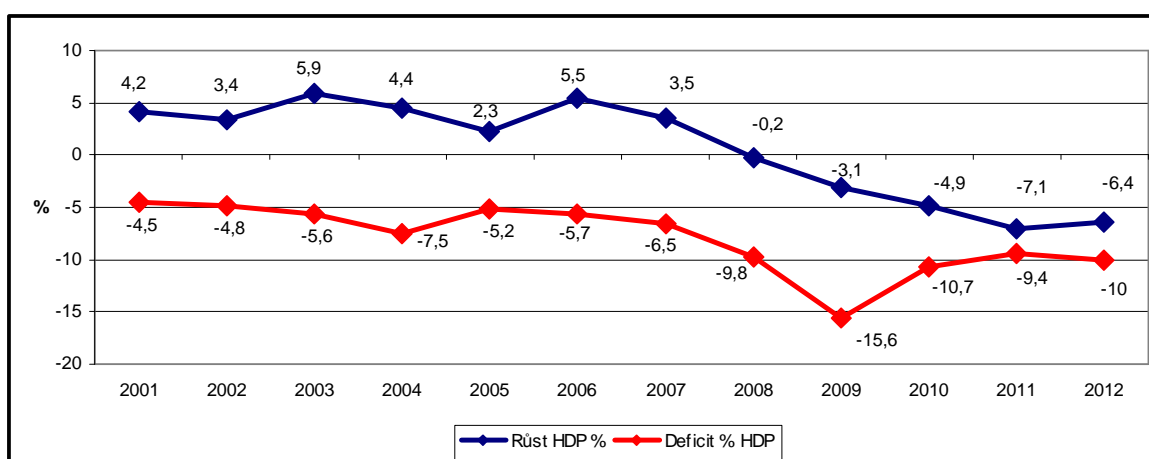
Obr. 4. Vývoj vládního dluhu vybraných zemí v % HDP (Eurostat, 2013).

Je patrné, že historicky je na tom nejhůře Itálie a Řecko, které již v době vstupu do eurozóny měly dluh v takové výši, že podle konvergenčních kritérií neměly být do tohoto klubu vůbec přijaty. Naopak Irsko a Španělsko dosahovaly v letech 1998 až 2007 podstatně nižšího zadlužení, které mělo dokonce sestupnou tendenci. Zlom nastal v roce 2008 příchodem

dem hospodářské recese, kdy zejména irské finance zažily takový šok, že se meziročně dluh zvýšil z 25 % na 44 % HDP. Poslední v řadě, Portugalsko, mělo svůj dluh v roce 2007 na úrovni evropského průměru, vlivem recese se však dostalo v roce 2010 na třetí místo za Řecko a Itálii v tomto nelichotivém žebříčku. Za povšimnutí ještě stojí, že průměr zadlužení zemí eurozóny je setrvale vyšší, než průměr všech zemí Evropské unie (Obr. 3). V roce 2011 ze 17ti zemí eurozóny jen 5 zemí splňovalo Pakt stability a růstu (výše zadlužení do 60ti % HDP), navíc všechny tyto „vzorné“ země patří k těm menším ekonomikám. Dvě největší ekonomiky, Německo a Francie mají v současnosti dluh přesahující 80 % HDP (Eurostat, 2013). Tyto dvě země, které jsou motorem evropské integrace, nejenomže flagrantně porušují vlastní rozpočtová pravidla, ale navíc v roce 2005 prosadily, aby toto porušování nebylo sankcionováno.

## 8.1 Řecko

Prvním státem, který se stal symbolem dluhové krize je Řecko. Je to nejzadluženější země Evropské unie a jako první, v dubnu 2010, byla nucena požádat o zahraniční pomoc k zabránění bankrotu. Do této situace se Řecko dostalo jednak svou vlastní vinou, a to příliš vysokým veřejným dluhem, ale také se zde v plné míře projevila rizika spojená s přijetím společné měny skupinou států s rozdílnými ekonomickými podmínkami. Hospodářská recese v roce 2008 tyto dvě skutečnosti jen v plné nahotě odhalila. Na grafu je vidět vývoj růstu HDP a vývoj deficitu státního rozpočtu (Obr. 5).



Obr. 5. Vývoj růstu HDP a deficitu SR Řecka (Eurostat, 2013).

Řecko má se zadlužováním dlouhodobé zkušenosti již od sedmdesátých let. I na uvedeném obrázku je vidět deficitní financování. Přestože v letech 2001 až 2007 vykazovala řecká



ekonomika docela slušný růst, docházelo neustále k deficitům státního rozpočtu. Nebo naopak, růstu bylo dosahováno právě jen pomocí deficitních rozpočtů. Když v roce 2008 a 2009 spadla ekonomika do recese bylo jasné, že dojde k rozvratu veřejných financí. Kromě toho je Řecko známo „upravováním“ veřejných účtů, nepochopitelnými výhodami pro státní zaměstnance, jakož i korupcí typu rozvojových zemí a plýtváním, kterým šokovalo celou Evropu.

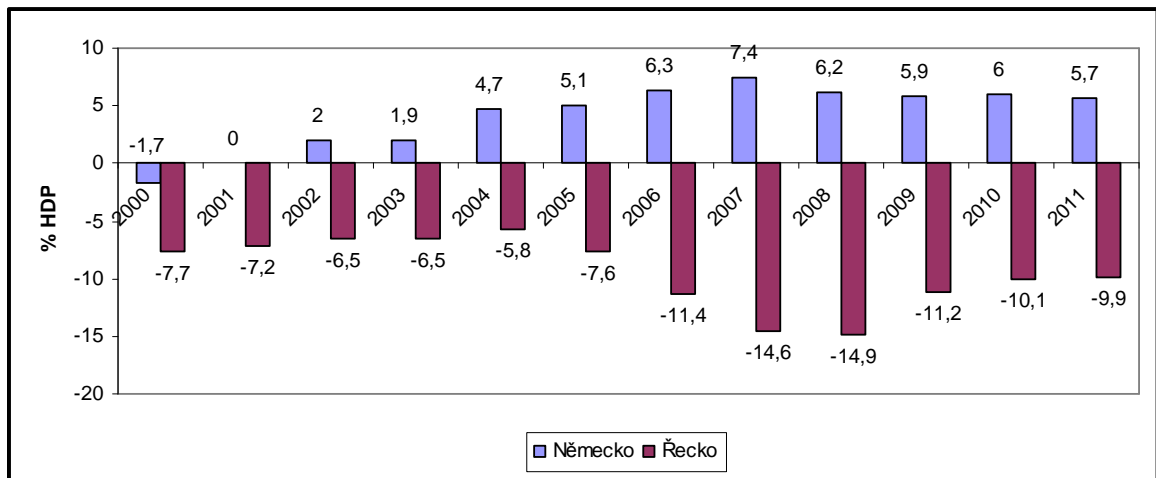
Jak již bylo řečeno, druhým důvodem je přijetí společné měny. Řecko původně nevstoupilo do eurozóny hned v roce 1999 protože nespĺňovalo přístupová kritéria. Situace se změnila až v roce 2000, kdy bylo na zasedání Evropské rady rozhodnuto, že země kritéria již plní, a je tedy schopno přijmout euro od ledna 2001. V následujících letech však vyšlo na světlo, že statistické údaje, které Řecko předložilo jako podklad pro jednání o vstupu do eurozóny, nekorespondovaly se skutečností (CDK, 2013). Šlo zejména o výši rozpočtového deficitu a celkového veřejného dluhu. Dnes už každý ví, že stát typu Řecka nikdy neměl přijmout, nebo mu nemělo být umožněno přijmout společnou měnu. Společná měna přináší zúčastněným zemím rizika, která jsou spojená s odlišným vývojem inflace v těchto zemích. V následující tabulce je vidět vývoj inflace v Řecku, Německu a eurozóně.

Tab. 2. Porovnání vývoje inflace Řecka (Eurostat, 2013).

Inflace (%)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Řecko	3,7	3,9	3,4	3,0	3,5	3,3	3,0	4,2	1,3	4,7	3,1	1,0
eurozóna	2,4	2,3	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6	2,7	2,5
Německo	1,9	1,4	1,0	1,8	1,9	1,8	2,3	2,8	0,2	1,2	2,5	2,1

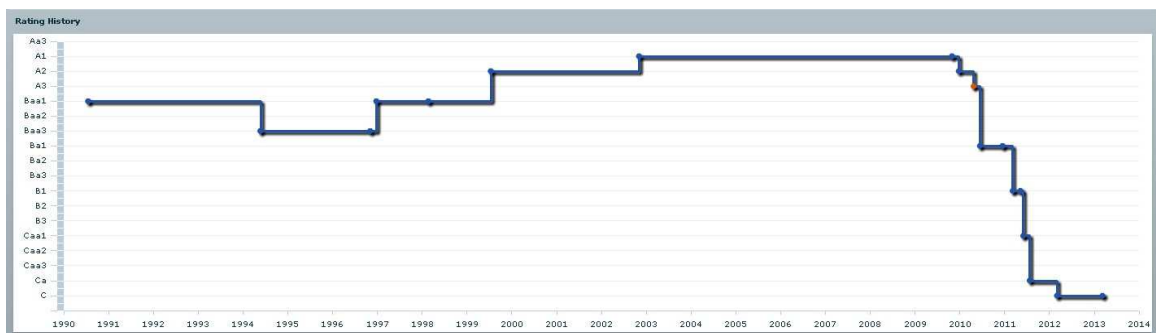
Když inflace v jedné zemi dlouhodobě převyšuje inflaci ostatních zemí, dochází u země ke ztrátě konkurenceschopnosti, což se časem projeví na schodku zahraničního obchodu. Ne nadarmo se Řecko umístilo podle indexu konkurenceschopnosti (World Economic Forum, 2013) až na 96. místě ze 144 hodnocených zemí, mezi státy EU je nejméně konkurenceschopné na posledním místě (PVII). Tuto skutečnost naznačuje i graf (Obr. 6), který ukazuje vývoj salda běžného účtu platební bilance Řecka v porovnání s Německem. V případě dvou měn vnější nerovnováha v podobě obchodního deficitu zvýší tlak na depreciaci národní měny, to může mít pozitivní dopad na export, jelikož díky slabší domácí měně budou ceny vyváženého zboží pro zahraniční spotřebitele konkurenceschopnější. Tato cesta však

v případě společné měny není možná. Tato skutečnost je jen jeden z důvodů tragické situace Řecka, ale velmi významná.



Obr. 6. Saldo běžného účtu platební bilance Řecka a Německa (Eurostat, 2013).

K dluhovým problémům přispělo také chybné ocenění řeckých dluhopisů trhem po vzniku eurozóny. Zemím, které před vznikem eurozóny trhy hodnotily rozdílně, začaly dávat podobnou důvěru. Ještě v říjnu 2009 byl rozdíl mezi výnosy desetiletých státních dluhopisů Řecka a Německa pouhých 1,30 % (Bloomberg, 2013). K tomu přispěly i ratingové agentury, které zřejmě přidělovaly Řecku příliš vysoký rating. Problém nastal na přelomu let 2009 a 2010, kdy trhy, také pod vlivem skandálů s falšování statistik, konečně prohlédly. Řecká riziková přírážka začala prudce stoupat, což vyvrcholilo neschopností řecké vlády nalézt kupce pro své dluhopisy a nutnost požádat o mezinárodní pomoc v dubnu 2010.



Obr. 7. Rating Řecka (Moody's, 2013).

Řecko je nyní hodnoceno ratingovými agenturami velmi špatně, tzn., že je vysoká pravděpodobnost úpadku státu. Jak je vidět na obrázku (Obr. 7), agentura Moody's snížila rating od roku 2009 celkem 7 krát z velmi slušného A1 na C. U agentur Fitch a S&P je hodnocení podobné na CCC. Tomuto ratingu a nedůvěře trhů samozřejmě odpovídají i požadované

výnosy řeckých dluhopisů. Jak vidíme na grafu (Obr. 8), výše výnosu z desetiletých dluhopisů se dostala na přelomu let 2011 a 2012 až na 35 %. Po částečné restrukturalizaci řeckého dluhu v březnu 2012 klesl výnos pod 20 %. V té době došlo k výměně dluhopisů za nové s delší splatností, přičemž věřitelé ztratili přes 50 % na nominální hodnotě nových řeckých dluhopisů (CDK, 2013). Tato restrukturalizace byla nezbytnou podmínkou, aby mohla být čerpána další mezinárodní pomoc. Zmíněná restrukturalizace však nevyřešila problém se špatnou konkurenceschopností, v současnosti je Řecko s nižšími dluhy, ale situace ekonomiky je stále špatná. Nezaměstnanost je na úrovni 26 %, růst HDP bude i v roce 2013 záporný (Eurostat, 2013).



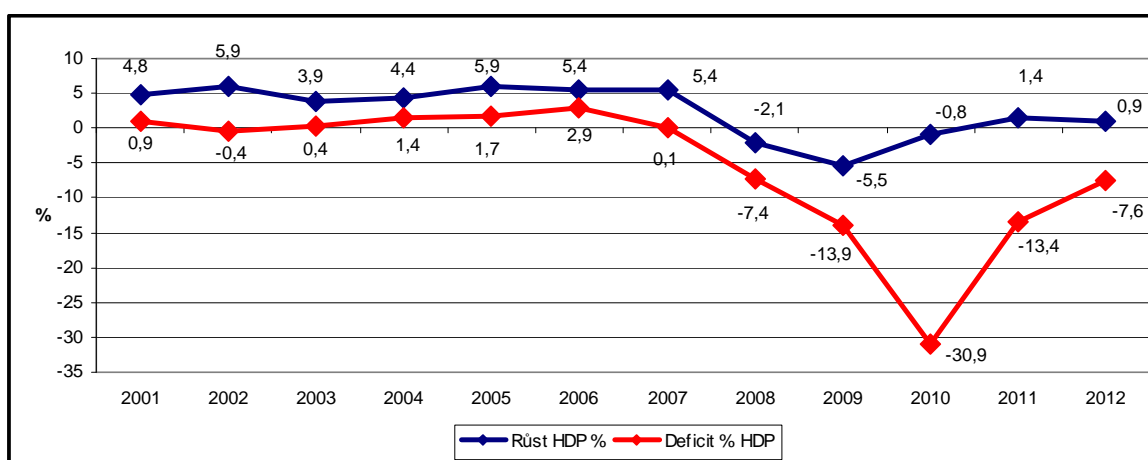
Obr. 8. Výnosy desetiletých vládních dluhopisů Řecka (Bloomberg, 2013).

Cesta ze současné dluhové krize Řecka bude dlouhá a velmi těžká. Patřím mezi zastánce názoru, že by Řecku pomohla vlastní měna. Pokud by se Řecko vrátilo k Drachmě, ta by okamžitě oslabila a tím by se zvýšila konkurenceschopnost na mezinárodních trzích, což se nyní musí dělat těžce a zdlouhavě přes snižování mezd. Tato situace, jakkoli by měla pravděpodobně v delším horizontu pozitivní vliv na vyřešení řeckých problémů, by ale měla obrovské krátkodobé náklady. Navíc signály o možném opuštění eura by znamenaly pravděpodobně run na banky a jejich destabilizaci. Opuštění eura by ale nebylo velkým šokem jen pro Řecko, ale i pro EU a celou evropskou integraci. To je hlavní motiv způsobu, jakým se na evropské úrovni dluhová krize Řecka, ale i ostatních zadlužených států řeší. Jestli je tato cesta správná je předmětem mnoha diskuzí mezi ekonomy a politiky.

## 8.2 Irsko

Irsko je druhá ze zemí eurozóny, která byla nucena požádat o zahraniční pomoc. Důvody k tomuto kroku byly však jiné. V Řecku bylo běžné dlouhodobé deficitní financování a vysoký dluh s příchodem krize přestal být financovatelný. Naopak státní finance Irska byly před krizí v podstatě ve skvělé kondici na evropské poměry. V roce 2007 dosahoval irský vládní dluh 25 % HDP, zatímco průměr sedmadvacítky byl 59 % a eurozóny dokonce 66 % (Eurostat, 2013). Bohužel se stalo, že během pěti let se z jedné z nejméně zadlužených zemí stala čtvrtá nejzadluženější země eurozóny s dluhem dosahujícím 117 % HDP. Irský drastický nárůst dluhů a s tím spojená nutnost zahraniční pomoci souvisí s garancemi, podporami a převzetím špatných úvěrů irských bank.

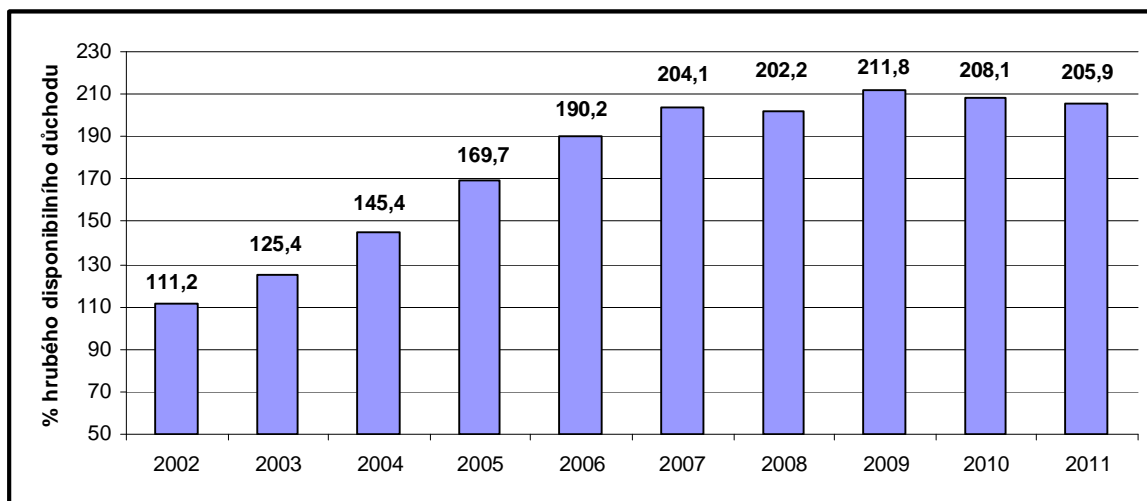
To, že je Irsko jiný případ, než Řecko vyčteme z následujícího grafu. Zatímco v Řecku jsme mohli sledovat dlouhodobě každoroční deficity až okolo velikosti 5 % HDP, Irsko v letech těsně předcházejících vypuknutí krize hospodařilo s dokonce přebytkovými rozpočty. Zlom nastal v roce 2008 s příchodem finanční krize.



Obr. 9. Vývoj růstu HDP a deficitu SR Irska (Eurostat, 2013).

