

**Univerzita Pardubice  
Fakulta ekonomicko-správní  
Ústav ekonomických věd**

**Řešení finanční krize v Řecku**

**Lenka Strnadová**

**Diplomová práce  
2012**

## ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Lenka Strnadová**  
Osobní číslo: **E10081**  
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**  
Studijní obor: **Ekonomika veřejného sektoru**  
Název tématu: **Řešení finanční krize v Řecku**  
Zadávající katedra: **Ústav ekonomie**

### Z á s a d y p r o v y p r a c o v á n í :

Cílem diplomové práce je popsání finanční krize v Řecku, jejích dopadů a řešení, včetně komparace s vybranými státy EU. Dále bude práce obsahovat:

- charakteristiku hospodářské politiky státu a její cíle,
- příčiny a dopady celosvětové finanční krize,
- příčiny finanční krize v Řecku,
- možné scénáře řešení řecké krize ,
- komparaci řešení řecké krize a finančních krizí ve vybraných evropských státech.

Rozsah grafických prací:

Rozsah pracovní zprávy:

cca 50 stran

Forma zpracování diplomové práce:

tištěná/elektronická

Seznam odborné literatury:

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

Eurostat home [online]. 2011. Dostupné z WWW: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>.

FOSTER, John Bellamy; MAGDOFF, Fred. Velká finanční krize : příčiny a následky. 1. Všeň : Grimmus, 2009. 156 s. ISBN 978-80-902831-1-4.

KOHOUT, Pavel. Finance po krizi : důsledky hospodářské recese a co bude dál. 2. Praha : Grada, 2010. 266 s. ISBN 978-80-247-3583-2.

MACH, Miloš. Makroekonomie II : pro magisterské (inženýrské) studium. 3. Slaný : Melandrium, 2001. 367 s. ISBN 80-86175-18-9.

Organisation for Economic Co-operation and Development [online]. Dostupné z WWW: [http://www.oecd.org/home/0,3675,en\\_2649\\_201185\\_1\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/home/0,3675,en_2649_201185_1_1_1_1_1,00.html).

WONDERS, Grant. The Imminent Crisis : Greek Debt and the Collapse of the European Monetary Union . 1. Kirkland : GW Publishing, 2010. 140 s. ISBN 1-45159-544-1.

Vedoucí diplomové práce:

  
Ing. Liběna Černožorská, Ph.D.  
Ústav ekonomie

Datum zadání diplomové práce:

27. června 2011

Termín odevzdání diplomové práce:

30. dubna 2012

  
doc. Ing. Renáta Myšková, Ph.D.

děkanka

L.S.

  
doc. Ing. Jolana Volejnková, Ph.D.

vedoucí ústavu

V Pardubicích dne 29. června 2011

## **PROHLÁŠENÍ**

Prohlašuji, že jsem tuto práci vypracovala samostatně. Veškeré literární prameny a informace, které jsem v práci využila, jsou uvedeny v seznamu použité literatury.

Byla jsem seznámena s tím, že se na moji práci vztahují práva a povinnosti vyplývající ze zákona č. 121/2000 Sb., autorský zákon, zejména se skutečností, že Univerzita Pardubice má právo na uzavření licenční smlouvy o užití této práce jako Školního díla podle § 60 odst. 1 autorského zákona, a s tím, že pokud dojde k užití této práce mnou nebo bude poskytnuta licence o užití jinému subjektu, je Univerzita Pardubice oprávněna ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložila, a to podle okolností až do jejich skutečné výše.

Souhlasím s prezenčním zpřístupněním své práce v Univerzitní knihovně Univerzity Pardubice.

V Pardubicích dne 19. 4. 2012

Bc. Lenka Strnadová

## **PODĚKOVÁNÍ:**

Na tomto místě bych ráda poděkovala vedoucí své diplomové práce, Ing. Liběně Černožské, za cenné rady, návrhy a připomínky, které byly do této práce začleněny, a také za velmi vstřícný přístup zejména v době mého zahraničního studia ve Finsku. Dále děkuji paní Ing. Pavle Kořátkové-Stránské za konzultace ohledně shlukové analýzy a jejího provedení.

Poděkování samozřejmě patří mé rodině. Jednak za veškerou podporu v rámci celého mého vysokoškolského studia, dále pak i za pomoc při shánění literatury a novinových článků potřebných pro psaní této práce a četné diskuse související s tématem práce, na základě nichž se dále formovaly mé názory.

## **ANOTACE**

*Práce se zaměřuje na dluhovou krizi v Řecku, její příčiny, dopady a možnosti řešení stávající situace. Značná pozornost je přitom věnována vlivu řecké dluhové krize na evropskou měnovou unii. V rámci práce je také Řecko porovnáváno s jinými evropskými státy, co se týče významných makroekonomických indikátorů a hospodářské politiky.*

## **KLÍČOVÁ SLOVA**

*Řecko, finanční krize, eurozóna, hospodářská politika, optimální měnová oblast*

## **TITLE**

Solution of Greek financial crisis

## **ANNOTATION**

*The thesis focuses on a debt crisis in Greece, the causes and impacts of this crisis and possible solutions to current situation. The significant attention is paid to effects of Greek debt crisis on the European Monetary Union. Throughout this thesis the Greece is compared with another European states regarding to important macroeconomics indicators and economic policy.*

## **KEYWORDS**

*Greece, financial crisis, Eurozone, economic policy, optimal currency area*

# OBSAH

ÚVOD.....	11
<b>1. HOSPODÁŘSKÁ POLITIKA A JEJÍ CÍLE .....</b>	<b>13</b>
<b>1.1. CÍLE HOSPODÁŘSKÉ POLITIKY .....</b>	<b>13</b>
1.1.1. Velikost produkce a ekonomický růst.....	15
1.1.2. Míra nezaměstnanosti .....	15
1.1.3. Míra inflace .....	15
1.1.4. Vývoj platební bilance .....	16
1.1.5. Hodnocení účinnosti hospodářské politiky .....	16
<b>1.2. NÁSTROJE HOSPODÁŘSKÉ POLITIKY.....</b>	<b>17</b>
<b>1.3. ŘECKO A JEHO HOSPODÁŘSKÁ POLITIKA.....</b>	<b>18</b>
1.3.1. Základní charakteristika Řecka .....	18
1.3.2. Tempo růstu HDP .....	20
1.3.3. Míra nezaměstnanosti .....	23
1.3.4. Míra inflace .....	24
1.3.5. Saldo běžného účtu platební bilance.....	25
1.3.6. Účinnost hospodářské politiky .....	26
<b>2. FINANČNÍ KRIZE, JEJICH PŘÍČINY A DOPADY .....</b>	<b>30</b>
<b>2.1. TYPOLOGIE FINANČNÍCH KRIZÍ .....</b>	<b>30</b>
2.1.1. Měnová krize .....	30
2.1.2. Bankovní krize.....	31
2.1.3. Dluhová krize .....	31
<b>2.2. SYSTEMATICKÁ FINANČNÍ KRIZE.....</b>	<b>31</b>
<b>2.3. PŘÍČINY FINANČNÍCH KRIZÍ.....</b>	<b>32</b>
<b>2.4. SPOJITOST FINANČNÍCH KRIZÍ A VEŘEJNÉHO DLUHU.....</b>	<b>35</b>
<b>2.5. MOŽNOSTI PREDIKCE FINANČNÍCH KRIZÍ A JEJICH PREVENCE .....</b>	<b>37</b>
<b>2.6. DOPADY FINANČNÍCH KRIZÍ.....</b>	<b>39</b>
<b>3. FINANČNÍ KRIZE V ŘECKU, JEJÍ PŘÍČINY A ŘEŠENÍ.....</b>	<b>41</b>
<b>3.1. PŘÍČINY FINANČNÍ KRIZE V ŘECKU .....</b>	<b>41</b>
3.1.1. Historie země a snaha o dosažení standardu vyspělých zemí Evropy .....	41
3.1.2. Neexistence vlastních fiskálních pravidel .....	42
3.1.3. Daňový systém Řecka.....	44
3.1.4. Šedá ekonomika a daňové úniky .....	44
3.1.5. Snižování konkurenceschopnosti země .....	44
3.1.6. Nadměrné rozpočtové výdaje .....	47
3.1.7. Zahraniční zadlužení země.....	49
3.1.8. Členství v eurozóně a nepravdivé statistiky .....	49
3.1.9. Světová finanční krize.....	52
<b>3.2. VZNIK A DOSAVADNÍ PRŮBĚH KRIZE V ŘECKU.....</b>	<b>53</b>
<b>3.3. MOŽNOSTI ŘEŠENÍ KRIZE A OPATŘENÍ DO BUDOUČNA .....</b>	<b>58</b>
<b>4. EUROZÓNA A DLUHOVÉ PROBLÉMY ŘECKA .....</b>	<b>65</b>
<b>4.1. FISKÁLNÍ PRAVIDLA V RÁMCI EMU A JEJICH DODRŽOVÁNÍ .....</b>	<b>65</b>
4.1.1. Dodržování fiskálních pravidel .....	71
<b>4.2. NEBEZPEČÍ ŘECKÉ KRIZE PRO EUROZÓNU.....</b>	<b>74</b>
<b>4.3. ZEMĚ PIIGS.....</b>	<b>80</b>
<b>4.4. EUROZÓNA A OPTIMÁLNÍ MĚNOVÁ OBLAST .....</b>	<b>86</b>
4.4.1. Teorie optimální měnové oblasti .....	87
4.4.2. Naplňování kritérií OCA v EMU .....	90
<b>4.5. PODOBNOST FISKÁLNÍCH POLITIK ČLENSKÝCH STÁTŮ EMU.....</b>	<b>93</b>

4.5.1.	Shluková analýza .....	94
4.5.2.	Výsledky shlukové analýzy .....	95
<b>4.6.</b>	<b>BUDOUCNOST EUROZÓNY A ČLENSKÝCH ZEMÍ .....</b>	<b>102</b>
<b>ZÁVĚR .....</b>	<b>.....</b>	<b>106</b>
<b>POUŽITÁ LITERATURA.....</b>	<b>.....</b>	<b>108</b>
<b>SEZNAM PŘÍLOH.....</b>	<b>.....</b>	<b>115</b>



## SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1 : Hierarchie cílů hospodářské politiky .....	14
Obrázek 2: Tempo růstu reálného HDP v % pro vybrané země mezi lety 1999 - 2011.....	20
Obrázek 3: Spotřební výdaje v Německu a Řecku mezi lety 1999 - 2010 .....	22
Obrázek 4: Jednotkové náklady práce v průmyslu ve vybraných zemích .....	23
Obrázek 5: Míra nezaměstnanosti ve vybraných zemích.....	24
Obrázek 6: Míra inflace ve vybraných zemích.....	25
Obrázek 7: Saldo běžného účtu platební bilance v % HDP ve vybraných zemích .....	25
Obrázek 8: Magický čtyřúhelník pro vybrané země a rok 2007 .....	27
Obrázek 9: Magický čtyřúhelník pro vybrané země a rok 2010 .....	28
Obrázek 10: Vývoj indexu FRI ve vybraných zemích v letech 1990 – 2009 .....	43
Obrázek 11: Průměrné výdaje na podporu výzkumu a vývoje 2003 – 2008 v % HDP.....	47
Obrázek 12: Struktura státního dluhu zemí eurozóny podle držitele (% veřejného dluhu) .....	49
Obrázek 13: Výnosy desetiletých státních dluhopisů Řecka (leden 2008 – březen 2012) .....	57
Obrázek 14: Vývoj kurzu amerického dolaru vůči euru .....	58
Obrázek 15: Dodržování kritéria podílu veřejného dluhu na HDP v zemích eurozóny .....	71
Obrázek 16: Dodržování kritéria podílu vládního deficitu na HDP v zemích eurozóny.....	73
Obrázek 17: Investice zahraničních bank v Řecku, Irsku a Portugalsku (mld. eur).....	79
Obrázek 18: Struktura hospodářství zemí PIIGS.....	85
Obrázek 19: Dendrogram pro země eurozóny.....	95
Obrázek 20: Dendrogram pro země EU.....	100

## SEZNAM TABULEK

Tabulka 1: Deficit státního rozpočtu a placené úroky z dluhu v milionech eur.....	19
Tabulka 2: Výše úspor řeckých domácností mezi lety 2000 – 2010 v eurech na osobu .....	22
Tabulka 3: Aktuální ratingové hodnocení zemí Eurozóny.....	29
Tabulka 4: Index GCI pro vybrané země mezi lety 2001 – 2011.....	46
Tabulka 5: Vládní výpomoc finančnímu sektoru v době krize v % HDP (k 21. 12. 2009).....	75
Tabulka 6: Největší držitelé řeckého dluhu z řad finančních institucí.....	77
Tabulka 7: Hospodářské indikátory zemí PIIGS .....	81
Tabulka 8: – Index OCA pro vybrané země dle Bayoumiho a Eichengreena .....	91

## SEZNAM VZORCŮ

Vzorec 1: Vztah pro výpočet HDP (výdajová metoda) .....	21
Vzorec 2: Rovnice vyjadřující dynamiku veřejného dluhu.....	67
Vzorec 3: Vztah pro určení výše sankce v případě procedury při nadměrném deficitu .....	69
Vzorec 4: Vztah pro výpočet indexu OCA .....	90
Vzorec 5: Datová matice (shluková analýza).....	94
Vzorec 6: Vztah pro výpočet Euklidovské vzdálenosti .....	94
Vzorec 7: Výpočtový vztah metody nejbližšího souseda .....	94

## SEZNAM ZKRATEK

ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ECB	Evropská centrální banka
ECOFIN	Rada ministrů financí států Evropské unie
EFSF	European Financial Stability Facility
EFSM	European Financial Stabilisation Mechanism (též EUROVAL)
ELSTAT	Název řeckého statistického úřadu
EMU	Evropská měnová unie
EU	Evropská unie
EU 27	Všechny členské státy Evropské unie
EU 17	Členské státy eurozóny
EUROSTAT	Název evropského statistického úřadu
FED	Centrální banka spojených států amerických
FRI	Index fiskálních pravidel
GCI	Index Světového fóra pro hodnocení konkurenceschopnosti
HDP	Hrubý domácí produkt
HN	Hospodářské noviny
HNP	Hrubý národní produkt
LMU	Latinská měnová unie
MMF	Mezinárodní měnový fond
NATO	Severoatlantická aliance
OCA	Optimální měnová oblast
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
OSN	Organizace spojených národů
PIIGS	Země trpící dluhovou krizí (Portugalsko, Irsko, Itálie, Řecko, Španělsko)
S&P	Ratingová agentura Standard & Poors
USA	Spojené státy americké
USD	Americký dolar

## ÚVOD

V rámci této práce bude věnována pozornost aktuální dluhové krizi v Řecku i jiných evropských státech. Budeme se podrobněji zabývat jejími příčinami, možnostmi řešení a dopadem, který tato krize měla na eurozónu i Evropskou unii.

V první kapitole bude pojednáno obecně o hospodářské politice a jejich cílech. Zaměříme se zejména na čtyř základní makroekonomické ukazatele – tempo růstu produktu, míra inflace, míra nezaměstnanosti a podíl salda běžného účtu platební bilance na HDP. Pozornost bude věnována i hodnocení úspěšnosti hospodářské politiky konkrétní země a možnosti mezistátního srovnání. V závěru první kapitoly bude podrobněji rozebrána hospodářská politika Řecka a vývoj základních makroekonomických ukazatelů a bude porovnána s hospodářskými politikami jiných zemí.

V druhé části práce bude definován pojem finanční krize, zabývat se budeme i typologií finančních krizí a definicí takzvané systematické finanční krize. Dále podrobněji rozebereme příčiny vedoucí ke vzniku finančních krizí i jejich ekonomické a neekonomické důsledky a možnosti predikce a prevence jejich vzniku. V druhé kapitole bude též pojednáno o souvislosti finančních krizí a veřejného zadlužení.

Třetí kapitola je již věnována samotné finanční krizi v Řecku. Budeme se zabývat důvody jejího vzniku, které lze spatřovat v samotné historii země a jejím ekonomickém vývoji, neexistenci fiskálních pravidel, neadekvátním daňovém systému, šedé ekonomice a daňových únicích, postupném snižování konkurenceschopnosti země, nadměrných rozpočtových výdajích a vysokém zahraničním zadlužení. Situace byla navíc umocněna členstvím země v EMU, kterého bylo dosaženo díky zkresleným statistickým údajům, a Světovou finanční krizí, jež byla zapříčiněna zhroucením amerického trhu s nemovitostmi. Dále bude pojednáno o vzniku a průběhu řecké krize, jakož i o možnostech jejího řešení.

Poslední kapitola práce bude věnována posouzení vlivu dluhové krize na Evropskou měnovou unii. Nejprve rozebereme fiskální pravidla, jejichž účelem bylo zabránit současné situaci v rámci EMU. Bude prokázáno, že tato pravidla nebyla důsledně dodržována, jejich dodržování zároveň nebylo vynucováno pomocí uplatnění sankčních mechanismů. Dále se budeme zabývat tím, jaká nebezpečí skýtá současná dluhová krize pro eurozónu. Samostatnou podkapitolu práce věnujeme takzvaným zemím PIIGS. Porovnáme jejich základní makroekonomické a fiskální ukazatele, zaměříme se i na strukturální rozdíly těchto ekonomik. V této kapitole posoudíme též aktuální složení Evropské měnové unie. Bude zváženo, zda je toto složení optimální, a to vzhledem ke splnění kritérií teorie optimální

měnové oblasti i co se týče podobnosti makroekonomických ukazatelů a fiskálních politik. Identifikujeme přitom existující disproporce v rámci současné měnové unie. V závěru práce bude nastíněn pravděpodobný budoucí směr vývoje jak v zemích postižených dluhovou krizí, tak v rámci EMU a EU.

**Cílem této práce je zejména popsat finanční krizi v Řecku, její dopady a řešení včetně ekonomické komparace s vybranými evropskými státy.** Téma práce bylo zvoleno s ohledem na skutečnost, že dluhová krize v Řecku je pokládána za významný precedens, který v budoucnu s největší pravděpodobností ovlivní jak fiskální politiky evropských států, tak další směřování Evropské unie i eurozóny.

# 1. HOSPODÁŘSKÁ POLITIKA A JEJÍ CÍLE

Definování hospodářsko-politických cílů a snaha o jejich naplňování je klíčové pro vývoj státu i jeho ekonomiky. Účelné využívání hospodářsko-politických nástrojů může vést k dlouhodobému rozvoji země, naopak nepřiměřené zásahy do fungování „svobodného trhu“ a života společnosti mohou být v dlouhodobém horizontu základem pro vznik finančních krizí. Proto je tedy důležité v úvodu definovat základní hospodářsko-politické cíle (zejména ty v ekonomické oblasti) a položit si otázku, zda a jakým způsobem bylo těchto cílů dosahováno v řecké ekonomice a jaký je předpokládaný vývoj v budoucnu.

Urban [77] definuje hospodářskou politiku jako: „*Přístup státu k ekonomice své země. Jde o činnost, při níž nositelé hospodářské politiky používají určitých nástrojů a svěřených pravomocí k tomu, aby ovlivnili ekonomický a sociální vývoj, přičemž se snaží dosáhnout určitých ekonomických (v širších souvislostech i celospolečenských) cílů.*“ Jak tedy poznamenává Kliková [38], jedná se o „*záměrnou, praktickou činnost státu*“. Hospodářská politika však zahrnuje také analýzy stávajícího stavu a návrhy opatření vedoucích ke zlepšení v budoucnosti pomocí konkrétních nástrojů, je tedy také teoretickou disciplínou. Lze proto říci, že je utvářena jak ekonomickou teorií, tak hospodářskou praxí a nachází se na pomezí mezi ekonomii a politologií.

Hospodářskou politiku lze dělit na dvě základní složky – makroekonomickou a mikroekonomickou hospodářskou politiku. Mikroekonomická hospodářská politika se snaží především o zvyšování efektivnosti při alokaci zdrojů. Jak tedy poznamenává Slaný [70], zahrnuje například politiku ochrany hospodářské soutěže, strukturální politiku či sociální politiku. Makroekonomická hospodářská politika se pak zaměřuje na nastolení a udržování všeobecné makroekonomické rovnováhy a efektivnost využívání zdrojů, zahrnuje fiskální, monetární, důchodovou a vnější hospodářskou politiku. Bývá nazývána též politikou stabilizační.

V této části práce se zaměříme především na makroekonomickou hospodářskou politiku, pomocí jejíchž nástrojů je zejména dosahováno hlavních cílů hospodářské politiky.

## 1.1. Cíle hospodářské politiky

Jelikož hospodářská politika stojí na pomezí ekonomie a politologie, je logické, že mezi hospodářsko-politické cíle budou patřit i politické a společenské cíle jako takové. Nad tradičními ekonomickými cíli tak stojí cíle obecnější, k jejichž naplňování by každá společnost měla směřovat.

Na obrázku 1 je znázorněna hierarchie cílů hospodářské politiky. Z obrázku je patrné, že vrcholným cílem společnosti je snaha o maximalizaci celospolečenského blahobytu. Tento pojem je značně nesnadné definovat (nabízí se pojetí utilitaristické, nebo pojem můžeme chápat ve smyslu pareto zlepšení). I kvantifikace a měření společenského blahobytu je značně nesnadná. Přes různé možnosti chápání tohoto pojmu a různé názory na to, jak celospolečenského blahobytu dosáhnout, zůstává však i nadále tento cíl na pomyslném vrcholku pyramidy.

Snahy o jeho dosahování jsou v každé společnosti determinovány kulturou, zvyky a tradicemi, na základě nichž jsou formovány společenské cíle a hodnoty jako demokracie, svoboda, spravedlnost, racionalita a jiné.

Poslední stupeň pyramidy tvoří tradiční ekonomické cíle hospodářské politiky. Ty slouží de facto k dosažení cílů, které jsou v hierarchii výše. Konkrétní cíle hospodářské politiky na této úrovni se liší stát od státu. Platí však, že demokratické státy současnosti sledují v této oblasti především dva hlavní cíle – hospodářský růst a hospodářskou rovnováhu.



**Obrázek 1 :** Hierarchie cílů hospodářské politiky

*Zdroj: [77]*

Hospodářský růst vyjadřuje progresivní (a pokud možno stabilní) nárůst hospodářského potenciálu země a je za něj obvykle považováno tempo růstu produktu (HDP) v procentech. Slaný [70] uvádí, že: „*Optimální nebo přiměřený růst ve skutečnosti znamená, že se usiluje o nejvyšší možnou míru růstu s přihlédnutím k objektivním mezím růstu a ostatním cílům hospodářské politiky.*“

Hospodářská rovnováha pak obvykle zahrnuje rovnováhu na trhu práce, měřenou mírou nezaměstnanosti, rovnováhu cen a stabilitu měny, měřenou mírou inflace, a rovnováhu

ve vnějších ekonomických vztazích, která je sledována pomocí stavu platební bilance. Hospodářská politika, která vede k naplňování těchto cílů, je nazývána politikou stabilizační.

Rovnováha na trhu práce, rovnováha ve vnějších ekonomických vztazích, rovnováha cen a stabilita měny a hospodářský růst pak bývají tradičně označovány za čtyři základní cíle hospodářské politiky státu. Tyto cíle bývají někdy doplňovány i o některé další – například z oblasti sociální či ekologické.

### **1.1.1. Velikost produkce a ekonomický růst**

Hospodářský růst je jedním z nejdůležitějších cílů hospodářské politiky a to i z toho důvodu, že na něm závisí výše celkových příjmů v ekonomice a tedy i životní úroveň každého z nás. Politická reprezentace vyvíjí obvykle značné snahy o jeho maximalizaci, aby dosáhla opětovného zvolení. Obvykle se k jeho měření využívá tempo růstu reálného produktu (HDP či HNP<sup>1</sup>). I když tento ukazatel má určité nedostatky (reálný produkt nezahrnuje například šedou ekonomiku, škody na životním prostředí aj.), je poměrně vhodný k mezinárodnímu srovnání a bývá proto často využíván.

### **1.1.2. Míra nezaměstnanosti**

Jak uvádí Kliková [38], „*nezaměstnanost a její výše je spolu s inflací považována za nejdůležitější, občany subjektivně vnímaný, ekonomický problém*“. Nezaměstnanost je nejčastěji vyjadřována mírou nezaměstnanosti, přičemž bylo dokázáno, že určitá míra nezaměstnanosti v ekonomice je vždy nutná. Ta je pak nazývána přirozenou mírou a je, dle Klikové [38], definována jako: „*Úroveň nezaměstnanosti, při níž je míra inflace stabilní, tedy inflace ani neakceleruje ani nedeceleruje*<sup>2</sup>“, či „*situací, kdy je produkt na své potenciální úrovni*“. Je ještě nutno poznamenat, že přirozené míra nezaměstnanosti se liší v jednotlivých zemích a navíc není v čase konstantní (mění se v závislosti na některých faktorech<sup>3</sup>). Doporučená hodnota míry nezaměstnanosti, která byla definována OECD, je v současnosti zhruba 5%.

### **1.1.3. Míra inflace**

Pavelka [59] definuje inflaci jako „*růst všeobecné cenové hladiny*“. Inflace přitom může mít příčiny jak na straně poptávky, tak na straně nabídky. Počítá se pomocí tzv. cenových

---

<sup>1</sup> HDP se obvykle používá v evropských zemích, HNP pak například v USA a jiných státech

<sup>2</sup> Tato definice vychází z teorie Phillipsových křivek

<sup>3</sup> Blíže viz [38]

indexů a nejčastěji bývá vyjadřována jako míra inflace, tedy jako procentní změna za určité období.

Inflace je považována obecně za jev negativní, zejména v případě, je-li příliš vysoká. Při relativně nízké inflaci však dle Klikové [38] mohou existovat i určité pozitivní důsledky, jako stimulace ekonomických subjektů či podněcování investorů k efektivnějšímu využití kapitálu, k inflaci může dojít také díky zvyšující se kvalitě výrobků a služeb atd. Proto bývá v současnosti ve vyspělých tržních ekonomikách považována míra inflace 2 – 4% za přijatelnou. Omezování inflace pomocí fiskálních a monetárních nástrojů je navíc spojeno s nemalými náklady, dochází zejména k poklesu růstu produkce a nárůstu nezaměstnanosti, dále je zde i fakt, že nulová či dokonce záporné inflace je též nežádoucí<sup>4</sup>. Většina států se tak dnes pomocí hospodářsko-politických nástrojů snaží inflaci ovlivňovat tak, aby se držela v určitých přijatelných mezích.

#### **1.1.4. Vývoj platební bilance**

Mezi nejdůležitější cíle hospodářské politiky patří i snaha o dosažení vyrovnané platební bilance, jedná se o vůbec nejdůležitější cíl v oblasti vnějších hospodářských vztahů. Platební bilanci lze dle Pavelky [59] definovat jako: „*Systematický zápis veškerých ekonomických transakcí mezi rezidenty a nerezidenty sledované země za určité časové období.*“ Jak tedy doplňuje Kliková [38], jedná se o „*bilanci veškerých peněžních a reálných toků mezi domácí ekonomikou a zbytkem světa*“.

Pro porovnání zemí v této oblasti se nejčastěji používá vývoj salda běžného účtu platební bilance, často jako procentuální vyjádření podílu na HDP. To vychází ze zjištění, že dlouhodobě není možno krýt deficit běžného účtu platební bilance přebytkem účtu finančního, jelikož se to projeví v deficitu bilance výnosů (dřívější investice zahraničních investorů generují výnosy, které však plynou do zahraničí a dochází tak k odlivu prostředků z domácí ekonomiky). Proto je v dlouhém období přebytek běžného účtu platební bilance žádoucí. Dlouhodobý deficit běžného účtu je signálem zvyšujícího se zahraničního zadlužení země.

#### **1.1.5. Hodnocení účinnosti hospodářské politiky**

Dle Klikové [38], „*účinnost hospodářské politiky vyjadřuje míru její úspěšnosti při dosahování stanovených cílů*“. Cíli přitom rozumíme optimální hodnoty výše definovaných

---

<sup>4</sup> viz například [25]



proměnných – inflace ( $\pi$ ), míra nezaměstnanosti ( $u$ ), tempo růstu reálného produktu ( $y$ ) a saldo běžného účtu platební bilance měřeno v % HDP (bú).

Základním a nejjednodušším způsobem, jak porovnávat a měřit účinnost hospodářských politik je tzv. magický čtyřúhelník. Magický čtyřúhelník zachycuje čtyři základní ekonomické cíle hospodářské politiky, jeho vrcholy představují jednotlivé výše jmenované ekonomické proměnné. Magický čtyřúhelník mimo jiného vyjadřuje i fakt, že některé z těchto čtyř základních cílů mohou být ve vzájemném rozporu – snaha o dosažení jednoho cíle tak může vést ke zhoršení hodnot cíle jiného (například inflace a nezaměstnanost).

Poslední dobou často zmiňovaným hodnocením zemí v ekonomické oblasti je též rating. Ratingové hodnocení země vyjadřuje, zda a do jaké míry je země schopna dostát svým závazkům. Jak tedy píše Dvořák [10]: „*odhaduje riziko spojené s držbou vládních obligací jednotlivých zemí*“. Ratingu a někdy kritizované úloze ratingových agentur v americké hypoteční i řecké finanční krizi bude věnována pozornost později. Zde jej zmiňuji pouze okrajově, protože i rating může být určitou známkou účinnosti hospodářské politiky země.

## 1.2. Nástroje hospodářské politiky

Slaný [70] považuje za nástroje hospodářské politiky „*ekonomickou veličinu nebo ekonomicky relevantní veličinu, kterou mohou hospodářští politikové určit nebo měnit a působit tak na cílové proměnné*“. Nástrojů hospodářské politiky je celá řada, lze je třídít podle různých hledisek (například podle charakteru vlivu na přímé a nepřímé, podle oblasti působení na měnové a fiskální či podle způsobu ovlivňování na globální a selektivní<sup>5</sup>).

Důležité je i dělení na nástroje systémové a nástroje běžné. Systémové nástroje přímo určují pravidla chování ekonomických subjektů a mění tak organizaci ekonomického systému (jedná se o doporučení či právní normy). Běžné nástroje oproti tomu mění pouze data, jež jsou základem pro rozhodování ekonomických subjektů (například úrokové sazby), nikoli však pro organizaci ekonomického systému jako takového.

Kromě výše zmíněných dělení lze nástroje hospodářské politiky klasifikovat též podle úrovně jejich působení na makroekonomické a mikroekonomické. Mikroekonomické nástroje hospodářské politiky zahrnují politiku ochrany hospodářské soutěže, strukturální politiku, regionální politiku, politiku rozdělování a politiku sociální. Makroekonomické nástroje zahrnují fiskální, monetární, vnější obchodní a důchodovou politiku. Fiskální politika je prováděna pomocí rozpočtové politiky státu, tedy určováním státních výdajů a tvorbou

---

<sup>5</sup> Použitá dělení dle Slaného [70]

daňového systému státu. Monetární politika vykonávaná centrální bankou je peněžní a úvěrovou politikou státu, provádí se pomocí ovlivňování množství peněz v ekonomice a stanovování úrokových sazeb. Jejím nejdůležitějším cílem je cenová stabilita. Vnější obchodní politika ovlivňuje export a import, přičemž využívá zejména regulaci měnového kurzu. Důchodová politika je pak cenovou a mzdovou politikou státu, jejímž cílem je především dosáhnout požadované výše a růstu mezd.

Pro naši práci bude důležitá zejména politika fiskální, částečně se však zmíníme i o jiných makroekonomických nástrojích hospodářské politiky.

### **1.3. Řecko a jeho hospodářská politika**

V následující podkapitole bude rozebrán vývoj základních cílů hospodářské politiky Řecka v porovnání s Německem, Českou republikou a průměrem zemí EU 27. Německo bylo vybráno jako v současnosti jedna z nejlépe prosperujících ekonomik eurozóny, Česká Republika pak pro možnost srovnání s naší vlastní ekonomikou. Budou nastíněny určité nedostatky v naplňování hospodářských cílů Řeckem v minulosti. Ty mohly být do jisté míry jedním z prvních náznaků vzrůstajícího zadlužení země.

Dříve než však přistoupíme ke čtyřem základním hospodářsko-politickým cílům, budeme se velmi stručně zabývat základní charakteristikou země, co se týče základních geografických, demografických, politických a ekonomických údajů, abychom tak získali lepší představu o Řecku jako takovém.

#### **1.3.1. Základní charakteristika Řecka**

Řecko je od roku 1975 parlamentní republikou v čele s prezidentem (v současnosti Karolos Papoulias)<sup>6</sup>, demokracie byla v zemi nastolena po pádu vojenské diktatury v roce 1974. Pro Řecko je typické silné postavení levicových politických stran. Významný společenský vliv má v zemi též pravoslavná církev, ke které se hlásí zhruba 97% obyvatelstva, církev tak často podstatným způsobem ovlivňuje společenské i vnitropolitické dění.

Řecko je unitární stát členící se na 51 prefektur a 1 oblast se zvláštním statutem. Do Evropské Unie přistoupilo v roce 1981, do eurozóny pak na počátku roku 2001, oficiálním platidlem země se tak stalo euro, které nahradilo řeckou drachmu. Kromě toho je i členem NATO a většiny mezinárodních organizací fungujících pod záštitou OSN. Země má podle

---

<sup>6</sup> Obecné údaje o Řecku (včetně údajů o podílu jednotlivých odvětví na tvorbě HDP) byly čerpány z [6]

posledních údajů zveřejněných eurostatem 11 309 885 obyvatel<sup>7</sup> a její rozloha je celkem 131 940 m<sup>2</sup>.

Nejsilnějším sektorem řecké ekonomiky je sektor služeb (tvoří necelých 80% HDP), ve kterém hrají významnou roli zejména služby spojené s cestovním ruchem. V souvislosti s celosvětovou finanční krizí a následnými dluhovými problémy Řecka se však příjmy z cestovního ruchu v posledních letech snižovaly. Poměrně významné postavení zaujímá v Řecku zemědělství, i když jeho podíl na tvorbě HDP v posledních letech rapidně klesal. Důležitá je v porovnání s jinými státy také námořní doprava (3,5 % HDP). Nepříliš silné postavení oproti jiným zemím má v Řecku průmysl (cca 13% HDP), v úpadku je v posledních letech z důvodu hospodářské krize též stavebnictví (aktuálně cca 4% HDP). Co se týče zahraničního obchodu, země je dlouhodobě čistým importérem (tedy import do země převyšuje export z ní).

Co se týče veřejného sektoru, Řecko se dlouhodobě potýká s nemalým objemem veřejného dluhu, který, vyjádřeno poměrem k HDP, byl v posledních letech nad hranicí 100%, v roce 2010 dle Eurostatu dokonce 144,9% HDP<sup>8</sup>. Vláda navíc každoročně hospodařila s deficitem. Od roku 2003 byl tento deficit dokonce vyšší, než náklady dluhové služby, tato situace je zachycena v tabulce 1. V daném období tak vláda vytvářela primární deficit, tedy uplatňovala expanzivní fiskální politiku.

**Tabulka 1:** Deficit státního rozpočtu a placené úroky z dluhu v milionech eur

Rok	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Deficit</b>	6 502	7 573	9 853	13 750	10 878	12 592	15 151	23 086	36 566	24 463
<b>Placené úroky</b>	9 457	8 741	8 587	8 986	9 007	9 778	10 684	11 937	11 915	13 205
<b>Primární deficit</b>	-2 955	-1 168	1 266	4 764	1 871	2 814	4 467	11 149	24 651	11 258

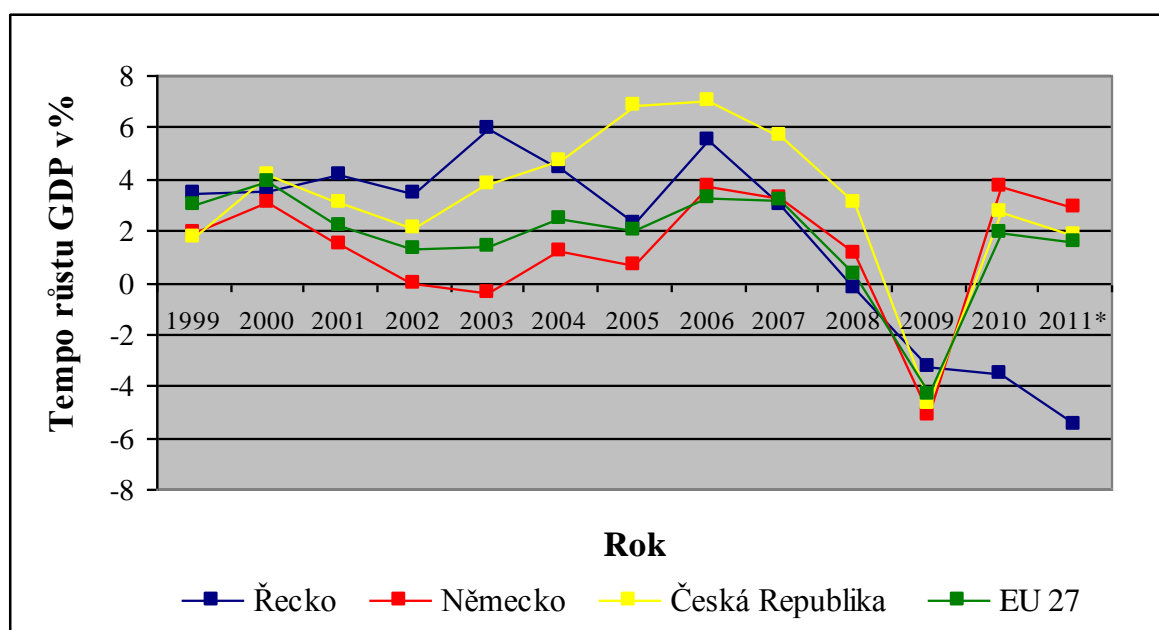
*Zdroj: zpracováno podle [22]*

<sup>7</sup> Co do počtu obyvatel je tak Řecko poměrně podobné České Republice s 10 532 770 obyvateli, nevelký rozdíl je mezi zeměmi i co do rozlohy (ČR 78 867 km<sup>2</sup>).

<sup>8</sup> Podrobněji si veřejnému dluhu Řecka budeme věnovat v další kapitole

### 1.3.2. Tempo růstu HDP

Obrázek č. 2 zachycuje vývoj tempa růstu reálného HDP v % mezi lety 1999 – 2011<sup>9</sup> v Řecku, Německu a České Republice, zobrazen je také průměr pro země EU 27. Řecká krize vypukla zhruba v říjnu 2009, předcházela jí globální finanční krize, jejíž první vážnější projevy se datují zhruba na počátek roku 2007. Z obrázku je patrné, že právě od roku 2006 se tempo růstu HDP ve všech zkoumaných zemích markantně propadá, u Řecka poněkud více, což mohlo být způsobeno celosvětovou finanční krizí, ovšem pravděpodobně se již zde projevují první známky špatného stavu řecké ekonomiky, jelikož finančním krizím obvykle předchází propad tempa růstu HDP. Propad pokračuje až do roku 2009. U Německa, ČR, i průměrně v zemích EU následuje oživení a i pro další roky je předpokládán postupný nárůst tohoto ukazatele, i když poměrně pomalý. Co se týče Řecka, zde se propad nezastavil, naopak pokračuje a je předpokládán i do dalších let (návrat do kladných hodnot je zatím odhadován na rok 2013).



**Obrázek 2:** Tempo růstu reálného HDP v % pro vybrané země mezi lety 1999 - 2011

*Zdroj: zpracováno podle [64]*

Zajímavé je, že v předchozích letech bylo tempo růstu reálného HDP Řecka vyšší, než v případě Německa i vyšší, než průměr pro země EU 27. Tyto údaje mohou být ovlivněny záměrným zkruslováním řeckých statistik, ale je také nutné se zamyslet nad způsobem

<sup>9</sup> Údaje za rok 2011 jsou zatím pouze odhadované, veškeré údaje pro Řecko jsou pak označeny jako prozatímní (je tedy možné, že v souvislosti s kontrolou a přehodnocováním řeckých statistik budou ještě později upraveny).

výpočtu HDP. EUROSTAT, odkud data pocházejí, k výpočtu využívá výdajovou metodu. HDP se pak vypočte ze vzorce:

$$HDP = C + I + G + NX \quad (1)$$

kde: HDP je hrubý domácí produkt;

C výdaje domácností na spotřebu;

I výdaje na investice<sup>10</sup>;

G výdaje vlády na nákupy výrobků a služeb;

NX čistý export.

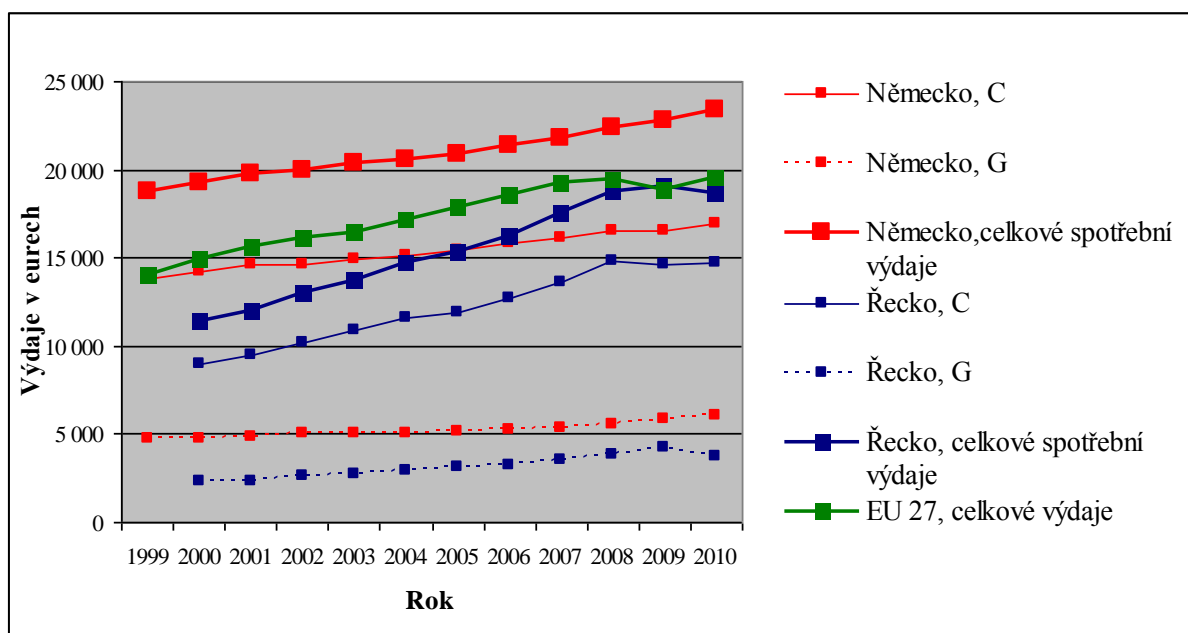
Vyšší tempo růstu HDP pak mohlo být způsobeno zvýšeným tempem růstu některé z těchto čtyř složek.<sup>11</sup> Z hlediska tématu této práce je důležité věnovat se zejména dvěma komponentám této rovnice – spotřebním výdajům domácností a výdajům vlády na nákup výrobků a služeb. Nadměrné zvyšování vládních výdajů může (za předpokladu nedostatečných příjmů rozpočtu) způsobovat postupné zvyšování zadlužení země. Při nadměrném zvyšování spotřeby domácností by zase vyvstávala otázka, jakým způsobem je tato spotřeba financována (zvyšováním mezd, platů a transferových plateb, nižším zdaněním, zadlužením domácností či čerpáním úspor) a zda to případně koresponduje s růstem produktivity práce.

Obrázek č. 3 ukazuje, že celkové spotřební výdaje zahrnující výdaje vlády na nákup statků a služeb, výdaje domácností a výdaje neziskových organizací (dle metodiky EUROSTATU) narůstaly v letech 1999 – 2008 v Řecku rychleji, než v Německu. Rychlejší nárůst byl patrný u vládních výdajů, ale zejména pak u výdajů domácností.

---

<sup>10</sup> Zahrnují investice podniků, popř. domácností do zásob a fixního kapitálu

<sup>11</sup> O nedostatcích ukazatele HDP se lze dočíst například v článku [31]



**Obrázek 3:** Spotřební výdaje v Německu a Řecku mezi lety 1999 - 2010

*Zdroj: zpracováno podle [18]*

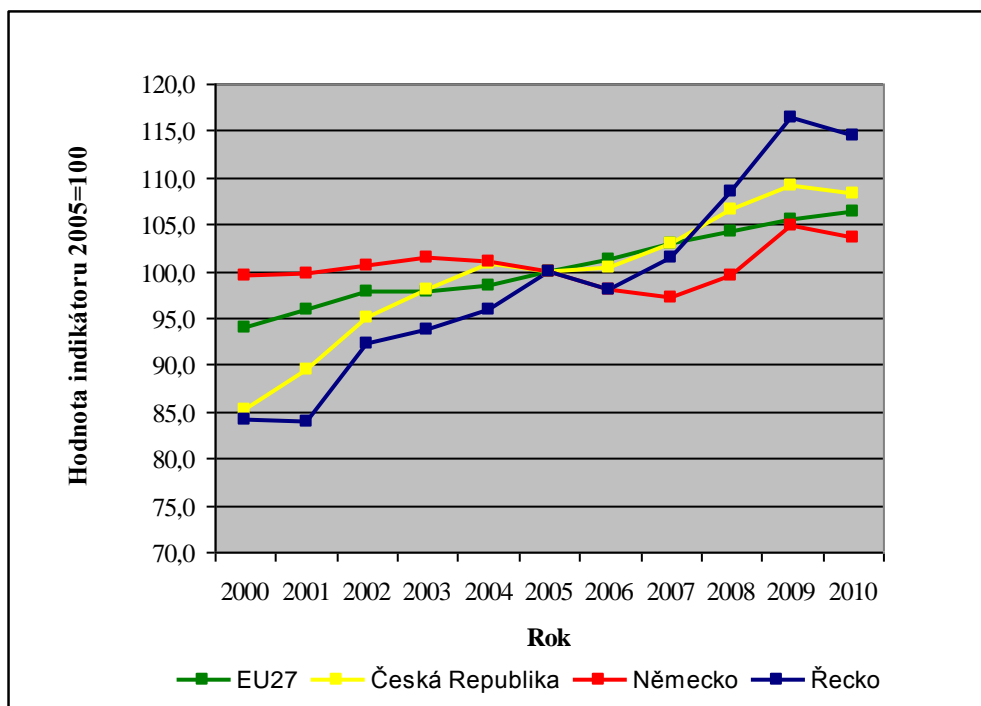
Přitom ve sledovaném období skončilo každým rokem hospodaření Řecka deficitem (dle dat EUROSTATU), zvyšování vládních výdajů samozřejmě příznivějšímu vývoji řeckých vládních financí nenapomohlo. Co se týče spotřeby domácností, z úspor pravděpodobně financovány nebyly, jelikož ty se v průběhu času spíše zvyšovaly, jak ukazuje tabulka č. 2. Zásadní pokles je patrný až po roce 2007, což pravděpodobně souvisí s počátkem celosvětové finanční krize.

**Tabulka 2:** Výše úspor řeckých domácností mezi lety 2000 – 2010 v eurech na osobu

Rok	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Výše úspor	1 400	1 600	1 400	1 900	2 000	1 800	2 100	1 700	1 200	800	800

*Zdroj: [34]*

Domácnosti tedy musely na spotřebu použít zvýšený disponibilní důchod. Vyšší disponibilní důchod pravděpodobně souvisel i se špatným systémem zdanění s poměrně nízkými sazbami u nepřímých daní a množstvím daňových úlev, což bude v práci rozebráno později, a také s vysokými transferovými platbami od vlády k občanům. Přitom se jednotkové náklady práce v průmyslu (tedy náklady práce ku produktivitě práce) v Řecku rapidně zvyšovaly, země tak postupně ztrácela konkurenceschopnost, jak ukazuje obrázek č. 4.



**Obrázek 4:** Jednotkové náklady práce v průmyslu ve vybraných zemích

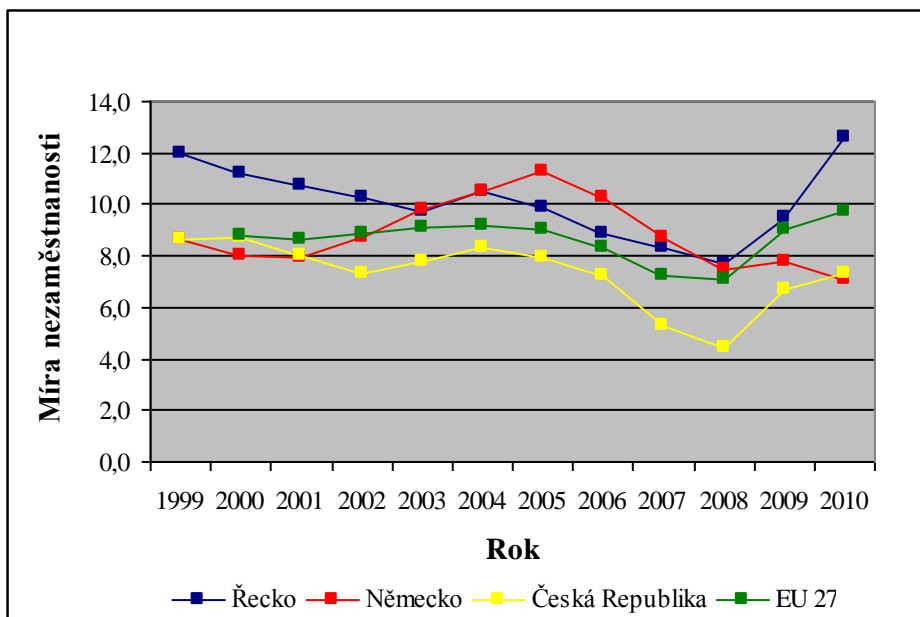
*Zdroj: zpracováno podle [56]*

Závěrem je tedy nutné podotknout, že ač se tempo růstu HDP Řecka v období před krizí zvyšovalo, je nutné sledovat také to, čím byl tento růst doprovázen. Tempo růstu produktu je sice bez pochyby jedním z nejvyužívanějších indikátorů k porovnání ekonomik mezi sebou, je však třeba jej zkoumat v dlouhodobém kontextu. Krátkodobě mohou být pozitivní změny způsobeny zvýšenými vládními výdaji či výdaji domácností, což však často způsobuje postupné zadlužování země a zhoršování její kredibility a konkurenceschopnosti v budoucnu.

### 1.3.3. Míra nezaměstnanosti

Co se týče nezaměstnanosti v Řecku, z obrázku č. 5 je patrné, že hodnoty míry nezaměstnanosti mezi lety 1999 – 2010 byly poměrně vysoké, dokonce vyšší než je průměr v zemích EU 27. Zhruba do počátku řecké krize je patrná snaha o snižování nezaměstnanosti, která tak klesla až pod 8% hranici. V souvislosti s krizí však aktuálně dochází k rychlému nárůstu míry nezaměstnanosti a ten je předpokládán i do dalších let. Zajímavé je srovnání s Německem, u kterého byl trend vývoje opačný – nejdříve docházelo k postupnému zvyšování nezaměstnanosti, ale po roce 2005 se míra nezaměstnanosti začíná snižovat a to pokračuje i v období velké finanční a následně řecké krize. Zvyšování nezaměstnanosti v Řecku patrně souvisí s rozsáhlými úspornými opatřeními, které musela řecká vláda schválit

v souvislosti s vypuknutím krize. Vysoká nezaměstnanost v Řecku a její nárůst může být problémem do dalších let, protože sebou nese omezení daňových příjmů státní pokladny.



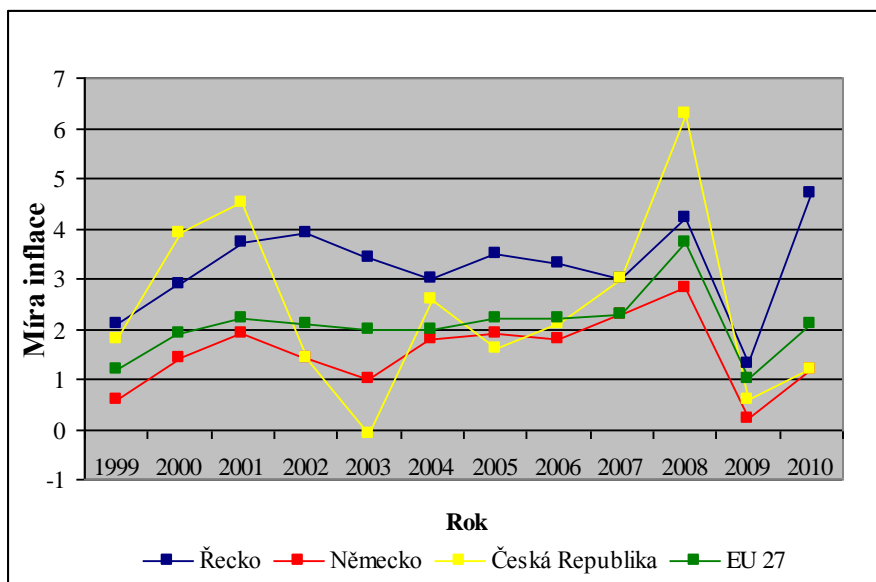
**Obrázek 5:** Míra nezaměstnanosti ve vybraných zemích

*Zdroj: zpracováno podle [76]*

#### 1.3.4. Míra inflace

Na základě obrázku č. 6 je nutné říci, že inflační situace v Řecku byla před vznikem krize dobrá – inflace se pohybovala ve zmiňovaném pásmu 2 – 4%. Trend jejího vývoje byl navíc nápadně podobný s vývojem v Německu i s průměrem zemí EU 27. V souvislosti s krizí začala inflace v Řecku nejprve narůstat, později následoval větší propad a po roce 2009 opět poměrně prudce narůstala, což bylo způsobeno zejména zvýšením daní z přidané hodnoty v důsledku nutnosti navýšení příjmů státního rozpočtu. Inflační vývoj tak byl poměrně rozkolísaný, což obecně není příliš dobré, jelikož ekonomické subjekty nejsou schopny správně formovat inflační očekávání a na inflaci se připravit. Mnozí ekonomové předpokládají v příštích letech další nárůst inflace (a to i pro ostatní země eurozóny) způsobený řešením problémů zadlužených zemí.



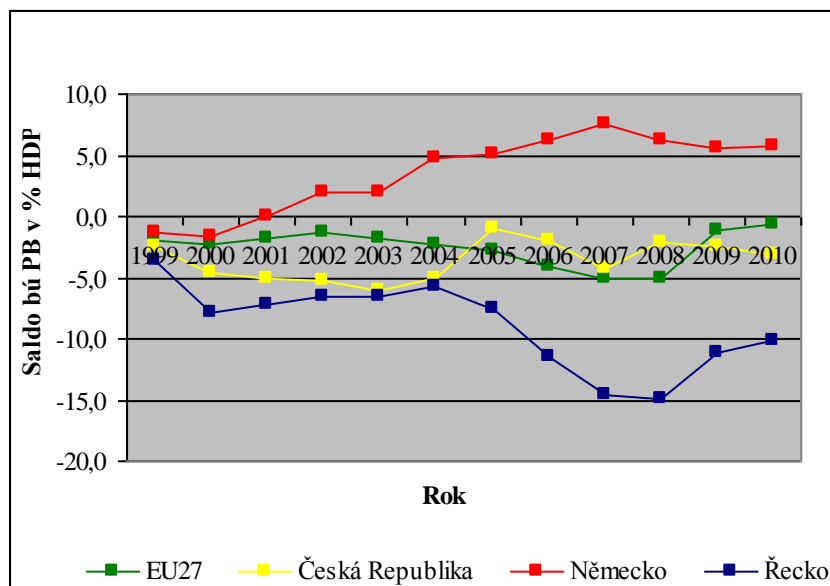


**Obrázek 6:** Míra inflace ve vybraných zemích

*Zdroj: zpracováno podle [26]*

### 1.3.5. Saldo běžného účtu platební bilance

Obrázek č. 7 znázorňuje vývoj salda běžného účtu platební bilance v poměru k HDP ve vybraných zemích. Postupné zvyšování deficitů běžného účtu platební bilance Řecka je více než patrné a při porovnání s Německem, které se v současnosti pohybuje v kladných hodnotách, značně signifikantní.



**Obrázek 7:** Saldo běžného účtu platební bilance v % HDP ve vybraných zemích

*Zdroj: zpracováno podle [1]*

Je patrné, že mezi roky 1999 – 2010 docházelo k růstu zahraničního zadlužení země. Jak bude v této práci zmíněno později, valná část řeckých státních dluhopisů je držena v rukou nerezidentů země, což dokládají hodnoty zachycené na obrázku 7. Poměrně důležitý je i fakt, že průměrný stav v zemích Evropské unie se také pohybuje v záporných hodnotách, i když celkem nízkých. To může být nepříjemným signálem do budoucna.

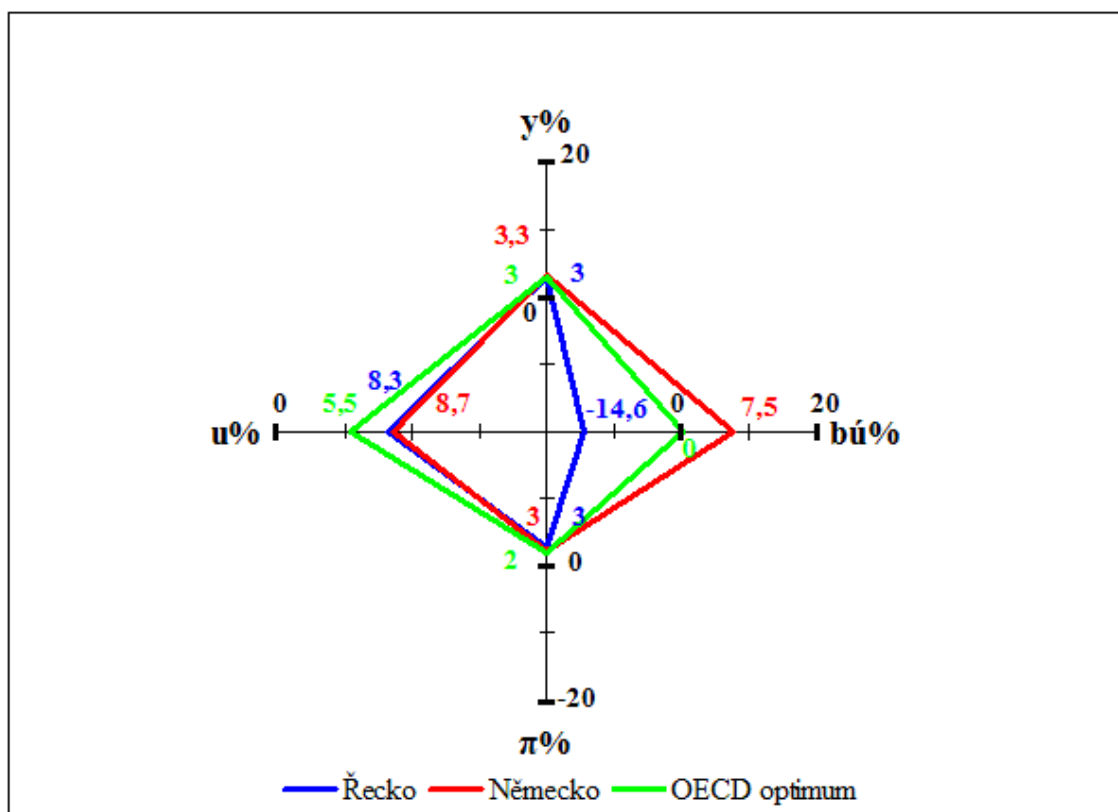
### 1.3.6. Účinnost hospodářské politiky

Účinnost hospodářských politik Řecka a Německa je porovnána pomocí dvou magických čtyřúhelníků. Obrázek č. 8 zachycuje magické čtyřúhelníky obou zemí pro údaje za rok 2007, tedy před propuknutím celosvětové hospodářské krize v Evropě. Obrázek č. 9 pak znázorňuje stejné magické čtyřúhelníky, ovšem pro rok 2010, kdy již naplno propukla dluhová krize v Řecku. V obou obrázcích je zobrazen též magický čtyřúhelník optimální, který byl zkonstruován OECD a vyznačuje optimální hodnoty čtyř základních makroekonomických cílů, o jejichž dosažení by státy měly usilovat.<sup>12</sup> Obecně platí, že čím podobnější bude magický čtyřúhelník dané země čtyřúhelníku optimálnímu, tím je hospodářská politika této země účinnější.