Tato finanční krize v roce 2008 postihla především irské banky. Příčinou byl předcházející nezdravý vývoj objemu bankovních úvěrů, který byl důsledkem investic do nemovitostí. Tato úvěrová expanze v sektoru stavebnictví udělala z Irska jednu z nejzadluženějších zemí EU. Vše nasvědčuje tomu, že úrokové sazby ECB byly pro Irsko, ale i jiné periferní části eurozóny, příliš nízké. Projevil se zde problém jednotné monetární politiky pro celou eurozónu. Tyto příliš levné peníze v době před příchodem krize pomohly k vytvoření realitní bubliny, jejíž prasknutí uvrhlo irské banky do bankovní krize. Profesor Kelly (2007) uvádí,

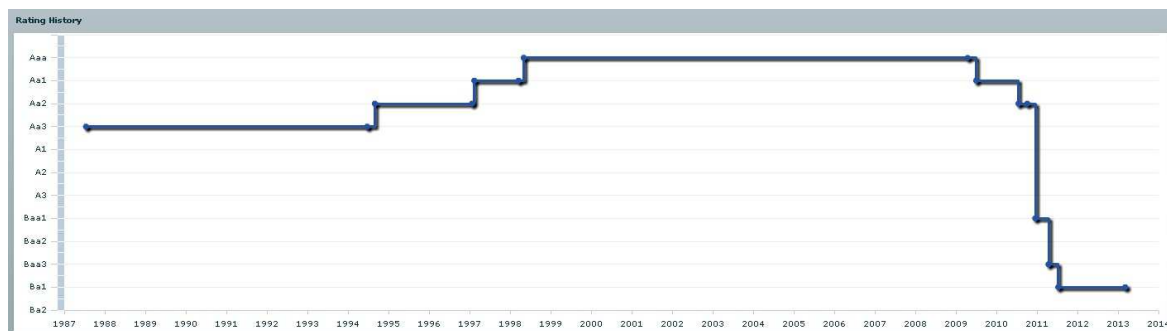
že ceny bytů vystoupaly ze zhruba čtyřnásobku roční mzdy v odvětví průmyslu v roce 1995 na 10ti až 17ti - násobek v roce 2007. S tím souviselo i přílišné zadlužení v soukromé sféře. Jak ukazuje graf (Obr. 10), v Irsku se zvýšil dluh domácností během pouhých pěti let (2002 – 2007) z 111 % na 204 % hrubého disponibilního důchodu (Eurostat, 2013). Když v roce 2008 tato bublina praskla, následoval po ní prudký pokles ve stavebnictví a také velký počet klasifikovaných úvěrů v irských bankách.



Obr. 10. Zadlužení irských domácností (Eurostat, 2013).

Pokles ve stavebním sektoru měl mimořádně negativní důsledky pro celou ekonomiku. Banky zatížené nesplácenými úvěry, zejména hypotečními, by nepřežily bez pomoci státu, který se v roce 2008 za tyto dluhy plně zaručil. Tehdy ještě nebylo zcela jasné, jak velký je rozsah špatných úvěrů. To se ukázalo až později v roce 2010, kdy bylo nezbytné státní garance použít. Ztráty bank však byly tak vysoké, že vláda je nebyla schopna financovat a celá situace vyústila v mezinárodní pomoc. Na základě žádosti Irsku z 22. 11. 2010 ministři financí eurozóny na svém jednání 28. 11. 2010 jednomyslně schválili půjčky Irsku ve výši 85 mld. € s tím, že Irsko z vlastních zdrojů uhradí 17,5 mld. € (CDK, 2013).

Na tuto situaci reagovaly samozřejmě i ratingové agentury. Ještě v roce 2009 mělo Irsko nejvyšší možný rating Aaa. Moody's snížila Irsku od roku 2009 rating již pětkrát až na současnou úroveň Ba1, což je již spekulativní stupeň ratingové tabulky Moody's. Agentury S&P a Fitch hodnotí Irsko poněkud lépe, A resp. BBB+. Takovému vývoji hodnocení ratingových agentur odpovídaly i výnosy státních dluhopisů. Výnos irských dluhopisů s desetiletou splatností dosáhl v červenci 2011, po posledním snížení ratingu, 14,29 % p.a. Za této situace není země schopna si půjčovat na finančním trhu.



Obr. 11. Rating Irska (Moody's, 2013).

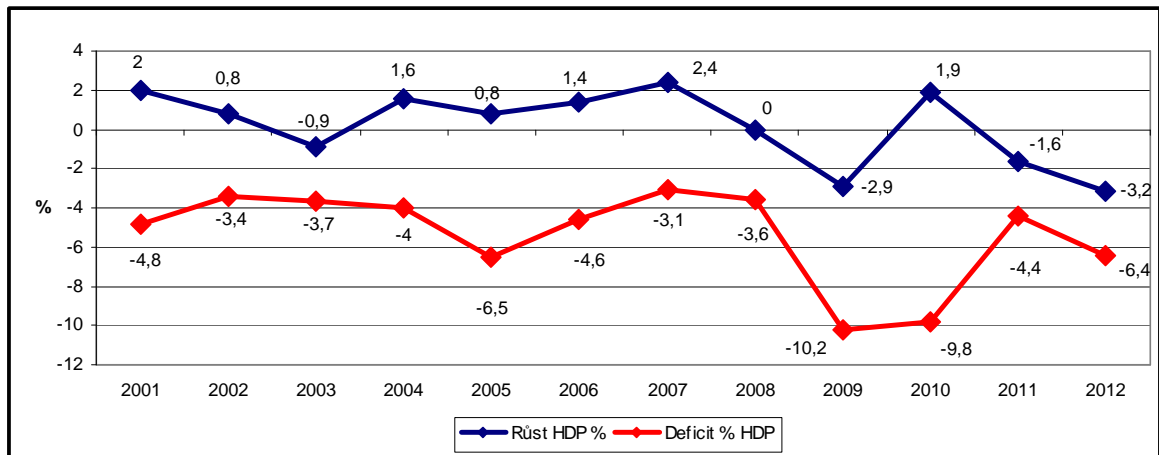
Součástí probíhající dluhové krize je i vzrůstající nezaměstnanost, která se během čtyř let ztrojnásobila ze 4,7 % v roce 2007 na 14,8 % v roce 2012 (Eurostat, 2013). To, co by mohlo Irsko vytáhnout z problémů a dává mu větší šance než jiným zadluženým státům, jsou dobré základy ekonomiky. Irská ekonomika je konkurenceschopná s dobře fungujícím pracovním trhem a vzdělaným obyvatelstvem. V hodnocení konkurenceschopnosti je podle World Economic Forum (2013) na 27. místě ze 144 hodnocených zemí, mezi státy EU je na 11. místě (PVII).

### 8.3 Portugalsko

Portugalsko je třetí zemí, která se neobešla bez zahraniční pomoci při řešení své dluhové krize. Stalo se tak v dubnu 2011, kdy Portugalsko oficiálně požádalo EU o finanční pomoc. Ministři financí eurozóny se shodli, že pomoc (finálně ve výši 78 mld. €) musí být podmíněna zásadními reformami a změnami v hospodaření země (CDK, 2013).

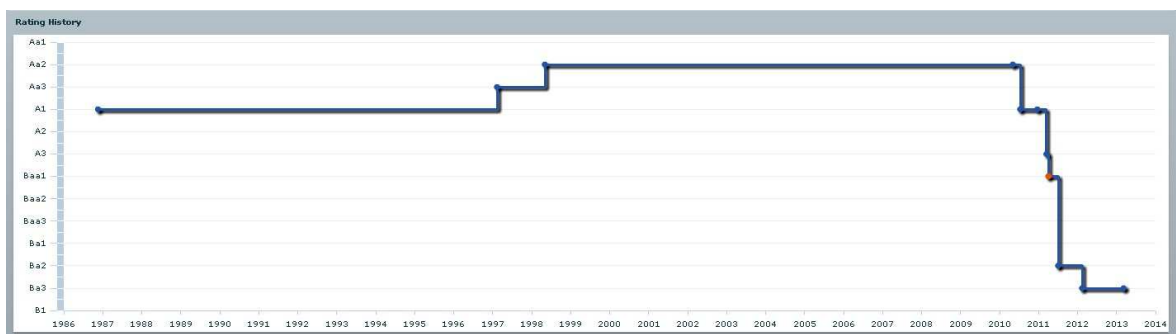
Portugalsko se dostalo do problémů díky vysokému zadlužení v kombinaci se slabým hospodářským růstem. Jak je vidět na grafu (Obr. 4), vládní dluh setrvale rostl celé sledované období. Ještě v roce 1999, kdy Portugalsko vstoupilo do eurozóny, splňovalo konvergenční kritérium a jeho dluh dosahoval hodnoty 51,4 % HDP. Bohužel po vstupu dluh neustále rostl a po pěti letech přestala země plnit Pakt růstu a stability, když dluh dosáhl hodnoty 61,9 % HDP. Druhým faktorem byl velmi nízký růst HDP. Portugalská ekonomika vykazovala slabý růst po celou minulou dekádu, kdy rostla průměrně 0,35 % ročně. Po celou tuto dobu také docházelo k deficitnímu financování bez ohledu na růst HDP. Nejnižší schodek za posledních 12 let byl ve výši 3,1 % HDP při růstu HDP 2,4 %. Podle Eurostatu (2013) se portugalský rozpočtový deficit v roce 2009 vyšplhal na 10,2 % HDP, v roce

2010 na 9,8 % HDP, což mělo za následek prudký nárůst dluhu, který dosáhl 108,1 % HDP v roce 2011. Ve třetím čtvrtletí 2012 to bylo už 120,3 % HDP.



Obr. 12. Vývoj růstu HDP a deficitu SR Portugalska (Eurostat, 2013).

Na špatnou situaci v Portugalsku reagovaly již v roce 2010 ratingové agentury. V červenci toho roku snížila po čtrnácti letech agentura Moody's solidní hodnocení Aa2 o dva stupně dolů na A1. To však nebylo poslední slovo, v následujících letech 2011 a 2012 došlo u Moody's k dalšímu postupnému snížení na současný stupeň Ba3, což je spekulativní stupeň. Ostatní ratingové agentury Portugalsko také stále hodnotí negativně. Agentura S&P snížila rating na BB+ a Fitch na BB.



Obr. 13. Rating Portugalska (Moody's, 2013).

Ruku v ruce se snižováním ratingu Portugalska rostly výnosy portugalských státních dluhopisů. Na následujícím grafu (Obr. 14) je vidět vývoj výnosů desetiletých dluhopisů v posledních třech letech. Úroky dosáhly vrcholu v lednu 2012, kdy překročily hranici patnácti procent. Bylo to v době, kdy byl Portugalsku naposled snižen rating agenturou Moody's. Portugalská vláda na situaci reagovala již v roce 2011 a začala realizovat přísný úsporný program. Rozpočet na rok 2012 byl v tak úsporné podobě, kterou ani Brusel a

MMF nepožadovali. Například došlo ke zrušení 13. a 14. platů pro státní zaměstnance a k zavedení o 30 minut delšího pracovního dne pro soukromý sektor. Tento úsporný program měl za následek nejen konstatování Komise v dubnu 2012, že země nebude potřebovat další záchranný balík (CDK, 2013), ale zejména postupné snížení výnosů státních dluhopisů. V současnosti se výnosy desetiletých dluhopisů pohybují kolem 6 % p.a. (Bloomberg, 2013), což signalizuje obnovenou důvěru trhů a navrácení situace, kdy země nemusí být odkázána na mezinárodní pomoc.



Obr. 14. Výnosy desetiletých státních dluhopisů Portugalska (Bloomberg, 2013).

Na první pohled by mohlo vypadat, že Portugalsku k úniku z dluhové krize, což signalizují i klesající úroky státních dluhopisů, bude stačit konsolidace veřejných financí. Z dlouhodobého hlediska, podle mého názoru, však větším problémem Portugalska je konkurenceschopnost. Schodek obchodní bilance ve výši 11,17 % HDP průměrně za posledních dvanáct let konče rokem 2011 je dostatečně výmluvný a je jeden z největších ze zemí EU (Eurostat, 2013). Vedle toho má Portugalsko i hluboký schodek platební bilance, takže deficit obchodu není kryt přílivem investic nebo turistickým ruchem. Nutno říci, že exportní výkonnost Portugalska byla slabá již před přijetím eura. Portugalsko nemá produkty výjimečné kvality, technické vyspělosti nebo designu produkce, které jsou typické pro země jako je Německo, Nizozemsko nebo Švýcarsko, ale ekonomika vždy těžila z levné pracovní síly. Bohužel pro portugalskou ekonomiku jednotkové náklady práce narostly během let 1995 – 2010 o 49,7 %. Pro porovnání, v Německu to bylo o necelých 6 % (Eurostat, 2013). Při takovém vývoji je nemožné, aby ekonomika byla konkurenceschopnější, ledaže by portugalská produktivita rostla mnohem více než německá. To se ale určitě nestalo, jak ukaza-



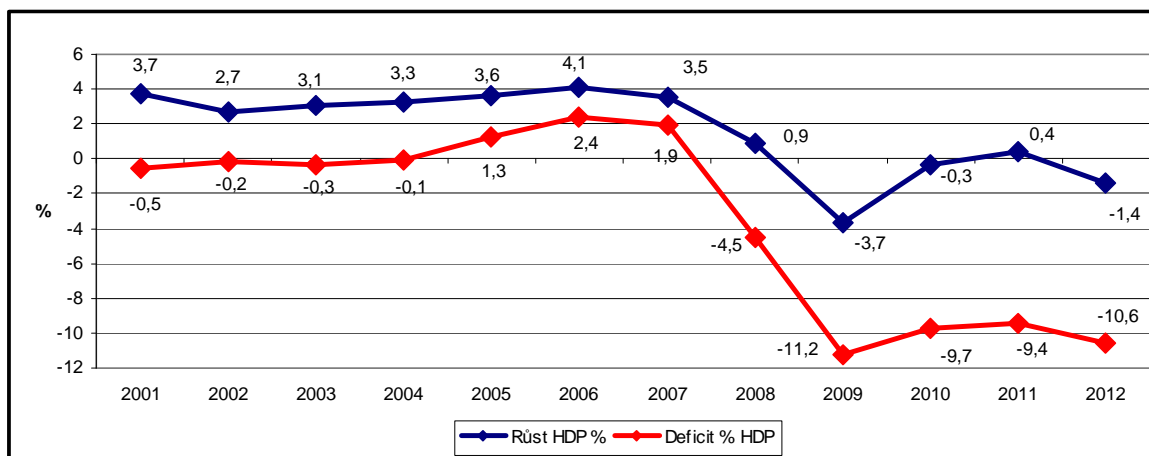
uje následující tabulka (Tab. 3). Jiná možnost cestou oslabení místní měny nebyla možná z pochopitelných důvodů.

Tab. 3. Produktivita práce vybraných zemí (Eurostat, 2013).

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
EU	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Germany	126	126	127	128	127	127	124	125	125
Ireland	122	123	121	121	123	116	123	127	131
Greece	81	82	77	79	78	84	81	77	73
Spain	102	101	101	103	104	105	108	107	106
Italy	107	104	103	102	103	105	105	103	101
Portugal	62	61	63	63	64	64	65	66	65

## 8.4 Španělsko

Španělsko je druhá problémová země, která byla ještě nedávno, vedle Irska, pokládána za vzor dobrého hospodaření. Španělsko hospodařilo v roce 2007 s rozpočtovým přebytkem 1,9 procenta HDP a ekonomika rostla tempem 3,5 procenta, jak vidíme na grafu (Obr. 15). Španělská nezaměstnanost dosahovala v roce 2007 „pouze“ 8,3 % (Eurostat, 2013).

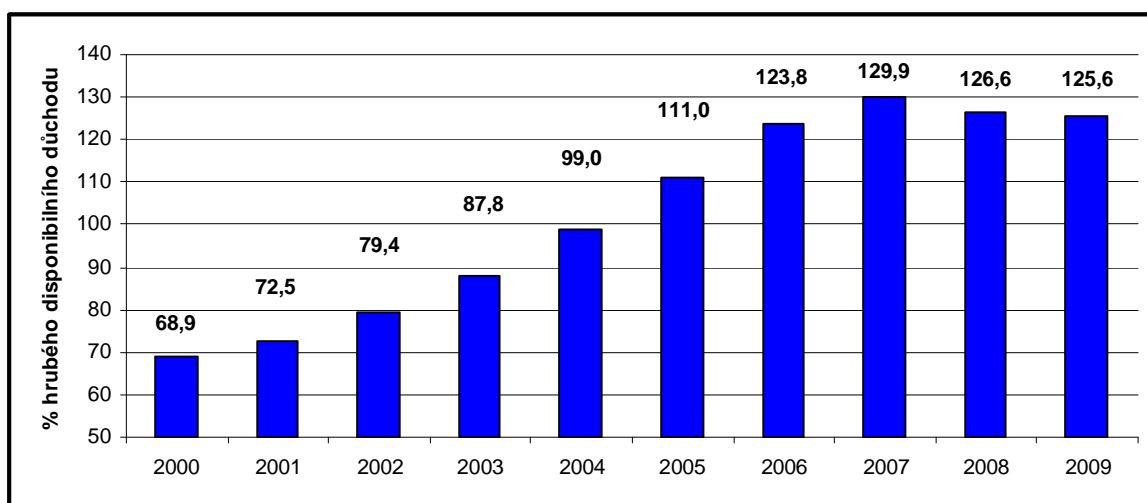


Obr. 15. Vývoj růstu HDP a deficiu SR Španělska (Eurostat, 2013).

V současnosti Španělsko trpí bankovní krizí a rekordní nezaměstnaností, která postihuje přes 25 % práceschopné populace. U mladých lidí do 25ti let přesáhla nezaměstnanost dokonce 53 % v loňském roce. Všechny tyto faktory mají samozřejmě dopad na veřejné rozpočty. Koncem roku 2011 byl vládní dluh 69,3 % HDP, na konci třetího čtvrtletí loňského roku to už bylo 77,4 % HDP. V roce 2007 přitom veřejný dluh dosahoval jen 36,3 procent

HDP a Španělsko bylo možno dávat v rámci Paktu růstu a stability za příklad dobrého hospodaření.

Co se ve Španělsku stalo? Byla to analogie vývoje v USA nebo v Irsku – bankovní krize jako důsledek splasknutí bubliny na trhu nemovitostí. Za hlavní iracionální faktor této situace lze považovat měnovou expanzi Evropské centrální banky. Ve snaze povzbudit tehdy stagnující ekonomiku Německa během let 2003 – 2005 udržovala ECB úrokové sazby na nízké úrovni. Německo potřebovalo skutečně v té době nízké úrokové sazby, neboť růst HDP v roce 2003 byl záporný – 0,4 % (Eurostat, 2013). ECB v červnu 2003 snížila základní úrokovou sazbu na 2 % a nechala ji na této úrovni až do prosince 2005 (ECB, 2013). V té době země jako Španělsko nebo Irsko potřebovalo vyšší sazbu, neboť již docházelo k úvěrové smršti, jak ukazuje graf (Obr.16). Ukázalo se, že společná měnová politika není optimální. Co je dobré pro Německo, nemusí být dobré pro Španělsko.



Obr. 16. Zadlužení španělských domácností (Eurostat, 2013).

Ekonomika po vstupu do eurozóny rostla, ale tento růst byl výhradně tažen stavebnictvím. Z následující tabulky (Tab. 4) lze vyčíst význam stavebního sektoru ve Španělsku i v Irsku. Podíl na hrubé přidané hodnotě významně rostl v letech 2002 až 2006. Tento podíl byl téměř dvojnásobný, než je průměr států EU. Důvodem takového stavebního boomu byl růst cen nemovitostí a zdroj velmi levných eurových úvěrů, který vytvořil zdání prosperity – na dluh. Po splasknutí úvěrové bubliny, kdy průměrné ceny nemovitostí klesly od realitního vrcholu v roce 2007 v pevninské části Španělska o 30 až 50 % (Rellox, 2012), nastal problém – zanechal banky s velmi špatnými aktivy a s největší nezaměstnaností v Evropě. Na rozdíl od Irsku však nemá Španělsko silný exportní průmysl.

Tab. 4. Vývoj podílu sektoru stavebnictví na GVA v % (Eurostat, 2013).

GVA - Construction % of all branches	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
EU	5,7	5,7	5,9	6,0	6,2	6,4	6,4	6,3	6,0
Ireland	7,7	8,1	9,0	10,0	10,7	9,7	7,8	5,6	5,5
Greece	6,2	6,5	6,5	6,3	7,0	6,6	5,2	4,6	4,2
Spain	9,4	9,9	10,6	11,5	12,1	11,8	11,4	10,8	10,2
Italy	5,4	5,6	5,8	6,0	6,0	6,1	6,1	6,2	6,0
Portugal	7,6	7,1	7,1	6,9	6,7	6,8	6,7	6,0	6,0

Když v únoru 2012 klasifikované úvěry ve španělských bankách dosáhly podílu přes osm procent z celkového objemu (ECB, 2013) byla nastolena nutnost rekapitalizace těchto bank. Náklady na sanaci bankovního sektoru by však byly obrovské. Odhaduje se, že v případě záchranné akce by španělský státní dluh mohl vyskočit na úroveň blízko Itálii, tedy přes 120 procent HDP. Tento vývoj měl samozřejmě vliv jak na rating, tak i na výnosy státních dluhopisů. Agentura Moody's snížila poprvé rating Španělsku v září 2010 z dlouhodobého Aaa o jeden stupeň na Aa1. V následujících dvou letech následovaly další čtyři snížení na současný stupeň Baa3, což je nejnižší investiční stupeň.