Z obrázku 8 je patrné, že v roce 2007 se jak Řecko, tak Německo, poměrně značně blížili optimálním hodnotám míry inflace a tempa růstu HDP, co se týče nezaměstnanosti, ta byla v obou sledovaných zemích vyšší než udávané optimum. Země se pak výrazně liší s ohledem na stav salda běžného účtu platební bilance. Řecko dosahovalo v roce 2007 salda záporného, zatímco saldo Německa bylo kladné. Celkově je tak možno hospodářskou politiku Německa hodnotit v tomto roce jako úspěšnější, jelikož hodnoty magického čtyřúhelníku se více blíží hodnotám optimálním a navíc země nevykazuje záporné saldo běžného účtu platební bilance. Již v období před vypuknutím finanční krize v Řecku tak byl patrný rozdíl mezi tamní hospodářskou politikou a politikou Německa.

---

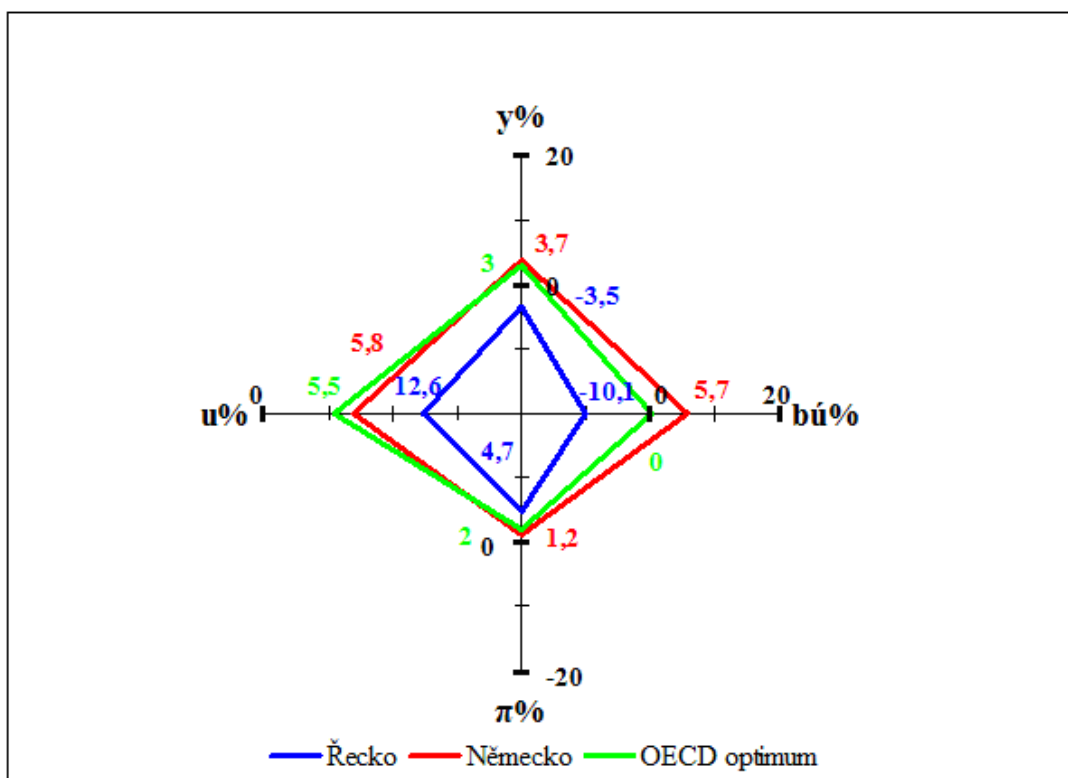
<sup>12</sup> Jak poznamenává Kliková [38] tento magický čtyřúhelník byl však zkonstruován na základě průměrných hodnot pro vyspělé země OECD, nereflektuje tak přirozené rozdíly mezi zeměmi, hodnocení pomocí něj jsou tak pouze orientační.



**Obrázek 8:** Magický čtyřúhelník pro vybrané země a rok 2007

*Zdroj: vlastní zpracování, data [1];[26];[64];[76]*

Markantní rozdíly mezi zeměmi pak lze pozorovat na obrázku 9. Zatímco Německo se i v tomto roce blíží cílovým hodnotám daných proměnných, Řecko se od nich výrazně vzdálilo. Došlo k nárůstu inflace a nezaměstnanosti a poklesu tempa růstu HDP, které bylo ve sledovaném roce dokonce záporné. Pouze co se týče salda běžného účtu platební bilance, je možné pozorovat malou pozitivní změnu, saldo však nadále zůstává v záporných hodnotách. Na hospodářskou politiku Řecka měla v tomto období samozřejmě výrazný vliv dluhová krize, ovšem určité nedostatky hospodářské politiky země bylo možné pozorovat již v roce 2007 a právě tyto nedostatky napomohly vzniku dluhového problému.



**Obrázek 9:** Magický čtyřúhelník pro vybrané země a rok 2010

*Zdroj: vlastní zpracování, data [1];[26];[64];[76]*

Pro úplnost uvádím též aktuální ratingové hodnocení zemí Eurozóny agenturou Fitch, které je zobrazeno v tabulce č. 3.<sup>13</sup> (Hodnocení bylo takto zjištěno dne 13. 4. 2012.) Z tabulky je patrné, že rating Řecka je podle agentury Fitch momentálně na úrovni B-, tedy od ledna 2012 nastal mírný obrat k lepšímu (tehdy bylo Řecko hodnoceno známkou CCC, která je popsána jako extrémně spekulativní). Zlepšení ratingu by mohlo být důsledkem souhlasu investorů s restrukturalizací dluhu (přesné podmínky však prozatím nebyly stanoveny). Další významné ratingové agentury nicméně prozatím ponechávají rating v pásmu C. Z původního hodnocení A- (tedy úroveň, na které se nachází například Polsko) spadlo Řecko od začátku prosince 2009 až na současnou hodnotu. Řecko má tak nyní nejnižší ratingové hodnocení v EU, nachází se na stejné úrovni jako Srbsko či Egypt a je dokonce hodnoceno hůř, než Makedonie, Indonésie, Turecko či Island, který v důsledku krize de facto zbankrotoval. Takto nízký rating znamená nedůvěru investorů v řecké vládní obligace, která musela být vyvolána špatnou hospodářskou politikou země (a to je nutné poznamenat, že agentura FITCH Řecko hodnotí v současnosti z významných ratingových agentur nejlépe). V souvislosti s problémy zemí eurozóny jsou zajímavá i poměrně nízká ratingová hodnocení Irska a Portugalska

<sup>13</sup> Ratingové stupnice jednotlivých agentur jsou obsaženy v příloze č. 1 této práce

či negativní budoucí výhled u ratingového hodnocení Francie, které již dříve byl rating snížen agenturou S&P z původní nejlepší možné ratingové známky.

**Tabulka 3:** Aktuální ratingové hodnocení zemí Eurozóny

Země Eurozóny	Ratingové hodnocení	Datum hodnocení	Výhled
Belgie	AA	10. 2. 2012	Negativní
Estonsko	A+	5. 7. 2011	Stabilní
Finsko	AAA	24. 2. 2012	Stabilní
Francie	AAA	24. 2. 2012	Negativní
Irsko	BBB+	30. 1. 2012	Negativní
Itálie	A-	11. 4. 2012	Negativní
Kypr	BBB-	27. 1. 2012	Negativní
Lucembursko	AAA	28. 9. 2011	Stabilní
Malta	A+	20. 10. 2011	Stabilní
Německo	AAA	20. 9. 2011	Stabilní
Nizozemsko	AAA	4. 4. 2012	Stabilní
Portugalsko	BB+	21. 2. 2012	Negativní
Rakousko	AAA	24. 2. 2012	Stabilní
Řecko	B-	14. 3. 2012	Stabilní
Slovensko	A+	26. 1. 2012	Stabilní
Slovinsko	A	14. 2. 2012	Negativní
Španělsko	A	21. 2. 2011	Negativní

*Zdroj: zpracováno podle [19]*

## 2. FINANČNÍ KRIZE, JEJICH PŘÍČINY A DOPADY

Pojem finanční krize byl definován v odborné literatuře mnohými autory. V naší práci budeme vycházet z definice profesora Musílka [53], který finanční krizi charakterizuje jako „výrazné zhoršení velké většiny finančních indikátorů, projevující se nedostatečnou likviditou finančního systému, rozsáhlou insolventností finančních institucí, nárůstem volatility výnosových měř finančních instrumentů, výrazným poklesem hodnoty finančních a nefinančních aktiv a podstatným snížením rozsahu alokace úspor ve finančním systému“. Podle MMF [35] může být krize považována za „důsledek finančních či ekonomických poruch, díky nimž hospodářství trpí vysokým stupněm zranitelnosti“. MMF dále uvádí, že všechny krize mají obvykle stejné důvody spočívající v postupném zvětšování do budoucna neudržitelné ekonomické nerovnováhy a vychýlení cen akcií či směnných kurzů. Krize může být následně vyvolána náhlou ztrátou důvěry v měnu či bankovní systém. Kovanda [41] pak považuje za hlavní příčinu krizí morální hazard jak na úrovni bank, tak na úrovni států, v důsledku něhož dochází k nadměrnému deficitnímu financování ve snaze prosazovat populistická opatření či dosáhnout vlastního prospěchu.

### 2.1. Typologie finančních krizí

Finanční krize bývají často klasifikovány do několika kategorií a to podle toho, která z „poruch“ finančního systému krizi vyvolala, tedy podle příčiny krizového stavu. Odborná literatura poskytuje více různých klasifikací, tato dělení si však jsou obvykle značně podobná a většina z nich vychází z klasifikace Mezinárodního Měnového Fondu.

Musílek [53] například rozlišuje krize bankovní, měnové, investiční<sup>14</sup> a krize likvidity, MMF [35] oproti tomu krize bankovní, měnové a zahraničně dluhové. Obdobné dělení pak využívá ve své práci například Dvořák [10], který popisuje měnové, bankovní a dluhové (nebo též úvěrové) krize, či Sachs [66], jenž se zmiňuje o krizích fiskálních<sup>15</sup>, devizových<sup>16</sup> a bankovních. V této práci budeme dále vycházet z dělení popsáního Dvořákem [10].

#### 2.1.1. Měnová krize

Dle Helíska [24] se pod pojmem měnová krize má obvykle na mysli „útok domácích i zahraničních finančních investorů na určitou měnu ve smyslu převodu aktiv v postižené

---

<sup>14</sup> Je chápána jako výrazný pokles tržních cen investičních instrumentů

<sup>15</sup> Ty lze chápat ve smyslu Dvořákových krizí dluhových

<sup>16</sup> Jiný výraz pro krizi měnovou

*měně do aktiv v zahraničních měnách, jehož výsledkem je silné znehodnocení kurzu postižené měny“.* V systému pevného kurzu dochází následně k devalvaci měny či vynucené intervenci centrální banky, v systému plovoucího měnového kurzu pak k depreciaci nominálního kurzu. Jak dále poznamenává Helísek [24], k měnovým krizím dochází nejčastěji v systému pevného kurzu. V takovýchto případech bývá v konečném stadiu často nezbytné opustit režim fixního kurzu a přejít na kurz plovoucí.

### **2.1.2. Bankovní krize**

Mezinárodní měnový fond [35] hovoří o bankovní krizi jako o situaci, kdy: *„Aktuální či potenciální bankovní runy a úpadky přimějí banky pozastavit vnitřní směnitelnost svých závazků, nebo je vláda nucena k intervencím, aby takovéto situaci zabránila, pomocí poskytování pomoci ve velkém měřítku.“* Dvořák [10] popisuje bankovní krizi jako *„problémy spojené s nedostatečnou likviditou, především však s insolencí některých bank“.* Jak dále poznamenává Dvořák, v rozvojových zemích je důvodem vedoucím ke vzniku bankovní krize obvykle náhlá ztráta důvěry vkladatelů v banku či finanční systém, v případě rozvinutých ekonomik se pak většinou jedná o prudký pokles hodnoty některého bankovního aktiva. Dopady bankovních krizí bývají obvykle značné a jejich následkem bývá často zvýšení veřejného zadlužení země v důsledku nutnosti řešit selhání finančního systému pomocí státních zásahů. Bankovní krizi může předcházet krize měnová či dluhová, potom hovoříme o tzv. systematické finanční krizi, která bude popsána níže.

### **2.1.3. Dluhová krize**

Podle Sachse [66] dochází k dluhové krizi tehdy, pokud vláda ztrácí schopnost splácet své zahraniční dluhy a získávat nové půjčky ze zahraničí. Dvořák [10] definuje dluhovou krizi z širšího pohledu, tedy obecně jako *„neschopnost země splácet zahraniční dluh“.* Rozlišuje přitom vnější dluhovou krizi, kdy banky, soukromé firmy, případně stát, nejsou schopni splácet své dluhy v zahraničí, či vnitřní dluhovou krizi, kdy dochází k vnitřní předluženosti ekonomiky, což může vést až ke kolapsu trhu s úvěry. V případě, že se v roli dlužníka ocitne vláda některého státu, označujeme takovouto dluhovou krizi jako sovereign default. Sovereign default se v historii často vyskytoval především v rozvojových zemích.

## **2.2. Systematická finanční krize**

Zejména v poslední době docházelo k tomu, že finanční krize nebylo možné zařadit do jednoho z výše zmíněných typů, jelikož v průběhu krize byly patrné problémy v měnové, bankovní a taktéž dluhové. Vznikl tak koncept systematické finanční krize.

Kim [37] v článku pro OECD vysvětluje systematickou finanční krizi jako selhání významné části finančního systému spojené s poškozením operací reálné ekonomiky. Definuje ji jako „*materializaci systematického rizika*“. Systematické riziko je pak chápáno jako „*riziko narušení finančních služeb způsobené poškozením všech částí finančního systému, které má potenciál výrazně ovlivnit reálnou ekonomiku a to v negativním slova smyslu*“. MMF [35] pak uvádí vlastní definici systematické finanční krize, kterou chápe jako „*potenciálně závažné narušení finančních trhů které tím, že poškozuje schopnost trhů fungovat efektivně, může mít značný negativní vliv na reálnou ekonomiku*“.

Systematickou finanční krizi již není možné zařadit do jednoho z typů krizí (měnová, bankovní, dluhová). Je nutno ji chápat jako kombinaci těchto krizových projevů, přičemž problém v jedné z oblastí může odstartovat krizi, která se následně za určitých podmínek může rozšířit i do jiných částí finančního systému a díky globalizaci a propojenosti finančních trhů též do různých částí světa (dochází pak k tzv. nákaze). Dvořák [10] vyjadřuje přesvědčení, že rozhodující vliv na vznik tohoto typu finanční krize má dle něj „*nadměrná úvěrová expanze a vyvolaný dluhový problém*“. V souvislosti s nedávnou celosvětovou finanční krizí a následnými problémy Řecka a jiných Evropských států se tato hypotéza jeví jako poměrně zajímavá. Tomuto problému se v práci budeme věnovat později.

Jak vyplývá z výše uvedeného, při zkoumání finančních krizí je nutno zaměřit se nejen na prvotní důvod vzniku finanční krize, ale i na efekty, které tato krize později vyvolala, a to jak v rámci dané země, tak v celosvětovém kontextu. V souvislosti s dluhovými problémy v Řecku je tak například nutné hledat souvislosti s celosvětovou finanční krizí, která kolapsu řeckých veřejných financí předcházela.

### **2.3. Příčiny finančních krizí**

Tato podkapitola bude zpracována na základě Musílka [53], který ve své práci rozlišuje následující příčiny finančních krizí:

- **Nadměrná úvěrová expanze** – Hypotézy o nadměrné úvěrové expanzi obvykle považují za spouštěcí faktor krize exogenní událost (šok), která mění ekonomické prostředí, očekávání, perspektivy a chování ekonomických subjektů a která vytvářejí nové investiční příležitosti. To vede k vyššímu poskytování úvěrů bankami, snižování povinných minimálních rezerv, růstu peněžní nabídky a tudíž růstu cenové hladiny, což zvyšuje zájem o další půjčky a růst cen finančních aktiv, které jsou za vypůjčené prostředky nakupovány. Často dochází též k přílivu zahraničního kapitálu. Vytváří se tak cenová



bublina na trhu finančních aktiv. Následně dojde k tomu, že lépe informované osoby které předpokládají brzký propad cen finančních aktiv, prodají nadhodnocená aktivity. Tím dochází k poklesu jejich cen, což vede k jejich hromadnému prodeji, panice na finančních trzích a ztrátě důvěry a to následně vyvolává finanční krizi.

- **Chybná makroekonomická politika (krize platební bilance)** – Ke krizi platební bilance dochází v případě, že centrální banka provádí monetární expanzi za účelem monetizace fiskálního deficitu při fixním měnovém kurzu. Postupně jsou tak čerpány devizové rezervy, což přiláká devizové spekulanty. Následně dojde k útoku spekulantů na měnový kurz. Intervence centrální banky dále zapříčiní úbytky devizových rezerv, v konečném důsledku je země nucena opustit systém fixního měnového kurzu a přejít na kurz plovoucí. Dochází k panice mezi zahraničními investory a to vyvolává finanční krizi.
- **Nadměrná finanční liberalizace** – Dochází-li v konkrétní ekonomice současně k liberalizaci kapitálového účtu platební bilance a finanční liberalizaci (tedy liberalizaci podnikání bank a finančních institucí) a je-li zároveň používán fixní měnový kurz, může tato situace vyvolat příliv krátkodobého a spekulativního kapitálu. To umožní úvěrovou expanzi. Banky a finanční instituce však nemají dostatečné zkušenosti v řízení rizik a často ani dostatečné informace potřebné pro správné ohodnocení rizika (jelikož úvěrová historie hodnocených subjektů je často nulová či nepoužitelná). Z počátku obvykle nedostatečná regulace finančních institucí může podnítit též morální hazard. Kvalita poskytovaných úvěrů se tak zhoršuje, což se po určitou dobu daří zakrývat díky nedokonalé regulaci a kontrole. V momentě, kdy dojde k odhalení problémů finančního systému, nastává odliv zahraničního kapitálu, následkem čehož je prudké znehodnocení domácí měny a obvykle tak vzniká měnová krize.
- **Finanční panika** – Pokud se z nějakého důvodu (například na základě negativní prognózy hospodářského vývoje) začnou vkladatelé obávat hromadného výběru bankovních vkladů ostatními vkladateli, dojde k finanční panice, masivnímu prodeji finančních instrumentů a runům na banky. Pokud krátkodobá pasiva převyší krátkodobá aktiva a neexistuje ani privátní věřitel, který by byl ochoten dodat finančním trhům požadovanou likviditu, či důvěryhodný věřitel poslední instance (například centrální banka), vede tato situace ke vzniku bankovní krize.
- **Splasknutí cenové bubliny** – Pokud je nějaké aktivum investory hromadně nakupováno za vyšší cenu, než je jeho vnitřní hodnota, dochází k vytváření tzv. cenové bubliny. V momentě, kdy začnou lépe informovaní investoři prodávat nadhodnocené aktivum,

klesá jeho cena a to vede k splasknutí cenové bubliny, prudkému poklesu ceny aktiv, panice na finančních trzích a finanční krizi.

- **Selhání trhu** – Ekonomové identifikovali dva typy tržních selhání, které mohou být příčinou vzniku finanční krize. Selhání trhu je v obou těchto případech zaviněno asymetrickými informacemi. Jedná se o morální hazard, tedy situaci, kdy určitý subjekt zneužije informační převahu k získání prospěchu na úkor jiného subjektu, a nepříznivý výběr, kdy je díky nedostatku informací vybrán jiný než nejlepší možný kandidát. Morální hazard je typický zejména pro velké instituce, které jsou takzvaně „*too big to fail*“, tedy jejichž bankrot by měl pro reálnou ekonomiku příliš velké následky a proto je nucena vláda zasáhnout a poskytnout finanční pomoc. Dochází tak k finalizaci nákladů sanace takovýchto institucí tedy de-facto přenesení nákladů na daňové poplatníky. Velké instituce jsou si vědomy svého postavení a vidina vládní finanční pomoci tak u nich podněcuje morální hazard. Příkladem nepříznivého výběrů pak může být například výběr nesolventního žadatele o úvěr na základě nedostatečných informací.
- **Nadměrný příliv zahraničního kapitálu** – Faktorem, který byl identifikován jako možný spouštěč finanční krize, je i nadměrný příliv zahraničního kapitálu do země, který obvykle nastává v souvislosti s úspěšnou realizací ekonomických reforem či dlouhodobým hospodářským růstem. Masivní přítok zahraničního kapitálu je častý zejména u transformujících se ekonomik či rozvojových zemí. Pokud země není schopna reagovat odpovídající měnovou politikou, či je-li její institucionální prostředí nedokonalé, může zahraniční kapitál znamenat vznik problémů ve finanční oblasti (růst zadlužení podnikatelských subjektů, problémy spojené s neefektivní regulací, příliv krátkodobého kapitálu, znehodnocení domácí měny aj). Prohlubuje se tak finanční nerovnováha na trzích s čímž je spojen i růst finanční nejistoty. Následkem pak může být vypuknutí finanční krize.
- **Institucionální nedokonalost ekonomiky** – Do této skupiny faktorů zahrnuje Musílek nedostatečnou právní ochranu vnějších investorů před vyvlastněním zisku (pomocí prodeje aktiv pod tržní hodnotou, přeplácení manažerů, zaměstnávání spřátelených osob ve správních orgánech podniku aj). Nedostatečná ochrana těchto investorů společně s nepříznivými očekáváními o vývoji kurzu mohou způsobit hromadný prodej finančních instrumentů zahraničními věřiteli a následný kolaps finančního systému. Dalšími faktory, které Musílek řadí do této skupiny, jsou pak alokace finančních prostředků bankami

na základě kamarádských vztahů a neefektivní vypořádání dluhů v důsledku nedokonalých konkurzních řízení.

- **Hospodářské cykly a strukturální problémy ekonomiky** – Finanční krize může být vyvolána též hlubokou hospodářskou recesí. Jak uvádí Musílek [53]: „*Finanční odvětví patří mezi cyklická odvětví vykazující prosperitu v období expanze. Naopak do značných problémů se finanční průmysl dostává v období recese ekonomiky.*“ V období recese klesá poptávka a investice a roste nezaměstnanost, což je spojeno s poklesem podnikových zisků, snížením bonity dlužníků, sníženým zájmem o nové úvěry a snížením hodnoty bankovních úvěrů. Tyto faktory mohou znamenat vznik finanční krize. Kromě cyklického vývoje má na vznik finanční krize značný vliv i strukturální skladba dané ekonomiky. Neexistuje-li v zemi dostatečná odvětvová diversifikace a zároveň podniky využívají k financování domácích finančních trhů, může odvětvová krize výrazně zastoupeného odvětví znamenat vznik krize finanční. Vzniku finanční krize v důsledku strukturálních problémů lze zabránit dostatečnou odvětvovou diversifikací.

## **2.4. Spojitost finančních krizí a veřejného dluhu**

Již dříve v této kapitole jsem se zabývala typologií finančních krizí, přičemž bylo uvedeno, že rozlišujeme krize měnové, bankovní a dluhové, a že k dluhové krizi dochází tehdy, pokud vláda některé země ztrácí schopnost splácet svůj zahraniční dluh. Značný podíl na vzniku této situace může mít veřejné zadlužení země, jeho tempo růstu a struktura.

Veřejný dluh je poměrně obtížně definovatelný pojem. V České Republice bývá často chápán jako souhrnný dluh všech orgánů a institucí, které utvářejí soustavu veřejných financí v daném státě, do veřejného dluhu pak spadá také dluh centrální vlády označovaný jako tzv. státní dluh. V zahraničí je pojem chápán odlišně. Dle Dvořáka [10] je definován pomocí způsobu jeho úhrady jako: „*Pohledávka vůči současné i budoucí daňové povinnosti obyvatelstva.*“ Takto definovaný dluh je označován anglickým pojmem *public debt* a jeho součástí tvoří dluh všech orgánů a institucí v soustavě veřejných financí (*general government debt*), tedy i dluh státní (v anglické terminologii označovaný jako *central government debt*). V rámci této práce budu veřejný dluh chápat dle definice české, budu tedy rozlišovat dluh státní, vytvořený centrální vládou, a dluh veřejný, tvořený všemi články v soustavě veřejných financí konkrétní země.

Bylo prokázáno, že veřejný dluh může mít v dlouhodobém horizontu značné negativní důsledky.<sup>17</sup> Veřejný dluh negativně ovlivňuje rozpočtovou situaci v budoucnu prostřednictvím nutnosti splácet úroky z narůstajícího dluhu, což postupně zužuje prostor pro provádění aktivní fiskální politiky. Příliš vysoký objem státního dluhu může dokonce znamenat konstantní rozpočtové deficity. Tím se však zadlužení země nadále prohlubuje a vzniká jakýsi začarovaný kruh.

Kromě těchto rozpočtových důsledků má veřejný dluh negativní důsledky i na celkovou makroekonomickou situaci země. Nejdůležitějším dopadem zadlužení je především zvýšení úrokové míry. V menších otevřených ekonomikách pak sice tlak na zvyšování úrokových měr není tak silný, jelikož úroková míra reaguje především na úrokové míry světové, důsledkem veřejného zadlužení však často bývá zvýšení rizikové prémie, která je v úrokové míře obsažena. Efekt je tak v konečné fázi obdobný, dochází k poklesu spotřeby a investic (případně i talkům na zhodnocení tuzemské měny). Zvýšení úrokové prémie má nesledně vliv i na úroky z veřejného dluhu.

Negativní efekty má veřejné zadlužení též na investiční pozici země (v případě, že je dluh držen nerezidenty a dochází tedy k odlivu peněz ze země v podobě placených úroků), či na vytěšňování soukromých investic (je-li držen rezidenty země, kteří pak nemohou své prostředky zapůjčené státu použít na financování investic soukromého sektoru).

Konečně má veřejný dluh též redistribuční účinky – dochází díky němu k redistribuci prostředků od daňových poplatníků k držitelům vládních dluhopisů.

Tyto negativní projevy (zejména zvyšování úrokové prémie, úrokové míry či zhoršení investiční pozice země) pomáhají dále prohlubovat zadlužení a v konečné fázi tak může dojít ke vzniku dluhové krize. Jak však uvádí Dvořák [10]: *„Ukazuje se, že riziko vzniku dluhové krize nelze jednoduše odvodit z hodnoty nějakého konkrétního ukazatele a určit, jaký podíl státního dluhu k HDP je z tohoto hlediska nebezpečný.“*

Zároveň bylo prokázáno, že riziko vzniku dluhové krize je závislé nejen na výši zadlužení země, ale též na struktuře veřejného dluhu podle jeho držitelů a době splatnosti vládních dluhopisů. Lambertini [46] ve své práci uvádí: *„Načasování emise dluhopisů a jejich splácení je zásadní pro možnost vzniku krize. Vláda vydává nové dluhopisy dříve, než splatí ty staré. Pokud je současná úroveň produktivity nízká a úroveň celkového zadlužení vysoká, budou očekávání zahraničních investorů zásadním způsobem determinovat možnost vzniku dluhové*

---

<sup>17</sup> I když někteří ekonomové dluhové financování za určitých podmínek obhajují (například Buchanan)

*krize. Optimističtí investoři očekávají zvrát stávající situace, proto kupují nové dluhopisy a země je tak schopna splácet staré dluhy. Pesimističtí investoři oproti tomu neočekávají změnu, nenakoupí tak nové dluhopisy a staré půjčky tudíž nemohou být splaceny.“ Z úryvku je patrná jak důležitost role zahraničních investorů při financování veřejného dluhu, tak určitý vztah doby splatnosti vládních dluhopisů a možnosti refinancování veřejného dluhu.*

Vztah veřejného dluhu a finančních krizí je však i obrácený. Bylo zjištěno, že finanční krize mají přímý dopad na růst veřejného zadlužení zemí.<sup>18</sup> Nárůst veřejného zadlužení v důsledku úhrady nákladů vzniklých při finanční krizi se označuje jako fiskalizace finanční krize. Finanční krize sebou obvykle nese hospodářskou recesi spojenou s poklesem daňových příjmů státního rozpočtu, nutností sanovat postižené finanční instituce<sup>19</sup> a nárůstem úrokových plateb ze státních dluhopisů. To vše jsou náklady finanční krize, které jsou v konečné fázi hrazeny z veřejných prostředků a dochází tak k jejich fiskalizaci. Vztah mezi finančními krizemi a veřejným zadlužením lze tak považovat za obousměrný.

## **2.5. Možnosti predikce finančních krizí a jejich prevence**

Mnozí vědci se v minulosti pokoušelo o konstrukci takových indikátorů, na jejichž základě by bylo možné co nejspolehlivěji předpovědět vznik finanční krize. Bylo vytvořeno mnoho různých modelů predikce.<sup>20</sup> V první fázi vývoje zkoumání finančních krizí se ekonomové výhradně zaměřili na krize měnové, proto i první predikční modely pracují výhradně s měnovými krizemi. V dalších obdobích byly brány v potaz i jiné typy finančních krizí a proto se predikční modely rozšiřovaly o nové vstupní proměnné.

První predikční modely, které byly zaměřeny výhradně na měnové krize, využívali k předpovědi vzniku krize regresní analýzu. Snahou bylo nalézt makroekonomické proměnné, jejichž hodnoty se před vznikem krize mění a podle jejichž změn by tak bylo možné krizi predikovat.

Později se ekonomové začali domnívat, že dobu vzniku konkrétní krize není možné předpovědět, jelikož každá krize potřebuje ke svému vzniku určitý spouštěcí moment či událost, který může, ale nemusí nastat. Nesnaží se tak již předpovědět přímo vznik krize, zaměřují se však na definování situace, za níž je ekonomika potenciálně náchylná ke vzniku

---

<sup>18</sup> Podrobněji viz Dvořák [10]

<sup>19</sup> Pomoc je nutná proto, jelikož jsou tzv. too big to fail viz výše.

<sup>20</sup> Popis konkrétních modelů i podrobnější výklad lze nalézt v Dvořákovi [10]

krize a také na kvantifikaci případných dopadů krize v případě, že za daných okolností vypukne.

Předchozí modely však měly mnohé nedostatky, jejich výsledky tak byly často nepřesné. V reakci na nedokonalosti těchto modelů tak vznikají nejnovější predikční systémy – kontinuální krizový index a metoda bezpečných zón. Nicméně, ani tyto modely nejsou schopny předpovědět vznik krize bez jakýchkoli odchylek a omylů. Zdá se tak, že je možno dát za pravdu MMF, který v MMF [35] uvádí: *„Je vysoce nepravděpodobné, že by mohla být identifikována taková skupina indikátorů, na jejichž základě by bylo možno odhalit budoucí krize v dostatečném předstihu, s vysokým stupněm jistoty a bez jakýchkoli falešných signálů. I pokud by bylo možné takové ukazatele sestavit, ztratí později svou užitečnost, jelikož chování účastníků trhu se jim postupně přizpůsobí. Účastníci trhů by totiž tyto indikátory brali v úvahu a předvíдали by tak krize, což by jen urychlilo jejich vznik, nebo by politická reprezentace přijala opatření, aby zabránila vzniku krize. V důsledku toho by indikátory ztratily svou vypovídací schopnost. Přesto se zdá být užitečné zkoumat, zda existují proměnné, které jsou systematicky spojeny se zranitelností ekonomiky a vznikem krize. Tyto ukazatel pak mohou být použity k identifikování situace, kdy ekonomika čelí riziku finanční krize.“* Patrně z toho důvodu mezinárodní organizace sledují množství indikátorů k hodnocení finančního zdraví ekonomik jednotlivých zemí a posuzují na jejich základě náchylnost země ke vzniku finanční krize.<sup>21</sup> Lze uvést i výrok bývalého guvernéra ČNB Zdeňka Tůmy v rozhovoru dle Marka a Ravendy [51]: *„Nemůžeme očekávat, že bychom se někdy dostali do situace, kdy by byla každá krize centrální bankou předpovězena. A už vůbec nelze doufat, že se někdy podaří vzniku krizi zcela zabránit. Mluvil bych spíše o omezování rizika finančních krizí, k němuž může centrální banka přispět podporou stabilního makroekonomického prostředí, dohledem nad dodržováním standardů obezřetného podnikání v bankovním sektoru, vytvářením efektivního a bezpečného platebního systému apod.“*

S tímto názorem patrně souhlasí i Dvořák [10], který uvádí: *„Shrneme-li poznatky z oblasti vývoje predikčních systémů, lze konstatovat, že přes jejich kontinuální zdokonalování je nelze považovat za dostatečně spolehlivé a účinné. Vznik finančních krizí dosud není možné spolehlivě predikovat a jejich výskyt je i nadále překvapivý.“* Dvořák dále uvádí, že právě z tohoto důvodu existují různá doporučení Mezinárodního měnového fondu, Světové banky

---

<sup>21</sup> Indikátory sledované IMF lze nalézt pod následujícím odkazem:

<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/vul.htm>

a jiných organizací, které mají povahu jakési prevence před vypuknutím krize, či sledují alespoň minimalizaci nákladů krize v případě, že tato nastane. Podle Dvořáka je lze rozdělit do dvou skupin:

- **Ovlivňování pohybu a struktury mezinárodního kapitálu** – do tohoto bodu spadají například doporučení ve vztahu k načasování finanční liberalizace u rozvojových a transformačních ekonomik, k objemu dluhu denominovaného v zahraniční měně, ke stanovení kurzového režimu a usměrňování vývoje kurzu, k omezení pohybu spekulativního kapitálu, k zavádění standardů usměrňujících pohyb mezinárodního kapitálu či k možnosti vzniku tzv. věřitele poslední instance (tzn. mezinárodní instituce, která by poskytla pomoc postiženým zemím v případě finanční krize a plnila tak úlohu tzv. věřitele poslední instance).
- **Kvalitní bankovní dohled** – doporučení v oblasti deregulace bankovního systému a stanovení a implementace procedur v případě insolvence bank (případně i států).

V souvislosti s aktuálními dluhovými problémy eurozóny by však bylo vhodné doplnit i doporučení v oblasti veřejného dluhu, jeho výše a struktury. Za ta by mohla být považována například některá z Maastrichtských kritérií (kritérium podílu veřejného dluhu k HDP a kritérium podílu deficitu státního rozpočtu k HDP). Touto problematikou se zabývaly také jiné nadnárodní organizace – například Mezinárodní měnový fond v dokumentu [5], který se věnuje zejména otázce struktury dluhu podle měny, ve které je denominován, a také podle doby splatnosti.

## 2.6. Dopady finančních krizí

Obecně lze říci, že nezávisle na původní příčině finanční krize lze vysledovat některé shodné důsledky krizí pro ekonomiku i společnost. Finanční krize jsou obvykle spojeny s oslabením důvěry ekonomických subjektů, poklesem poptávky, spotřeby a investic. Do problémů se dostávají podnikatelské subjekty, které trpí nedostatečnou poptávkou, a proto jsou nuceny snižovat mzdy či propouštět své zaměstnance. Problémy však mají též banky a to jak v případě, že jsou přímými viníky krize, tak v případě, že krizi přímo nezavinily. Musejí se potýkat se zvýšeným objemem nesplácených úvěrů a ztrátou důvěry vkladatelů. V důsledku toho dochází ke zdražování poskytovaných úvěrů a může dojít až k tzv. krizi likvidity, kdy banky přestávají být ochotny svým klientům půjčovat a úplně tak „zamrzne“ trh s úvěry. To vše způsobí problémy i jiným institucím finančního trhu – například penzijním

fondům. Důsledkem této situace je pak rapidní zvýšení nezaměstnanosti, snížení HDP a zpomalení dlouhodobého ekonomického růstu.

V reakci na tyto problémy obvykle vláda uplatňuje expanzivní fiskální politiku, aby podpořila domácí poptávku a investice. Často také poskytuje přímé finanční podpory postiženým ekonomickým subjektům a to zejména v případě, jedná-li se o banky a jiné obdobné instituce. Díky zvýšené nezaměstnanosti se však zároveň snižují daňové příjmy státního rozpočtu při současném zvýšení mandatorních výdajů (například dávky v nezaměstnanosti), výdajů na podporu spotřeby a výdajů na pomoc postiženým subjektům, což mnohdy zapříčiní vznik či nárůst deficitu státního rozpočtu, potažmo veřejného dluhu. Dochází tak k tzv. fiskalizaci nákladů finanční krize, jak bylo popsáno výše.

V souvislosti s pomocí postiženým podnikatelským subjektům také vlády mohou začít uplatňovat určitá protekcionistická opatření, která tak omezují zahraniční obchod. Do zahraničního obchodu se také promítá snížení celkové poptávky a spotřeby, které vede k poklesu importu, a také pohyby měnového kurzu (to zejména v případě krize měnové).

Finanční krize sebou nese i růst inflace, který je obvykle spojen s růstem úrokových sazeb či sanacemi postižených ekonomických subjektů, v případě měnové krize též s depreciací měnového kurzu.

To vše působí následné problémy domácnostem, které díky zvýšení nezaměstnanosti, zvýšení úrokových sazeb a inflaci mohou mít problémy se splácením svých pohledávek i se zajištěním základních životních potřeb, což skýtá nebezpečí společenských nepokojů, které byly patrné například po Velké hospodářské krizi ve 30. letech v Německu, ale i v jiných zemích v období krize. Helísek ve své knize [24] uvádí výrok Josepha Stiglitze k této problematice: *„Krise za sebou nechávaly masivní nezaměstnanost a v jejich závěsu šly dlouhodobější problémy společenského rozkladu – od pouličního násilí v Latinské Americe k etnickým problémům v jiných částech světa, např. v Indonésii.“* Tyto problémy mohou v konečné fázi vyústit až v nadnárodní konflikty, jak tomu bylo třeba v případě 2. světové války.



### **3. FINANČNÍ KRIZE V ŘECKU, JEJÍ PŘÍČINY A ŘEŠENÍ**

V této části práce se budeme zabývat hospodářskými problémy Řecka a jejich příčinami.<sup>22</sup> V závěru kapitoly nastíníme možná řešení současného stavu a zmíníme i dopady, které by aplikace jednotlivých řešení měla na ekonomiku Řecka i ekonomiku v rámci eurozóny.

V úvodu je nutné poznamenat, že Řecká krize by měla být vnímána nikoli jako samostatná událost, nýbrž jako součást systematické finanční krize, kterou odstartovaly problémy amerického trhu s nemovitostmi v roce 2007 a která se později prostřednictvím různých kanálů díky propojenosti světových finančních trhů rozšířila do dalších částí světa. Zároveň je však nutné podotknout, že hospodářská politika Řecka i systém veřejných financí v zemi se potýkal s mnoha problémy a trpěl řadou nedostatků a to již v době před započatím americké hypoteční krize. Světová finanční krize tak s největší pravděpodobností nevyhnutelnou dluhovou krizí v Řecku pouze uspíšila. Z tohoto pohledu by ji bylo možno vnímat jako tzv. trigger (spouštěč), skutečné příčiny řeckých problémů je však nutno hledat jinde.

#### **3.1. Příčiny finanční krize v Řecku**

Finanční krize v Řecku byla zapříčiněna souhrou špatného stavu řeckých veřejných financí, snižováním konkurenceschopnosti Řecka na mezinárodních trzích, celosvětových finančních problémů způsobených Světovou finanční krizí a nemožností danou situací ovlivnit prostřednictvím vlastní monetární politiky díky členství v eurozóně. Na vznik hospodářských problémů Řecka měly vliv především následující faktory:

##### **3.1.1. Historie země a snaha o dosažení standardu vyspělých zemí Evropy**

Podle Josefa Pravce [60] je nutné důvody současných problémů Řecka spatřovat už v historickém vývoji země. Řecko je demokratickou zemí teprve od roku 1974, kdy demokratický režim vystřídal diktaturu vojenské junty. Po nastolení demokracie byl tento stát zaostalou zemědělskou zemí, které téměř úplně chyběla průmyslová výroba. Snaha vyrovnat se co nejrychleji vyspělejším evropským státům a dosáhnout jejich životního standardu vedla k růstu veřejného zadlužení. Levicové vlády tak prosazovaly vysoké sociální dávky a platy, pravicové oproti tomu snižování daní. Zároveň však panovaly určité obavy z návratu diktatury

---

<sup>22</sup> Podkapitola vznik a dosavadní průběh krize bude zpracována na základě vlastního monitoringu tisku (Hospodářských novin a časopisu Ekonom) a internetových zpravodajských portálů (IHNET.cz a Novinky.cz)

a proto politické strany ve snaze uchovat si přízeň voličů neprováděly restriktivní kroky a potřebné reformy.

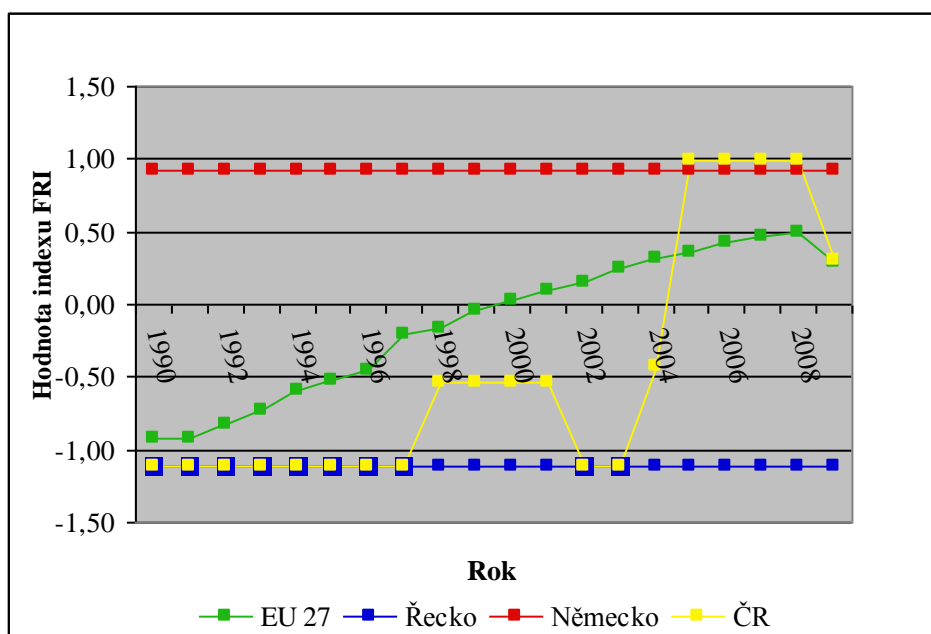
Navíc, země již v historii trpěla dluhovými problémy, které byly obvykle spjaty s financováním válečných konfliktů. Charakteristické pro ni byly i četné zahraniční půjčky. Problémy se splácením dluhu byly obvykle řešeny měnovými reformami, inflační cestou, devalvací drachmy, odmítnutím splacení dluhu či jeho restrukturalizací. Zahraniční půjčky, které měly zemi pomoci při poválečných obnovách nastartovat ekonomiku a zavést stabilní politický systém byly často využity zejména na podporu spotřeby a štedrý sociální systém, případně na financování nově vzniklých válečných konfliktů. Vždy po určité době se tak země dostávala do problémů spojených s předlužením a vysokými rozpočtovými deficity, což bylo doprovázeno ztrátou její důvěryhodnosti na zahraničních trzích. Po aplikaci úsporných opatření i jiných kroků (devalvace drachmy, měnová reforma, restrukturalizace dluhů aj.) se vždy po nějaké době z dluhových problémů vymanila a zvýšila se i její důvěryhodnost v zahraničí, země tak byla schopna získat nové půjčky, které bohužel nebyly plně využity k potřebným reformám, situace s předlužením se tak brzy opakovala.

Velmi zajímavé shrnutí ekonomického vývoje v Řecku od roku 1827 do roku 2001, kdy země vstoupila do eurozóny, lze nalézt v materiálu řecké centrální banky Bank of Greece [47]. Tento text plně potvrzuje téměř periodické opakování předlužení země. Dluhové problémy Řecka tak nejsou neobvyklou situací, problematické je pouze současné členství země v eurozóně, které řešení této situace značně komplikuje.

### **3.1.2. Neexistence vlastních fiskálních pravidel**

Expanzivní politika jednotlivých vlád nebyla tlumena fiskálními pravidly, která by mohla alespoň částečně usměrnit deficitní financování a růst zadlužení v rámci veřejného sektoru. Fiskální pravidlo lze podle Jílka [36] chápat jako: *„Jakékoli ex ante omezení rozpočtu, Obvykle se jedná o sadu institucionálních omezení politiků v diskrečních fiskálních rozhodnutích.“* Bližší vysvětlení pojmu lze nalézt též na webových stránkách Evropské komise [58]. Fiskální pravidla jsou zde definována jako: *„Pravidla, která stanovují číselné cíle pro rozpočtové agregáty. Představují permanentní omezení fiskální politiky vyjádřené jako souhrnné ukazatele fiskálních výsledků, jako je saldo státního rozpočtu, vývoj státního dluhu či příjmů a výdajů.“* Fiskální pravidla slouží jako nástroj k posílení rozpočtové kázně, přispívají však také ke snížení nejistoty ohledně budoucího vývoje fiskální politiky v zemi a lepší koordinaci politik mezi jednotlivými úrovněmi veřejné správy.

Evropská komise vede databázi existujících fiskálních pravidel zemí Evropské unie v členění podle země, typu fiskálního pravidla a sektoru, na který se dané fiskální pravidlo vztahuje. Z databáze vyplývá, že v roce 2009<sup>23</sup> bylo Řecko jednou ze tří zemí EU, které neuplatňovaly žádná fiskální pravidla (dalšími dvěma zeměmi byly Kypr a Malta). Evropská komise také počítá tzv. index fiskálního pravidla (Fiscal rule index – FRI), který vyjadřuje míru pokrytí veřejného sektoru země fiskálními pravidly a zároveň sílu těchto fiskálních pravidel. Jak píše Jílek [36]: „vývoj indexu v čase může naznačit, zda se jednotlivé země či skupiny zemí snaží omezit diskreční vlivy vlády na veřejné finance.“ Obrázek 10 ukazuje vývoj hodnoty indexu FRI v Řecku, Německu, České Republice a také průměrnou hodnotu v zemích EU27. Z hodnot je patrné, že co se týče fiskálních pravidel, je stav v Řecku v rámci EU vysoce podprůměrný a na rozdíl od jiných zemí bohužel v průběhu času nedocházelo k žádným zlepšením. Vývoj stavu veřejných financí v zemi je tak ponechán čistě na politických rozhodnutích. Mohlo by být namítnuto, že fiskálními pravidly jsou vlastně i dvě z Maastrichtských kritérií (kritérium podílu veřejného dluhu na HDP a kritérium deficitu veřejného rozpočtu), a že tato kritéria je Řecko jako jedna ze zemí eurozóny povinno dodržovat. To je sice pravda, avšak dodržování uvedených kritérií v rámci eurozóny nebylo striktně prosazováno, o čemž se podrobněji zmíníme v další kapitole. Existence obdobných ustanovení na národní úrovni tak jistě byla žádoucí.



**Obrázek 10:** Vývoj indexu FRI ve vybraných zemích v letech 1990 – 2009

*Zdroj: zpracováno podle [58]*

<sup>23</sup> Novější údaje prozatím nejsou k dispozici

### 3.1.3. Daňový systém Řecka

Daňový systém Řecka byl dlouhodobě značně složitý, s množstvím nejrůznějších daňových úlev či slev na dani. I když byly sazby jednotlivých daní poměrně vysoké (jedny z nejvyšších v celé EU), souhrnná daňová kvóta Řecka vyjádřená jako podíl vybraných daní a příspěvků na sociálním zabezpečení na HDP byla v rámci EU i eurozóny podprůměrná. Průměrná hodnota daňové kvóty mezi lety 1999 – 2010 činila na základě dat Eurostatu 34,4% HDP, průměrná hodnota v zemích EU 27 přitom byla 37,3% a v zemích eurozóny 35,8%. Vysoké daňové sazby tak zřejmě vyšší daňové příjmy nepřinesly. To bylo pravděpodobně způsobeno i velkým podílem šedé ekonomiky a daňovými úniky (viz následující bod) a také všemožnými daňovými úlevami.

V souvislosti s řešením krize tak bude jistě zapotřebí provést daňovou reformu. Nadnárodní instituce (například OECD) doporučují zejména zjednodušení daňového systému, zpřísnění systému výběru daní a následné kontroly, snížení složené daňové kvóty a zvýšení podílu některých nepřímých daní (zejména některých selektivních spotřebních). Změny bude nutné provést také v účetním systému země, zejména co se týče povinného vydávání dokladů a účtenek aj.

### 3.1.4. Šedá ekonomika a daňové úniky

Velkým problémem Řecka byla vždy šedá ekonomika, která do značné míry omezovala daňové příjmy státního rozpočtu a tím napomáhala k zadlužování země. Jak uvádí Blahoslav Hruška [30], daňové úniky ročně představují zhruba 30 mld. eur, a podle Diane Stamatelatos [72] dosahovala šedá ekonomika v Řecku mezi lety 2008 a 2009 necelých 25% HDP (mezi lety 1999 a 2000 to bylo dokonce okolo 28%), což bylo vysoce nadprůměrné číslo vzhledem k průměru jedenadvaceti sledovaných zemí OECD, který se pohyboval okolo 13% mezi lety 2008 a 2009 (okolo 16% pak mezi lety 1999 a 2000). V rámci sledovaných zemí se jednalo o vůbec nejhorší výsledek.<sup>24</sup>

### 3.1.5. Snížování konkurenceschopnosti země

Balcarová [2] uvádí, že Evropská komise definuje konkurenceschopnost země jako: „*Schopnost produkovat zboží a služby, které ob stojí v testu mezinárodních trhů a současně zachovávat vysokou a udržitelnou úroveň příjmů, nebo obecněji, schopnost vytvářet relativně vysoký příjem a úroveň zaměstnanosti při vystavení mezinárodní konkurenci.*“

---

<sup>24</sup> V pořadí dalších nejhorších výsledků dosahovaly země Itálie, Španělsko a Portugalsko, které byly mezi sledované země rovněž zařazeny.

Konkurenceschopnost každé země se odvíjí od existence (či neexistence) tzv. konkurenčních výhod, přičemž existují dva typy konkurenčních výhod. Prvním z nich je tzv. cenově-nákladová konkurenční výhoda, která je dána úrovní mezd v zemi, úrovní cen a kurzem domácí měny. Druhým typem je pak konkurenční výhoda kvalitativní, která je spojena s vysokou kvalitou zboží a služeb produkovaných danou zemí, vliv na ni tedy má především technologické úroveň země a její vývoj. Pro zajištění konkurenceschopnosti státu je tak důležité jednak podporovat inovační aktivity vedoucí k vyšší kvalitě produkovaného zboží a služeb, a za druhé zajistit takovou úroveň cen a mezd v ekonomice, aby výrobky a služby v zemi produkované nebyly příliš drahé na mezinárodních trzích, ale zároveň aby byla zajištěna dostatečná životní úroveň obyvatelstva. Jistou roli samozřejmě hraje i měnový kurz a jeho vývoj.

Konkurenceschopnost je důležitým faktorem, jelikož ovlivňuje export a import zboží a služeb, tedy i celkovou úroveň HDP daného státu, potažmo jeho ekonomický růst. Pokud se konkurenceschopnost snižuje, znamená to pokles exportu ze země (jelikož zboží a služby se stávají na zahraničních trzích relativně dražší při dané kvalitě) a růst importu do země (zahraniční zboží a služby jsou relativně levnější). Ve výsledku tak tato situace negativně ovlivňuje ekonomický růst a je dlouhodobě neudržitelná. K ekonomickému růstu sice může krátkodobě docházet i díky zvýšené spotřebě obyvatel a vysokým vládním výdajům, ovšem v takovém případě dochází k postupnému zadlužování země a jejích obyvatel.

V současnosti existuje řada indikátorů, které byly vyvinuty pro hodnocení konkurenceschopnosti v mezinárodním srovnání. Jedním z nejpoužívanějších je tzv. Global Competitiveness Index (GCI) dříve nazývaný Growth Competitiveness Index vytvořený a každoročně sledovaný Světovým ekonomickým fórem. Každému státu je také na základě výpočtu indexu přiřazeno pořadí, které má zhodnotit jeho konkurenceschopnost v porovnání s ostatními hodnocenými státy.<sup>25</sup> Následující tabulka znázorňuje vývoj indexu GCI v Německu, Řecku, České Republice a také průměry pro země EU 27 a EU 17.<sup>26</sup> Pro Řecko je zobrazeno i pořadí podle GCI indexu v rámci zemí EU 27. Data jsou pro roky 2001 – 2011, chybějí ovšem údaje za roky 2002 a 2003, kdy nebyly ve zprávě Světového ekonomického fóra zveřejněny konkrétní hodnoty vypočteného indexu, jen pořadí zemí. Vzhledem k tomu,

---

<sup>25</sup> V roce 2006 byl index přejmenován z Growth Competitiveness Index na Global Competitiveness Index a byla změněna metodika jeho výpočtu, mohou tak existovat určité odchylky hodnot indexu před rokem 2006 od hodnot zjištěných po roce 2006 a je tak nutno tuto skutečnost do úvah o vývoji konkurenceschopnosti země v čase zahrnout.

<sup>26</sup> Platí, že čím je hodnota indexu vyšší, tím je i konkurenceschopnost dané ekonomiky vyšší.

že počty zemí do průzkumu zařazených se v čase mění, rozhodla jsem se ke komparaci využít raději konkrétní hodnoty indexu (pořadí by mohla být zavádějící) a z toho důvodu jsem zprávy z let 2002 a 2003 využít nemohla.

**Tabulka 4:** Index GCI pro vybrané země mezi lety 2001 – 2011

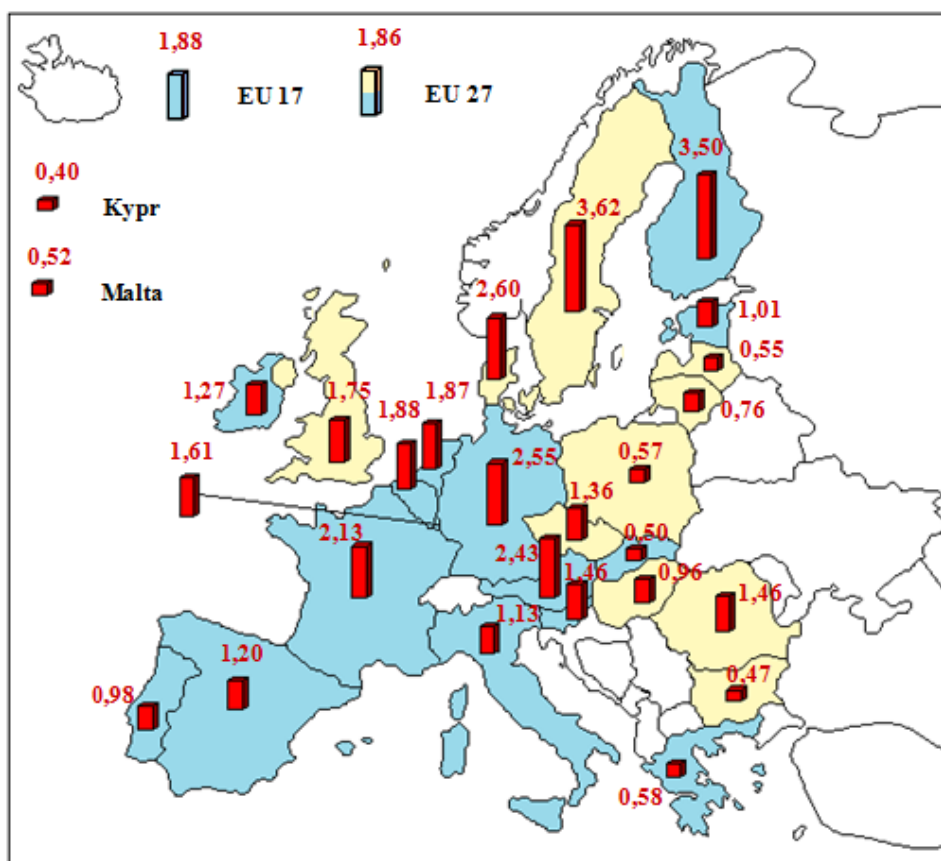
	01/02	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12
<b>Německo</b>	5,39	5,28	5,1	5,58	5,51	5,46	5,37	5,39	5,41
<b>ČR</b>	4,41	4,55	4,42	4,74	4,58	4,62	4,67	4,57	4,52
<b>Řecko</b>	4,46	4,56	4,26	4,33	4,08	4,11	4,04	3,99	3,92
<b>EU 27</b>	4,93	4,83	4,70	4,89	4,74	4,75	4,70	4,70	4,71
<b>EU17</b>	4,51	4,41	4,29	4,45	4,29	4,31	4,26	4,24	4,25
<b>Pořadí Řecka</b>	17	18	23	24	25	25	26	27	27

*Zdroj: zpracováno podle [79]*

Z tabulky je patrné, že Řecko (alespoň podle indexu GCI) skutečně ve sledovaném období postupně ztrácelo svou konkurenceschopnost v porovnání s ostatními zeměmi Evropské unie. Již při svém vstupu do eurozóny v roce 2001 bylo pod průměrem zemí EU a konkurenceschopnost nadále ztrácelo. Nakonec i s přispěním finanční krize skončilo s nejnižším hodnocením mezi zeměmi EU, dokonce až za dlouhodobě slabými zeměmi Rumunskem a Bulharskem.