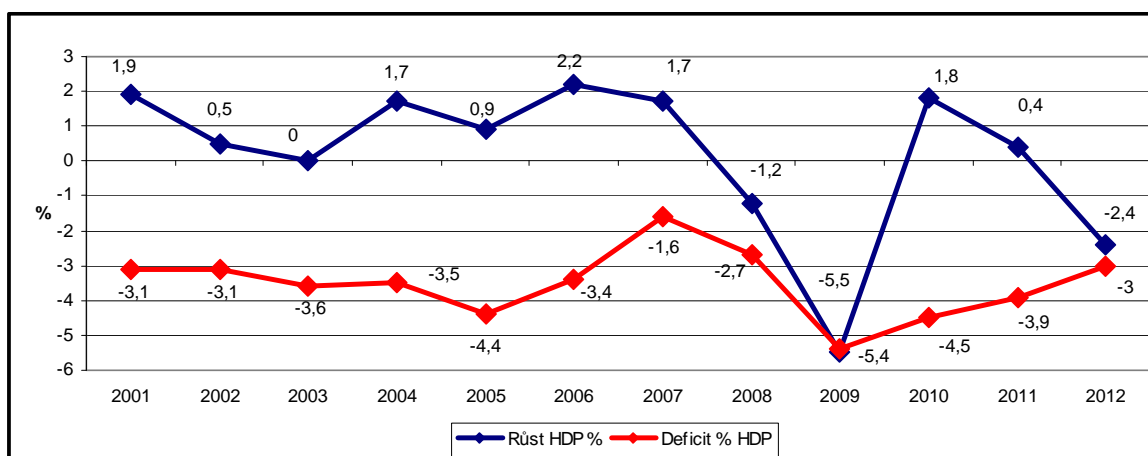
Obr. 17. Výnosy desetiletých státních dluhopisů Španělska (Bloomberg, 2013).

Když v červnu 2012 výnosy španělských desetiletých státních dluhopisů začaly atakovat hranici sedmi procent, guvernér ECB Mario Draghi vydal prohlášení, že udělá cokoli, aby Španělsko zachránil. ECB tak spustila další kolo nákupu státních dluhopisů na sekundárním trhu s jediným cílem – úroky srazit dolů (CDK, 2012). Tento krok byl z pohledu ECB zřejmě nezbytný, neboť úroky za 10leté španělské dluhopisy v červenci 2012 byly nad úrovní 7,6 %, což je kritická hodnota, při které již pomoc čerpající státy žádaly o půjčky.

Jak tento zásah ECB, tak i úsporný program španělské vlády pomohl snížit úroky státních dluhopisů na současnou úroveň kolem 5 %. Nicméně do budoucna se Španělsko neobejde bez hluboké restrukturalizace bank, strukturálních reforem napříč sektory, oddělením problémových aktiv bank, regulace a dohledu nad bankovním sektorem.

## 8.5 Itálie

Itálie patří také dlouho do klubu eurodlužníků. Stejně jako Řecko, měla Itálie již v době vstupu do eurozóny problémy s dluhy. V roce 1999 činil vládní dluh 113 % HDP. Deficitní financování státního rozpočtu bylo také běžně nad 3 % HDP. To znamená, že Itálie v době vstupu do eurozóny nesplňovala ani jedno maastrichtské kritérium co se týče zdraví veřejných financí a neměla podle tohoto hodnocení do eurozóny vůbec vstoupit. Vývoj deficitních rozpočtů a vývoj HDP za posledních deset let je vidět na následujícím grafu.

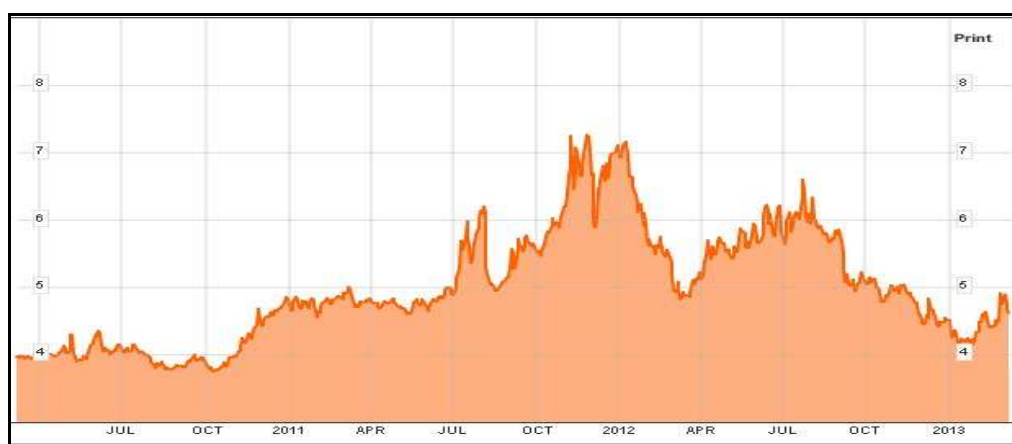


Obr. 18. Vývoj růstu HDP a deficitu SR Itálie (Eurostat, 2013).

Co se ratingu týče, Itálie měla nejlepší možný rating Aaa v roce 1991. Již počátkem devadesátých let, vzhledem k vysokému zadlužení, agentura Moody's snížila rating o čtyři stupně na A1. Díky pozvolnému snižování dluhu agentura v roce 1996 a pak v roce 2002 zvýšila hodnocení na Aa2. Volný pád nastal koncem roku 2011 a během roku 2012, kdy hodnocení spadlo o šest stupňů na současný Baa2. Agentury S&P a Fitch v současnosti hodnotí Itálii na BBB+. Itálie je tímto nejlépe hodnocenou zemí ze skupiny eurodlužníků, což je ještě velmi dobré hodnocení vzhledem k současné výši italského dluhu.

Itálie je třetí největší ekonomikou eurozóny a tím pádem i významným dluhopisovým trhem. Pokud by nebyla schopná dostát svým závazkům, byl by to mnohem větší problém,

než v případě menších ekonomik typu Řecka. Jak můžeme vidět na následujícím obrázku (Obr. 19), desetileté vládní dluhopisy během obchodování v listopadu 2011 překonaly psychologickou hranici ročního výnosu 7 %. Situaci zachraňovala Evropská centrální banka, která v té době nakupovala především italské, ale i španělské a portugalské dluhopisy. Po dařilo se jí tak mírně snížit výnosové rozpětí mezi italskými a německými desetiletými bondy. Nicméně na přelomu roku 2011 a 2012 se výnosy dluhopisů s desetiletou splatností opět dostaly nad 7 %, poté klesaly až pod pět procent v březnu 2012, aby zase stoupaly k šesti procentům. Tyto turbulence na dluhopisovém trhu nemají oporu v žádných změnách ekonomických ukazatelů, ale jsou především odrazem politických nejistot v Itálii.



Obr. 19. Výnosy desetiletých státních dluhopisů Itálie (Bloomberg, 2013).

Itálie se posledních dvacet let zmítá téměř neustále ve vládní krizi s častou výměnou vlád, což znamená, že země je téměř neustále v předvolební kampani. Svědčí o tom i výsledek posledních předčasných voleb, který přinesl opět patovou situaci. Agentura Fitch tak 11. 3. 2013 snížila hlavní úvěrovou známku Itálie o jeden stupeň na BBB+ a varovala zemi před dalším zhoršením. Odůvodnila to patovým výsledkem voleb a pokračující ekonomickou recesí (Patria, 2013). Krátkodobě samozřejmě může opět pomoci ECB, ale nejvíce se očekává od mimořádně rychlého schvalování reforem v parlamentu. V každém případě investoři zůstávají skeptičtí a řadí Itálii hned za Řecko díky nárůstu poměru dluhu k HDP na 127,3 % v roce 2012. Pokud by Itálie musela požádat o půjčku, jen málokdo si myslí, že si to vůbec může EU, lépe řečeno Německo, dovolit. Na druhou stranu výhodou italského dluhu je jeho struktura – většina dluhu Itálie (61,5 % v roce 2011) je vlastněna domácími subjekty (Eurostat, 2013), to dává Itálii mnohem větší prostor k manévrování než Řecku. Navíc italská ekonomika je mnohem více konkurenceschopnější (P VII).

## 9 SOUČASNÉ ŘEŠENÍ DLUHOVÉ KRIZE

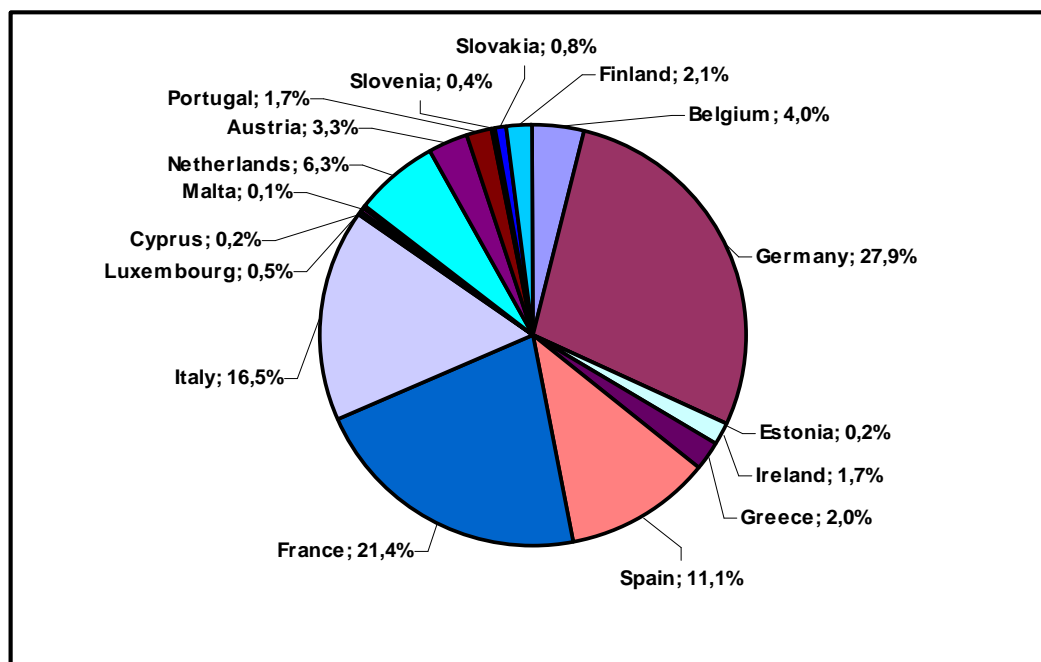
Přestože se analyzované země dostaly do dluhové pasti z různých důvodů, jeden aspekt své situace mají společný. Společný jmenovatel se jmenuje euro. Na základě politického rozhodnutí bylo do exkluzivního klubu eurozóny přijato mnoho zemí, které tam neměly co dělat a které vytvořily velmi nehomogenní skupinu (Janáčková, 2010). Bylo jen otázkou času, kdy se tyto rozdílly projeví. Tato situace nastala příchodem finanční a následně hospodářské krize. V případě těchto států byla možnost používat euro nejenom jednou z příčin vzniku dluhové krize, ale společná měna také komplikuje cestu, jak se z krize dostat. Tím bude cesta ze současné dluhové krize dlouhá a velmi těžká.

Způsob řešení současné dluhové krize určuje několik faktorů. Zásadním faktorem je obava z rozpadu eurozóny, neboť jedním z řešení pro zadlužené země by mohl být dobrovolný návrat k národním měnám. V případě bankrotu by to bylo nedobrovolné vystoupení z HMU. Pokud by se takto postižená země vrátila ke své původní měně, ta by okamžitě oslabila a tím by se zvýšila konkurenceschopnost na mezinárodních trzích, což se nyní musí dělat těžce a zdlouhavě přes snižování mezd. Tato cesta, jakkoli by měla pravděpodobně v delším horizontu pozitivní vliv na vyřešení dluhových problémů, by ale měla obrovské krátkodobé náklady. Opuštění eura by ale nebylo otřesem jen pro danou zemi, ale zejména pro EU a celou evropskou integraci.

Další zásadní výchozí skutečností, která určuje způsob řešení této krize je, že se země na evropské periferii příliš zadlužily u bank sídlících v centru eurozóny, hlavně ve Francii a Německu. Dluhová krize zemí eurozóny je tak obrovským rizikem a nebezpečím pro evropské banky, neboť bankrot zadlužených hospodářsky slabších států může ohrozit jejich stabilitu. Tím by byl ohrožen bankovní sektor i v těch zemích, jejichž dluhová obsluha nebyla dosud v ohrožení. Tento fakt si politici, zejména francouští a němečtí, uvědomují a odpovídá tomu i způsob řešení krize. Můžeme tak bez nadsázky konstatovat, že Německo a Francie, které jsou ostatně hlavními protagonisty a plátcí záchranných akcí, nezachraňují zadlužené státy, ale své banky. Výsadní postavení Francie a Německa při řešení krize je určeno nejenom jejich podílem na celkovém HDP eurozóny, který je 49,3 %, ale také tím, že tyto dvě země jsou hlavními motory evropské integrace.

Dalším důvodem, proč ekonomicky silné státy v čele s Německem zachraňují zadlužené státy a tím je udržují v eurozóně může být jejich zájem na vlastní konkurenceschopnosti. Je

jasné, že Německu společná měna pro vlastní konkurenceschopnost pomohla. Svědčí o tom přebytek německé obchodní bilance, který od roku 2000 neustále roste (Eurostat, 2013). Německá konkurenceschopnost je jak na straně kvality, tak i na straně nákladů. Jeho měna – euro totiž odpovídajícím způsobem neposiluje, jak by odpovídalo jeho exportní dominci. Těží z toho, že země periferie snižují kurz eura vůči hlavním neunijním partnerům. Kurz eura je tak pro země na periferii příliš vysoký a pro Německo příliš nízký, což podporuje německý export. Pokud by výše uvedené země opustily eurozónu, podíl Německa by se zvýšil ze současných 27,9 % na 41,8 % na celkovém HDP zbývajících členů. Lze s velkou pravděpodobností předpokládat, že po přechodných turbulencích by se kurz eura vůči ostatním světovým měnám podstatně zvýšil, což by mělo za následek horší pozici Německa a zbývajících členů eurozóny v mezinárodním obchodě. Na takovou situaci by ještě více doplatil francouzský export, který má již teď problémy s konkurenceschopností, svědčí o tom rostoucí deficit obchodní bilance v posledních letech (Eurostat, 2013).



Obr. 20. Podíl zemí na celkovém HDP eurozóny v roce 2012 (Eurostat, 2013).

Krise v eurozóně je primárně problémem dluhu jednotlivých zemí. Není to krize eura, jak se objevuje v některých, i odborných člancích. Euro je silná a stabilní měna, která se nemůže rozpadnout, minimálně pokud je v eurozóně Německo. Euro zkrátka stojí a padá s Německem (Fajmon, 2012). Dluh je v některých státech vysoký ve veřejných financích, jinde v soukromém sektoru. Následkem jsou utlumené investice i růst, což ještě zhoršuje

odliv kapitálu. Pokud se země dostane se svým dluhem tak daleko, že už mu nikdo není ochoten dál půjčovat, nabízí se jedno rychlé řešení. Je to bankrot, neboli restrukturalizace dluhu. Této možnosti se však eurozóna doposud vyhýbá, s výjimkou částečné restrukturalizace dluhu Řecka. Tam již nebyla jiná cesta. V případě ostatních zadlužených zemí se eurozóna vydala cestou, která spočívá v zásadě ve třech směrech:

- záchranné programy v rámci stabilizačních půjček,
- zásahy Evropské centrální banky,
- fiskální konsolidace.

## 9.1 Záchranné mechanismy

Cestou, jak odvrátit bankrot zadlužených zemí se v první řadě staly půjčky. Odpovědnost při řešení situace převzala celá eurozóna, přestože podle čl. 122 Lisabonské smlouvy může být členské zemi poskytnuta přímá pomoc pouze v případě přírodní katastrofy či výjimečných okolností, které jsou mimo její kontrolu (Europa, 2013). Proto původní řešení z roku 2010 předpokládalo, že bude v té době pouze Řecko, jako krajní prostředek, poskytnuta půjčka tvořená bilaterálními smlouvami za přispění MMF. Nicméně v následujícím období s příchodem dluhové krize v dalších státech to již nestačilo a evropští politici nabyli přesvědčení, že EU potřebuje vytvořit stálý záchranný mechanismus (CDK, 2013).

Pro tento účel bylo potřeba také změnit Lisabonskou smlouvu, která se velmi těžce schvalovala a vstoupila v platnost teprve 1. 12. 2009. Finanční pomoc je poskytována zadluženým zemím prostřednictvím záchranných programů v rámci Evropského mechanismu finanční stabilizace, Evropského nástroje finanční stability a Evropského mechanismu stability. Zadlužené státy, kterým finanční trhy buď nejsou ochotny půjčit vůbec, nebo jen za velmi vysoký úrok, mají možnost požádat o tuto pomoc. Tyto fondy tak vlastně nahrazují soukromé financování (finančními trhy) financováním veřejným (daňovými poplatníky). Dluhový problém zadlužených zemí se tak stává dluhovým problémem všech zemí s tím, že eurozóně jako celku dluh nijak neklesne. Tuto pomoc prostřednictvím záchranných mechanismů s přispěním MMF zatím čerpaly tři země (Řecko, Irsko a Portugalsko), o pomoci Kypru se v současnosti (březen, 2013) jedná. Tato situace je vůbec zajímavá, když se Evropa, coby jeden z nejbohatších regionů světa, stala příjemcem i pomoci z MMF. Před touto dluhovou krizí šla větší část pomoci z MMF do rozvíjejících se ekonomik.



Tab. 5. Dosavadní pomoc krachujícím státům k 30. 11. 2012 v mld. € (CDK, 2013).

Stát	Čerpání	Celkem	EFSM	EFSF	Bilaterální půjčky států eurozóny	MMF	Vlastní prostředky	Potvrzení půjčky
Řecko (1. program)	od 2010	110	-	-	80*	30	-	<a href="#">květen 2010</a>
Řecko (2. program)	2012–2014	164,5	-	144,7	-	19,8 (z 28***)	privatizace, škrtý ap.	<a href="#">březen 2012</a>
Irsko	2010–2013, splatnost v průměru 12,5 let	85	22,5	17,7	4,8**	22,5	17,5	<a href="#">prosinec 2010</a>
Portugalsko	2011–2014, splatnost v průměru 12,5 let	78	26	26	-	26	škrtý	<a href="#">květen 2011</a>

Poznámky: \*země eurozóny bez Slovenska, \*\*Dánsko, Švédsko, Velká Británie, \*\*\* v březnu 2012 schválena půjčka 28 mld. €.

### 9.1.1 Evropský mechanismus finanční stabilizace

Tento Evropský mechanismus finanční stabilizace (European Financial Stabilisation Mechanism) poskytuje finanční pomoc postiženým státům. Prostřednictvím tohoto mechanismu může Komise na trhu získat až 60 mld. €, za něž ručí všechny členské státy EU a slouží k okamžité pomoci členskému státu. EFSM byl již aktivován pro Irsko a Portugalsko v celkové výši 48,5 mld. EUR (do výše 22,5 mld. € Irsku a do výše € 26 mld. € pro Portugalsko), které mají být vyplaceny během 3 let (European Commission, 2013).

### 9.1.2 Evropský nástroj finanční stability

Evropský nástroj finanční stability (European Financial Stability Facility) byl vytvořen 16 členy eurozóny na základě rozhodnutí Rady 9. 5. 2010, doplňuje EFSM a je schopen vydat dluhopisy až ve výši 440 mld. €. Jedná se o dočasné řešení, které bude platit jen do roku 2013. EFSF je součástí komplexního balíku opatření k nápravě finanční situace v EU. Příspěvek členských zemí má formu úvěrových záruk, které budou prostřednictvím EFSF dlužnému státu poskytnuty.

EFSF byl vytvořen v reakci na finanční krizi, která začala již v roce 2008. Vedly k tomu obavy, že finanční potíže členského státu by mohly představovat hrozbu pro finanční stabilitu unie jako celku. Cílem EFSF je zachovat finanční stabilitu Evropské hospodářské a měnové unie tím, že poskytuje dočasnou stabilizační podporu členským státům eurozóny. EFSF poskytuje finanční pomoc členským státům eurozóny na základě splnění příslušných

podmínek. Získá financování vydáním dluhopisů nebo jiných dluhových nástrojů na finančních trzích. EFSF používá následující nástroje pro podporu členských států:

- poskytování úvěrů členským státům ve finančních potížích,
- zásahy na primárních a sekundárních dluhových trzích,
- poskytování úvěrů vládám za účelem rekapitalizace finančních institucí,
- realizace preventivních opatření (European Commission, 2013).

### 9.1.3 Evropský mechanismus stability

Evropský mechanismus stability (European Stability Mechanism) tzv. euroval je další součástí strategie EU určené k zajištění finanční stability v eurozóně. Bude poskytovat finanční pomoc členským státům eurozóny, které mají nebo by mohly mít finanční problémy. Jeho hlavní rysy budou navazovat na stávající EFSF, který od poloviny roku 2013 nahradí. Poté zůstane jako jediný a stálý mechanismus pro reagování na nové žádosti o finanční pomoc od členských států eurozóny. ESM je akciová společnost se sídlem v Lucemburku, jejímiž akcionáři jsou členské státy eurozóny s vlastním kapitálem ve výši 80 mld. €, který poskytnou akcionáři v několika splátkách do roku 2014. Kromě toho se akcionáři zavázali poskytnout dalších 620 mld. € kapitálu na požádání. Akcie jsou mezi akcionáře rozděleny nerovnoměrně, podle tohoto klíče jednotlivé státy poskytují ESM kapitál (ESM, 2013).

ESM má dva úkoly. První je půjčování peněz problémovým státům a podle aktuální dohody i přímo bankám. S největší pravděpodobností bude ESM také přímo nakupovat dluhopisy států eurozóny v případě, že požadované úroky na nových dluhopisech daného státu budou příliš vysoké. Druhým úkolem bude emitování vlastních dluhopisů a jejich prodej investorům na dluhopisovém trhu, protože je jasné, že základní kapitál ve výši 80 mld. € nebude dostatečný. Větší zátěží, než přímé vklady, pro státy eurozóny se může stát kapitál na požádání. O ten ESM požádá své akcionáře v případě, když poměr vydaného dluhu (ESM dluhopisů) a vloženého kapitálu překročí hodnotu 6,66 (Eurokríza, 2013).

Když ESM poskytne peníze problémové zemi, bude mít vůči ní pohledávku. Když poskytne peníze přímo bance, získá její akcie. Akcionáři (členské státy) budou vlastnit akcie a pohledávky a na druhé straně budou mít závazky vůči investorům, kteří si koupili ESM dluhopisy. Pokud zadlužený stát úspěšně zreformuje hospodářství a podaří se mu půjčku splatit, ESM smaže vůči němu pohledávku a peníze vrátí investorům. Nebezpečí však spo-

čívá v tom, pokud například podpořená banka přes všechno úsilí zbankrotuje. Vlastněné akcie této banky budou bezcenné, přestože je dluh ESM nadřazený. Dluh vůči kupcům ESM dluhopisů bude dál existovat a akcionáři si budou muset sami půjčit, za což budou platit úrok, a poslat další peníze do ESM. Zkrátka ztrátu ponese všichni akcionáři – země eurozóny, pokud dlužníci nedokáží vrátit všechny peníze. Další nevýhoda je vytlačování státních dluhopisů. Je jasné, že kapacita finančního trhu není neomezená a dluhopisy ESM odlákají část investorů z nákupu státních dluhopisů, což pravděpodobně může zdražit financování.

## 9.2 Zásahy ECB

Měnová politika je v eurozóně svěřena do výhradní kompetence nadnárodního a nezávislého orgánu – Evropské centrální banky, jejímž hlavním posláním je pečovat o cenovou stabilitu v eurozóně. V současnosti je guvernérem Evropské centrální banky od listopadu 2011 Ital Mario Draghi. ECB byla postavena na modelu silné Bundesbanky, která reprezentovala udržitelný hospodářský růst vyžadující oporu v cenové stabilitě, kterou je schopna zajistit výlučně silná, na politickém cyklu nezávislá centrální banka. Dříve, než se budu zabývat současnými zásahy ECB, je potřeba se podívat do minulosti. Je jasné, že ECB zvládla svůj úkol lépe než mnozí jiní aktéři, a také nese odpovědnost za to, že měnová unie měla už v době vzniku mnoho nedostatků. Na druhou stranu je možné konstatovat, že svou politikou nejenom přispěla ke vzniku zejména bankovní krize, ale hlavně, podle Marše (2012), nikdo z centrálních bankéřů včas neupozornil na to, že se rodí problémy.

Nově založená ECB určitě nechtěla, aby bylo spuštění eura spojeno s hospodářským poklesem. Proto začala hned od počátku razantně pumpovat peníze do ekonomiky. Objem peněz v ekonomice eurozóny (měnový agregát M1) rostl v letech 1999 až 2009 průměrně 8,8 procenta ročně. Což znamená, že za toto období vzrostl objem peněz v ekonomice o téměř 133 procent (Eurostat, 2013). Tato měnová expanze, která kulminovala v letech 2003 – 2006 se projevila na úvěrovém boomu s cca dvouletým zpožděním. Rekordu dosáhl růst úvěrů v září 2006, kdy jejich objem rostl tempem 11,4 % meziročně (Eurostat, 2013). Následkem byla bankovní krize, zejména v Irsku a Španělsku. Druhým faktorem byly úrokové sazby. Ve snaze povzbudit tehdy stagnující ekonomiku Německa během let 2003 – 2005 udržovala ECB úrokové sazby na nízké úrovni. Německo potřebovalo skutečně v té době nízké úrokové sazby, neboť růst HDP v roce 2003 byl záporný – 0,4 %, ale na druhé straně růst

Irska byl 3,9 % a Španělska 3,1 % (Eurostat, 2013). ECB v červnu 2003 snížila základní úrokovou sazbu na 2 % a nechala ji na této úrovni až do prosince 2005 (ECB, 2013). V té době země jako Španělsko nebo Irsko potřebovalo vyšší sazbu, neboť růst úvěrů byl vysoký. Ukázalo se, že společná měnová politika není optimální pro všechny. Co je dobré pro jeden stát, nemusí být dobré pro jiné státy nacházející se v jiné fázi hospodářského cyklu.

### 9.2.1 Úrokové sazby

V současnosti, kdy probíhá hospodářská stagnace a dluhová krize, je pro ECB čím dál tím těžší dělat jednu měnovou politiku pro rychleji rostoucí ekonomiky na jedné straně a pro skomírající země na straně druhé. ECB se snaží o oživení ekonomiky prostřednictvím klíčové úrokové sazby, která je od 11. 7. 2012 na úrovni 0,75 % (ECB, 2013), což je historické minimum od vzniku ECB. Nicméně stagnující státy by mohly mít ještě nižší úrokovou sazbu, tomu však brání zájem Německa a jeho obava z budoucí inflace. ECB by však měla pro záchranu evropské ekonomiky alespoň dočasně rezignovat na inflační cíle. Proti úvěrové inflaci měla ECB bojovat mnohem dříve. V současnosti, v době hospodářského poklesu, by neměla být nejdůležitější protiinflační politika.

### 9.2.2 Dlouhodobé půjčky bankám

Zásadním krokem ECB byl závazek poskytovat do členských zemí neomezenou likviditu tamnějším bankám. Na konci roku 2011 bylo nezbytné uhasit požár na evropském bankovním trhu. Hlavním nástrojem, který ECB použila, se staly tříleté repo operace (Long – term refinancing operation). Byly to největší peněžní injekce v historii eurozóny – během dvou kol LTRO si banky připsaly na účty přes bilion eur od ECB v tříletých peněžích za nízký úrok. V prvním kole v prosinci 2011 to bylo 489 mld. € a v druhém, v únoru 2012 dalších 529 mld. € (ECB, 2013). Cílem této operace bylo udržovat polštář likvidity pro banky, které držely nelikvidní aktiva tak, aby nedošlo k zamrznutí mezibankovních půjček. Banky také mohly použít tyto peníze k nákupu výnosnějších aktiv a tím vytvářet zisk, nebo půjčit více peněz podnikům a spotřebitelům a podpořit tím růst HDP. Tyto levné půjčky využily periferní banky v Irsku, Itálii, Španělsku a Řecku. Jako kolaterál mohly banky použít státní dluhopisy (s výjimkou řeckých), které musely být oceněny tržní hodnotou, která se odvíjela od – typu aktiva, času do splatnosti a úvěrového ratingu. Podle Financial Times (2013) však velká část finančních prostředků poskytnutých bankám prostřednictvím LTRO byla pou-

žita k nákupu státních dluhopisů, zejména italských a španělských. Svědčí o tom snížení výnosů italských vládních dluhopisů po poskytnutí dlouhodobých půjček bankám (Obr. 19).

### 9.2.3 Nákup státních dluhopisů

Situace byla tak vážná, že ECB byla situací dotlačena i k nákupům státních dluhopisů. Proti tomuto řešení dokonce protestoval na podzim 2011 člen Výkonné rady ECB Jürgen Stark, když rezignoval na svůj post. Stark je zastáncem německého postoje, který prosazuje euro jako nástupce německé marky – silnou nízkoinflační měnu. Podle tohoto stanoviska centrální banka nesmí kupovat ve velkém a dlouhodobě státní dluhopisy. Je však zřejmé, že se jednalo o mimořádnou situaci, která zasluhovala neortodoxní řešení.

Poprvé situaci masivně zachraňovala ECB v listopadu 2011, kdy italské desetileté státní dluhopisy během obchodování překonaly psychologickou hranici ročního výnosu 7 %. ECB nakupovala v té době především italské, ale i španělské a portugalské dluhopisy. Podařilo se jí tak mírně snížit výnosové rozpětí mezi italskými a německými desetiletými bondy. Když v červnu 2012 výnosy španělských desetiletých státních dluhopisů začaly atakovat hranici sedmi procent, guvernér ECB vydal prohlášení, že udělá cokoli, aby Španělsko zachránil. ECB tak spustila další kolo nákupu státních dluhopisů na sekundárním trhu s jediným cílem – úroky srazit dolů (CDK, 2012). Tento krok považovala ECB zřejmě za nezbytný, neboť úroky za desetileté španělské dluhopisy v červenci 2012 byly nad úrovní 7,6 %, což je kritická hodnota, při které již pomocdostavší státy žádaly o půjčky. Tento zásah ECB pomohl snížit úroky státních dluhopisů na současnou úroveň kolem 6 % p.a. (Bloomberg, 2013).

Z krátkodobého hlediska lze tyto zásahy na trhu dluhopisů hodnotit pozitivně, neboť bez zásahu ECB by se pravděpodobně úroky italských a španělských dluhopisů dostaly do hodnot, které by ještě více ohrozily stabilitu Evropy. Z dlouhodobého hlediska však může tato cesta být problematická. Nejenomže tento postup není v souladu se základní logikou valuační dluhopisů, ale hlavně těmito nákupy dluhopisů ECB nahromadí ve své rozvaze velké množství rizika, které samozřejmě budou sdílet i ostatní země eurozóny. Je to tak, že čím více bude ECB držet dluhopisů, tím bude averze vůči bankrotu menší. ECB sice možnost bankrotu předlužené země oddálí, ale pravděpodobnost defaultu v budoucnosti nesníží.

### 9.3 Fiskální konsolidace

Co se týče fiskální konsolidace, s příchodem dluhové krize v roce 2010 začali politici, zejména němečtí, prosazovat cestu úspor. A to zpřísněním Paktu stability a růstu, který v té době nedodržovala většina členských zemí. Nutno říci, že v případě objemu dluhů některých zemí bylo už příliš pozdě. Politici si bohužel příliš pozdě uvědomili, že opatření z roku 2005, z doby, v níž Evropa ještě vesměs zaznamenávala hospodářský růst, se ukázala jako špatný krok. V roce 2005 totiž prosadilo Německo společně s Francií revizi Paktu takovým způsobem, že se stal vlastně bezzubým (CDK, 2013). Pakt měl působit preventivně, aby odradil země od nadměrných schodků. Pokud dluhy narostly do tak obrovských rozměrů, navíc se přidala recese, samotný Pakt toho mnoho nevyřeší. V případě zavedení sankcí pro již tak zadlužené země, jako je Řecko by pokutování bylo vyloženě kontraproduktivní. Bylo by opravdu zvláštní, aby zadlužené země platily pokuty půjčenými penězi a ještě více se díky sankcím zadlužovaly. Je paradoxní, že zpřísnění Paktu iniciovalo Německo, které samo tato pravidla nedodržovalo a spolu s Francií se zasadilo o jejich rozvolnění v roce 2005.

Přestože má cesta škrťů mnoho kritiků, je fiskální konsolidace nezbytná. Mnohem důležitější však je, jakým způsobem se realizuje. Jsou jen dvě možnosti, buď na straně příjmů, nebo na straně výdajů rozpočtů. Kritici vyčítají těmto krokům oslabování růstu ekonomiky. To je samozřejmě pravda. Jak opatření na straně příjmů – zvyšování daní, tak i opatření na straně výdajů – škrty, podvazují růst. Pomalá ekonomika s sebou přináší celou řadu problémů – nezaměstnanost, všeobecnou nespokojenost, demonstrace atd. Jenže v Evropě byl příliš dlouho růst HDP na dluh. V současnosti je nezbytné oddlužování. Podle mého názoru je určitě lepší cesta k vyrovnaným rozpočtům cestou škrťů na výdajové straně, než zvyšování daní. Je jasné, že pouze škrťáním nelze vytvořit prosperitu, na druhou stranu není možné dál pokračovat s navyšováním dluhů. Škrty jsou tak nezbytnou věcí.

Nicméně, rozpočtová disciplína k vyřešení dluhové krize eurozóny je podmínkou nezbytnou, nikoliv však dostačující. Veřejné finance jsou relativně nejsnáze řešitelným problémem eurozóny. Mnohem větším problémem jsou sklony okrajových ekonomik k tvorbě úvěrových bublin, která v případě Irska vedla k faktickému státnímu bankrotu. Tady se jednalo o přílišné zadlužení v soukromé sféře, které Pakt stability a růstu vůbec neřeší. Portugalsko zase trpí nízkou konkurenceschopností kvůli vysoké úrovni mezd a nákladů. Žádný z těchto problémů není řešitelný pouhým zavedením disciplíny veřejných financí.

Dalším krokem v boji proti nadměrnému zadlužování by se měla stát Smlouva o stabilitě, koordinaci a správě v hospodářské a měnové unii (tzv. fiskální smlouva), na níž se představitelé členských zemí shodli na konci roku 2011. Tento nový dokument by měl zpřísnovat fiskální politiku států EU a navíc chránit stabilitu eura. Smlouva byla podepsána v březnu 2012 a v platnost vstoupila 1. 1. 2013 (Evropa, 2013).

Tato fiskální smlouva může za jistých okolností představovat efektivní nástroj větší rozpočtové odpovědnosti evropských vlád, na druhou stranu je třeba se ptát jestli potřebuje Evropa další úmluvy, když ty předcházející pravidla sama neplnila. Mám na mysli maastrichtská kritéria, která nebyla plněna některými státy při vstupu do eurozóny, nebo Pakt stability a růstu, který také nebyl plněn a byl změněn, kdykoli se to hodilo. Fiskální smlouva tak bude seznamem původních podmínek v novém balení. Navíc hrozí nebezpečí, že tato smlouva bude přinášet nemalé fiskální transfery z bohatších států k těm chudším, které se na oplátku budou muset vzdát fiskální suverenity. Smlouva se tak může stát dalším krokem na cestě ke společné fiskální politice.

I kdyby fiskální transfery nikomu nevadily, společná fiskální politika hlavně sama o sobě nezaručuje úspěch v boji proti zadlužování. Nejvýznamnější fiskální federace, Spojené státy, již překonaly hranici 100 % dluhu k HDP. Také Argentina tvoří fiskální federaci, o jejích problémech z roku 2002 netřeba polemizovat. Je jasné, že Evropa by rovněž přidala k dluhům národních států ještě velký balík federálních dluhů. Ze zemí EU jsou fiskálními federacemi Belgie a Španělsko, které také nejsou z finančního hlediska žádné následováníhodné vzory, navíc tam, i díky tomu, neustále dochází k separatistickým tendencím.

Ve skutečnosti je možné termín „fiskální federalismus“ interpretovat větou „všechno nakonec zaplatí bohatší státy“, což je v případě Evropy hlavně Německo. Zřízení společného rozpočtu v eurozóně by znamenalo další etapu masivního přerozdělování a podnět k morálnímu hazardu obrovských rozměrů. Vlády slabších států by ztratily motivaci k zavedení pořádku ve vlastních financích. Federalistické přerozdělování by znamenalo krátkodobé řešení na náklady bohatšího severu. Za pár let by však Evropa čelila mnohem větším problémům, protože ani hospodářsky silné státy nemají nekonečnou nosnost.

## 10 ALTERNATIVY ŘEŠENÍ DLUHOVÉ KRIZE

To, že současná Evropská unie není v dobré kondici, dnes připouštějí i největší eurooptimisté. A platí to zejména pro eurozónu. Místo očekávané konvergence přišla divergence. Příčiny a důsledky tohoto stavu jsem se snažil popsat v předcházejících kapitolách. Bohužel také při řešení této situace je Evropská unie rozdělená. Podle Liry (2011) Evropská unie je jako tělo, v němž se střetávají v boji o nadvládu dvě různé mysli. Autor tento stav připodobňuje schizofrenii a nazývá jej eurofrenií. Jde o to, že jedna půlka této rozštěpené „osobnosti“, tedy politicko-finanční elita, je neochvějně přesvědčena, že Hospodářská a měnová unie je vize, za níž je nezbytné bojovat, bez ohledu na náklady. Druhá půlka, tedy běžní občané unie, si v drtivé většině nepřejí řešení krize ještě hlubší integrací za každou cenu. A v některých regionech (např. Velká Británie) si už nepřejí integraci vůbec.

Tato rozpolcenost však není nic nového, přestože mezi lety 1999 až 2008 vypadalo všechno bezchybně. Určité příznaky této „eurofrenie“ se již projevovaly. Co se týče eurozóny, žádná země nikdy nehlasovala v referendu pro HMU. Monetární integrace vznikla buď nařízením shora, nebo zákonným usnesením bez ohledu na vůli lidu. V zemích, kde se Evropská ústava z roku 2005 schvalovala pomocí referenda, skončil výsledek velmi neslavně, a to bylo v roce 2005, kdy Evropa zažívala slušný růst. Než dál riskovat s referendy, recyklovala Evropská unie ústavu do Lisabonské smlouvy, což byl krok, který obešel demokratický proces (Lira, 2011). Z toho lze usuzovat, že občané Evropy si nikdy nepřáli tak totální integraci, dokonce ani v těch dobrých letech, zatímco evropští politici na ní urputně trvali.