Snižování konkurenceschopnosti Řecka muselo mít samozřejmě své příčiny. Již v první kapitole práce bylo uvedeno, že se jednotkové náklady práce v Řecku postupně zvyšovaly (viz obrázek 4). Řecká pracovní síla se tak postupně stávala pro ostatní evropské státy dražší. Například minimální mzda v Řecku činí v současnosti 751 eur (do května 2009 to bylo 680,59 eur) a zvyklostí pracovního trhu je vyplácet zaměstnancům třinácté, dokonce i čtrnácté platy. Na poli cenově-nákladovém tak Řecko bylo stále méně konkurenčně schopnou zemí. Země přitom poměrně málo podporovala výzkum a vývoj, který je důležitý pro získání kvalitativní konkurenční výhody. Obrázek č. 11 zachycuje průměrné výdaje na podporu výzkumu a vývoje v procentech HDP mezi lety 2003 – 2005<sup>27</sup> v jednotlivých zemích Evropské unie.

<sup>27</sup> Za tyto roky byly k dispozici údaje pro všechny země EU, v předchozích a následujících letech některé údaje chyběly (zejména pro Řecko), proto bylo zvoleno toto časové období.



**Obrázek 11:** Průměrné výdaje na podporu výzkumu a vývoje 2003 – 2008 v % HDP

*Zdroj: vlastní zpracování, data [74]*

Z obrázku je patrné, že Řecko je jednou ze zemí EU, které na výzkum a vývoj vydávají v poměru k HDP nejméně prostředků (skončilo na 21 místě). Mezi zeměmi eurozóny je v této oblasti druhé nejslabší (nejslabší zemí bylo ve sledovaném období Slovensko, kde jsou však oproti Řecku náklady na pracovní sílu výrazně nižší).

Tím, že se Řecko stalo členem eurozóny, nemůže svou pozici vylepšit ani znehodnocením měnového kurzu. Jak píše Martin Feldstein [17]: „*Kurzy měn zemí eurozóny se nemohou měnit, aby tím vyrovnávaly posuny v agregátní poptávce nebo udržovaly jejich konkurenceschopnost v zahraničním obchodě.*“

### 3.1.6. Nadměrné rozpočtové výdaje

Podle dat OECD hospodařilo Řecko s každoročním rozpočtovým deficitem již od roku 1995 (dřívější data za tuto zemi nejsou v databázi k dispozici). Obdobně i z databáze Eurostatu jsou tyto deficity zřejmé (data od roku 2000). Jak bylo uvedeno již v první kapitole, od roku 2003 byl tento deficit dokonce vyšší, než náklady dluhové služby – jednalo se tedy o deficit primární. Řecko tak dlouhodobě utrácelo více, než činily rozpočtové příjmy, což

vedlo k růstu zadlužení země. Jelikož však v předkrizové době byl vývoj tempa růstu produktu v zemi příznivý a zároveň úrokové sazby státních dluhopisů byly poměrně nízké díky členství v eurozóně, dařilo se částečně tyto deficity zakrývat (relativní váha veřejného dluhu se totiž v takovém případě na základě Bishampovy analýzy<sup>28</sup> nemusí vůbec zvyšovat, nebo se zvyšuje pomalejším tempem). Nepříznivá situace veřejných financí se tak projevila až později, kdy se tempo růstu produktu začalo snižovat v důsledku Světové finanční krize. Řecko se ocitlo v tzv. dluhové pasti, jelikož úroky z dluhu převyšovaly tempo růstu HDP a navíc byly vytvářeny primární deficity.

Vysoké rozpočtové výdaje byly dány například přezaměstnaností ve veřejném sektoru. Podle Hrušky [30] zaměstnávalo Řecko na počátku roku 2010 zhruba 700 000 úředníků (oproti 400 000 v ČR), z toho zhruba 3 000 zaměstnanců pracovalo v řecké centrální bance, které po vstupu do eurozóny odpadly mnohé povinnosti (v ČNB je zaměstnáno o polovinu méně pracovníků a přitom má banka více povinností díky samostatnému provádění monetární politiky). Dále například v řeckých školách připadl v průměru jeden učitel na 10,1 žáka. Pracovníci ve veřejném sektoru byli navíc poměrně nadstandardně placeni, dostávali třinácté i čtrnácté platy a měli možnost získávat i mnoho mimořádných prémie (například nošení šanonů bylo kvalifikováno jako práce s těžkými břemeny a byl za něj poskytován až dvojnásobek platu, příplatky byly udělovány i za práci s klienty či práci za přepážkou).

Další enormní zátěží státního rozpočtu byly výplaty důchodů. Penze v Řecku byly opravdu štědré – při odpracování počtu let potřebných pro přiznání plného důchodu získávali řečtí penzisté podle údajů OECD za rok 2008 [72] 95,7% průměrného platu. Průměr v zemích OECD přitom byl 59%, v Německu penzisté měli nárok pouze na 43% původního platu<sup>29</sup>. Pro přiznání této výše důchodu bylo zapotřebí odpracovat 35 let (to je zhruba o pět let méně než je obvyklé v zemích EU). V důsledku postupného stárnutí obyvatelstva se navíc celkové výdaje na výplaty penzí v čase zvyšovaly. Přesto bylo v Řecku poměrně častým jevem odcházení do předčasného důchodu, i v tomto případě byly totiž penze poměrně štědré, což k zlepšení situace samozřejmě nepřispívalo.

Kromě výše zmíněných byly vysoké i jiné druhy vládních výdajů – například výdaje resortu obrany, podpory v nezaměstnanosti aj. K prohlubování zadlužení přispěly i některé

---

<sup>28</sup> viz [10]

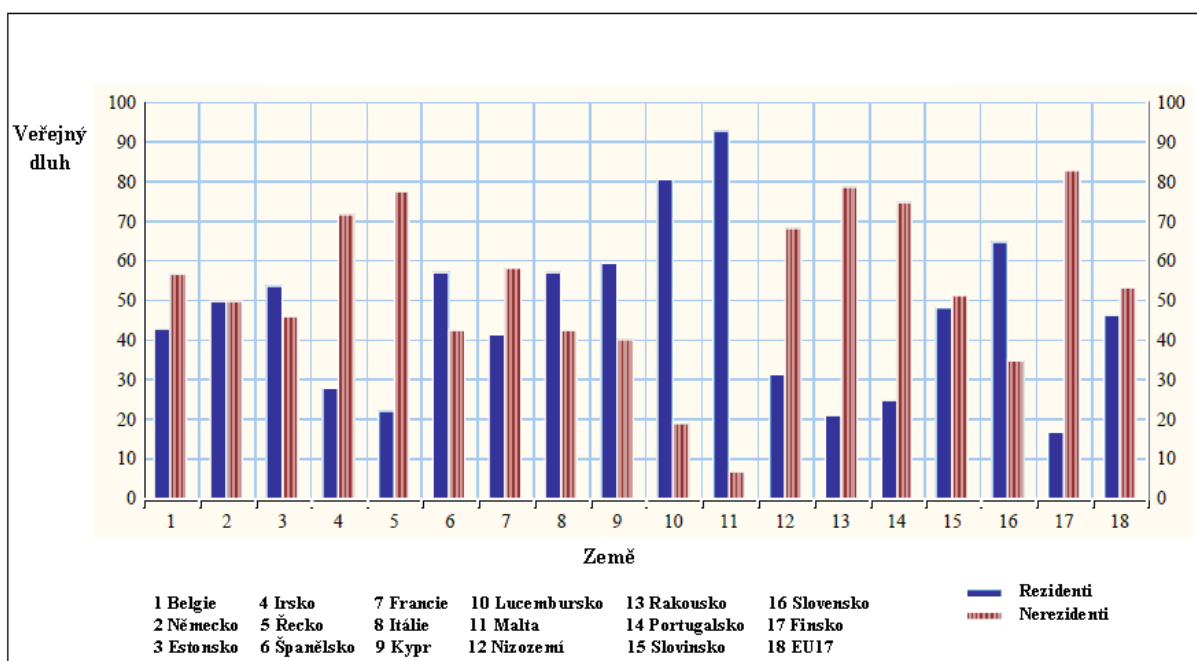
<sup>29</sup> Je nutno poznamenat, že základ pro výpočet průměrného platu se v jednotlivých zemích liší (například v Řecku se určuje z posledních pěti odpracovaných let, v Německu jako průměr za celou pracovní kariéru atp.)



výdajové aktivity vlády, které sledovaly spíše zvýšení popularity u voličů, než potřeby státního rozpočtu. Například, jak uvádí Hruška [30] někdejší vláda rozhodla o zavedení výplaty šrotovného ve výši 3 500 eur, což byla vůbec nejvyšší částka v rámci EU. Vláda to považovala za protikrizové opatření. Šrotovné bylo vypláceno od října 2008 a prostředky na něj vyčleněné byly vyčerpány už po sedmi týdnech. Přitom v Řecku se žádná auta nevyrabí, peníze, které byly vydány, tak sice podporovaly národní spotřebu, ovšem zisky z této spotřeby plynuly vlastníkům automobilek v jiných zemích.

### 3.1.7. Zahraniční zadlužení země

Velká část řeckého dluhu byla držena nerezidenty země. To v dlouhodobém horizontu zhoršovalo investiční pozici Řecka, jelikož docházelo k odlivu prostředků, které byly využity na splátky dluhu, ze země, a tyto prostředky tak nemohly být reinvestovány v domácí ekonomice. Výše zahraničního zadlužení země je dokonce jedním z faktorů, který je sledován při posuzování náchylnosti země ke vzniku finanční krize. Obrázek č. 12 zachycuje strukturu státního dluhu podle držitele v roce 2009 v zemích eurozóny. Výrazný podíl nerezidentů jako držitelů řeckých dluhopisů je z tohoto obrázku patrný.



**Obrázek 12:** Struktura státního dluhu zemí eurozóny podle držitele (% veřejného dluhu)

*Zdroj:[13]*

### 3.1.8. Členství v eurozóně a nepravdivé statistiky

Tím, že se Řecko stalo v roce 2001 členem eurozóny, ztratilo možnost provádění nezávislé monetární politiky. To znamená, že nemůže nadále ovlivňovat kurz měny a úrokové sazby.

Martin Feldstein [17] k tomuto uvádí: „*Jedinou příčinou rozdílných úrokových sazeb placených jednotlivými vypůjčovateli v eurozóně jsou rozdílnosti v tom, jak trh vnímá jejich rozdílná rizika. Jediná úroková sazba upravená s ohledem na rizika však bude obecně znamenat, že bude příliš vysoká pro země ekonomicky relativně slabé a naopak příliš nízká pro země, kde je poptávka natolik vysoká, že to vede aktuálně nebo potenciálně k problému s inflací. Druhým problémem, který euro vyvolalo, je, že kurzy měn eurozóny se nemohou měnit, aby tím vyrovnávaly posuny v agregátní poptávce nebo udržovaly jejich konkurenceschopnost v zahraničním obchodě. Kdyby měly tyto země různé směnné kurzy, pak by exploze vládního dluhu v kterékoli zemi vedla ke snižování hodnoty její měny.*“

Pro Řecko byl vstup do eurozóny v mnohém výhodný, jelikož si tak zajistilo nižší úrokovou sazbu, relativně stabilní měnový kurz bez velkých výkyvů a navíc získalo větší kredibilitu na mezinárodních trzích díky zastřešení Evropskou centrální bankou. To vše však paradoxně umožnilo i nárůst zadlužení země, která si mohla snáze a levněji půjčovat prostředky od zahraničních věřitelů. To následně vedlo i k rychlému hospodářskému růstu.<sup>30</sup> Pokud by se země členem eurozóny nestala, jednak by pro ni výpůjčky byly méně výhodné, a za druhé by růst zadlužení způsobil ztrátu důvěryhodnosti na zahraničních trzích mnohem dříve a na základě toho by došlo k odlivu zahraničních investic a znehodnocení domácí měny. Země by tak byla nucena zadlužování omezit.

Eurozónu jako takovou však nelze považovat za původce Řeckých problémů. Jednak k problémům primárně vedl dlouhodobě špatný stav veřejných financí v Řecku a chybná hospodářská politika, členství v eurozóně tak vlastně jen napomáhalo tyto problémy po určitou dobu zastírat a to i tím, že úrokové sazby byly šité spíše na míru Německé a Francouzské ekonomice, takže pro Řecko byly příliš nízké. Za druhé, členem eurozóny se Řecko stalo dobrovolně, a aby bylo za člena přijato, byly falšovány statistické údaje země. Ve skutečnosti tak země nikdy nesplnila Maastrichtská kritéria. Podle Kovandy [41] země jednak za pomoci americké banky Goldman and Sachs opticky snížila své zadlužení provedením měnového swapu, kdy bylo zhruba 10 mld. USD řeckého dluhu převedeno z USD a jenů na eura s využitím historických měnových kurzů. Dále je již poměrně obecně známé, že Řecko pozměnilo též rozpočtové statistiky v letech, kdy se rozhodovalo o jeho přijetí do EMU. Hans-Werner Sinn [69] k tomuto tématu napsal: „*Řecká katastrofa byla možná, protože tamní vláda po léta klamala zfalšovanou statistikou. Aby splnila podmínky přistoupení k euru, tvrdila v roce 1999, že její rozpočtový schodek činí 1,8 procenta HDP,*

---

<sup>30</sup> Ten byl však tažen především spotřebou, jak bylo prokázáno dříve

*tedy výrazně méně, než kolik stanoví Maastrichtská smlouva. Tento údaj nebyl založen na realitě. Když vešly eurobankovky s řeckými motivy do oběhu, oznámil evropský statistický úřad Eurostat, že řecký schodek dosáhl v roce 1999 výše 3,3 procenta HDP. I tento revidovaný údaj však byl příliš shovívavý a Eurostat ho později vzal zpět.*“ Na druhou stranu je však nutno zmínit, že Řecko nebylo jedinou zemí, která si ke vstupu do EMU dopomohla poněkud méně čestnými kroky. Uvádí se například Francie, která ke snížení zadlužení využila privatizaci Telecom France. To sice ke snížení dluhu vedlo, ovšem pouze v krátkodobém časovém horizontu.

Paradoxně si nakonec přijetím eura země příliš nepomohla, ztráta nezávislé monetární politiky totiž znemožnila řešení dluhového problému pomocí devalvace měny. Jak uvádí Kovanda [41], tento postup byl přitom Řeckem před vstupem do eurozóny poměrně běžně využíván.

Důkazy o využívání této strategie v minulosti poskytuje i materiál centrální banky Řecka Bank of Greece [47]. Například v dubnu 1953 drachma devalvovala oproti americkému dolaru o 50% a Řecko se zapojilo do tzv. Bretton-Woodského systému. Následující období je považováno za zlatou éru řecké ekonomiky. Období je charakteristické nízkými úrokovými mírami, nízkou a stabilní mírou inflace, nízkými náklady na pracovní sílu a vysokým tempem ekonomického růstu. Zlepšilo se tak postavení Řecka na světových trzích, zvýšila se investiční aktivita v zemi a postupem času došlo díky zavedeným úsporným opatřením i k redukci zadlužení země a snížení rozpočtových deficitů. Zlatá éra řecké ekonomiky končí kolapsem Bretton-woodského systému v roce 1971 a ropnými šoky v letech 1973 a 1974. V Řecku je nastolena diktatura a opětovně dochází k nárůstu zadlužení země.

Devalvace drachmy byla uskutečněna i v roce 1882, kdy země chtěla vstoupit do tzv. Latinské měnové unie (LMU). Drachma devalvovala vůči francouzskému franku. Podmínkou vstupu do LMU bylo i snížení rozpočtových deficitů pomocí aplikace některých úsporných opatření. Tyto kroky vedly ke zvýšení důvěryhodnosti země v očích zahraničních investorů, kteří předpokládali stabilizování kurzu drachmy vůči francouzskému franku, postupnou aplikaci protiinflačních kroků a zamezení nesplácení zahraničních půjček ze strany Řecka. Země tak opět měla možnost získat zahraniční půjčky a to s přijatelným úročením. Bohužel, vláda nebyla schopna udržet dlouhodobě nízké fiskální deficity (k opětovnému zvyšování deficitů dochází již po devíti měsících), investoři tak svou důvěru ztrácejí, zvyšují se úroky z veřejného dluhu a v roce 1884 země čelí ekonomické krizi.

### 3.1.9. Světová finanční krize

Jak bylo uvedeno dříve, i Světová finanční krize, které vznikla v roce 2007 díky problémům na trhu s nemovitostmi, napomohla rozvinutí dluhové krize v Řecku. Fungovala jako jakýsi její spouštěč, i když primárním důvodem rozhodně nebyla.

Problémy amerického hypotečního trhu poprvé veřejně odhalila analytička společnosti CIBC World Market, Meredith Whitney, dne 31. října 2007, která poukázala na nedostatek kapitálu v americké bance Citigroup v souvislosti s investicemi do druhořadých (tzv. subprime) hypoték a nutnost snížit z tohoto důvodu výši dividendy. Následující den došlo k obrovskému propadu akcií banky. O problémech s nesplácením hypoték se sice již spekulovalo dříve, Whitney však byla prvním člověkem, který hypotézy potvrdil a své výsledky zveřejnil.

Později se ukázalo, že obdobnými problémy trpí i mnoho dalších finančních institucí včetně obřích společností Lehman Brothers, AIG, Goldman and Sachs, Freddie Mae, Fannie Mae, Bear Sterns aj. K problémům došlo v důsledku hromadného poskytování druhořadých hypoték a následnému prodeji hypotečních zástavních listů, z nichž byly pomocí tzv. sekuritizace cenných papírů vytvořeny tzv. strukturované cenné papíry.<sup>31</sup> S těmito aktivy se poté dále obchodovalo. V šíření těchto závadných cenných papírů napomohly ratingové agentury, které takovýmito cenným papírům udělovaly poměrně vysoké známky hodnocení. Mnoho odborníků se dnes přiklání k tomu, že o nebezpečí těchto cenných papírů agentury věděly a vysoké hodnocení udělovaly s cílem dosažení vlastních zisků, částečně však selhala i metodika používaná k hodnocení cenných papírů, která nebyla na tento typ aktiv připravena, a je tu i fakt, že hodnotit strukturované cenné papíry je často velice obtížné.

Prvotní hypoteční boom byl umožněn i velice nízkými úrokovými sazbami, které po dlouhou dobu udržovala americká centrální banka FED, aby zmírnila důsledky prasknutí tzv. internetové bubliny i podpořila ekonomiku po zničení World Trade Center 11. září 2001. Spojen byl také s morálním hazardem. Někteří autoři spatřují i historické příčiny nemovitostní krize a to v legislativě USA – zejména ve vydání tzv. Community Reinvestment Act z roku 1977, který za účelem podpory bydlení (hlavně možnosti poskytnutí hypoték i méně bonitním klientům) umožnil sekuritizaci rizikových cenných papírů. V okamžiku, kdy FED úrokové sazby opětovně zvýšil, mnoho klientů zejména s flexibilním úročením přestalo být schopno hypotéky splácet. Zároveň se množství nesplácených hypoték natolik zvýšilo, že cena nemovitostí, kterými byly půjčky kryty, rapidně klesla. Mezitím se již druhořadé hypoteční

---

<sup>31</sup> Zajímavý a poměrně podrobný popis procesu sekuritizace cenných papírů v USA lze nalézt v Kovandovi [40]

zástavní listy v podobě strukturovaných cenných papírů rozšířily do různých částí světa díky propojenosti finančních trhů. Majitelé těchto aktiv byli nuceni je odepsat a tím utrpěli ztrátu. Ztráty některých institucí v USA byly tak velké, že bez finanční pomoci státu (či případného investora) ohrožovaly jejich existenci. Vláda USA tak byla ve spolupráci s centrální bankou nucena sanovat postižené instituce (zejména ty tzv. too big to fail).

Do ostatních zemí světa se krize rozšířila po pádu obří investiční banky Lehman Brothers 14. září 2008, které stát odmítl finanční výpomoc poskytnout. Bankrot banky vyvolal paniku na trzích a celosvětový pokles hodnoty akcií. Krize se následně šířila i do Evropy a zapříčinila problémy některých zemí – například Island, Maďarsko, Ukrajina, Irsko, Estonsko či Lotyšsko. Určitým problémům se nevyhnuly ani mimoevropské země včetně Ruska, Číny a Japonska. Mnoho států bylo také finančně oslabeno z důvodu nutnosti sanace postižených finančních institucí a některých velkých průmyslových podniků, čímž došlo i k růstu jejich zadlužení.

Co se týče řecké ekonomiky, finanční sektor sice výrazněji postižen nebyl, ovšem celosvětová krize zapříčinila propad produkce, růst nezaměstnanosti spojený s poklesem spotřeby, problémy některých tradičních sektorů ekonomiky (zejména cestovního ruchu a námořní dopravy) a vyšší ostražitost investorů držících řecké dluhopisy. To vedlo k poklesu příjmů státního rozpočtu, růstu státních výdajů a tím pádem prohloubení řeckého zadlužení. Díky snížení tempa růstu produktu se tak Řecko dostalo do dluhové pasti.

### **3.2. Vznik a dosavadní průběh krize v Řecku**

Ač se o vysokém zadlužení Řecka a nebezpečí z toho plynoucím vědělo již dříve a dokonce na něj upozorňovaly některé novinové články<sup>32</sup>, finanční trhy na něj začaly reagovat až po zveřejnění nového odhadu deficitu Řecka za rok 2009 vládou Jorgose Papandrea 20. října 2009. Nový odhad 12,5% HDP byl výrazně vyšší, než původně předpokládané číslo 6% HDP, nicméně i tento údaj se později ukázal jako nepřesný a schodek se nakonec vyšplhal na 15,8% HDP. V krátkém čase na toto zareagovaly všechny významné ratingové agentury snížením ratingové známky země (22. října 2009 FITCH z A na A-, 8. prosince 2009 FITCH další snížení na BBB+, 16. prosince S&P z A- na BBB+ a konečně 22. prosince 2009 i třetí agentura z tzv. velké trojky, Moody's, z A1 na A2). Hned na první snížení ratingového hodnocení Řecka agenturou FITCH okamžitě reagovaly trhy a euro oslabilo. 10. prosince 2009 se problémy země poprvé diskutují na evropském summitu. Již v té době

---

<sup>32</sup> Například již na počátku roku 2009 článek Lucie Tvarůžkové v Hospodářských novinách [75].

je jasné, že podíl státního dluhu vzhledem k HDP bude v Řecku za rok 2009 nejvyšší v celé Evropské unii. Řecko slibuje zlepšení a provedení nezbytných reformních kroků přičemž ministr financí Řecka Papaconstantinou ujišťuje, že bankrot zemi rozhodně nehrozí. Ke konci roku 2009 je schválen úsporný rozpočet, který mimo jiné počítá se zmrazením počtu zaměstnanců ve veřejném sektoru, snížením výdajů na sociální zabezpečení, mimořádnými podnikovými daněmi či zavedením opatření zabraňujících daňovým únikům.

11. ledna 2010 se uskutečnil první evropský summit svolaný výhradně kvůli dluhovým problémům Řecka a 14. ledna 2010 země schvaluje tříletý plán, který má zajistit snížení rozpočtového deficitu k 3 % HDP do roku 2012. Žádný z těchto kroků však nezabránil navyšování rizikové prémie řeckých státních dluhopisů, která ke konci ledna překračuje historické rekordy. Přesto 29. ledna 2010 řecký ministr financí na tiskové konferenci popírá jakoukoli potřebu pomoci Řecku ze strany EU. 2. února 2010 vláda oznamuje protikrizová opatření, která se mají uskutečnit, jedná se zejména o úspory na straně státních výdajů. Navrhovaná opatření jsou další den schválena (i když s určitými podmínkami) Evropskou komisí. Zároveň se začíná diskutovat o možnostech pomoci Řecku. 24. února 2010 se koná první z mnoha generálních stávek na protest proti navrhovaným úsporným opatřením, která se mění v pouliční bitvu. Přesto vše se řecké vládě daří 4. března 2010 prodat státní dluhopisy o objemu 20,5 mld. dolarů. V Řecku pokračují protesty a uskuteční se další dvě generální stávky. 18. března 2010 pak řecký premiér Papandreu oficiálně žádá o pomoc Evropskou unii. 9. dubna 2010 FITCH dále snižuje rating země na BBB- což je již těsně nad hranicí spekulativního pásma.

11. dubna 2010 bylo rozhodnuto o půjčce zemi eurozóny Řecku v prozatímní výši 30 mld. eur, z čehož by 15 mld. měl poskytnout Mezinárodní měnový fond. 22. dubna 2010 Eurostat navyšuje údaj o deficitu státního rozpočtu Řecka za rok 2009, ještě téhož dne agentura Moody's Řecku sníží rating na A3 s negativním výhledem. O den později řecký premiér oficiálně žádá o poskytnutí předem dohodnuté pomoci ve výši 30 mld. eur. V reakci na tyto události 27. dubna 2010 snižuje rating země i S&P na BB+, tedy již do spekulativního pásma.

Už 2. května 2010 je však rozhodnuto, že záchranný balíček na pomoc Řecku dosáhne výše 110 mld. eur, původní suma se totiž ukázala jako nedostatečná. Z plánovaných 110 mld. by měl 30 mld. poskytnout Mezinárodní měnový fond, zbytek částky pak země eurozóny. 6. května 2010 řecký parlament schvaluje plán razantních úspor, který byl podmínkou EU a MMF k poskytnutí finanční pomoci. Nicméně, 14. června 2010 i přesto Moody's dále snižuje řecký rating na Ba1 (což bylo značně kritizováno představiteli EU). Již

v pořadí druhá z významných ratingových agentur tak řecké dluhopisy hodnotí jako spekulativní investici. Poté se situace poněkud uklidňuje a to i díky poskytnuté pomoci, která Řecku umožnila zaplatit nejbližší splátky státních dluhopisů. Zemi průběžně navštěvují komisaři evropské unie a zástupci Mezinárodního měnového fondu, kteří kontrolují dodržování úsporných opatření. Postupně se také zavádějí některá nová úsporná opatření. Pomalu se však začínají objevovat názory, že bankrot Řecka, respektive restrukturalizace jeho dluhů (viz níže), bude v konečné fázi nezbytný, jinak by byla ohrožena existence společné měny, eura. Začíná se spekulovat o výši angažovanosti některých evropských bank v Řecku.

Už je také zřejmé, že dluhovými problémy bylo zasaženo také Portugalsko, určité nebezpečí je vnímáno i ze strany Španělska či Itálie. Některým z těchto zemí se zhoršuje rating, roste i riziková přírážka k úrokům ze státních dluhopisů. Problémem je i Irsko, kterému již dříve musela být poskytnuta pomoc ve výši 85 mld. eur. Irsko se však do problémů dostalo zejména v důsledku prasknutí realitní bubliny a problémů finančního sektoru, především některých velkých bank, což bylo důsledkem celosvětové finanční krize. V souvislosti s dluhovými problémy těchto států se již delší dobu hovoří o tzv. zemích PIIGS<sup>33</sup>.

23. prosince 2010 Řecku schvaluje státní rozpočet pro následující rok, počítá přitom s deficitem 7,4 % HDP. Ke konci ledna snižuje FITCH ratingovou známku země na BB+. 7. března je opět snížen rating země agenturou Moody's z Ba1 na B1. 11. března 2011 jsou schválena pravidla záchranného fondu, který by měl v eurozóně vzniknout pro případy potřeby řešení obdobných situací, jakou je řecká krize, a mělo by do něj být vloženo celkem 500 mld. eur (později bylo rozhodnuto o částce 480 mld., aktuálně se rozhoduje o navýšení prostředků na 780 mld.). 12. března 2011 eurozóna schvaluje snížení úroků z úvěrů poskytnutých Řecku o 1% a prodlužuje zemi i dobu, za kterou je nutno úvěr splatit. 29. března 2011 také třetí z významných ratingových agentur, S&P, snižuje řecký rating na úroveň BB-, na počátku května pak upravuje hodnocení dokonce na B. Hovoří se o možnostech tzv. reprofilace dluhu, tedy prodloužení splatnosti dluhopisů.

16. května 2011 je i Portugalsku přislíbena finanční pomoc, a to ve výši 78 mld. eur, které je nezbytná pro odvrácení bankrotu země. 20. května 2011 FITCH snižuje rating Řecka na B+. 2. června 2011 bylo schváleno poskytnutí druhého úvěru Řecku, ovšem prozatím bez specifikace konkrétních podmínek, Slovensko se však staví proti. 9. června 2011 řecká vláda

---

<sup>33</sup> Zkratka vytvořená z prvních písmen anglických názvů zemí Portugalsko, Itálie, Irsko, Řecku a Španělsko.

schvaluje další úsporná opatření a privatizační program s cílem získat pro státní rozpočet dalších 50 mld. eur (parlament je schvaluje 29. června 2011).

13. června 2011 dochází k markantnímu snížení ratingu země agenturou S&P na úroveň CCC, tedy do pásma tzv. subprime cenných papírů (tedy aktiv s vysokou rizikovostí). V průběhu května a června také probíhají další velké stávky. Finsko přichází s návrhem požadovat od Řecka za další splátky slíbené 110 miliardové půjčky hmotné záruky, návrh však nemá dostatečnou podporu. 21. července 2011 je schválen již dlouho diskutovaný druhý záchranný balík pro Řecko ve výši 109 mld. eur (později byl navýšen na 130 mld.).