Dnes už jsou léta příjemné evropské konjunktury za námi. Naopak, Evropa čelí několika krizím, z nichž nejviditelnější je krize solventnosti. Zásadní problém současné dluhové krize spočívá v tom, že se země na evropské periferii, Řecko, Kypr, Irsko, Portugalsko, Španělsko, Itálie, ale i další, příliš zadlužily u bank sídlících v centru eurozóny, zejména v Německu, Francii a Nizozemí. Řešení, jak se z této situace dostat není mnoho. Některé způsoby řešení jsou navíc spojeny s vystoupením z eurozóny, což celou situaci významně komplikuje. Eurozóna tak stojí na rozcestí, z něhož najít správný směr bez zásadní změny je úkol velmi těžký, ne-li nemožný. Z hromady nesplacitelných dluhů mohou nesolventní země uniknout v zásadě těmito způsoby:

- drastická úsporná opatření,



- půjčky postiženým zemím v podobě různých mechanismů,
- státní bankrot, neboli restrukturalizace dluhu,
- opuštění eurozóny,
- inflace měny – eura.

Jak již bylo naznačeno v předcházející kapitole, politicko-ekonomické vedení eurozóny zatím volí možnosti č. 1 a 2. Nesolventním zemím půjčí další peníze, čímž jim naloží další dluhové břímě a politicky slabší státy nutí k okamžitým úsporným opatřením. Efektivita těchto opatření je však velmi diskutabilní – další půjčky nic neřeší, jen odsouvají problém do budoucnosti a zároveň ho nafukují. Také úsporná opatření, jakkoli jsou nezbytná, situaci nevyřeší. Úsporná opatření již tak slabou ekonomiku ještě více oslabují a zpomalují natolik, že ohrozí její schopnost dostat se z dluhové pasti prostřednictvím hospodářského růstu. Navíc tato dvě opatření vůbec neřeší zásadní problém zadlužených zemí – konkurenceschopnost. Co se ostatních řešení týče, zatím se jim eurozóna vyhýbá, s výjimkou částečné polovičaté restrukturalizace řeckého dluhu.

## 10.1 Státní bankrot

Pokud se stát dostane se svým dluhem tak daleko, že už mu nikdo není ochoten dál půjčovat, nabízí se jedno rychlé řešení. Je to bankrot, neboli restrukturalizace dluhu. Je restrukturalizace dluhu pouze eufemismem pro bankrot, nebo je to něco jiného? Rozdíl je možné chápat ve způsobu, jakým se státní bankrot realizuje. Fakticky se jedná vždy o bankrot, rozdíl je v tom, jestli je bankrot řízený nebo neřízený. Neřízený bankrot nikomu nepomůže a v krátkém období může rozvrátit celou ekonomiku. Rozumějším řešením je řízený státní bankrot – restrukturalizace dluhu, kdy se na ztrátách podílí všichni rovným dílem. Banky a ostatní věřitelé odepíší část pohledávek, stát pak musí přijmout pevný splátkový kalendář a má ztížený přístup k úvěrům.

Podle Kohouta (2010) historie ukázala, že restrukturalizace dluhu může vyjít levněji než nekonečné úvěrování, které se dnes provádí v Evropě. Jak již bylo řečeno v předcházejících kapitolách, eurozóna se tomuto řešení zatím vyhýbá, přestože historie zná mnoho případů platební neschopnosti státu. Příkladem může být Rusko 1998, Argentina 2002, Uruguay 2003 a ještě v čerstvé paměti Island 2008. V Evropě je však bankrot považován za něco nepatřičného a potupného, co nepatří do vyspělých zemí. Podle mne však hrozba bankrotu

může pomoci k fiskální odpovědnosti jednotlivých států. Pokud politici „trpí“ jistotou nemožnosti bankrotu, nepřináší to nic jiného než morální hazard.

Proč je tedy v eurozóně bankrot tak tvrdošíjně odmítán, přestože v případě některých zemí by to bylo zřejmě nejlepší řešení? Vysvětlení je jednoduché. V případě bankrotu člena eurozóny by to znamenalo nedobrovolné vystoupení z měnové unie. Bankrot bez opuštění eurozóny zkrátka není možný. Zavedení vlastní měny by zajistilo konkurenceschopnost a tím pádem i obnovení dlouhodobé solventnosti. Tato situace, jakkoli by měla pravděpodobně v delším horizontu pozitivní vliv na vyřešení dluhových problémů, by však měla nemalé krátkodobé náklady.

Tyto náklady, respektive důvody jsou dva. První důvod je politický. Podle Marshe (2012) investovali politici příliš mnoho politického kapitálu do projektu společné měny, na to, aby připustili její demontáž, byť jen vystoupením několika členů. Připustit možnost bankrotu a vystoupení z eurozóny by tak pro ně představovalo přiznání vad společné měny a ztrátu tváře. Druhý důvod je ekonomický a mnohem prozaičtější. Jsou to zájmy bank, které ve svých aktivech drží dluhopisy zadlužených zemí v hodnotě stovek miliard eur. V případě řízeného bankrotu by muselo dojít k přecenění, což by znamenalo značné ztráty. V březnu 2012 sice již došlo k částečné restrukturalizaci řeckého dluhu, ale ta nebyla příliš radikální. Při této výměně dluhopisů za nové, s delší dobou splatnosti, věřitelé ztratili na nominální hodnotě nových řeckých dluhopisů 53,5 % (CDK, 2013). O tom, že tato akce nebyla dostatečná, svědčí výše řeckého dluhu, který sice po výměně dluhopisů klesl ze 170,6 % na 136,5 % HDP v březnu 2012, ale do konce 3. čtvrtletí 2012 opět narostl na 152,6 % HDP (Eurostat, 2013). V případě opravdu radikální restrukturalizace řeckého dluhu byla obava, že finanční pozice bank by nemusela být ideální a ochranný polštář dostatečný. Vedle toho, kdyby následovaly další státy – Portugalsko, Španělsko, Itálie mohl by nastat klasický dominový efekt. Tím se mohlo stát, že problémy Řecka, které představuje pouze 2 % HDP eurozóny, by lavinově mohly ohrozit celou eurozónu.

Já si však myslím, že strašení kolapsem eura v případě bankrotu některého člena eurozóny bylo přehnané. I kdyby Řecko již v roce 2010 vyhlásilo platební neschopnost a opustilo HMU, existence eura by neskončila. Dokonce i kdyby následovaly další státy, euro by stále existovalo a mohlo hladce fungovat ve zbývajících zemích. V té době nebylo ohroženo euro, ale stabilita evropských bank. Platební neschopnost bankrotujících zemí by znamenala přecenění dluhopisů v držení bank, čímž by způsobila systémovou krizi evropského ban-

kovnictví. Nicméně je možné, že by podpora takto postižených bank vyšla mnohem levněji, než záchrana Řecka a dalších států. V současnosti je situace dost rozdílná, neboť velká část dluhopisů předlužených zemí a s nimi spojené riziko se přelilo do rozvahy ECB a prostřednictvím záchranných fondů na bedra evropských daňových poplatníků.

Při zvažování jestli zemi pomoci půjčkami, nebo ji nechat zbankrotovat je třeba taky rozlišovat mezi krizí likvidity a insolvenčí. V případě krize likvidity není situace beznadějná a pomoc v podobě překlenovacích úvěrů může pomoci. Což je případ Irska, kde mezinárodní pomoc zřejmě pomohla a země se již dostává z platební neschopnosti. Irsko je však konkurenceschopná ekonomika s extrémně významným přebytkem obchodní bilance (23 % HDP v roce 2011). Irsko je zkrátka úplně jiný případ než Řecko, které mělo obchodní deficit ve výši 13 % HDP za rok 2011 (Eurostat, 2013). Za tímto velkým schodkem je ztráta konkurenceschopnosti, která se nedá vysvětlit fiskální nezodpovědností. Řecko totiž trpí nejenom vnitřní nerovnováhou, ale hlavně vnější nerovnováhou. V případě Řecka tak existuje jen jeden rychlý způsob, jak uniknout z dluhové krize. Tím je jednostranné vyhlášení řízeného bankrotu a odchod z HMU, bez ohledu na eurozónu jako celek. Investoři by utrpěli ztráty, ale takové jsou finanční trhy. Prostředky ze záchranných mechanismů by byly lépe využity pro rekapitalizaci řeckých bank, kdyby to byla potřeba. Řecko potřebuje získat především znovu konkurenceschopnost. Jediný rychlý způsob je vystoupit z eurozóny a zavést devalvovanou vlastní měnu. Euro je pro Řecko příliš tvrdá měna. Devalvovaná měna obnoví konkurenceschopnost, tím oživí hospodářský růst a snížení nezaměstnanosti. Něco obdobného udělal Island v roce 2008 – deklaroval platební neschopnost a jeho měna spadla na méně než 50 % hodnoty. V roce 2011 i 2012 již ekonomika znovu rostla více než dvouprocentním tempem (Eurostat, 2013) a jeho měna dokonce postupně posiluje.

Jenže mezi Islandem a Řeckem je jeden zásadní rozdíl. Řecko je členem eurozóny a tak bylo alespoň dočasně zachráněno Evropskou unií. Záchrana spočívala v poskytnutí překlenovacího úvěru ve výši dalších 130 mld. eur s podmínkou, že soukromí investoři včetně bank souhlasili s odpisem 53,5 % hodnoty řeckých dluhopisů. Držitelé řeckých dluhopisů svolili s jejich výměnou za nové s delší splatností (11 – 30 let) a s nižším výnosem na hodnotách od 2 do 4,3 % – což jsou sazby běžné u ne tak zadlužených evropských zemí. Proč investoři souhlasili s tímto nevýhodným obchodem? Jednak nebyla k dispozici jiná alternativa, neboť při neřízeném bankrotu by nedostali vůbec nic, ale vedle toho tu byl ještě jeden, na první pohled nepodstatný důvod. „Nově vydané dluhopisy spadají pod anglický právní

system, zatímco původní dluhopisy byly předmětem řecké legislativy“, upozorňuje ekonom Roubini ve svém komentáři pro Financial Times. Tato dohoda, podle Roubiniho, tak znamená, že Řecko přišlo prakticky o možnost opustit eurozónu. Řecko se tímto opatřením vyhlásilo bankrotu, ale jeho vyhlídky jsou velmi neveselé. Potýká se s nezaměstnaností, která na konci roku 2012 byla 24,3 %, HDP klesl v témže roce o 6,4 %, s poklesem ve výši 4,4 % se počítá i v roce 2013 (Eurostat, 2013). Největším problémem však je katastrofální konkurenceschopnost. Kdyby Řecko již v roce 2010 vyhlásilo bankrot a tím pádem i opustilo eurozónu, jistě by bylo, přes všechny ekonomické a sociální problémy, na cestě k obnově své ekonomiky.

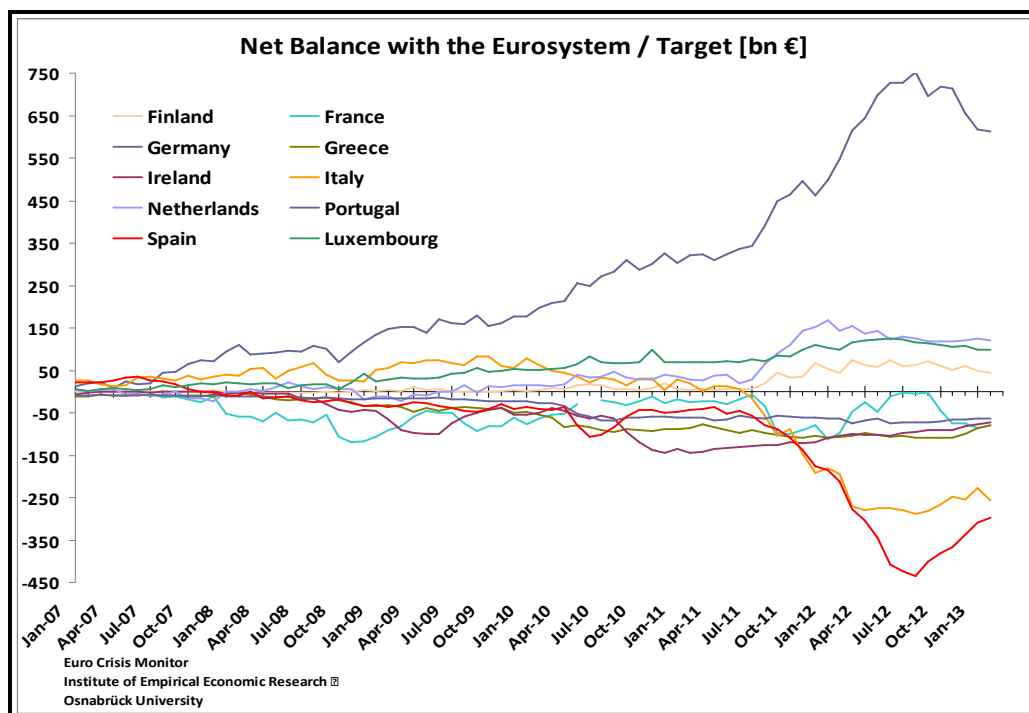
Proč evropští politici tak zatvrzele odmítají bankrot, pokud přijmeme tezi, že restrukturalizace dluhu, jakkoli by měla pravděpodobně nemalé krátkodobé náklady, v delším horizontu by měla pozitivní vliv na vyřešení dluhových problémů? Problém je zřejmě v tom časovém intervalu. Většina politiků uvažuje krátkodobě, což obnáší jejich volební období, a nikdo z nich nechce nést stigma bankrotu. Mizí-li však riziko bankrotu, subjekty se chovají rozmařile a nic nedokáže omezit nekonečně rostoucí výdaje a požadavky. To se týká jak komerčních organizací, tak i vlád. Tyto iluze bez státních bankrotů však nemohou být udržovány do nekonečna.

## 10.2 Rozdělení eurozóny

Eurozóna není homogenní oblast a udržet stejnou měnu pro takové země, jako je například nejslabší Řecko a nejsilnější Německo, bude dlouhodobě těžko udržitelné. Stávající záchranné mechanismy řeší následky, ale nikoliv příčiny tohoto stavu. Příčinou je vnější nerovnováha způsobená špatnou konkurenceschopností jižního křídla eurozóny. Vnější nerovnováha se projevuje přebytky běžných účtů platebních bilancí na severu Evropy a deficitu téhož na jihu. Pokud tento stav trvá dlouhodobě, země s deficity se stávají zeměmi dlužnickými a země s přebytky pak zeměmi věřitelskými. Při vzniku eurozóny se věřilo v konvergenci, ale namísto ní přišla divergence. Je kupodivu, že maastrichtská kritéria, ani Pakt růstu a stability se vnější nerovnováhou nezabývaly, na rozdíl od vnitřní nerovnováhy. V případě dvou měn vnější nerovnováha v podobě obchodního deficitu zvýší tlak na depreciaci národní měny, což má pozitivní dopad na export. Tato cesta však v případě společné měny není možná.

V době zlatého standardu fungoval zahraniční obchod tak, že státům, které měly velký deficit platební bilance, ubývalo měnové zlato. Následkem byla devalvace národní měny, tedy snížení zlatého krytí a snížení hodnoty vůči ostatním měnám. V případě plovoucích kurzů zase funguje depreciace, což je pokles kurzu měny pomocí devizových trhů. Princip je stejný, jen namísto státních úřadů rozhoduje o měnových kurzech finanční trh. Stejná měna pro více států ale žádný vyrovnávací mechanismus pro výkyvy v zahraničním obchodě už nemá. Při vzniku eurozóny se zřejmě s tímto vůbec nepočítalo. Tvůrci eura tak věřili, že vznikem eurozóny se z mnoha rozmanitých ekonomik stane jedna velká ekonomika, v jejíchž hranicích vnější nerovnováha nebude hrát roli. Bohužel opak byl pravdou a ukázalo se, že mezi jednotlivými členy eurozóny vznikají propastné rozdíly.

Tyto nerovnováhy se kumulují v rámci mezinárodního zúčtovacího systému TARGET2 (Obr. 21). Tento systém odráží nerovnováhu běžných účtů v rámci zemí eurozóny. Do roku 2007 nebyly nerovnováhy viditelné tak zřetelně, neboť bilance byly financovány komerčními bankami. V roce 2007 převzal tuto roli Eurosystem, který tvoří centrální banky členských zemí eurozóny. Proces funguje tak, že transakce probíhají přes národní centrální banky jakožto vypořádávací centra (Kohout, 2012). Kumulativní bilance jednotlivých CB odráží pohyb mezinárodních plateb do země a ze země.



Obr. 21. Bilance Eurosystemu (Euro Crisis Monitor, 2013).

V rámci Eurosystemu tak mají v současnosti přebytkové státy pohledávky dosahující 900 mld. eur, z nichž největší podíl má Německo. Na druhé straně deficitní země mají závazky ve stejné výši. Podle profesora Sinna takto eurozóna dotuje periferní ekonomiky a tím se vlastně jedná o další záchranný mechanismus pro jižní periferii. Německá Bundesbank tak de facto poskytuje deficitním státům eurozóny nízkouúročené půjčky (základní sazba ECB, v současnosti 0,75 %). Sinn poukazuje na nezbytnost řešení této nerovnováhy, například se inspirovat modelem, který funguje v USA, kde musí být všechny nerovnováhy každoročně vyrovnány (Sinn, 2011).

Tento deficit platební bilance je možné nějakou dobu udržet, ale ne navždy. Čím bude tato nerovnováha delší, tím závažnější budou její dopady. Země eurozóny v trvalé vnější nerovnováze není ekonomicky zdravá, protože má nadhodnocenou měnu. Důsledkem je ještě větší ztráta mezinárodní konkurenceschopnosti, růst nezaměstnanosti, tlaky na státní rozpočty. Deficit obchodní bilance je v podmínkách jedné měny řešitelný pouze jediným nástrojem, kterým je vnitřní devalvace. To by znamenalo snížení mezd, důchodů a všech veřejných výdajů o desítky procent, přičemž by hodnoty dluhů, např. hypoték, investičních úvěrů, nebo státních dluhopisů, neklesly. Něco takového se stalo v Estonsku, ale v románských zemích si to nedokáže nikdo představit. Tam se stávkuje proti mnohem malichernějším věcem a snížení platů, např. o 30 %, by veřejnost v žádném případě nestrávila.

V tomto případě je možné jako o alternativě řešení mluvit o rozdělení eurozóny na dvě skupiny. Nemám zde na mysli dobrovolné vystoupení problémových zemí z eurozóny a jejich pravděpodobný bankrot, nebo bankrot a nedobrovolné vystoupení. Toto je velmi komplikované, jak jsem již popsal v předchozí kapitole. Mnohem méně komplikovaným řešením se tak jeví rozdělení eura na dvě měny, které by nebylo spojeno s tak odmítaným bankrotem. Jednalo by se o silné euro a slabé euro, respektive severní a jižní. K rozdělení by nedošlo vystoupením nebo vyloučením slabých zemí, ale ze současné eurozóny by se vyčlenily silnější země v čele s Německem. Ony by poté zavedly nové, silnější euro. Byla by to obdoba rozdělení československé koruny v roce 1993, jen by to bylo náročnější, neboť se jedná o více zemí. Již v roce 2011 se objevily některé komentáře, že má Německo takový scénář zpracovaný. Přestože tyto zprávy nikdy žádná oficiální místa nepotvrdila, divil bych se, kdyby o takové eventualitě v Bundesbank nejednali. Toto řešení preferuje i Hans-Olaf Henkel (2012), který byl v minulosti prezidentem Svazu německého průmyslu a v současnosti je profesorem Mannheimské univerzity. Podle něj by bylo nejlepší udělat

krok zpět, který by umožnil devalvací eura v jižních zemích tím, že odejdou hospodářsky nejsilnější země – Německo, Nizozemí, Finsko a Rakousko. Toto řešení považuje za dobré řešení, přestože pro vystoupivší země by to bylo nevýhodné, neboť jejich nová měna by posílila a oslabilo by to jejich vývozce. „Lepší variantu ale v dlouhodobém výhledu nevidím. Marka posílila sedmnáctkrát a vydržela to“ říká profesor Henkel.

Jednání o tom, kdo by se této akce zúčastnil by nebylo jednoduché. Kromě Německa určitě Nizozemsko, Rakousko, Finsko i Lucembursko. Velkým problémem by byla vzhledem ke své velikosti Francie. Ekonomicky se totiž neustále čím dál více přibližuje jihu, ale politicky by to bylo velmi citlivé zůstat mezi slabšími. Nicméně, Francii by slabší euro významně pomohlo v situaci neustále rostoucího deficitu běžného účtu platební bilance. Z rozdělení společné měny by každopádně profitovaly obě skupiny zemí, také tím, že by získaly možnost řídit vlastní monetární politiku, která by jim více pasovala. Jižní země by se na monetární politice snadněji shodly mezi sebou než s „protiinflačním“ Německem. Jejich dluhy by samozřejmě zůstaly denominovány ve stávajícím (slabším) euru a vyšší inflace by jim tak pomohla se splácením. Za zásadní výhodu pro země se slabší měnou lze považovat její oslabení a postupné zvýšení konkurenceschopnosti.

Výše popsané řešení má svá pozitiva, ale také své „ale“. Toto řešení záleží na Německu, ostatně jak již jsem naznačil, celá budoucnost eura stojí na Německu, ať se to někomu líbí nebo nelíbí. To „ale“ spočívá v tom, že Německo je v eurozóně věřitelem číslo jedna. V případě odchodu Německa a dalších silných států ze stávající eurozóny by hodnota eura významně klesla. Klesla by vůči všemu – dolaru, jenu, zlatu. Nové euro by naopak stoupl a německá aktiva v původních eurech by utrhla velké ztráty. Všechna německá eurová aktiva by totiž zůstala denominovaná v původních eurech. Německá pohledávka v rámci Eurosystemu TARGET2 je v současnosti ve výši přes 600 mld. eur (Obr. 21). Dlužníci Německa – Řecko, Španělsko, Itálie, atd. – by dlužili původní eura, nikoli nové eura. Toto řešení by bylo jistě bolestivé, ale je otázka jestli není bolestivější neustálé zachraňování dlužníků dalšími půjčkami. Čím více bude Německo zemím periférie půjčovat, tím bude více ve věřitelské pozici a pravděpodobnost řešení vystoupením ze stávající eurozóny bude klesat. Nebo je také možné, že Německo čeká až jeho zainteresovanost v rámci jeho aktiv v eurech klesne, to znamená, že počká na splacení půjček a snížení bilanční sumy v rámci TARGET2, která ostatně od října loňského roku klesla o více než 100 mld. eur (Obr. 21).

### 10.3 Řešení pomocí inflace

Jednou z cest, jak snížit veřejný dluh je inflace, která sice nemění nominální hodnotu dluhu, ale snižuje jeho reálnou hodnotu. V historii je mnoho případů, kdy inflace pomohla snížit hodnotu dluhu. Příkladem může posloužit britský vládní dluh po 2. světové válce, nebo USA, kdy v letech 1970 – 1982 činila roční složená míra inflace 8 % a pomohla ke skrytému snížení dluhu o 60 % (Musgrave, 1994). To, jestli tato inflace byla záměrem na cestě ke snížení dluhu, nebo nebyla, je lhostejno. Jednoduchým způsobem se dá spočítat, že nečekaný růst inflace o 4 procenta odpovídá 32 % snížení zátěže, kterou nesou emitované desetileté dluhopisy.

Použití této cesty je ale kontroverzní. Takový vývoj postihuje všechny držitele bondů stejně a nebere zřetel na to, jaká je solventnost jednotlivých dlužníků. Navíc hrozí riziko paniky, pokud centrální banka rozjede inflaci. Vždyť centrální banky mají být jednak stále nezávislé a vedle toho mají pečovat o cenovou stabilitu. Bohužel díky krizím v posledních letech je skutečnost jiná. Nejen ECB, ale i ostatní centrální banky jsou okolnostmi tlačeny do jediného typu monetární politiky. ECB, jak jsem již popisoval v předcházejících kapitolách, praktikuje extrémní monetární expanzi charakterizovanou nízkými úroky, rozsáhlým úvěrováním komerčních bank a mimořádnými operacemi na finančních trzích, včetně rozsáhlých nákupů státních dluhopisů. Proti této politice se ozývají protesty, zejména z Německa, které poukazují na nebezpečí inflace. Němci totiž vyšší inflaci odmítají kvůli zkušenosti s hyperinflací 20. let, a jsou tak velmi podezřívaví vůči zásahům ECB na podporu zadlužených zemí, které považují za tištění peněz.

Zastánci větších zásahů ECB si berou za vzor americký Fed. ECB tak pumpuje peníze do ekonomiky, aby podpořila růst, zaměstnanost, bankovní domy i státní rozpočty. Na rozdíl od ECB však Fed toto nečiní proto, aby financoval státní výdaje, neboť poptávka po amerických bondech je stabilně vysoká, čemuž odpovídají i výnosy jejich desetiletých dluhopisů, které se pohybují kolem 1,8 % v posledním roce (Bloomberg, 2013). Navíc je ECB na rozdíl od Fedu zodpovědná za více zemí, takže když odkupuje dluh svých členských států, rizika redistribuje v rámci evropského centrálně-bankovního systému.

Evropská centrální banka jistě nepodniká své kroky s úmyslem zvýšit inflaci a tím smazat část dluhů. Přestože byla okolnostma dotlačena k neortodoxním krokům, pořád ještě nesnížila základní úrokovou sazbu, tak jak by mohla. Základní úroková sazba je v současnosti



0,75 %. Pro porovnání, základní sazba ČNB je 0,05 %. To svědčí o tom, že obava z budoucí inflace stále existuje. Pokud bude ECB opět na inflačním cíli 2 %, je pravděpodobné, že základní úrokovou sazbu nesníží, poté co inflace v eurozóně byla 2,5 % v minulém roce (Eurostat, 2013). Je pravda, že někteří ekonomové předpokládali mnohem větší inflaci poté, co ECB v roce 2011 a 2012 poskytovala neomezenou likviditu komerčním bankám a ve velkém skupovala státní dluhopisy. Tyto kroky jistě působily proinflačně, ale v protisměru působila slabá ekonomická aktivita, když růst HDP eurozóny v loňském roce byl záporný – 0,6 %. Tato hospodářská situace působila spíše deflačně.

Málokdo si dnes troufne předvídat, kdy se kola evropského hospodářského mechanismu opět roztočí. Jedno je ale jasné, až se evropská ekonomika vzchopí, inflace poroste. Nepůjde pravděpodobně o žádnou hyperinflaci v desítkách nebo stovkách procent, to si ECB pohlídá. Jen místo dosavadních průměrných 2 % by mohly ceny růst třeba o čtyři nebo pět procent ročně. Většinu lidí to příliš nepostihne, ale hodnota nahromaděných obrovských dluhů států se bude postupně rozpouštět. Aby tato cesta relativního snižování dluhu byla úspěšná, je nezbytné zastavit další zadlužování, protože pokud vlády budou chtít prodávat další bondy v době rostoucí cenové hladiny, musejí počítat s vyššími výnosy.

Jen málokdo dnes věří, že nejzadluženější státy eurozóny budou schopny své dluhy splatit. Pokud neprojdou výraznou restrukturalizací dluhu, nebo přímo nevyhlásí bankrot, nebudou mít jinou možnost než rozpustit své obrovské dluhy inflací. A nejde jenom o státní dluhy. Například takové Španělsko nebo Irsko má v bankách gigantické dluhy, jsou to úvěry poskytnuté podnikům a domácnostem, které jsou důsledkem dluhových bublin. Aby tato cesta smazání dluhu byla úspěšná, je nezbytné, aby na zadluženém jihu eurozóny ceny stagnovaly, kdežto inflace v Německu i dalších ekonomicky silných zemích rostla více než dvouprocentním tempem. Jinak hrozí, že se země jižního křídla nevymaní ze své nekonkurenceschopnosti, protože právě odlišný vývoj inflace, kdy inflace rostla na jihu mnohem rychleji, než v centru, byla příčinou jejich problémů. Zdá se, že tato cesta by mohla být realizovatelná poté, co v roce 2012 byla inflace v Německu 2,1 % a v Řecku pouze 1 %. Je to přesně opačný trend, než v letech 2001 až 2011, kdy řecká inflace byla soustavně vyšší, než německá, průměrně o 1,66 % (Tab.2).

Cesta inflací je řešení nespravedlivé a do jisté míry hra s ohněm. Vedle věřitelů držících státní dluhopisy by byli zkráceni všichni, kdo vlastní pohledávky v euru. Nicméně obratné řízení inflace může „umazat“ značnou část dluhu, aniž by vlády musely nést potupu státní-

ho bankrotu se všemi negativními důsledky. Je zde však jeden zásadní rozpor, formálně nezávislá centrální banka musí spolupracovat s vládami. Relevantní je také nebezpečí, že inflační politika oprávněně vzbudí nelibost finančních trhů a části voličů. Otázkou je, zda by to nestálo za to riziko. Není snad trocha inflace akceptovatelnou cenou za záchranu celého systému, pokud nikdo není ochoten k jinému řešení?

## 10.4 Předpokládaný vývoj

Řešení dluhové krize eurozóny není jednoduché a žádná cesta není ideální bez vedlejších negativ. Ke krizi takových rozměrů není žádný precedens ani recept, který by bylo možné uplatnit. Jasně je jen jedno – k dluhové krizi v eurozóně nemělo vůbec dojít, dala se předvídat a mnoho ekonomů na nebezpečí upozorňovalo. Evropští politici však na to nedbali a vmanévrovali sebe i své země do těžko řešitelné situace. Evropskou dluhovou krizi vnímají zastánci centralizace jako šanci k dalšímu posílení moci Bruselu. Prosazovatelé této cesty tvrdí, že se EU neobejde bez rozpočtové federalizace s evropskou ekonomickou vládou. To by znamenalo zavést federální daně a emitovat společné dluhopisy. Toto řešení je však oprávněně odmítáno, neboť žádný mechanismus nemůže udělat z Řecka druhé Německo. Parametry jednotlivých ekonomik jsou dány odlišnou kulturou, úrovní vzdělanosti a inovací, přírodními podmínkami a tradicemi. Tyto odlišnosti není možné odstranit během krátké doby jakýmkoliv administrativním opatřením. Na druhé straně nějaké řešení bude nezbytné najít. Proto je velmi těžké predikovat budoucí vývoj. Co se pravděpodobně v budoucnu stane zkusím odhadnout z hlediska krátkodobého a dlouhodobého.

### 10.4.1 Krátkodobý scénář

Na periférii bude přetrvávat hluboká recese, která bude ovlivňovat i ekonomickou situaci v jádru eurozóny. Bude pokračovat fiskální utahování, určitá vnitřní devalvace a snižování jednotkových nákladů práce, celý proces však bude příliš pomalý a navíc bude držet země v recesi. Dluhy zůstanou vysoko ve veřejném i soukromém sektoru, budou přetrvávat obavy z nedostatečné likvidity bank. Euro zůstane pro země periférie příliš silné, což bude udržovat problém ztráty konkurenceschopnosti spojené s deficitem běžného účtu. Finanční podmínky díky fiskálním škrtnutím budou lepší a extrémní rizika díky zásahům ECB se zmenší, fundamentální problém nehomogenity eurozóny bude ale přetrvávat.

Na další vývoj bude mít vliv mnoho událostí, zejména v největších ekonomikách eurozóny, to znamená v Itálii, Francii a Německu. V Itálii se v současnosti po patovém výsledku voleb rozhoduje o další politicko-ekonomické strategii. Pokud by hrozil default Itálii, jednalo by se o plnohodnotnou nákazovou hrozbu, na rozdíl od Kypru, který se v současnosti řeší. Ještě větší potenciál v negativním slova smyslu má Francie, která se díky své vnitřní i vnější nerovnováze posouvá k jižnímu křídlu, čímž je na hraně mezi zachraňující a zachraňovanou zemí eurozóny. Pokud by se dostala do druhé skupiny, situace v HMU by se od základu změnila. Další neznámou je výsledek parlamentních podzimních voleb v Německu, na kterém bude do značné míry záviset další vývoj dluhové krize v eurozóně. Může se stát, že německá veřejnost už nebude chtít sanovat zadlužené státy a při tom si nechat nadávat, že prostřednictvím eura chce ovládat celou Evropu. Svědčí o tom i vznik nové politické strany, kterou založili němečtí ekonomové a podnikatelé s negativním postojem vůči euru s cílem bránit záchranným akcím pro členy eurozóny a samotnou měnovou unii zrušit.

Pokud se však nic mimořádného nestane, eurozóna se nerozpadne. Společná hospodářská politika nevznikne, protože k tomu není politická vůle. Fiskální disciplína nevyřeší dluhový problém eurozóny. Ekonomiky Řecka, Portugalska, Španělska, Itálie i Francie budou dále trpět ztrátou konkurenceschopnosti díky příliš silné měně. Ale zejména – evropské dluhy zůstanou. Nejpravděpodobnějším scénářem je tak v krátkém období živoření na jihu a rostoucí nespokojenost severu se slabšími zeměmi. Podobný mechanismus funguje dlouhá léta v Itálii. Bohatá severní část obviňující z příživnictví chudý jih, který se z chudoby nemůže dostat, protože nemůže devalvovat a jeho konkurenceschopnost ničí dotace z bohatšího severu. Tyto dotace, které by měly pomáhat, ve skutečnosti zvyšují inflaci a náklady, čímž ničí konkurenceschopnost. Pravděpodobně tak budeme sledovat v několika příštích letech pomalý bolestný proces. Státní intervence současně s požadavky na drakonická úsporná opatření, což bude doprovázeno velmi vysokou nezaměstnaností a nízkým růstem HDP.

#### **10.4.2 Dlouhodobý scénář**

V dlouhodobém horizontu zůstanou k dispozici jen dvě možnosti. Buď transferová unie, v níž silnější země budou dotovat ty slabší, nebo rekonstruovaná měnová unie, které bude sestávat jen z relativně srovnatelných ekonomik, případně rozdělení eurozóny na dvě části.

Pokud budou politici za každou cenu trvat na udržení Řecka a jemu podobných států v eurozóně, to znamená zachovat měnovou unii v současném složení, jediným východiskem bude cesta vpřed k ještě větší integraci. Evropa se bude muset posunout mnohem více k politické unii se vším, co k tomu patří. Tato transferová unie by samozřejmě vyžadovala nové politické instituce a státy by se musely vzdát velkého dílu svých pravomocí ve prospěch centrální evropské vlády. Nezbytné by bylo zavedení federálních daní a emise společných dluhopisů. Některým politikům se jistě taková představa líbí, někteří dokonce mluví o Spojených státech evropských. Jenže to má jeden háček. Zatímco obyvatelé USA se považují za Američany, obyvatelé Evropy se považují v první řadě za Finy, Němce, Italy atd., nikoliv za Evropany. Prostě evropská společnost neexistuje a proto nemůže existovat ani ekonomická solidarita mezi zeměmi eurozóny. Na to, aby průmyslové, ekonomicky silné státy dotovaly vznik pracovních míst na jižní periférii, by přitom byla nutná velmi silná dávka solidarity, neboť taková pomoc by pravděpodobně měla za důsledek růst nezaměstnanosti na severu.

Druhou možností, která bude přicházet v úvahu, je zásadní rekonstrukce měnové unie, když ne přímo rozpad. Pokud je jakýkoli lidský konstrukt vnitřně chybný, dříve či později musí dojít ke změně. Předpoklady k takovým změnám v eurozóně jsou přítomny, ale odhadovat, kdy se tak stane, není dost dobře možné. Eurozóna je složena ze zemí, které k sobě prostě ekonomicky nepasují. Jednotlivé vlády i centrála v Bruselu ji však dosud odmítají změnit a tvrdohlavě se vzpírají realitě. Maastrichtská kritéria měla být prevencí k tomu, co se nyní děje, ale z politických důvodů nebyla vynucována. I když bude akutní problém vyřešen, trhy budou bedlivě sledovat, co se bude dít. Tlak tak bude značný a stále přítomný.

Podle mého názoru je druhá cesta pravděpodobnější, i když ne snazší a asi ani levnější. Myslím si, že za deset, patnáct let nebude eurozóna existovat se všemi současnými členy. Bude absolutně nezbytné nějakým způsobem vyřešit situaci v zemích jako je Řecko, které jsou prostě insolventní a nemají jakoukoliv šanci své dluhy někdy splatit. Dříve nebo později bude muset přijít den zúčtování. Čím dříve to bude, tím dříve se Evropa vymaní z krize. Evropa bude na tom mnohem lépe, až si definitivně vybere mezi užší integrací a rekonstrukcí měnové unie. Situace se nezlepšuje a dlouhodobě se stane neudržitelnou. Neřešená situace vyvolávající vzájemnou nevraživost by Evropu uvrhla do mnohem horšího stavu, než v jakém byla, než se odhodlala k experimentu společné měny.

## ZÁVĚR

Cílem mé diplomové práce bylo analyzovat příčiny, důsledky a současný stav zadlužení v eurozóně, navrhnout možná řešení a predikovat vývoj, kterým se bude eurozóna v budoucnu ubírat. Studium dostupných materiálů i vlastní analýzy mně umožnily se s danou problematikou seznámit a proniknout hlouběji k jádru problému. Zásadním zjištěním je fakt, že hospodářská a měnová unie je v první řadě politickým projektem bez zásadního ekonomického opodstatnění. Politici spojení s realizací tohoto projektu projeví zásadní nedostatek předvídatelnosti, vezmeme-li v potaz, že všechny problémy, které se následně vyskytly, byly docela dobře predikovatelné. Na základě politického rozhodnutí bylo do exkluzivního klubu eurozóny přijato mnoho zemí, které k tomu neměly předpoklady a které vytvořily ekonomicky nehomogenní skupinu. Bylo jen otázkou času, kdy se tyto rozdíly projeví. Tato situace nastala příchodem finanční a následně hospodářské krize. V případě těchto států byla možnost používat euro nejenom jednou z příčin vzniku dluhové krize, ale společná měna také komplikuje cestu, jak se z krize dostat.

K nezvykle vysokému zadlužení evropských zemí, zejména členských států eurozóny přispělo více faktorů. První příčinou byla fiskální nezodpovědnost. Několik dekád byl blahobyt a sociální stát západního typu financován dluhem. Z analýzy jednoznačně vyplývá, že navzdory Paktu stability a růstu, téměř všechny státy přestaly po vstupu do eurozóny dodržovat vlastní konvergenční kritéria. Pravidla, která byla vytvořena právě za účelem dodržování fiskální disciplíny, byla od počátku porušována, což mělo za následek enormní nárůst dluhu v celé eurozóně. Dalším faktorem, který přispěl k dluhové krizi v některých zemích, byla krize bankovní. Tu vyvolalo přílišné zadlužení v soukromé sféře. Zajímavé je, že konvergenční kritéria se zabývají pouze veřejným dluhem, ale na soukromé dluhy neberou zřetel. Třetím problémem je odlišná konkurenceschopnost ekonomicky silnějších zemí v čele s Německem na jedné straně a jihoevropských zemí na straně druhé. Tyto rozdíly v konkurenceschopnosti vyvolávají vnější nerovnováhu, která se projevuje přebytky běžných účtů platebních bilancí na severu Evropy a deficity téhož na jihu. Při vzniku eurozóny se věřilo v konvergenci, ale namísto ní přišla divergence. Země, která má svoji měnu, ji může devalvovat a tak podpořit svůj export. To v zemích eurozóny není možné.