V srpnu začíná Evropská centrální banka nakupovat dluhopisy Španělska a Itálie, čímž chce zabránit dalšímu šíření dluhové krize. 31. října 2011 pak z Řecka přichází poměrně nečekaná zpráva – premiér Papandreu hodlá vyhlásit referendum o tom, zda Řecko přijme druhou pomoc odsouhlasenou v červenci na summitu EU. Zpráva vyvolá velkou nevoli v ostatních zemích eurozóny a premiér Papandreu nakonec na svou funkci rezignuje. 8. listopadu 2011 je zvolen nový premiér Řecka Lukas Papadimos, bývalý viceprezident Evropské centrální banky. Veřejně se začíná diskutovat o možnostech restrukturalizace řeckého dluhu a jeho podmínkách, uvažuje se o odpuštění zhruba 50% všech dluhů, později se návrh zvýší na 60%.

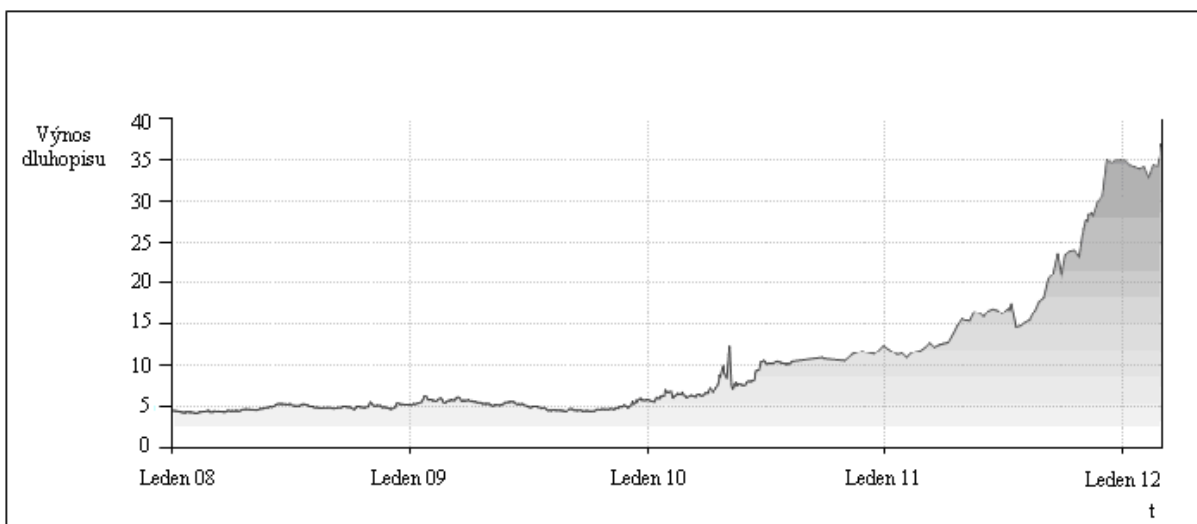
Ke konci listopadu přichází z Řecka zpráva o tom, že ředitel řeckého statistického úřadu ELSTAT Andreas Georgia je obviněn ze zrady národních zájmů a souzen proto, že údajně záměrně nadhodnotil deficit státního rozpočtu Řecka, aby země byla nucena přijmout úsporná opatření. Georgia přitom jen zrevidoval údaje o výši zadlužení a uvedl je na pravou míru.

Na začátku roku 2012 země eurozóny vyvíjí silný tlak na Řecko, aby se domluvilo s investory na restrukturalizaci dluhu. V prvních jednáních bylo navrhováno snížení hodnoty dluhopisů o 70%, což by mělo vést ke snížení úhrnného dluhu zhruba o 100 mld. eur (z celkových 350 mld.). 22. února 2012 agentura FITCH sráží rating Řecka na stupeň C, což je druhá nejhorší ratingová známka, kterou může udělit. 28. února 2012 byl snížen rating i agenturou S&P na úroveň tzv. selektivní platební neschopnosti. To znamená, že země není schopna splácet některé ze svých závazků. 8. března 2012 proběhla schůzka s věřiteli, která odvrátila hrozbu okamžitého bankrotu. Hlasovalo se na ní totiž o výměně dluhopisů za nové dluhopisy s nižší hodnotou (tedy o restrukturalizaci dluhu). 85,8% soukromých věřitelů se nakonec vyjádřilo pro restrukturalizaci a akceptovali tak ztrátu z původní hodnoty dluhopisů ve výši 53%. V současnosti probíhají další jednání o podobě restrukturalizace dluhu. Objevuje se i nápad zavést svěřenecký fond, do kterého by byla vkládána část pomoci



poskytované Řecku eurozónou a ze kterého by následně byly vypláceny splátky věřitelům, což by zabránilo panice na finančních trzích. Agentura FITCH tato jednání zřejmě vyhodnotila jako úspěch, proto poněkud zvýšila ratingové hodnocení Řecka na úroveň B-.

Negativní vývoj v Řecku způsobil, že v průběhu krize postupně narůstaly spready<sup>34</sup> státních dluhopisů. Obrázek č. 13 zachycuje vývoj výnosů desetiletých vládních dluhopisů od ledna 2008 do počátku března 2012. Enormní nárůst, který je z obrázku patrný, znamená, že se Řecku v uvedeném období markantně zvyšovaly náklady na obsluhu dluhu. Země, která se již dříve potýkala s dluhovými problémy a primárními deficity, se tak dostala do dluhové pasti a její problémy se dále prohlubovaly. Je také evidentní, že nárůst započal přibližně koncem roku 2009, tedy v době, kdy Řecko oznamuje navýšení odhadu deficitu státního rozpočtu pro rok 2009 a finanční trhy začínají reagovat na tuto negativní informaci.



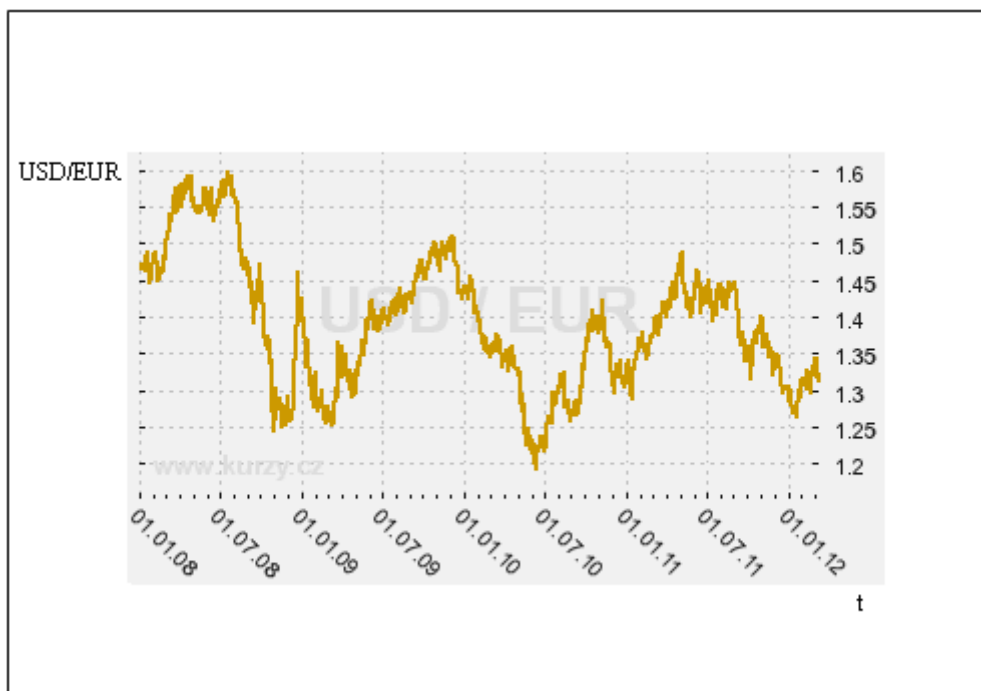
**Obrázek 13:** Výnosy desetiletých státních dluhopisů Řecka (leden 2008 – březen 2012)

*Zdroj: [8]*

Řecká dluhová krize však měla dopad i na vývoj kurzu eura, které oslabovalo vůči důležitým světovým měnám. Změny kurzu amerického dolaru vůči euru v období od 1. ledna 2008 do počátku března 2012 zachycuje obrázek č. 14. Nejprve je z obrázku patrné zhodnocování eura vůči dolaru od července 2007, což souvisí s celosvětovou finanční krizí a pádem významných finančních institucí v USA. Euro bylo nejsilnější 15. července 2008, kdy bylo nutné za jedno euro zaplatit 1,599 USD. Poté dochází k znehodnocování eura a to zřejmě vlivem rozšíření krize i do evropských států. Následuje postupné oživení, ovšem před koncem roku 2009 euro opět začíná vůči dolaru oslabovat a to již vlivem dluhovým

<sup>34</sup> Pojem spread se používá pro označení rozdílu mezi nákupní a prodejní cenou, u dluhopisů tedy udává průměrný roční výnos z držení dané obligace.

problémů Řecka. Propad se zastavuje na počátku června roku 2010 (minimální hodnoty bylo dosaženo 8. června, kdy jedno euro stálo 1,1942 USD). To zřejmě souvisí se schválením pomoci zemí eurozóny Řecku v květnu 2010. Další propad pak nastává v květnu roku 2011, kdy se projevují také dluhové problémy Portugalska, kterému je rovněž poskytnuta finanční pomoc. Na počátku roku 2012 je zatím patrné mírné oživení, možná způsobené optimistickými očekáváními a důvěrou trhů v dohodu Řecka s jeho věřiteli a zlepšení stávající situace země.



**Obrázek 14:** Vývoj kurzu amerického dolaru vůči euru

*Zdroj: [44]*

### 3.3. Možnosti řešení krize a opatření do budoucna

V průběhu finanční krize v Řecku se objevilo mnoho názorů na způsob, jakým by bylo možné stávající situaci řešit. V zásadě lze návrhy rozčlenit na opatření protikrizová, jejichž cílem je zabránit dalšímu rozvoji finanční krize v Řecku a zajistit „vybřednutí“ země z dluhových problémů. Druhým typem jsou pak opatření preventivní povahy, která by měla být aplikována v rámci eurozóny, aby v budoucnu nedocházelo k obdobným problémům. V rámci těchto skupin pak lze návrhy shrnout do několika základních bodů.

Navrhovaná protikrizová opatření, z nichž některé spolu vzájemně souvisí či se doplňují, byla především následující:

- **Vyřešení krize pomocí úsporných opatření** – Zejména na počátku řecké dluhové krize se předpokládalo, že by Řecko mohlo být schopno své problémy vyřešit samo pomocí úsporných opatření (tedy fiskální restrikcí). Později se však ukázalo, že zadlužení Řecka je natolik vysoké a hospodářská situace země natolik nepříznivá, že se Řecko ocitlo v dluhové pasti. Ze svých dluhopisů tak země musela platit vysoké úroky v důsledku růstu rizikové prémie. Zároveň se další emise dluhopisů, potřebné pro zajištění chodu státu, stávaly stále obtížnějšími díky nedůvěře investorů. I přes realizaci úsporných opatření by tak Řecko nebylo schopno problémům čelit samo. Navíc se úsporná opatření v Řecku setkala s nevolí tamních obyvatel a byla provázena množstvím stávek a demonstrací, proto byly některé z návrhů později zmírněny a k očekávanému efektu fiskální restrikce nedošlo. Fiskální restrikce sebou často nese i negativum v podobě růstu nezaměstnanosti, v konečném efektu tak může vést k vytvoření cyklického rozpočtového schodku, je tedy nutné přijímaná opatření zvažovat i v tomto kontextu. Úsporná opatření tak sice byla nutná a potřebná, ovšem ukázalo se, že bude třeba učinit i jiné kroky pro potlačení dluhové krize.
- **Pomoc od ostatních zemí eurozóny a MMF** – Finanční výpomoc eurozóny a Mezinárodního měnového fondu neměla prioritně vyřešit dluhový problém Řecka. Jejím cílem bylo spíše poskytnout zemi čas na řešení situace pomocí fiskální restrikce, případně jiných opatření. Výpomoc tak byla podmíněna provedením některých reforem, snížením státních výdajů aj. Postupem času se ukázalo, že pouhá fiskální restrikce pravděpodobně nebude dostačovat pro potlačení krize a tudíž poskytnutí finančních prostředků spíše oddálilo uskutečnění dalších nezbytných kroků.
- **Evropská transferová unie** – Hans-Werner Sinn [68] spatřuje jedno z možných řešení krize ve vytvoření transferové unie, v rámci níž budou stabilnější země Evropské unie přispívat na země schodkové. Zároveň však dodává, že tato možnost je nepřijatelná právě pro stabilnější země, které by ztrácely část svého bohatství ve prospěch zemí schodkových a mohly by být následně do dluhových problémů vtaženy samy. Proto se tato varianta jeví jako nereálná.
- **Provedení vnitřní devalvace** – Vnitřní devalvací lze chápat jako jednorázové administrativní snížení cen a mezd v ekonomice, toto opatření je však nepopulární, jelikož se značně dotkne občanů země, proto je obvykle politicky neprůchodné. Vnitřní devalvace v dlouhodobém časovém horizontu může opětovně zvýšit konkurenceschopnost země, protože dojde ke snížení nákladů práce a také k poklesu cen domácí produkce, export

země se tak na světových zemích stává levnějším. V delším časovém horizontu má toto opatření pozitivní dopady na tempo růstu produktu země. Zvýšení konkurenceschopnosti tímto způsobem je však poněkud zdlouhavé. Problémem je i možnost masivního nárůstu nesplácených úvěrů a dluhů v ekonomice, protože dojde ke snížení cen a mezd, hodnota dluhů se však nesníží a tak budou občané nuceni vydávat na pokrytí splátek větší procento svých příjmů, než dříve.

- **Restrukturalizace a reprofilace dluhu** – Reprofilace dluhu spočívá v dohodě s věřiteli o prodloužení doby splatnosti dluhopisů, restrukturalizace pak ve snížení hodnoty dluhopisů. Obě opatření lze případně aplikovat i současně. Restrukturalizace či reprofilace dluhu je poměrně častým řešením dluhových problémů a to jak v soukromém, tak veřejném sektoru. Využívána je též v případě dluhových krizí států. Investoři sice na takovémto postupu trátí (a to zejména v případě restrukturalizace dluhu), ovšem na druhou stranu mají alespoň nějakou záruku částečného splacení svých pohledávek. Pokud by totiž k dohodě o restrukturalizaci dluhu nedošlo, může se stát, že země bude nucena vyhlásit bankrot a využije administrativního řešení dluhového problému, tedy odmítne splácet veškeré své dluhy. Takovýto postup sice není příliš častý, protože stát, který by jej využil, ztratí automaticky svou kredibilitu v očích investorů a v budoucnu bude mít značné potíže s udáním svých dluhopisů a také s vysokou rizikovou přírůzkou, ovšem v krajním případě být uplatněn může. Restrukturalizace dluhu skutečně snižuje zadlužení země a může jí tak alespoň částečně pomoci z dluhových problémů (reprofilace zase zemi poskytuje čas na získání prostředků, potřebných ke splacení dluhu). V případě Řecka však bude muset být doprovázena i jinými opatřeními, protože snížení dluhu zřejmě ani po restrukturalizaci nebude dostačovat. Nicméně, případnou restrukturalizaci dluhu lze považovat za úspěch a poměrně důležitý krok k nápravě.
- **Odchod některých zemí z eurozóny a návrat k původní měně** – V souvislosti s dluhovými problémy Řecka i jiných států PIIGS je také často navrhován odchod některých zemí z eurozóny. O právní průchodnosti tohoto řešení bude pojednáno v kapitole č. 4. Zde se tak budeme věnovat pouze důsledkům, jaké by tento krok měl na ekonomiku. Nejčastěji bývá zmiňován možný odchod Řecka, případně i jiných zadlužených zemí, ovšem existují i opačné názory, podle nichž by mělo eurozónu opustit spíše příliš silné Německo. Pokud by eurozónu opustilo Řecko a vrátilo se ke své původní měně, drachmě, získalo by možnost devalvovat měnu a poměrně rychle tak zvýšit svou konkurenceschopnost, vzrostl by tedy export a poklesl import. Navíc by řecká centrální banka opět mohla stanovovat úrokové sazby a i tím ovlivnit ekonomickou situaci. Tento

postup je však spojen též s řadou problémů. Splátky dluhů denominovaných v zahraničních měnách by se státu i občanům prodražily (zvýšily by se tedy zřejmě i náklady dluhové služby, protože valná část Řeckého dluhu je držena nerezidenty). Došlo by pravděpodobně i k runu na banky, protože Řekové by se snažili vybrat své prostředky držené v eurech ještě před přechodem na drachmu a její devalvací, v opačném případě by totiž o část svých prostředků přišli. Musela by tak být zavedena administrativní omezení výběrů, aby nedošlo k pádu bankovních ústavů. Takováto opatření by samozřejmě vyvolala občanské nepokoje. Problém by Řecko mělo i s umístěním dluhopisů. Pokud by došlo k odchodu země z eurozóny, mohli by investoři ztratit důvěru v řeckou ekonomiku a požadovat vyšší úročení, případně omezit investice v této zemi. V důsledku zmíněných negativ v Řecku chybí politická vůle k rozhodnutí o odchodu země z eurozóny, proto pravděpodobně k jeho uskutečnění nedojde. V případě odchodu Německa a přechodu zpět na marku by situace byla jiná, avšak dopady takového postupu by byly ještě horší. Došlo by k rychlému zhodnocování marky, což by bylo velkým problémem pro německé exportéry. Německo patří mezi největší světové vývozce, a proto by utrpělo nemalé ztráty. Monetární politika Evropské centrální banky by pak sice mohla být nastavena více ve prospěch zadlužených zemí, ovšem řešení dluhové krize Řecka by tento postup nepřinesl. Odchod Německa by patrně znamenal i prudké znehodnocení eura a také přesun investic ze zadlužených zemí do zemí méně zadlužených, kde by investoři předpokládali vyšší bezpečnost své investice. Odchod Řecka by tedy přinesl problémy v domácí ekonomice, zatímco odchod Německa by znamenal problémy i pro jiné země. Navíc by při opuštění eurozóny některým z členských států bylo nutné také vynaložit nemalé finanční prostředky, aby mohl být přechod na původní měnu zrealizován. Tyto náklady by byly spojeny s tiskem bankovek, přeprogramováním využívaného softwaru, změnou ceníků aj.

- **Silné a slabé euro** – Jedním z návrhů bylo i rozdělení eurozóny na dvě části, přičemž by došlo zároveň s tímto krokem k vytvoření silného a slabého eura. Problémové státy by tak de facto získaly možnost devalvovat měnu a zároveň by každá z těchto částí eurozóny odlišně stanovovala i úrokové sazby. Dopady takového opatření je však velice nesnadné předvídat a vzhledem k tomu, že takovýto postup neměl podporu napříč politickým spektrem a ani u většiny ekonomů, nebyl ani více diskutován. Něco málo o tomto návrhu se lze dočíst v článku Blahoslava Hrušky [29].
- **Speciální fond na výplaty splátek věřitelům Řecka** – Poměrně zajímavým nápadem byl návrh na vytvoření speciálního svěreneckého fondu. Do tohoto fondu by byla směřována

část prostředků, které jsou Řecku poskytovány ve formě finančních výpomocí. Z fondu by byly následně vypláceny splátky držitelům řeckých dluhopisů. Nedošlo by tak k panice na finančních trzích. Zbytek finanční výpomoci by byl poskytován přímo Řecku, ovšem v případě neplnění úsporných opatření a jiných podmínek by tyto splátky bylo možno zablokovat. Tento návrh má mnohá pozitiva, přesto prozatím nebyl příliš diskutován.

- **Monetizace dluhu** – K monetizaci dluhu dochází tak, že centrální banka přímo nakupuje vládní obligace na sekundárním trhu. Jelikož se však v takovém případě jedná o monetární expanzi, v delším časovém období takovýto postup obvykle vyvolává inflaci. V podmínkách eurozóny by k monetizaci dluhu došlo v případě, že by Evropská centrální banka začala přímo nakupovat dluhopisy jednotlivých členských států. Pokud by toto prováděla ve větším rozsahu, vedlo by to v budoucnu k růstu inflace v eurozóně, což by v podobě zvýšení cen odnesli i občané v nezadlužených zemích. Mimo jiné takové řešení může vést i k morálnímu hazardu na straně problematických států. Přesto obdobná opatření ECB již provedla, když začala v květnu 2010 nakupovat dluhopisy Itálie a Španělska s cílem odvrátit rozšíření dluhové krize i do těchto států.
- **Jiná opatření** – Mezi tato opatření lze zahrnout například změny v daňovém systému země (například zvýšení daní či zavedení jednorázové dávky na umoření části dluhu) nebo odprodej státního majetku. Kroky tohoto charakteru již Řecko provádí, jsou však spíše doplňkem jiných opatření a samy o sobě nemohou způsobit snížení zadlužení na únosnou mez.

Co se týče preventivních kroků, které by měly zamezit opakování obdobné situace v budoucnu, jedná se zejména o následující opatření a návrhy:

- **Dvourychlostní Evropa** – V budoucnu by mělo dojít k tomu, že státy platící eurem se budou postupně více integrovat (zejména po fiskální stránce), což by mohlo vést až k vytvoření fiskální unie. Země, které se k eurozóně nepřidají, se stanou pouze volně přidruženými státy, které budou s eurozónou do určité míry spolupracovat, de facto si však půjdou vlastní cestou. Prvním krokem vedoucím k vytvoření dvourychlostní Evropy bylo podepsání smlouvy o tzv. rozpočtové unii dne 2. března 2012. Z členských zemí Evropské unie se k této smlouvě doposud nepřipojily pouze dvě země – Velká Británie a Česká Republika. Smlouva apeluje na fiskální disciplínu v členských státech Evropské unie, avšak vázány jsou jí pouze signatářské státy, které jsou zároveň členy EMU. Smlouva požaduje zejména zavedení pravidla vyrovnanosti strukturálního rozpočtu do právních řádů zemí (nejlépe jako součást ústavního pořádku daného státu), dále pak

znovu připomíná nutnost dodržování fiskálních maastrichtských kritérií. Stanovuje také, že v budoucnu by členské státy měly o připravovaných emisích státních dluhopisů informovat Evropskou komisi a Radu, rovněž rozpočty signatářů by měly podléhat kontrole ze strany evropských orgánů (zatím však nebylo přesně specifikováno, který orgán by tuto kontrolu vykonával a jaké by v souvislosti s tím měl pravomoci). Je nutné poznamenat, že eurozóna doposud byla pouze měnovou, nikoli fiskální unií (což je rozdíl například oproti USA). Mnoho ekonomů je toho názoru, že měnová unie bez jasně stanovených a přísně vynucovaných fiskálních pravidel (či bez existence plné fiskální unie) nemůže existovat právě díky nebezpečí různé hospodářské vyspělosti států tvořících unii a možné fiskální nedisciplinovanosti některých z nich.

- **Vydání společných dluhopisů „Eurobondů“** – Hodně diskutovaným nápadem je možnost vydání tzv. eurobondů, tedy společných dluhopisů zemí eurozóny, které by tak měly nahradit emise národních dluhopisů členských států. To by znamenalo, že za vypůjčení finančních prostředků budou všechny země platit stejný úrok (doposud se úroky lišily díky rizikové příirážce, která mohla v případě krize narůstat a stahovat tak zemi do dluhové pasti). Pro silnější země by tak eurobondy byly spíše nevýhodné, jelikož by se jim úrokové sazby zřejmě mírně zvýšily, naopak slabším a méně důvěryhodným zemím by úrokové sazby mohly poklesnout. Odpůrcem návrhu je zejména Německo, které poukazuje na možnost morálního hazardu, kdy by si některé země mohly půjčovat za nízký úrok bez omezení a dodržování fiskální disciplíny, čímž by se de facto staly černým pasažérem a parazitovaly na fiskální stabilitě jiných států. Evropská komise proto navrhuje emisi eurobondů podmínit přijetím fiskálních omezení, za jejichž nedodržování by zemi hrozil tvrdý postih. Navíc by pravděpodobně pro vydání eurobondů bylo nutno poněkud pozměnit stávající legislativu EU, celý proces tak zřejmě, pokud bude uskutečněn, bude značně časově náročný.
- **Evropský nástroj finanční stability (EFSF) a jiné fondy** – Fond byl založen 9. května 2010 v reakci na dluhové problémy některých států eurozóny. Jeho cílem je chránit finanční stabilitu EMU tím, že v případě potřeby poskytne dočasnou finanční výpomoc zadlužené zemi. Prostředky na svou činnost fond získává emisí obligací aj. na kapitálovém trhu. Emise jsou do výše 440 mld. eur garantovány členskými zeměmi eurozóny. V současnosti je schvalován návrh na zvýšení garance na 780 mld. eur. Návrh již byl schválen ve všech zemích eurozóny vyjma Slovenska. (Pro pomoc v rámci celé EU pak existuje tzv. European Financial Stability Mechanism – EFSM nazývaný též EUROVAL, který získává prostředky od členských států EU a ručí rozpočtem EU. Tento

fond by v budoucnu měl být transformován na tzv. Evropský mechanismus stability, z něj by mohly čerpat země, které podepsaly smlouvu o tzv. rozpočtové unii.<sup>35)</sup>

- **Dluhová daň** – Dle mého názoru velmi zajímavým nápadem, jak v budoucnu omezit deficitní financování v zemích EU, je zavedení speciální dluhové daně. S nápadem přišel viceguvernér ČNB Vladimír Tomšík, o čemž později v Hospodářských novinách napsal Jiří Rusnok [65]. V článku Hospodářských novin je tento nápad podrobněji vysvětlen. Idea vychází z faktu, že daně nemohou růst do nekonečna, pokud by tedy byly propojeny s veřejným dluhem, znamenaly by určitou brzdu pro fiskální nedisciplinovanost. V článku je diskutována i forma, jakou by případná dluhová daň měla mít. Vladimír Tomšík doporučuje daň přímou, protože podle něj přímé zdanění je snáze viditelné a lidé si tak lehce uvědomí, že nadměrné výdaje státu jsou financovány jejich daněmi a že zvýšení vládních výdajů povede i k růstu placených daní. Doporučuje též, aby dluhová daň měla formu speciální přímé účelové daně, jejíž veškeré výnosy by byly využívány výhradně na úhradu úroků ze státního dluhu. Tyto úroky by zároveň nesměly být hrazeny z jiných zdrojů. Daň v této podobě by pak byla adresná a pro občany srozumitelná. Měla by být paušální (z hlavy) či proporcionalní vzhledem k příjmu daňového poplatníka (tedy nikoli progresivní, což by vedlo k vyššímu zdanění vysoko-příjmových skupin a oslabilo by to tak funkčnost daně). Autor článku v HN se přiklání k proporcionalní dani. Sazba dluhové daně by se každoročně automaticky přizpůsobila tak, aby výnos pokryl úrokové náklady státního dluhu. Případné přebytky z vybrané daně by se shromažďovaly na účtu dluhové služby a mohly by být použity v budoucnu, čímž by došlo ke snížení sazby daně. Tento systém by zřejmě mohl napomoci vyššímu zájmu občanů o finanční situaci státu a vyvíjení tlaku ze strany voličů na vlády, aby prosazovaly fiskální disciplínu. Fiskální nedisciplinovanost by zároveň mohla být důvodem, proč v příštím volebním období vítěznou stranu opětovně nevolit. Samozřejmě by bylo nutné přesněji propočítat případné administrativní náklady takovéto daně a zjistit, zda by se její výběr vyplatil a zda by skutečně měla pozitivní efekty na snižování zadlužení země, nápad je to ovšem zajímavý.

---

<sup>35</sup> Česká Republika by tak společně s Velkou Británií alespoň v současnosti tuto možnost neměla.



## **4. EUROZÓNA A DLUHOVÉ PROBLÉMY ŘECKA**

Jelikož je Řecko členem Eurozóny, jeho dluhové problémy mají i nadnárodní dopad v podobě vlivu tamní situace na vývoj kurzu eura (který byl nastíněn dříve) i ekonomickou a politickou situaci v zemích EMU. I když je Řecko v rámci eurozóny poměrně malým státem a jeho zadlužení tak de facto nepředstavuje nikterak vysokou částku (v komparaci s úhrnnými dluhy jiných států) v době po Světové finanční krizi měla jeho nestabilita na trhy značný psychologický účinek. Investoři se začali obávat nejen kolapsu Řecká, ale i Portugalska, Španělska či Itálie. Zejména pád Španělska či Itálie by mohl destabilizovat eurozónu, protože tyto dvě země se řadí k největším státům platícím eurem a mají značné vazby na ostatní evropské ekonomiky.

Bankrot některé z problémových zemí by také mohl vyvolat insolvenční bankovních a finančních institucí, které jsou držiteli státních dluhopisů těchto států. Země EMU, z nichž některé byly nuceny již po Světové finanční krizi sanovat postižené banky, což způsobilo růst jejich veřejného dluhu, by byly zřejmě nuceny k takovému kroku přistoupit opětovně, tedy alespoň u některých strategicky důležitých institucí. Otázkou je, jak velké problémy by bankrot některého ze zadlužených států vyvolal a jaké náklady z veřejných zdrojů by bylo nutno v rámci jejich řešení vynaložit. Na tuto otázku se bohužel velice špatně hledá odpověď a to díky vzájemné propojenosti finančních institucí, existujícímu systému zajištění i využívání problematických strukturovaných cenných papírů.

V této části práce se tedy budeme zabývat vlivem řecké krize na ekonomiku a politiku zemí EMU. Rozebereme podrobněji též fiskální pravidla, která byly členské státy eurozóny povinny dodržovat a to, zda byla skutečně respektována a vynucována. Zaměříme se též na ostatní problematické země (tzv. země PIIGS) a zmíníme jejich shodné a rozdílné charakteristiky i příčiny, které vedly k růstu jejich veřejného zadlužení. V neposlední řadě bude věnována pozornost i tomu, zda bylo vůbec vhodné dnes problematické země v minulosti do EMU přijímat. Pozornost bude věnována též optimalitě EMU na základě teorie optimální měnové oblasti i na základě fiskální podobnosti členských států.

### **4.1. Fiskální pravidla v rámci EMU a jejich dodržování**

První fiskální pravidla na poli Evropské unie jsou dána již v Maastrichtské smlouvě podepsané roku 1993, ve které se členské země EU zavazují, že by jejich úhrnný veřejný dluh neměl překročit 60% HDP a rozpočtový deficit pak 3% HDP. Jedním z cílů smlouvy bylo též vytvoření evropské měnové unie. Proto smlouva do budoucna počítala se zavedením

kontrolních a vynucovacích mechanismů, které by měly dodržování těchto pravidel dopomoci, tento požadavek byl později splněn podpisem tzv. Paktu stability a růstu. Kromě jiného jsou výše zmíněná fiskální pravidla uplatňována i jako konvergenční kritéria, které musí země splnit, chce-li se stát členem eurozóny.

Maastrichtská smlouva také zavádí tzv. pravidlo „no-bailout“ (do češtiny přeloženo doložka o neposkytnutí pomoci). Pravidlo stanovuje, že v případě fiskálních problémů některé ze zemí EU tyto problémy nesmí být řešeny pomocí přímé finanční pomoci poskytnuté ostatními členskými státy (k překlenutí nouze tedy nesmí být poskytnut mezistátní úvěr). Evropská centrální banka však může poněkud uvolnit svou monetární politiku. Úvěry postižené zemi tak budou poskytovány s nižšími úroky, ovšem takovéto řešení v budoucnu povede k růstu inflace ve všech zemích eurozóny. Toho si byly signatářské státy vědomy, proto bylo později rozhodnuto též o tom, že je třeba předejít nadměrnému zadlužení některé ze zemí pomocí dalších opatření na úrovni celé EU.

V roce 1997 byl podepsán již zmiňovaný Pakt stability a růstu, který měl zajistit fiskální disciplínu v zemích EMU. Důvody pro zavedení těchto opatření spatřují Baldwin a Wyplosz [3] v nebezpečí efektů přelévání v rámci EMU kdy fiskální politika jedné země výrazně ovlivňuje i ekonomické podmínky v jiných zemích díky jednotné úrokové míře, vzájemnému obchodu a investicím, a obavách, že sovereign default některé ze zemí EMU by mohl mít negativní vliv na vývoj kurzu eura i důvěryhodnost měnové unie jako celku. Zmiňují též fakt, že pro udržování rozpočtové kázně je důležitá kvalita místní vlády. Vlády členských zemí EMU se však často příliš nezasazují o rozpočtovou kázeň a je tedy nutné je částečně usměrnit pomocí fiskálních pravidel na evropské úrovni. Argumentem proti zavedení fiskálních pravidel na poli EMU byla zejména rozdílnost v ekonomických podmínkách členských zemí i v jejich preferencích a též asymetrie informací.

Původní Pakt stability a růstu byl v roce 2005 revidován, v současné podobě tak sestává z následujících tří částí:

### **Definice nadměrného deficitu**

Za nadměrný deficit je podle paktu považován takový schodek státního rozpočtu, který je vyšší než 3% HDP (je nutné vnímat spojitost definice nadměrného deficitu s dřívějším Maastrichtským kritériem). Na základě paktu by také členské země eurozóny měly ve střednědobém časovém horizontu (který je pro tyto potřeby definován jako tříleté období) dosahovat vyrovnaných či přebytkových rozpočtů.

Kritérium nadměrného deficitu by tak mělo zamezit růstu zadlužení nad únosnou mez. Filosofie tohoto fiskálního kritéria vychází z následující rovnice [9]:

$$b = (g - t) + (r - x)b - m \quad (2)$$

kde:  $(g - t)$  – primární rozpočtový deficit jako % HDP

$r$  – nominální úroková míra z vládního dluhu

$x$  – nominální tempo růstu HDP

$m$  – monetární financování (%HDP)

$b$  – podíl veřejného dluhu na HDP

Rovnice vyjadřuje dynamiku veřejného dluhu. Lze z ní odvodit, že pokud úroková míra z vládního dluhu převýší tempo růstu HDP, podíl veřejného dluhu k HDP bude narůstat. Nárůst může být zastaven pomocí monetárního financování (které se však v zemích EU příliš nepoužívá, jelikož jeho důsledkem je růst míry inflace) či primárních rozpočtových přebytků. Deficitní financování tak podle rovnice znamená růst veřejného dluhu v čase a dojde-li později k situaci, kdy nominální úroková míra z tohoto dluhu převýší hospodářský růst (což se stává zejména v období finančních krizí), může se stát nárůst veřejného dluhu neudržitelný a bude jej pak možné zastavit pouze pomocí primárních přebytků či monetizace. Jelikož monetizace dluhu v evropských zemích nebývá využívána, je možné brát v úvahu pouze primární rozpočtové přebytky, omezení dluhové dynamiky si tak vyžádá úspory ve státním rozpočtu a vyšší zdanění, v některých případech však ani toto nemusí být dostatečné. Z tohoto důvodu je fiskální pravidlo pro výši deficitu veřejných rozpočtů bráno jako preventivní opatření, které by mělo takové situaci předejít.

Podle původní verze paktu mohla být tato podmínka porušena jen ve výjimečných případech (například pokud byla země postižena rozsáhlou přírodní katastrofou či jednalo-li se o tzv. výjimečnou recesi, kdy HDP státu poklesne náhle v průběhu jednoho roku o více než 2%.) V revidované verzi paktu<sup>36</sup> však byly tyto podmínky značně oslabeny. Jednak pakt připouští, že hospodářský pokles i o méně než 2% během delšího časového období může být považován za výjimečnou situaci, za druhé uvádí, že je možno při rozhodování o deklarování nadměrného deficitu přihlídnout i ke všem dalším relevantním faktorům. Není však již specifikováno, co za tyto relevantní faktory může být považováno, revidovaná verze paktu tak

---

<sup>36</sup> O příčinách této revize se zmíníme později, když se budeme zabývat hodnocením naplňování těchto fiskálních pravidel

poskytuje prostor pro odlišné interpretace, tudíž nedodržování tohoto pravidla některými státy a snahu tuto situaci různými způsoby omlouvat.

### **Ochranná ruka**

Podle Paktu stability a růstu je každá členská země EMU povinna na začátku roku předložit tzv. Stabilizační program (nečlenské země EMU, které jsou však členskými zeměmi EU, předkládají obdobný dokument nazvaný Program konvergence). Spis obsahuje rozpočtový plán na kalendářní rok a další tři následující roky. Na základě tohoto materiálu Evropská Komise rozhoduje o tom, zda daná země neporušila kritérium rozpočtového deficitu, či zda se její veřejné finance nevyvíjí natolik nepříznivě, že by mohlo k deklarování nadměrného deficitu v budoucnu dojít. Země, které překročily tříprocentní kritérium, jsou zároveň povinny v dokumentu uvést, jakým způsobem by mělo dojít k nápravě. Evropská Komise každý program prověří a své hodnocení, ve kterém je zejména stanoveno, zda došlo či nedošlo k porušení kritérií Paktu stability v dané zemi a zda byly dříve slíbené nápravné kroky skutečně provedeny, postoupí Radě Ministrů financí členských států (tzv. ECOFIN).

Úkolem ECOFINU je následně všechna hodnocení Evropské Komise prověřit, poté je může či nemusí schválit. Má také právo vydat doporučení týkající se fiskální politiky v některé z členských zemí.

Tento mechanismus by měl být určitou prevencí proti nadměrnému zadlužování členských zemí. Důležitá je zejména možnost ECOFINU vydat pro konkrétní země doporučení ohledně její fiskální politiky – takovéto doporučení by pak mělo sloužit jako varovný signál, který má být podnětem k přijetí nápravných kroků. Mechanismus je koncipován i jako určitá kontrola nad fiskálními politikami členských zemí, měl by tak omezit deficitní financování zapříčiněné opatřeními vlády, která jsou motivována zejména snahou o získání větší popularity.

### **Opravná ruka**

Opravná ruka je využívána v případě, že země nesplňuje podmínky Paktu stability a růstu. Dojde-li k situaci, kdy země vykazuje nadměrný deficit či se předpokládá, že by k tomuto v budoucnu mohlo na základě určitých skutečností dojít, má ECOFIN právo vydat tzv. včasné varování. Spolu s tímto varováním je vydáno též doporučení, jakým způsobem by země měla nastalou situaci řešit a očekává se, že se těchto doporučení bude držet.

Nedojde-li ani poté k nápravě a země vykazuje nadměrný deficit, ECOFIN může vydat stanovisko, na jehož základě je spuštěna tzv. procedura nadměrného deficitu. Opět současně s tímto stanoviskem vydává doporučení, jakým způsobem v dané situaci postupovat. Doporučení následně vydává i Evropská Komise. V tomto stadiu je již země povinna se vydaných doporučení držet a sjednat nápravu. Nápravné kroky, které chce učinit, je povinna prezentovat Evropské Komisi. Komise opatření posoudí a své stanovisko předává ECOFINU, který s navrženým postupem může a nemusí souhlasit. Důležité je též podotknout, že ve všech případech ECOFIN rozhoduje na základě kvalifikované většiny (což je více, než většina nadpoloviční).

Po zavedení konkrétních nápravných opatření a uplynutí určité doby jsou zpětně skutečně přijatá opatření i závěrečná podoba rozpočtu země vyhodnoceny. Pokud dojde ECOFIN k názoru, že nápravné kroky byly nedostatečné a země dále hospodaří s nadměrnými deficity, má právo na ni uvalit sankce (tuto možnost má pouze v případě členských zemí EMU, u členských zemí EU, které však nejsou členy eurozóny, ji nemá).

Uvalená sankce je de facto kaucí zaplacenou ve prospěch Evropské Komise. Výše kauce je stanovena jako procentuální podíl na HDP a to podle vzorce [9]:

$$K = 0,2 + 0,1 * (D - 3) \quad (3)$$

kde: K – výše kauce (jako procentuální podíl HDP)

D – rozpočtový deficit v roce uvalení sankce

Sankci je však zároveň možno uvalit maximálně do výše 0,5 % HDP země. V případě, že nedojde do dvou let od uvalení kauce k nápravě, kauce nenávratně propadne ve prospěch Evropské Komise, je-li nápravy dosaženo, kauce je v plné výši vrácena.

Hrozba uvalení sankcí by měla fiskálně nedisciplinované země přimět k nápravě, ovšem mechanismus má určité problémy. Jednak je v průběhu celého procesu rozhodování ponecháno na ECOFINU, který je do značné míry politickým orgánem. Jelikož se skládá z Ministrů financí členských zemí, existuje obava, zda budou v případě nutnosti tito ministři opravdu schopni zahájit proceduru o nadměrném deficitu, případně uvalit sankce na některou ze zemí, v takovém případě by totiž riskovali, že ocitnou-li se v budoucnu v obdobné situaci, i jejich země se pravděpodobně zahájení procedury a případnému uvalení sankcí nevyhne. I rozhodování v rámci ECOFINU, činěné na základě kvalifikované většiny je problémem, pro schválení uvalení procedury při nadměrném deficitu či uvalení sankcí je logicky třeba větší podpora. Případů, kdy tak byla zahájena procedura o nadměrném deficitu, není příliš mnoho

a k uvalení sankce na některou ze zemí doposud nikdy nedošlo, ač, jak bude zmíněno později, většina evropských států a to včetně členských zemí EMU mají s dodržováním tříprocentního kritéria značné problémy, poměrně často tak dochází k jeho porušování.

Pakt stability a růstu je přitom porušován nejen dlouhodobě hospodářsky slabšími zeměmi, ale dokonce i klíčovými státy EMU – zejména Německem a Francií. Ač bylo Německo původně iniciátorem vzniku paktu<sup>37</sup>, společně s Francií později funkčnost paktu oslabilo, když oběma zemím hrozilo uvalení sankcí za jeho porušení. Společný tlak Německa a Francie v roce 2003 způsobil, že ECOFIN nakonec oběma zemím poskytl odklad a ty se tak vyhnuly finančnímu postihu. Ač bylo toto rozhodnutí později anulováno Evropským soudním dvorem, sankce na Německo a Francii již nikdy uvaleny nebyly. Důvěra ve striktní uplatňování paktu tak byla zlomena. V důsledku toho byl později Pakt revidován, jak však bylo uvedeno výše, nový výklad nadměrného deficitu umožnil poněkud flexibilní interpretaci Paktu.

Kromě výše zmíněných skutečností bývá také současná podoba paktu kritizována a to z následujících důvodů:

- Tříprocentní kritérium je uměle vytvořené a nezohledňuje tak různé výchozí podmínky v členských zemích.
- Současná definice nadměrného deficitu nezohledňuje možné cyklické výkyvy v ekonomice. Nadměrný deficit by tak měl být určen spíše na základě cyklicky očištěného rozpočtu. Stanovení cyklicky očištěného rozpočtu je však nesnadné a obvykle se tak jedná pouze o určitý odhad. Výsledky by tak mohly být poněkud nepřesné, tudíž zavádějící, jak namítají odpůrci uplatňování cyklicky upravených rozpočtů. Této situace by mohly fiskálně nedisciplinované země snadno zneužít.
- Pakt Stability a růstu se příliš soustředí na kritérium rozpočtového deficitu a poněkud tak zanedbává kritérium podílu veřejného dluhu na HDP (které je zmiňováno Maastrichtskou smlouvou). Někteří ekonomové jsou toho názoru, že cílování tohoto kritéria by bylo vhodnější a to ve střednědobém časovém horizontu.
- Rozhodování ECOFINU může být do značné míry ovlivněno politickými tlaky a taktickými motivy.

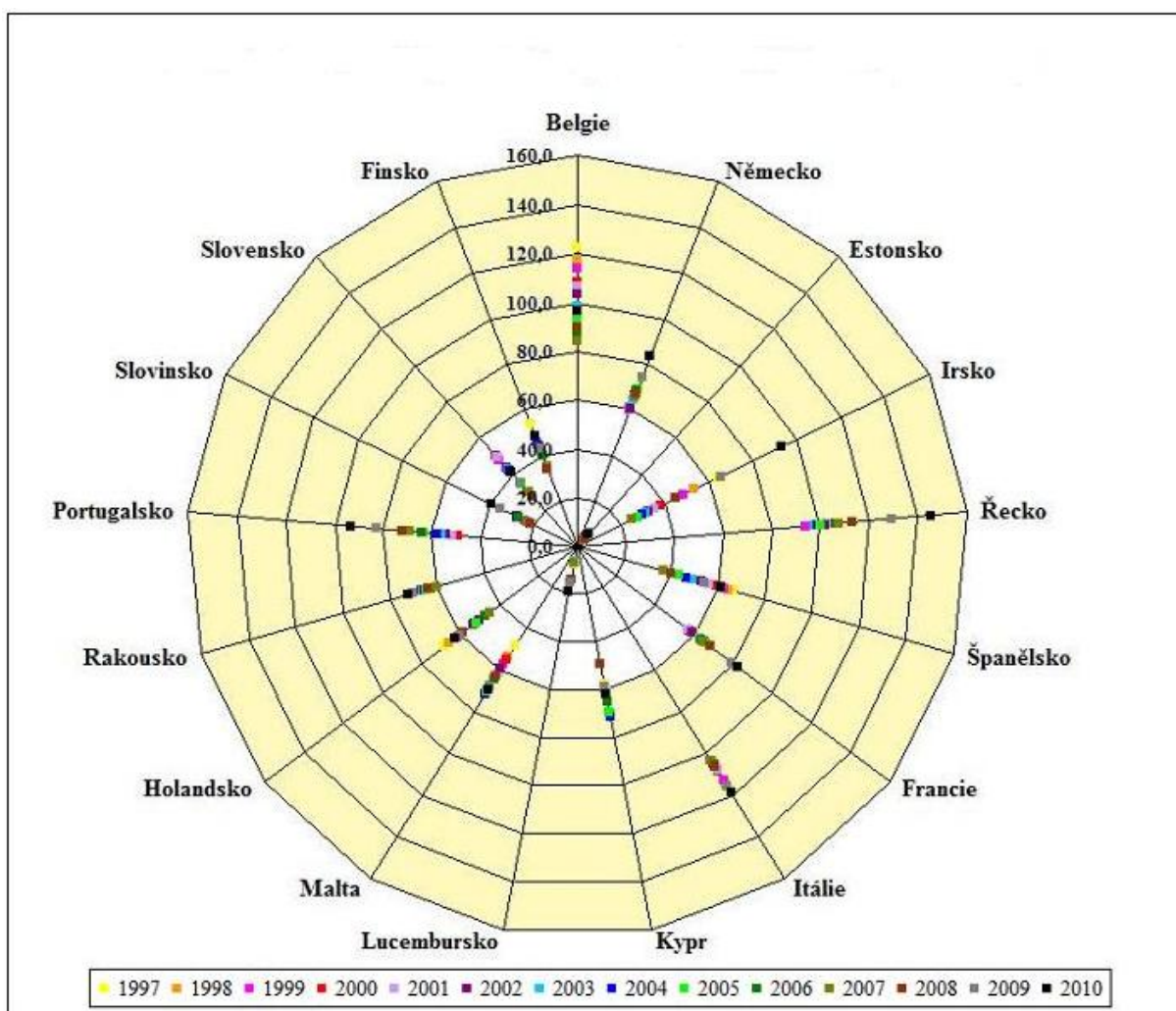
---

<sup>37</sup> Dokonce původně navrhovalo, aby byla procedura automatickým mechanismem, který bude zahájen vždy při překročení tříprocentního kritéria, což však ostatní země odmítly.

Kritika paktu zároveň poskytuje náměty pro budoucí zlepšení fiskálních pravidel na poli EU. Některá taková zlepšení byla již částečně integrována do smlouvy o tzv. rozpočtové unii, podepsané 2. března 2012, která byla popsána dříve. Významnou inovací je zejména pravidlo vyrovnanosti strukturálních (tedy cyklicky očištěných) rozpočtů.

#### 4.1.1. Dodržování fiskálních pravidel

Ač jsou na poli EU fiskální pravidla poměrně jasně specifikována, jejich dodržování není důsledně vymáháno a sankcionováno, čemuž odpovídají i výsledky jednotlivých zemí. Obrázek č. 15 zachycuje dodržování kritéria veřejného dluhu v rámci zemí eurozóny. Žlutooranžovou barvou je vyznačena zóna, která znamená porušení tohoto Maastrichtského kritéria.



**Obrázek 15:** Dodržování kritéria podílu veřejného dluhu na HDP v zemích eurozóny

*Zdroj: zpracováno podle [21]*

Z obrázku je patrné, že některé ze zemí mají s dodržováním kritéria dlouhodobé problémy. Řadí se mezi ně například Belgie, Itálie a Řecko. Tyto tři země mezi lety 1997 až 2010 nikdy nedosáhly splnění kritéria maximálně 60% podílu veřejného dluhu na HDP. Zejména u Itálie a Řecka bylo vždy zadlužování poměrně významným problémem, je totiž patrné, že zadlužení těchto zemí v čase narůstalo (v případě Belgie je oproti tomu patrný pokles v průběhu sledovaného období). Zajímavé jsou též údaje pro Německo a Francii jako poměrně klíčové ekonomiky v rámci eurozóny. Ani tyto země povětšinou splnění kritéria nedosáhly. V současnosti je kromě Řecka a Itálie problematický i vývoj zadlužení Portugalska a Irska (další dva ze států PIIGS), jejichž zadlužení v historii sice bylo pod 60% pásmem, ovšem v poslední době zaznamenalo markantní nárůst. Zajímavý je i vývoj veřejného zadlužení ve Španělsku. Země sice na počátku sledovaného období kritérium porušovala (i když ne tak markantně, jako jiné státy), později se však poměr snížil pod 60% hranici. Pravděpodobně v souvislosti s celosvětovou ekonomickou krizí později opět narostl zhruba k 60% HDP.

Mezi státy, které doposud nikdy ve sledovaném období Maastrichtské kritérium neporušily, se řadí zejména Estonsko s dlouhodobě velice nízkým poměrem veřejného dluhu k HDP (do 8%), dále pak Lucembursko, Slovinsko, Slovensko a Finsko. Celkově je nutné si povšimnout, že Maastrichtské kritérium veřejného dluhu není zeměmi EMU příliš dodržováno (více než dvě třetiny členských států jej v průběhu sledovaného období alespoň jedenkrát porušily). Co se týče všech zemí Evropské Unie, kritérium po celé sledované období plnily státy: Česká Republika, Litva, Lotyšsko, Polsko a Rumunsko. Ostatní země jej alespoň jedenkrát v uvažované historii porušily. Nicméně je nutno zmínit, že fiskální disciplína nečlenských států EMU je v tomto ohledu spíše vyšší, než v případě jejích členů.

Dodržování kritéria deficitu státního rozpočtu je zobrazeno na obrázku č. 16.<sup>38</sup> Oblast, která představuje nesplnění kritéria výše deficitu státního rozpočtu je opět zvýrazněna žlutooranžovou barvou. I z tohoto obrázku vyplývá, že většina členských států EMU má s dodržováním fiskálních Maastrichtských kritérií problémy. Jako nejvíce problematické se v tomto ohledu jeví země Irsko, Řecko a Španělsko, u nichž docházelo k výraznému deficitnímu financování zejména v posledních letech. Zejména Řecko pak mělo tyto problémy již v historii – ve sledovaném období k naplnění kritéria touto zemí nedošlo nikdy (dokonce ani v době, kdy se země ucházela o přijetí do EMU). U Španělska a Irska jsou pak vysoké deficity státního rozpočtu patrné zejména v posledních letech, což je s největší

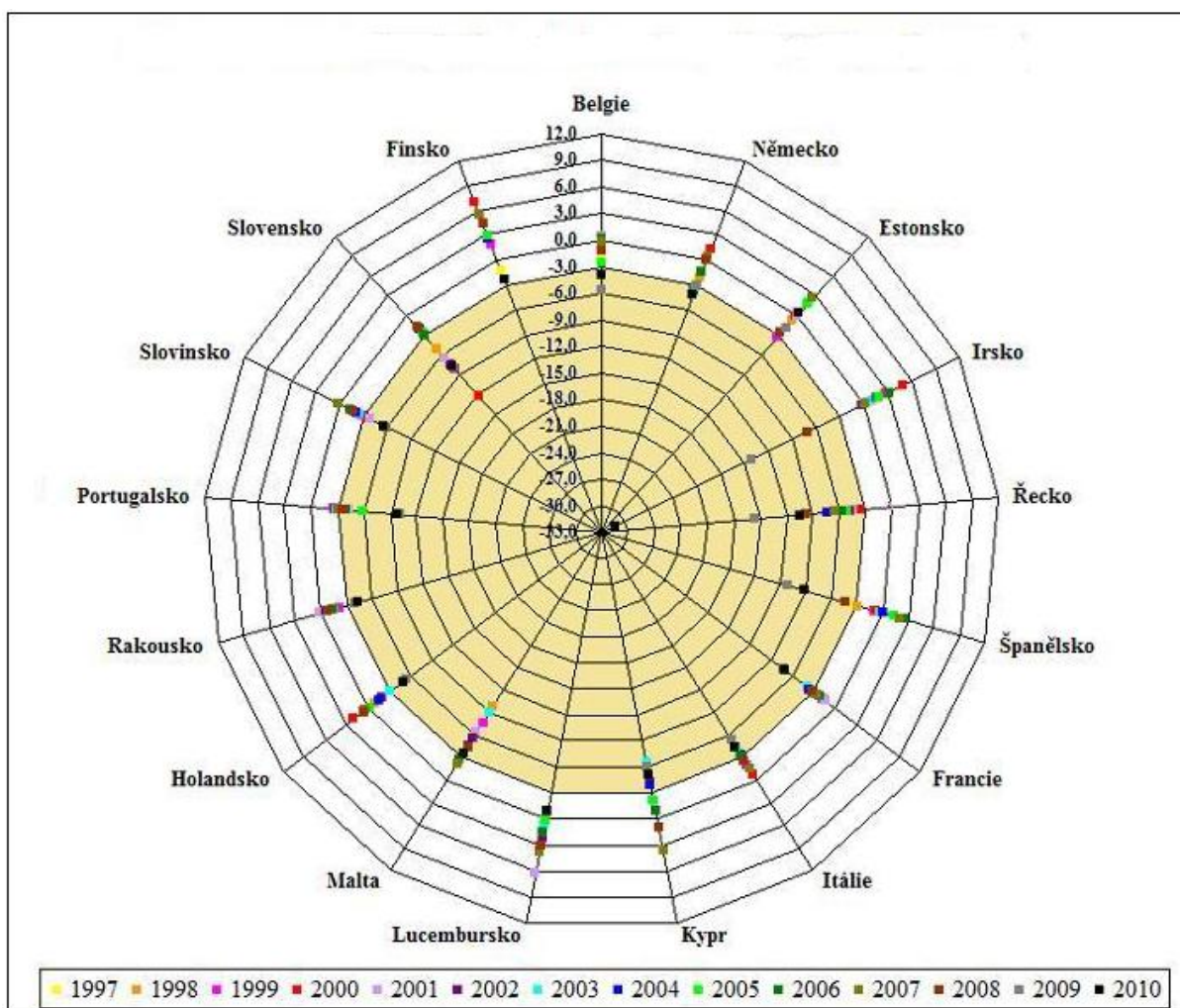
---

<sup>38</sup> Data pro Řecko v letech 1997 – 1999 a Bulharsko v roce 1997 nebyla do zpracování zahrnuta, jelikož v databázi Eurostatu chybí.



pravděpodobností způsobeno vlivem celosvětové finanční krize a následných dluhových problémů těchto zemí.

Problémy s dodržováním kritéria měly opět i jiné země – patrné je zhoršení stavu zejména v posledních letech, které souvisí s finanční krizí a dluhovými problémy některých států eurozóny. Mezi země, které v uvažované historii pravidlo pro výši deficitu státního rozpočtu neporušily, se řadí pouze Lucembursko a Finsko. Je tak patrné, že ač je porušování v případě kritéria výše deficitu státního rozpočtu méně časté, než u kritéria pro výši velikosti veřejného dluhu, menší počet zemí je mu schopen vždy dostát. Problémy se projevují zejména v období výrazného hospodářského poklesu (například v období finančních krizí). Zde by bylo možná na místě poznamenat, že v tomto kontextu je zřejmě správná i myšlenka o využívání cyklicky očištěných rozpočtů při posuzování naplnění kritéria výše deficitu státního rozpočtu.



**Obrázek 16:** Dodržování kritéria podílu vládního deficitu na HDP v zemích eurozóny

*Zdroj: zpracováno podle [21]*

Zaměříme-li se i na ostatní země, které jsou členy Evropské unie, pak kritérium bylo ve sledovaném období dodrženo vždy také zeměmi Dánsko a Švédsko. V tomto případě však nelze konstatovat, že by bylo kritérium dodržováno více v nečlenských zemích EMU, stav je přibližně shodný. Je však možné říci, že daleko menší počet zemí byl schopen toto kritérium bez výjimek dodržovat po celé sledované období, i když početně byly případy nedodržení kritéria méně časté. Za pozornost stojí i fakt, že v letech 2009 a 2010, kdy byla Evropa v plné míře zasažena důsledky světové finanční krize a následné dluhové krize v některých evropských zemích, bylo kritérium splněno pouze pěti zeměmi (Dánsko, Estonsko, Lucembursko, Finsko a Švédsko), což lze opět spojit s myšlenkou využívání cyklicky očištěných dat.

Z globálního hlediska je nutné poznamenat, že ač jsou fiskální kritéria na poli EU poměrně jasně vymezena, statistická data prokazují, že nejsou příliš dodržována (a to zejména kritérium podílu veřejného dluhu na HDP). K tomu zřejmě vysokou měrou přispívá i fakt, že nedodržování kritérií není a nikdy nebylo postihováno, i když mechanismus zakotvený v Paktu stability a růstu toto alespoň v případě kritéria podílu deficitu státního rozpočtu na HDP dovozoval. Fiskální kritéria se tak jeví jako nedostatečně vynutitelná a tudíž mají země tendenci je často nedodržovat. V této oblasti tak pravděpodobně existuje velký prostor pro zlepšení, který se do určité míry snaží vyplnit již nově vzniklá smlouva o rozpočtové unii. Zůstává však otázkou, zda důslednější kontrola v této oblasti a přísné vynucování dodržování určitých fiskálních pravidel nepovede v budoucnu k dalším ztrátám suverenity členských zemí v oblasti fiskální politiky a zda by delegování pravomocí na orgány EU skutečně omezilo současný trend zadlužování členských zemí a podmínilo zavádění potřebných reforem.