Příčinou dluhové krize je kombinace všech uvedených faktorů. Přestože se dnes nejvíce mluví o rozpočtové nezodpovědnosti a nerespektování vlastních pravidel, dlouhodobý fundamentální problém spočívá v nehomogenitě eurozóny. Fiskální disciplína je schopna od-

stranit rozpočtové deficity, ale nebezpečí vzniku úvěrových bublin díky jednotné monetární politice v eurozóně nezmenší. Ani nezvedne tragickou konkurenceschopnost jižního křídla eurozóny. Jako hlavní příčinou krize se tak nejeví deficitní financování, ale nedostatečná flexibilita společné měny. Stávající záchranné mechanismy tak řeší následky, ale nikoliv příčiny tohoto stavu.

Řešení dluhové krize eurozóny není jednoduché a žádná cesta není ideální. Ke krizi takových rozměrů není žádný precedens ani recept, který by bylo možné uplatnit. Jestliže se stát dostane se svým dluhem tak daleko, že už mu nikdo není ochoten dál půjčovat, je potřeba v první řadě rozlišit, jestli se jedná o krizi likvidity nebo insolvenční. V případě insolvenční se nabízí rychlé řešení. Je to bankrot spojený s opuštěním eurozóny. V Evropě je však bankrot považován za něco potupného, co nepatří do vyspělých zemí. Podle mne však hrozba bankrotu může pomoci k fiskální odpovědnosti jednotlivých států. Pokud politici „trpí“ jistotou nemožnosti bankrotu, nepřináší to nic jiného než morální hazard.

Významnou skutečností je, že zadlužené státy netrpí jen vnitřní nerovnováhou, ale také vnější nerovnováhou. Příčinou vnější nerovnováhy je tragická konkurenceschopnost jižního křídla eurozóny. Následný deficit obchodní bilance je v podmínkách jedné měny řešitelný pouze jediným nástrojem, kterým je vnitřní devalvace. Tato cesta je však velmi zdlouhavá a bolestivá. Mnohem rychlejším řešením se tak jeví rozdělení eura na dvě měny, které by umožnilo slabším státům devalvovat měnu a rychleji obnovit svoji konkurenceschopnost a růst, který by v důsledku pomohl i ke snížení dluhové zátěže. Jednalo by se o silné euro a slabé euro, respektive severní a jižní. Tato cesta je v současnosti většinou politické reprezentace odmítána s tím, že odchod zemí z eurozóny není možný. Jenže v historii najdeme mnoho nemyslitelných událostí, které se nakonec staly. Ačkoliv je toto řešení prozatím odmítáno, ekonomiky členských zemí jsou až příliš rozdílné na to, aby společná měna zůstala v současné podobě.

V dlouhodobém horizontu tak zůstanou k dispozici jen dvě cesty. Buď vznik transferové politické unie, v níž silnější země budou dotovat ty slabší, nebo rekonstruovaná měnová unie, která bude sestávat jen z relativně srovnatelných ekonomik. Podle mého názoru první cesta v dohledné budoucnosti není z mnoha důvodů možná. Tím nejzásadnějším důvodem je, že země se nebudou chtít vzdát své suverenity ve prospěch evropské vlády. Proto považuji druhou možnost za pravděpodobnější, i když ne snazší a asi ani levnější. V každém

případě bude Evropa na tom mnohem lépe, až si definitivně vybere mezi užší integrací a rekonstrukcí hospodářské a měnové unie.

Ať už bude další vývoj jakýkoliv, jedno je jasné. Nyní zažívá krizi západoevropský ekonomický model založený na extrémně vysokých výdajích, na dluhu, na morálním hazardu a byrokracii. Tento model se vzdálil principům morálky, na kterých by měla zdravá ekonomika stát. To je opravdová podstata dluhové krize nejen eurozóny, ale celého vyspělého světa. Svoji diplomovou práci bych chtěl proto ukončit slovy Tomáše Bati, které nám mají co říci i po více než sedmdesáti letech:

*„Příčinou krize je morální bída. Přelom hospodářské krize? Nevěřím v žádné přelomy samy od sebe. To, čemu jsme zvykli říkat hospodářská krize, je jiné jméno pro mravní bídu. Mravní bída je příčina, hospodářský úpadek je následek. V naší zemi je mnoho lidí, kteří se domnívají, že hospodářský úpadek lze sanovat penězi. Hrozím se důsledku tohoto omylu.*

*V postavení, v němž se nacházíme, nepotřebujeme žádných geniálních obrátů a kombinací. Potřebujeme mravní stanoviska k lidem, k práci a veřejnému majetku. Nepodporovat bankrotáře, nedělat dluhy, nevyhazovat hodnoty za nic, nevydírat pracující, dělat to, co nás pozvedlo z poválečné bídy, pracovat a šetřit a učinit práci a šetření výnosnější, žádoucnější a čestnější než lenošení a mrhání.*

*Máte pravdu, je třeba překonat krizi důvěry, technickými zásahy, finančními a úvěrovými ji však překonat nelze, důvěra je věc osobní a důvěru lze obnovit jen mravním hlediskem a osobním příkladem.“*

*Tomáš Baťa, 1932*

**SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY**

- Bloomberg. *News* [online]. February 2013 [cit. 2013-02-23]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/news/2013-02-23/u-k-stripped-of-top-rating-by-moody-s-amid-weak-growth-outlook.html>
- Bloomberg. *Markets* [online]. March 2013 [cit. 2013-03-08]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/>
- BUCHANAN, James M., 1998. *Veřejné finance v demokratickém systému*. Brno: Computer Press. ISBN 80-722-6116-9.
- BUCHANAN, James M., 2002. *The Balanced Budget Amendment: Clarifying The Arguments*. USA: George Mason University.
- CDK. *Monitoring EU* [online]. March 2013 [cit. 2013-03-11]. Dostupné z: <http://www.cdk.cz/monitoring/>
- DVOŘÁK, Pavel, 2008. *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. Praha: C. H. Beck. ISBN 978-80-7400-075-1.
- DVOŘÁKOVÁ, Vladimíra, 2010. *Evropeizace veřejné sféry*. Praha: C.H. Beck. ISBN 978-80-7400-193-2.
- Euro Crisis Monitor. *Datat* [online]. April 2013 [cit. 2013-04-06]. Dostupné z: <http://www.eurocrisismonitor.com/Data.htm>
- Eurokriza. *2012/07* [online]. March 2013 [cit. 2013-03-21]. Dostupné z: <http://eurokriza.sk/2012/07/strucne-ako-funguje-euroval-esm/>
- European Stability Mechanism. *About* [online]. March 2013 [cit. 2013-03-02]. Dostupné z: <http://www.esm.europa.eu/about/index.htm>
- European Central Bank. *Organisation* [online]. March 2013 [cit. 2013-03-02]. Dostupné z: <http://www.ecb.int/ecb/orga/escb/html/index.en.html>
- Eurostat. *Statistics* [online]. February 2013 [cit. 2013-02-12]. Dostupné z: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/themes>
- Evropa. *Jak funguje Evropská unie* [online]. February 2013 [cit. 2013-02-26]. Dostupné: [http://europa.eu/about-eu/index\\_cs.htm](http://europa.eu/about-eu/index_cs.htm)



- European Commission. *Economy\_Finance* [online]. March 2013 [cit. 2013-03-18]. Dostupné: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/eu\\_borrower/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/index_en.htm)
- FAJMON, Hynek, 2012. *Euro versus koruna: dilemata jednotné měny v době dluhové krize*. 4. vyd. Brno: Centrum pro studium demokracie a kultury. ISBN 978-80-7325-265-6.
- FIALA, Petr a Markéta PITROVÁ, 2009. *Evropská unie*. 2. vyd. Brno: Centrum pro studium demokracie a kultury. ISBN 978-807-3252-236.
- Financial Times. *Lexicon* [online]. March 2013 [cit. 2013-03-25]. Dostupné z: [http://lexicon.ft.com/Term?term=long\\_term-refinancing-operation\\_-LTRO](http://lexicon.ft.com/Term?term=long_term-refinancing-operation_-LTRO)
- FRIEDMAN, Milton, 1994. *Kapitalismus a svoboda*. Praha: H&H. ISBN 80-857-8733-4.
- FXSTREET. *Rating* [online]. February 2013 [cit. 2013-02-24]. Dostupné z: <http://www.fxstreet.cz/rating-sp-moodys-a-fitch.html>
- HAMERNÍKOVÁ, Bojka a Alena MAAYTOVÁ, 2010. *Veřejné finance*. 2. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika. ISBN 978-80-7357-497-0.
- HENKEL, Hans-Olaf, 2012. ECB ztrácí nezávislost. In: *FINMAG: Ekonomika* [online]. 2013 [cit. 2013-04-06]. Dostupné z: <http://www.finmag.cz/cs/finmag/ekonomika/hans-olaf-henkel-evropska-centralni-banka-ztraci-nezavislost/>
- HOLMAN, Robert, 1999. *Dějiny ekonomického myšlení*. Praha: C. H. Beck. ISBN 80-717-9238-1.
- JANÁČKOVÁ, Stanislava, 2010. *Krize eurozóny a dluhová krize vyspělého světa*. Praha: CEP - Centrum pro ekonomiku a politiku. ISBN 978-808-6547-954.
- JÍLEK, Josef, 2009. *Finanční trhy a investování*. Praha: Grada. ISBN 978-80-247-1653-4.
- JUROŠKOVÁ, Lenka, 2012. *Bankovní regulace a dohled*. Praha: Auditorium. ISBN 978-808-7284-261.
- KELLY, Morgan, 2007. On the Likely Extent of Falls in Irish House Prices. In: *ESRI: Publications* [online]. June 2013 [cit. 2013-03.11]. Dostupné z: <http://>

- www.esri.ie/UserFiles/publications/20070628164646/QEC2007Sum\_SA\_Kelly.pdf
- KOHOUT, Pavel, 2009. *Finance po krizi: důsledky hospodářské recese a co bude dál*. Praha: Grada. ISBN 978-80-247-3199-5.
- KOHOUT, Pavel, 2010. Bankrot po evropsku. In: *FINMAG: Ekonomika* [online]. 2013 [cit. 2013-03-30]. Dostupné z: <http://www.finmag.cz/cs/finmag/ekonomika/bankrot-po-evropsku-iii-poucime-se/>
- KOHOUT, Pavel, 2012. Tři evropské krize. In: *FINMAG: Ekonomika* [online]. 2013 [cit. 2013-03-30]. Dostupné z: <http://www.finmag.cz/cs/finmag/ekonomika/tri-evropske-krize-a-25-amaterskych-pyrotechniku-iii-kdo-je-hlavni-proud/>
- KOHOUT, Pavel, 2013. O porouchaných regulátorech. In: *FINMAG: Ekonomika* [online]. 2013 [cit. 2013-02-12]. Dostupné z: <http://www.finmag.cz/cs/finmag/ekonomika/pavel-kohout-o-porouchanych-regulatorech/>
- KRÁL, Miloš, 2010. *Mezinárodní finance*. Žilina: Georg. ISBN 978-80-89401-08-6.
- KUBÁTOVÁ, Květa, 2010. *Daňová teorie a politika*. 5. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika. ISBN 978-80-7357-574-8.
- LIRA, Gonzalo, 2011. Eurofrenie. In: *FINMAG: Ekonomika* [online]. 2013 [cit. 2013-03-30]. Dostupné z: <http://www.finmag.cz/cs/finmag/ekonomika/eurofrenie-dusevne-rozpolcena-evropa-i/>
- MARSH, David, 2012. *Euro: boj o osud nové globální měny*. Brno: Centrum pro studium demokracie a kultury. ISBN 978-807-3252-779.
- Ministerstvo financí ČR [online]. MFČR, 2013 [cit. 2013-02-16]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/>
- MISES VON, Ludwig, 2006. *Lidské jednání: pojednání o ekonomii*. Praha: Libeřský institut. ISBN 80-863-8945-6.
- Moody's. *Ratings* [online]. March 2013 [cit. 2013-03-08]. Dostupné z: <http://www.moody's.com/researchandratings/political-economic-groups/eurozone>

MORRIS, Charles R., 2010. *Krotitelé trhů: inspirujte se příběhy George Sorose, Warrena Buffetta a Paula Volckera*. Brno: Computer Press. ISBN 978-80-251-2873-2.

MUSGRAVE, Richard A., 1994. *Veřejné finance v teorii a praxi*. Praha: Management Press. ISBN 80-856-0376-4.

PAVLÁT, Vladislav, 1993. *Kapitálové trhy a burzy ve světě*. Praha: Grada. ISBN 80-854-2490-8.

Patria online. *Zpravodajství* [online]. March 2013 [cit. 2013-03-16]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2285828/fitch-snizila-po-volbach-rating-italie-ekonomika-loni-klesla-o-24-.html>

PEHE, Jiří, 2012. *Krize, nebo konec kapitalismu?* Praha: Prostor. ISBN 978-807-2602-674.

PEKOVÁ, Jitka, Jaroslav PILNÝ a Marek JETMAR, 2008. *Veřejná správa a finance veřejného sektoru*. 3. vyd. Praha: ASPI. ISBN 978-80-7357-351-5.

PIKORA, Vladimír a Markéta ŠICHTAŘOVÁ, 2011. *Všechno je jinak, aneb, Co nám neřekli o důchodech, euru a budoucnosti*. Praha: Grada. ISBN 978-80-247-4207-6.

POLÁCH, Jiří a kol., 2008. *Peněžní a kapitálové trhy, 1. část*. 2. vyd. Zlín: Univerzita Tomáše Bati. ISBN 978-80-7318-757-6.

POLOUČEK, Stanislav, 2009. *Peníze, banky, finanční trhy*. Praha: C.H. Beck. ISBN 978-80-7400-152-9.

Rellox. *Zprávy* [online]. June 2012 [cit. 2012-06-12]. Dostupné z: <http://www.rellox.cz/hlavni-vinik-bankovni-krize-ve-spanelsku-neprodejn>

ROUBINI, Nouriel a Stephen MIHM, 2011. *Krizová ekonomie: budoucnost finančnictví v kostce*. Praha: Grada. ISBN 978-80-247-4102-4.

SEDLÁČEK, Tomáš, 2012. *Ekonomie dobra a zla: po stopách lidského tázání od Gilgameše po finanční krizi*. 2. vyd. Praha: 65. pole. ISBN 978-808-7506-103.

SINN, Hans-Werner, 2011. The ECB's stealth bailout. In: *VOX: Article* [online]. 2013 [cit. 2013-04-06]. Dostupné z: <http://www.voxeu.org/article/ecb-s-stealth-bailout>

STIGLITZ, Joseph E., 1997. *Ekonomie veřejného sektoru*. Praha: Grada Publishing. ISBN 80-716-9454-1.

TOMÁŠEK, Michal, 1997. *Bankovníctví jednotného vnitřního trhu Evropské unie*. Praha: Linde. ISBN 80-720-1052-2.

TOMŠÍK, Vladimír, 2011. *Ekonomie a zdravý rozum*. Praha: Fragment. ISBN 978-802-5313-930.

VINŠ, Petr a Václav LIŠKA, 2005. *Rating*. Praha: C. H. Beck. ISBN 80-717-9807-X.

World Economic Forum. *Docs* [online]. March 2013 [cit. 2013-03-05]. Dostupné z: [http://www3.weforum.org/docs/CSI/2012-13/GCR\\_Rankings\\_2012-13.pdf](http://www3.weforum.org/docs/CSI/2012-13/GCR_Rankings_2012-13.pdf)

**SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK**

ČNB	Česká národní banka.
ECB	Evropská centrální banka.
EFSF	Evropský nástroj finanční stability.
EFSM	Evropský mechanismus finanční stabilizace.
EHS	Evropské hospodářské společenství.
ESCB	Evropský systém centrálních bank.
ESM	Evropský mechanismus stability.
EU	Evropská unie.
FED	Federální rezervní systém (USA).
HDP	Hrubý domácí produkt.
HMU	Hospodářská a měnová unie.
LTRO	Dlouhodobé repo operace.
MF	Ministerstvo financí.
MMF	Mezinárodní měnový fond.
SR	Státní rozpočet.

**SEZNAM OBRÁZKŮ**

<i>Obr. 1. Hlavní rozdíly mezi ESA 95 a GFS 1986 (Ministerstvo financí ČR, 2013).</i>	21
<i>Obr. 2. Schéma finančního trhu (Polách, 2008).</i>	28
<i>Obr. 3. Vývoj vládního dluhu zemí EU v % HDP (Eurostat, 2013).</i>	44
<i>Obr. 4. Vývoj vládního dluhu vybraných zemí v % HDP (Eurostat, 2013).</i>	47
<i>Obr. 5. Vývoj růstu HDP a deficitu SR Řecka (Eurostat, 2013).</i>	48
<i>Obr. 6. Saldo běžného účtu platební bilance Řecka a Německa (Eurostat, 2013).</i>	50
<i>Obr. 7. Rating Řecka (Moody's, 2013).</i>	50
<i>Obr. 8. Výnosy desetiletých vládních dluhopisů Řecka (Bloomberg, 2013).</i>	51
<i>Obr. 9. Vývoj růstu HDP a deficitu SR Irska (Eurostat, 2013).</i>	52
<i>Obr. 10. Zadlužení irských domácností (Eurostat, 2013).</i>	53
<i>Obr. 11. Rating Irska (Moody's, 2013).</i>	54
<i>Obr. 12. Vývoj růstu HDP a deficitu SR Portugalska (Eurostat, 2013).</i>	55
<i>Obr. 13. Rating Portugalska (Moody's, 2013).</i>	55
<i>Obr. 14. Výnosy desetiletých státních dluhopisů Portugalska (Bloomberg, 2013).</i>	56
<i>Obr. 15. Vývoj růstu HDP a deficitu SR Španělska (Eurostat, 2013).</i>	57
<i>Obr. 16. Zadlužení španělských domácností (Eurostat, 2013).</i>	58
<i>Obr. 17. Výnosy desetiletých státních dluhopisů Španělska (Bloomberg, 2013).</i>	59
<i>Obr. 18. Vývoj růstu HDP a deficitu SR Itálie (Eurostat, 2013).</i>	60
<i>Obr. 19. Výnosy desetiletých státních dluhopisů Itálie (Bloomberg, 2013).</i>	61
<i>Obr. 20. Podíl zemí na celkovém HDP eurozóny v roce 2012 (Eurostat, 2013).</i>	63
<i>Obr. 21. Bilance Eurosystemu ( Euro Crisis Monitor, 2013).</i>	77

**SEZNAM TABULEK**

<i>Tab. 1. Vývoj růstu HDP a deficitů SR zemí EU (Eurostat, 2013).</i> .....	46
<i>Tab. 2. Porovnání vývoje inflace Řecka (Eurostat, 2013).</i> .....	49
<i>Tab. 3. Produktivita práce vybraných zemí (Eurostat, 2013).</i> .....	57
<i>Tab. 4. Vývoj podílu sektoru stavebnictví na GVA v % (Eurostat, 2013).</i> .....	59
<i>Tab. 5. Dosavadní pomoc krachujícím státům k 30. 11. 2012 v mld. € (CDK, 2013).</i> .....	65

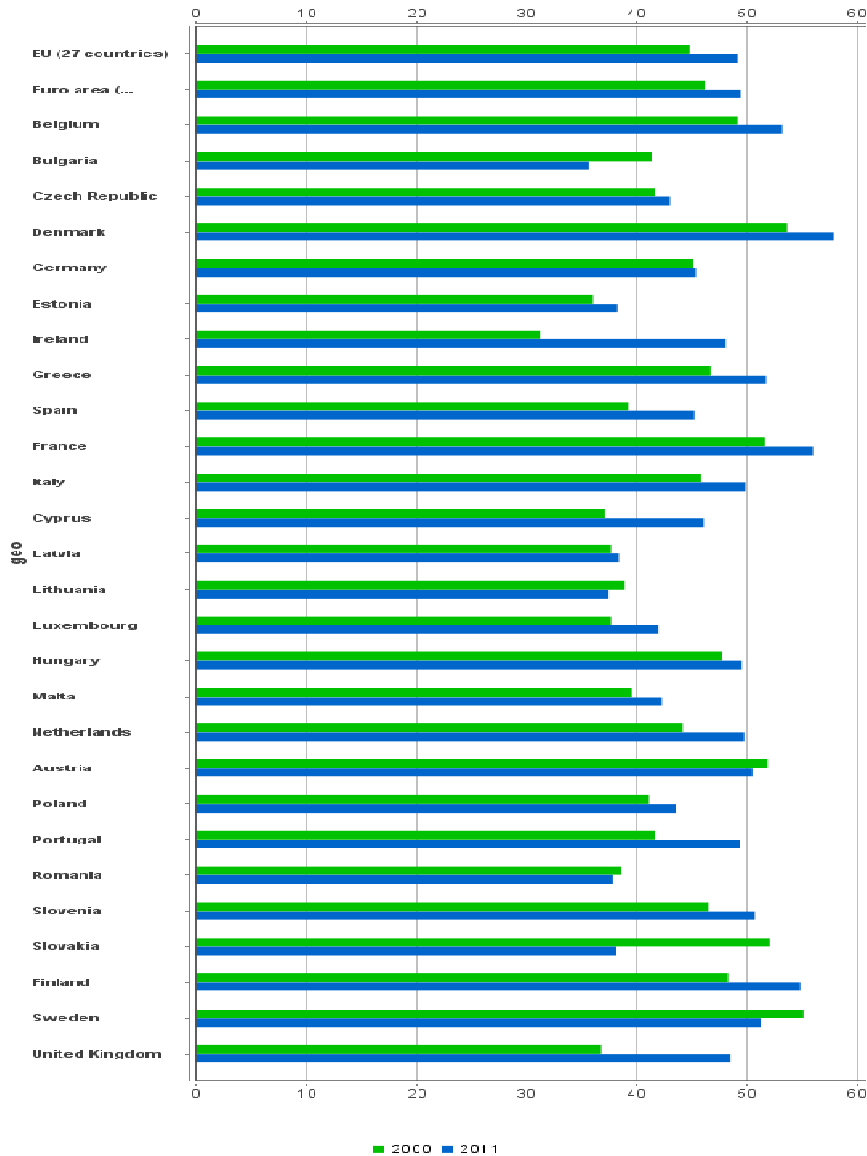
**SEZNAM PŘÍLOH**

- P I Vládní výdaje zemí EU.
- P II Vládní rozpočtové deficity zemí EU.
- P III Vládní dluh zemí EU v % HDP.
- P IV Podíl sekuritizovaného dluhu zemí EU v roce 2011.
- P V Souhrnná ratingová stupnice.
- P VI Rating dle Moody's, S&P a Fitch.
- P VII Globální konkurenceschopnost zemí EU.



# PŘÍLOHA P I: VLÁDNÍ VÝDAJE ZEMÍ EU.

Total general government expenditure  
% of GDP  
*General government*



Source of Data: Eurostat

Last Update: 11.02.2013

Date of extraction: 14 Feb 2013 14:48 MCT

Hyperlink to the graph: <http://app.eurostat.ec.europa.eu/tgm/draw?app.do&nl=1&plugin=1&language=en&pool=ec00020&isb=ec00020>

Disclaimer: This graph has been created automatically by Eurostat software according to external user specifications for which Eurostat is not responsible.

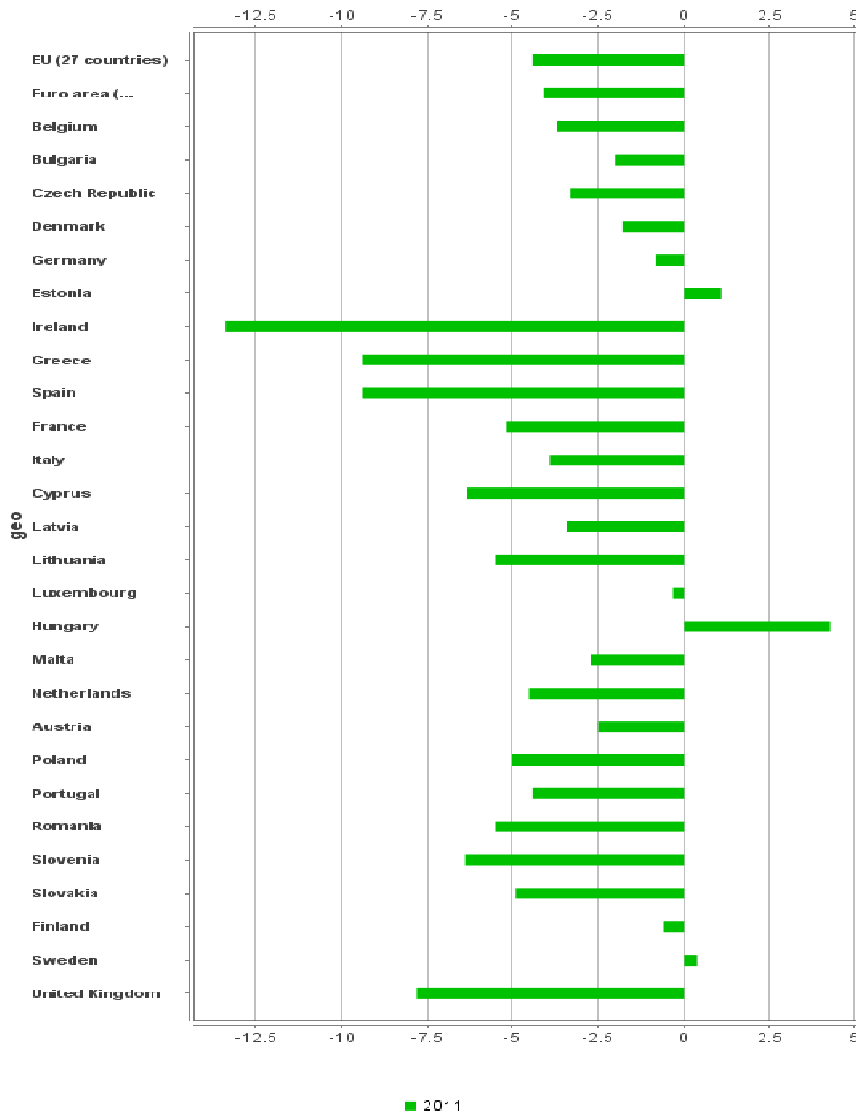
General Disclaimer of the EC: [http://europa.eu/geninfo/legal\\_notices\\_en.htm](http://europa.eu/geninfo/legal_notices_en.htm)

Chart Description: Total general government expenditure is defined in COA-GS 30.00 by reference to a list of categories: intermediate consumption, gross capital formation, compensation of employees, other taxes on production, subsidies payable, property income, current taxes on income, wealth, etc., social benefits, some social transfers, other current transfers, some adjustments, capital transfers and transactions on non-produced assets.

Code: ec00020

## PŘÍLOHA P II: VLÁDNÍ ROZPOČTOVÉ DEFICITY ZEMÍ EU.

General government deficit/surplus  
% of GDP and million EUR  
Percentage of GDP



Source of Data: Eurostat

Last update: 11.02.2013

Date of expiration: 14 Feb 2013 14:27:38 WET

Hyperlink to the graph: <http://eps.eurostat.ec.europa.eu/tgm/daw@rapf.de&inf=1&plug=1&language=en&pcode=te000127&tool=tool=legend>

Disclaimer: This graph has been created automatically by Eurostat software according to external user specifications for which Eurostat is not responsible.

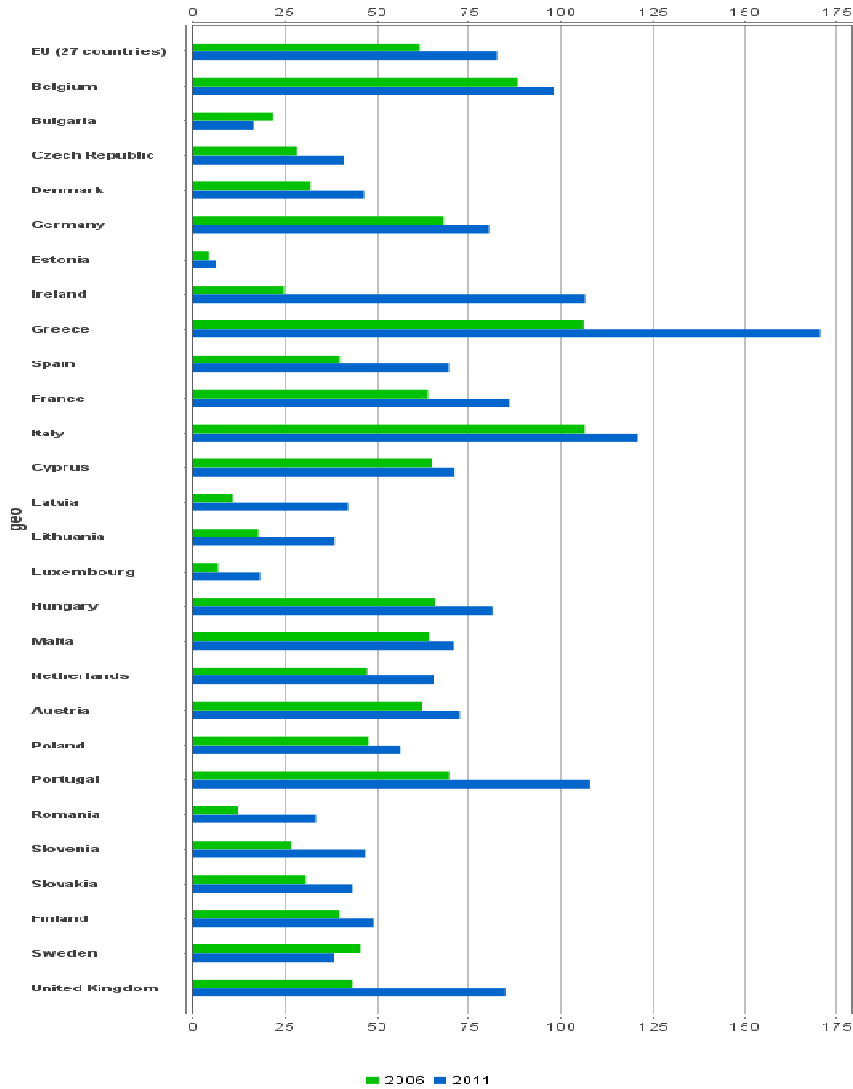
General Disclaimer of the EC: [http://europa.eu/geninfo/lega\\_notoec\\_en.htm](http://europa.eu/geninfo/lega_notoec_en.htm)

Short Description: The general government deficit/surplus is defined in the Maastricht Treaty as general government net borrowing/lending according to the European System of Accounts (ESA95). It is the difference between the revenue and the expenditure of the general government sector. The government deficit data related to the EDP (EDP B.G.) differs from the deficit according to ESA95 (B.9) for the treatment of interest relating to swaps and forward rate agreements. The general government sector comprises the sub-sectors of central government, state government, local government and social security funds. The series are presented as a percentage of GDP and in millions of euro. GDP used as a denominator is the gross domestic product at current market prices.

Code: te000127

# PŘÍLOHA P III: VLÁDNÍ DLUH ZEMÍ EU V % HDP.

General government gross debt  
% of GDP and million EUR  
Percentage of GDP



Source of data: Eurostat  
 Last update: 11.02.2013  
 Date of execution: 19. Feb 2013 12:20:00 MET  
 Hyperlink to the graph: <http://app.eurostat.ec.europa.eu/agn/drive0rapi.do?init=1&lang=en&code=sdde-110&to=bc&legend>  
 Disclaimer: This graph has been created automatically by Eurostat software according to external user specifications for which Eurostat is not responsible.  
 General Disclaimer of the EC: [http://europa.eu/geninfo/legal\\_notices\\_en.htm](http://europa.eu/geninfo/legal_notices_en.htm)  
 Short Description: The indicator is defined in the Maastricht Treaty as consolidated general government gross debt at nominal value, excluding at the end of the year in the following categories of government liabilities (as defined in ESA95): currency and deposits, securities other than shares excluding financial derivatives, and loans. General government sector comprises the subsectors: central government, state government, local government and social security funds. Raw data are expressed in national currency, converted into euro using end-year exchange rates for the sum of the year.  
 Code: bde40

**PŘÍLOHA P IV: PODÍL SEKURITIZOVANÉHO DLUHU NA CELKOVÉM DLUHU ZEMÍ EU V ROCE 2011.**

<b>Government</b>	<b>General government debt in mil. EUR</b>	<b>Securities other than shares, excluding financial derivatives in mil. EUR</b>	<b>Securities other than shares, excluding financial derivatives in %</b>
<b>Belgium</b>	361 735	320 110	88%
<b>Bulgaria</b>	6 285	3 779	60%
<b>Czech Republic</b>	60 798	53 834	89%
<b>Denmark</b>	111 766	92 483	83%
<b>Germany</b>	2 088 472	1 454 884	70%
<b>Estonia</b>	964	248	26%
<b>Ireland</b>	169 264	88 559	52%
<b>Spain</b>	734 961	609 849	83%
<b>France</b>	1 717 251	1 471 327	86%
<b>Italy</b>	1 897 178	1 605 352	85%
<b>Latvia</b>	8 617	2 167	25%
<b>Lithuania</b>	11 829	9 704	82%
<b>Luxembourg</b>	7 785	4 000	51%
<b>Hungary</b>	72 134	51 939	72%
<b>Malta</b>	4 600	4 303	94%
<b>Netherlands</b>	392 506	307 041	78%
<b>Austria</b>	217 398	178 818	82%
<b>Poland</b>	192 680	160 713	83%
<b>Portugal</b>	184 290	116 987	63%
<b>Romania</b>	44 607	24 676	55%
<b>Slovenia</b>	16 954	15 094	89%
<b>Slovakia</b>	29 911	27 052	90%
<b>Finland</b>	93 030	76 484	82%
<b>Sweden</b>	150 517	111 657	74%
<b>United Kingdom</b>	1 496 881	1 308 030	87%
<b>Total</b>	<b>10 072 413</b>	<b>8 099 090</b>	<b>80%</b>

*Zdroj: Eurostat, 2013*

## PŘÍLOHA P V: SOUHRNNÁ RATINGOVÁ STUPNICE.

Moody's		S&P		Fitch		Hodnocení	Stupeň
Dlouhé období	Krátké období	Dlouhé období	Krátké období	Dlouhé období	Krátké období		
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+	Nejvyšší kvalita	Investiční stupně
Aa1		AA+		AA+		Velmi kvalitní	
Aa2		AA		AA			
Aa3		AA-	AA-				
A1		A+	A-1	A+	F1	Střední kvalita - vyšší	
A2		A	A				
A3	P-2	A-	A-2	A-	F2	Střední kvalita - nižší	
Baa1		BBB+		BBB+			
Baa2	P-3	BBB	A-3	BBB	F3		
Baa3		BBB-		BBB-			
Ba1	Not Prime Subprime	BB+	B	BB+	B	Spekulativní	
Ba2		BB		BB			
Ba3		BB-		BB-			
B1		B+		B+			
B2		B	B				
B3		B-	B-				
Caa1		C	CCC+	C	CCC+	C	Značná rizika
Caa2	CCC		CCC		Extremně spekulativní		
Caa3	CCC-		CCC-		S velmi nízkou perspektívou		
Ca	CC	CC	CC	CC	CC	Velmi vysoká pravděpodobnost úpadku	
C	C	D	C	D	D		
	CI		D				
	D						

Zdroj: Fxstreet, 2013

## PŘÍLOHA P VI: RATING DLE MOODY'S, S&P A FITCH KE DNI 23.2.2013.

MOODY'S		STANDARD & POOR'S (S&P)		Fitch
<b>Investiční stupně</b>				
Aaa	Německo, Nizozemsko, Rakousko, USA, Švýcarsko, Finsko, Norsko, Dánsko, Švédsko, N. Zéland, Kanada, Singapur, Austrálie, Lucembursko	AAA	Německo, Nizozemsko, Norsko, Švýcarsko, Singapur, Dánsko, Finsko, Velká Británie, Kanada, Austrálie, Švédsko, Lucembursko	Rakousko, Finsko, Francie, Německo, Nizozemsko, Norsko, USA, Švýcarsko, Velká Británie, Singapur, Dánsko, Švédsko, Kanada, Lucembursko
Aa1	Belgie, Hongkong, Francie, Velká Británie	AA+	Hongkong, USA, Francie, Rakousko	Austrálie, Hongkong
Aa2	Kuvájt	AA	Nový Zéland, Belgie	Japonsko, Kuvájt, Nový Zéland, Belgie
Aa3	Tchaj-wan, S. Arábie, Čína, Chile, Japonsko	AA-	Tchaj-wan, Kuvájt, S. Arábie, Japonsko, Česká republika	S. Arábie
A1	Česká republika, Estonsko, Izrael, Korea	A+	Chile, Čína	Česká republika, Tchaj-wan, Korea, Malta, Čína, Slovensko, Estonsko, Itálie
A2	Polsko	A	Korea, Estonsko, Izrael, Irsko, Slovensko, Slovinsko	Chile, Izrael
A3	Malajsie, J. Afrika, Malta, Slovensko	A-	Malajsie, Polsko, Malta	Malajsie, Polsko, Slovinsko
Baa1	Mexiko, Rusko, Litva	BBB+	J. Afrika, Itálie	J. Afrika, Irsko
Baa2	Kazachstán, Itálie, Slovinsko	BBB	Chorvatsko, Rusko, Bulharsko, Litva, Mexiko	Maďarsko, Rusko, Mexiko, Litva, Španělsko
Baa3	Chorvatsko, Indie, Bulharsko, Rumunsko, Lotyšsko, Brazílie, Island, Maďarsko, Španělsko	BBB-	Kazachstán, Indie, Island, Brazílie, Španělsko	Chorvatsko, Indie, Bulharsko, Kazachstán, Brazílie, Lotyšsko
<b>Spekulativní stupně</b>				
Ba1	Irsko	BB+	Rumunsko, Lotyšsko, Maďarsko	Makedonie, Island, Rumunsko, Indonésie, Turecko, Portugalsko
Ba2	Indonésie, Turecko	BB	Vietnam, Makedonie, Černá hora, Indonésie, Turecko, Portugalsko	Egypt
Ba3	Egypt, Portugalsko	BB-	Srbsko, Mongolsko	Srbsko
B1	Mongolsko, Vietnam	B+	Bělorusko, Ukrajina	Vietnam, Mongolsko
B2	Turkmenistán, Bosna a Hercegovina, Ukrajina	B	Argentina	Ukrajina, Kypr
B3	Argentina, Pákistán, Kypr	B-	Pákistán, Řecko, Egypt	
Caa1	Kuba, Moldávie	CCC+	Kypr	
Caa2		CCC		Řecko
Caa3		CCC-		
Ca	Řecko	SD		

Zdroj: Fxstreet, 2013

**PŘÍLOHA P VII: GLOBÁLNÍ KONKURENCESCHOPNOST ZEMÍ  
EU.**

Pořadí	Země	Pořadí v globální konkurenceschopnosti 2012/2013
1.	Finland	3.
2.	Sweden	4.
3.	Netherlands	5.
4.	Germany	6.
5.	United Kingdom	8.
6.	Denmark	12.
7.	Austria	16.
8.	Belgium	17.
9.	France	21.
10.	Luxembourg	22.
11.	Ireland	27.
12.	Estonia	34.
13.	Spain	36.
14.	Czech Republic	39.
15.	Poland	41.
16.	Italy	42.
17.	Lithuania	45.
18.	Malta	47.
19.	Portugal	49.
20.	Latvia	55.
21.	Slovenia	56.
22.	Cyprus	58.
23.	Hungary	60.
24.	Bulgaria	62.
25.	Slovak Republic	71.
26.	Romania	78.
27.	Greece	96.

*Zdroj: World Economic Forum, 2013 (vybrané země ze 144 hodnocených států)*