## **4.2. Nebezpečí řecké krize pro eurozónu**

Jak bylo popsáno výše, Řecko je poměrně malou zemí, tudíž ani jeho úhrnné dluhy, ač jsou pro tuto zemi devastující, nejsou v rámci celé eurozóny tak velkým číslem. Řecko se však do dluhových potíží dostalo v nejméně vhodné době, kdy si většina evropských ekonomik začínala myslet, že světová finanční krize byla zažehnána. Mnoho evropských bank utrpělo v předchozím období citelné ztráty a některé z nich musely být sanovány státem, aby dokázaly situaci ustát. Jednotlivé vlády v rámci eurozóny v průběhu krize výrazně zvýšily své výdaje. Prostředky využívaly na sanaci postižených finančních institucí i na podporu domácí ekonomiky. Tabulka č. 5 uvádí, kolik procent HDP vydaly evropské země, jejichž finanční sektor byl krizí nejvíce zasažen, na záchranu svých bank. Účet za krizi však byl ve skutečnosti daleko vyšší, jelikož došlo ke krachu některých podniků, úbytku pracovních míst, nárůstu

nezaměstnanosti, poklesu investiční aktivity a ztrátám z produkce. Daňové příjmy států se tak snížily a zároveň narostly vládní výdaje (nárůst souvisel jednak s přímou finanční pomoci postiženým bankám, ale i některým strategickým podnikům, dále pak s výdaji spojenými s existujícím vestavěnými stabilizátory – například vyšší náklady na příspěvky v nezaměstnanosti aj.).

**Tabulka 5:** Vládní výpomoc finančnímu sektoru v době krize v % HDP (k 21. 12. 2009)

<b>Země</b>	<b>Injekce finančnímu sektoru jako % HDP</b>
Maďarsko	1,1
Francie	1,2
Itálie	1,3
Švédsko	1,6
Řecko	2,1
Portugalsko	2,5
Německo	4,4
Belgie	5,3
Rakousko	5,5
Dánsko	6,3
Nizozemsko	6,4
Irsko	6,7
Lucembursko	6,7
<b>Žádné finanční injekce:</b> Česká Republika, Polsko, Slovensko a Španělsko	

*Zdroj: zpracováno podle [48]*

Vlády jednotlivých zemí tak byly finančně vyčerpány a banky, které jsou klíčovým motorem ekonomik, jelikož poskytují půjčky na realizaci investic, se vzpamatovaly z enormních ztrát. Navíc před prvními projevy dluhové krize v Řecku důvěrou finančních trhů zahýbal též krach Dubai World, obří developerské společnosti, která se zabývala výstavbou luxusních sídel a budov v Dubaji. I této společnosti totiž evropské banky poskytly nemalé finanční prostředky.

V takovéto době měly dluhové problémy Řecka tíživý psychologický dopad. I díky předchozím událostem a obavám o osud jiných jihoevropských ekonomik došlo k markantnímu snižování ratingu země a společně s tím k růstu rizikové přírážky státních dluhopisů. To způsobilo následně i nárůst řeckého dluhu, který byl již tak poměrně vysoký.

Je nutné zdůraznit, že dluhové problémy země byly dlouhodobé, před světovou finanční krizí však ratingové agentury ani samotní investoři na enormní zadlužení státu příliš nedbali.

Důležité je ptát se, proč země eurozóny měly následně takový zájem o řešení dluhových problémů země a proč Řecko nemohlo jednoduše zbankrotovat jako v historii například Argentina. Důvody byly následující:

- **Hrozba kolapsu i jiných zadlužených zemí** – Situace v Řecku způsobila zájem investorů o dluhové zatížení států. Dříve byly vládní dluhopisy považovány za téměř bezrizikové cenné papíry, řecké problémy však tento pohled změnily. Do nebezpečí se tak dostaly i jiné jihoevropské ekonomiky vykazující větší výši zadlužení – zejména Portugalsko, Španělsko a Itálie. (Na tomto místě je vhodné zmínit, že dluhové problémy Irska měly poněkud jinou příčinu, což podrobněji rozebereme později.) Portugalsku, Španělsku i Itálii se v důsledku toho začaly zvyšovat rizikové přírázky k úrokům ze státních dluhopisů. Co se týče Portugalska a Itálie, tyto dvě země dlouhodobě vykazují špatný stav veřejných financí obdobně jako Řecko, problémy španělské ekonomiky však byly zřejmě poněkud zveličeny. Úhrnný veřejný dluh Španělska nebyl v rámci EMU příliš vysoký (jak lze vidět již na obrázku 15). Deficity státního rozpočtu byly v předchozích letech sice vyšší, to však bylo způsobeno řešením důsledků finanční krize. Ve Španělsku totiž stejně jako v některých jiných zemích došlo ke splasknutí nemovitostní bubliny a pro veřejné rozpočty byl zátěží též enormní nárůst nezaměstnanosti. Španělské banky také byly v počátcích krize v dobré kondici, takže nepotřebovaly státní pomoc. Do problémů s likviditou se některé z nich dostaly až později, jednalo se ale spíše o menší finanční společnosti (zejména spořitelny a malé banky). Růst rizikové přírázky způsobený částečnou panikou na finančních trzích samozřejmě situaci země zhoršil. Je však pravdu, že země s Portugalskem, Řeckem a Itálií vykazovala i některé obdobné znaky – zejména dlouhodobý pokles konkurenceschopnosti či záporné saldo běžného účtu platební bilance. Každopádně, dluhové problémy Řecka znamenaly vyšší pozornost investorů a tudíž i negativnější hodnocení kredibility zmíněných států. Bankrot Řecka by byl jistě problémem, ovšem pravděpodobně zvládnutelným, pokud by však došlo k bankrotu některých dalších zemí (zejména Itálie a Španělska), bylo by řešení mnohem obtížnější, pomocí Řecku se tak evropské státy snažily změnit pohled investorů na tyto jihoevropské země.
- **Další problémy pro finanční sektor** – Pomoc Řecku však byla motivována i snahou o zamezení dalším problémům domácích finančních institucí, které byly dříve značně

poškozeny finanční krizí. Některé evropské banky totiž investovaly do řeckých dluhopisů nemalý objem finančních prostředků. Tabulka č. 6 znázorňuje největší řecké věřitele z řad zahraničních bankovních institucí.

**Tabulka 6:** Největší držitelé řeckého dluhu z řad finančních institucí

<b>Země původu</b>	<b>Jméno banky</b>	<b>Výše drženého řeckého dluhu (mld.)</b>
Německo	FMS (bývalá Hypo Real Estate)	6,3
Francie	BNP Paribas	5
Bel./Luc./Fra.	Dexia	3,5
Itálie	Generali	3
Německo	Commerzbank	2,9
Francie	Societe Generale	2,9
Francie	Groupama	2
Francie	CNP	2
Francie	AXA	1,9
Německo	Deutsche Bank	1,6
Německo	LBBW	1,4
Nizozemsko	ING	1,4
Německo	Alianz	1,3
Francie	BPCE	1,2
Belgie	Agens	1,2
Velká Británie	Royal Bank of Scotland	1,1
Německo	DZ Bank	1
Itálie	Unicredito	0,9
Itálie	Intel San Paolo	0,8
Velká Británie	HSBC	0,8
Rakousko	Erste Bank	0,7
Německo	Munich Re	0,7
Nizozemsko	Rabobank	0,6
Francie	Credit Agricole	0,6
Belgie	KBC	0,6
EU17	Centrální banky eurozóny	13,1

*Zdroj: [23]*

Z tabulky je patrné, že největší objem řeckého dluhu drží německé a francouzské banky. Zajímavé je si také povšimnout, že na čelních pozicích figurují finanční instituce, kterým musela být poskytnuta státní finanční pomoc, aby byly schopny se vyrovnat s důsledky světové finanční krize (jedná se o instituce FMS – bývalou Hypo Real Estate a Dexia). Z významných „problémových“ bank na seznamu figurují i britské Royal Bank of Scotland a HSBC. Nemalý je také podíl centrálních bank zemí eurozóny (ztráty z této částky půjdou na vrub daňových poplatníků v poškozených zemích).

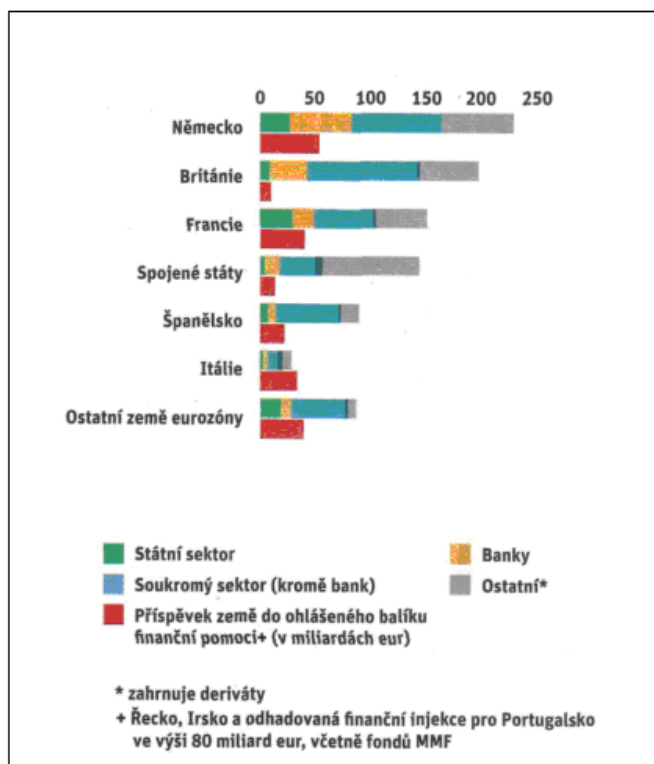
Díky propojenosti finančních trhů a možnosti využití systému zajištění je velmi obtížné odhadovat, jaký dopad by krach Řecka a nesplacení dluhů měl na evropské banky. Minimálně by tato situace mohla znamenat další nepříjemné ztráty finančních institucí, některé z nich by pak mohly být postiženy natolik, že by pád Řecka nemusely ustát.

Kromě Řecké ekonomiky by však (jak bylo popsáno výše) mohly být ohroženy i jiné evropské země. Portugalsku a Irsku již musely být poskytnuty finanční výpomoci od MMF a zemí eurozóny, s problémy se potýká i Itálie a Španělsko. V případě krachu těchto dvou velkých ekonomik by byly dopady na finanční systém zřejmě několikanásobně vyšší a mohly by již bankovní instituce výrazně poškodit.

Jak také uvádí časopis Respekt [27]: „Nesplacení státních dluhů by mělo mnohem dalekosáhlejší důsledky než jen ustřížení části úrokových výnosů ze státních dluhopisů. Mohlo by snadno vyústit v platební neschopnost řady bank a to i mezi sebou navzájem. Banky ve třech zemích, které získaly evropskou finanční injekci, dluží německým bankám dvakrát tolik, než samotné státy.“ Citovaný úryvek nastolil též otázku, nakolik by byly po krachu Řecka (případně jiných zemí) postiženy místní banky, které jsou do velké míry provázány s ostatními finančními institucemi v eurozóně. Problémem by pak nebyl pouze veřejný dluh zemí, ale i následná nesolventnost jejich bankovních institucí, která by následně ovlivnila též soukromý sektor. Obrázek č. 17 znázorňuje předpokládanou výši investic zahraničních bank v Řecku, Irsku a Portugalsku a to podle sektorů, kterým byly prostředky poskytnuty.

Z obrázku je patrné, že investice do státního sektoru sice nepředstavují markantní částky, pokud by se však do problémů dostaly banky postižených států a následně soukromý sektor,

ztráty by již mohly být opravdu znatelné. V porovnání s tím se prostředky zemím poskytnuté, které jsou v grafu též zobrazeny<sup>39</sup>, jeví jako poměrně malé položky.



**Obrázek 17:** Investice zahraničních bank v Řecku, Irsku a Portugalsku (mld. eur)

*Zdroj: [27]*

Závěrem lze shrnout, že dopad na finanční sektor v případě úplného krachu Řecka (případně i jiných zemí) je značně nejistý, což je dalším důvodem pro řešení situace pomocí finančních výpomocí. Takové řešení navíc poskytuje čas zainteresovaným finančním institucím doplnit potřebnou likviditu a částečně tak vylepšit svou pozici, pokud by k úplnému bankrotu některé ze zemí nakonec skutečně došlo.

- **Dopad na společnou měnu euro** – Již dříve bylo zmíněno, že dluhová krize Řecka má určitý dopad i na kurz společné evropské měny – eura (způsobuje jeho znehodnocování). Daleko horší dopad na euro by však měla situace, kdy by došlo k bankrotu a vystoupení některé země z eurozóny. Euro je totiž doposud poměrně důvěryhodnou měnou díky tomu, že za ním stojí vyspělejší evropské země, politika Evropské centrální banky byla doposud poměrně důvěryhodná a je též předpokládána soudržnost zemí v rámci EMU v případě hospodářských problémů některé z nich.

<sup>39</sup> Článek byl vydán 18. dubna 2011, finanční výpomoc poskytnutá Řecku po tomto datu tak není zahrnuta, co se týče finanční výpomoci poskytnuté Portugalsku, je zahrnut pouze její odhad ve výši 80 mld. (skutečná částka byla 78 mld.)

Vystoupení jednoho ze států z EMU by však tuto důvěru nejspíš značně narušilo a to již proto, že by se na finančních trzích začal spekulovat i o možném odchodu dalších zemí. Toto je tedy dalším důvodem, proč se země eurozóny zadluženým zemím rozhodly pomoci.

- **Nemožnost vyloučení země z eurozóny** – Problematická je také samotná právní stránka věci. Pokud by Řecku nebyla finanční pomoc poskytnuta, to by pravděpodobně bylo nuceno vyhlásit bankrot a nakonec by zřejmě muselo z EMU odejít. Možnost vyloučení některé země z EMU však není právně ošetřena. Existují pak v podstatě dvě možnosti, jak by bylo možné odchod státu z eurozóny uskutečnit. Buď by země musela sama podat žádost o vystoupení z Evropské Unie (čímž by automaticky zaniklo i její členství v EMU), nebo by musela být upravena legislativa EU tak, aby bylo možno zemi na základě určitých okolností vyloučit. První varianta v případě Řecka pravděpodobně nepřichází v úvahu, jelikož z členství v EMU v historii značně profitovalo a těchto přínosů se nebude pravděpodobně chtít dobrovolně vzdát. Druhá varianta je pak značně časově náročná a je zapotřebí podpory od členů EMU k tomuto kroku, která v současnosti není valná. Tato varianta by však, ač s obtížemi, byla realizovatelná.

### 4.3. Země PIIGS

Za tzv. země PIIGS bývají označovány státy Portugalsko, Itálie, Irsko, Řecko a Španělsko (zkratka je tvořena z počátečních písmen jejich anglických názvů). V souvislosti s těmito státy se v současné době hovoří o neadekvátní hospodářské politice zejména ve fiskální oblasti a s tím souvisejícím nebezpečím. Mezi těmito zeměmi však přeci jen existují značné rozdíly, a to jak z hlediska celkové výše zadlužení, tak jejich hospodářské situace před vypuknutím krize a důvodů, které vedly k aktuálním problémům. V této podkapitole si tak situaci jednotlivých zemí podrobněji rozebereme a poukážeme zejména na značnou odlišnost Irska a Španělska.

Následující tabulka zobrazuje důležité hospodářské indikátory pro jednotlivé země PIIGS<sup>40</sup>. Z tabulky je patrná odlišnost některých zemí a to hlavně v oblasti veřejného zadlužení.

---

<sup>40</sup> Využité značení: y% – tempo růstu reálného HDP,  $\pi$ % – míra inflace, u% - míra nezaměstnanosti, bú% - podíl salda běžného účtu platební bilance na HDP, V% - veřejný dluh jako procento HDP, D% - rozpočtový deficit jako % HDP



**Tabulka 7: Hospodářské indikátory zemí PIIGS**

<b>y%</b>	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Itálie	1,9	0,5	0,0	1,7	0,9	2,2	1,7	-1,2	-5,5	1,8
Irsko	4,8	5,9	4,2	4,5	5,3	5,3	5,2	-3,0	-7,0	-0,4
Portugalsko	2,0	0,8	-0,9	1,6	0,8	1,4	2,4	0,0	-2,9	1,4
Řecko	4,2	3,4	5,9	4,4	2,3	5,5	3,0	-0,2	-3,3	-3,5
Španělsko	3,7	2,7	3,1	3,3	3,6	4,1	3,5	0,9	-3,7	-0,1
<b>π%</b>	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Itálie	2,3	2,6	2,8	2,3	2,2	2,2	2	3,5	0,8	1,6
Irsko	4	4,7	4	2,3	2,2	2,7	2,9	3,1	-1,7	-1,6
Portugalsko	4,4	3,7	3,3	2,5	2,1	3	2,4	2,7	-0,9	1,4
Řecko	3,7	3,9	3,4	3	3,5	3,3	3	4,2	1,3	4,7
Španělsko	2,8	3,6	3,1	3,1	3,4	3,6	2,8	4,1	-0,2	2
<b>u%</b>	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Itálie	9,0	8,5	8,4	8,0	7,7	6,8	6,1	6,7	7,8	8,4
Irsko	3,9	4,5	4,6	4,5	4,4	4,5	4,6	6,3	11,9	13,7
Portugalsko	4,6	5,7	7,1	7,5	8,6	8,6	8,9	8,5	10,6	12,0
Řecko	10,7	10,3	9,7	10,5	9,9	8,9	8,3	7,7	9,5	12,6
Španělsko	10,5	11,4	11,4	10,9	9,2	8,5	8,3	11,3	18,0	20,1
<b>bú%</b>	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Itálie	-0,1	-0,8	-1,3	-0,9	-1,7	-2,6	-2,4	-2,9	-2,1	-3,3
Irsko	-0,6	-1	0	-0,6	-3,5	-3,6	-5,3	-5,6	-3	-0,7
Portugalsko	-10,3	-8,3	-6,5	-8,4	-10,4	-10,7	-10,1	-12,6	-10,9	-9,9
Řecko	-7,2	-6,5	-6,5	-5,8	-7,6	-11,2	-14,3	-14,7	-11	-10,5
Španělsko	-3,9	-3,3	-3,5	-5,3	-7,4	-9	-10	-9,6	-5,2	-4,5
<b>V%</b>	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Itálie	108,2	105,1	103,9	103,4	105,4	106,1	103,1	105,8	115,5	118,4
Irsko	35,2	31,9	30,7	29,4	27,2	24,7	24,8	44,2	65,2	92,5
Portugalsko	51,2	53,8	55,9	57,6	62,8	63,9	68,3	71,6	83,0	93,3
Řecko	103,7	101,7	97,4	98,6	100,0	106,1	107,4	113,0	129,3	144,9
Španělsko	55,6	52,6	48,8	46,3	43,1	39,6	36,2	40,1	53,8	61,0

D%	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Itálie	-3,1	-3,1	-3,6	-3,5	-4,4	-3,4	-1,6	-2,7	-5,4	-4,6
Irsko	0,9	-0,4	0,4	1,4	1,7	2,9	0,1	-7,3	-14,2	-31,3
Portugalsko	-4,3	-2,9	-3,0	-3,4	-5,9	-4,1	-3,1	-3,6	-10,1	-9,8
Řecko	-4,5	-4,8	-5,6	-7,5	-5,2	-5,7	-6,5	-9,8	-15,8	-10,6
Španělsko	-0,5	-0,2	-0,3	-0,1	1,3	2,4	1,9	-4,5	-11,2	-9,3

*Zdroj: zpracováno podle [26];[76];[64];[1];[21]*

Co se týče tempa růstu produktu, z tabulky je patrné, že v předkrizovém období největší hospodářský růst zažívaly země Irsko a Řecko, i následný propad v období po vypuknutí světové finanční krize je v těchto zemích nejvyšší. U ostatních zemí v předkrizovém období taktéž docházelo ke zvyšování tempa růstu produktu (i když o něco méně) a taktéž je patrný propad způsobený finanční krizí. Ve vztahu k tempu růstu produktu je tak zejména nutné odlišit příčiny hospodářského růstu v Řecku a Irsku, ty byly v obou zemích jiné. O Řecku bylo v této souvislosti pojednáno v první kapitole – hospodářský růst do značné míry souvisel s růstem spotřeby domácností a růstem vládních nákupů. Co se týče Irska, země v uvedeném období zažívala zejména obrovský rozvoj zahraničního obchodu, ale také trhu s nemovitostmi, stavebnictví a finančnictví. Spotřeba domácností sice taktéž výrazně rostla, vládní sektor se však na růstu HDP výrazněji nepodílel.

Inflační situaci ve zmíněných zemích je možné v předkrizovém období hodnotit jako přijatelnou s poměrně malými výkyvy, což může souviset i s určitou stabilizací míry inflace díky členství zemí v eurozóně. Zajímavé jsou záporné hodnoty míry inflace zemí Irsko, Portugalsko a Španělsko ke konci sledovaného období. Docházelo tak k mírnému poklesu cen ve sledovaných zemích. Ač je tento jev nazývaný deflace za normálních okolností škodlivý, v období krize docházelo v uvedených zemích k mírnému poklesu cenové hladiny, což mohlo částečně vyvolat podobné efekty jako vnitřní devalvace. V krátkém období by se tak mohlo jednat i o pozitivní jev.

Co se týče nezaměstnanosti, signifikantní jsou zejména hodnoty zemí Španělsko a Řecko, nepřilíš dobře si v tomto ohledu vedly též státy Itálie a Portugalsko. Pouze Irsko vykazovalo v předkrizovém období poměrně stabilní a celkem nízkou míru nezaměstnanosti. Určitý nárůst nezaměstnanosti v souvislosti s krizí je pak patrný u všech zmíněných zemí (nejméně byla zasažena Itálie). V krizovém období však lze nárůst nezaměstnanosti vnímat jako běžný jev. Co se týče tohoto makroekonomického ukazatele, svou situaci by tedy měly vylepšit zejména Španělsko a Řecko. Obzvlášť v případě Španělska se o vysoké nezaměstnanosti hovoří již delší dobu a v předkrizovém období byly prosazovány určité kroky k jejímu

omezení. K mírnému poklesu skutečně docházelo, ovšem situace se změnila s příchodem finanční krize. Právě vysoká míra nezaměstnanosti může mít vliv i na značné deficity státního rozpočtu Španělska v poslední době, jelikož je třeba vydávat větší objem prostředků na výplatu podpor v nezaměstnanosti.

Velmi negativním jevem jsou záporné hodnoty podílu salda běžného účtu platební bilance na HDP, které vykazují všechny sledované země. Znamená to, že tyto ekonomiky ztrácely vzhledem ke zbytku světa svou konkurenceschopnost. Nejhorší byla situace v Portugalsku a Řecku. Je však zajímavé, že u Irska a Španělska došlo v období krize k obratu k lepšímu, což by mohlo znamenat, že země uskutečnily některé reformní kroky, které vedly a zřejmě i v budoucnu povedou ke zvyšování konkurenceschopnosti. Vysvětlením by mohla být též struktura španělských a irských výrobků a služeb určených na export, které se mohly zejména v krizovém období stát z nějakého důvodu konkurenceschopnější, než obdobné výrobky a služby jiných zemí. Každopádně zvýšení konkurenceschopnosti lze hodnotit jako velmi pozitivní skutečnost, která může zmíněným zemím pomoci překonat hospodářské problémy.

Nejmarkantnější rozdíly mezi státy PIIGS lze však pozorovat v oblasti zadlužení. Vyniká zejména poměrně dobrý stav veřejných financí Španělska a Irska. Irsko sice v poslední době zaznamenalo značný nárůst jak celkového zadlužení, tak rozpočtových deficitů, ovšem to je spojeno s řešením důsledků finanční krize. Krizí byl nejprve zasažen trh s nemovitostmi (došlo k prasknutí bubliny na realitním trhu obdobně jako v USA), následně byl postižen bankovní systém (mechanismus nákazy byl opět podobný, jako v USA). Vláda byla nucena sanovat postižené instituce. Obrovský objem prostředků, který musela na záchranu bank vynaložit, se promítl do růstu zadlužení. Nárůst však nebyl vyvolán neadekvátní hospodářskou politikou a vysokými vládními výdaji v předchozích letech, jako v případě Řecka či Itálie. Z tohoto pohledu se tak příčiny dluhových problémů Irska od ostatních zemí markantně liší.

Co se týče Španělska, z tabulky je patrné velmi nízké úhrnné zadlužení země (jako jedna z mála zemí dokonce Španělsko dlouhodobě plnilo Maastrichtské kritérium šedesátiprocentního podílu veřejného dluhu na HDP). I deficity veřejných financí nebyly (až do příchodu krize) nikterak velké, v některých letech dokonce Španělsko (stejně jako Irsko) hospodařilo s přebytkovým rozpočtem. Deficity posledních let jsou jednak spjaty s řešením dopadů krize (například zvýšené nezaměstnanosti), dále pak se zvyšující se dluhovou službou v souvislosti s panikou na finančních trzích a růstem rizikové přírážky španělských dluhopisů. I Španělsko se tak od ostatních zemí PIIGS významně liší.

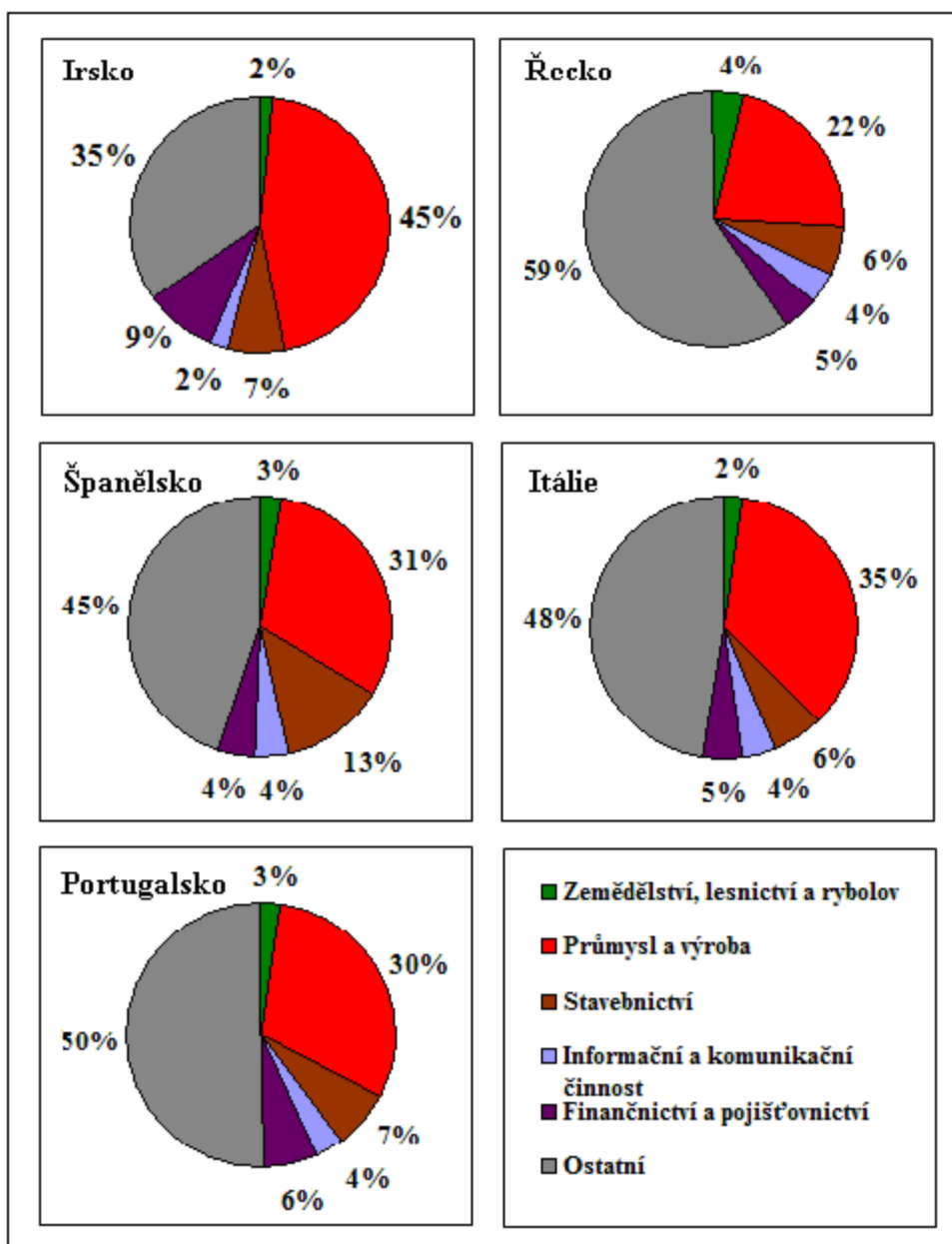
V ostatních zemích, tedy Itálii, Řecku a Portugalsku, již byl vývoj veřejných financí méně příznivý. Itálie a Řecko vykazují nadměrné hodnoty jak v případě úhrnného dluhu, tak co se týče rozpočtových deficitů (v rámci sledovaného období se jim až na výjimky nedařilo plnit ani jedno z Maastrichtských kritérií). V případě Portugalska je nepříznivý zejména vývoj zadlužení, kdy docházelo k poměrně markantnímu nárůstu úhrnného dluhu, a také rozpočtové deficity mají vzestupnou tendenci. Ani veřejné finance Portugalska tak nebyly dlouhodobě v dobré kondici.

Země se však liší i co se týče struktury hospodářství. Podíly nejdůležitějších odvětví na tvorbě přidané hodnoty jsou znázorněny na obrázku 18. Z obrázku jsou patrné některé odlišnosti mezi zmiňovanými zeměmi.<sup>41</sup> Za pozornost stojí zejména 9% podíl finančnictví a pojišťovnictví v Irsku, poměrně nízký podíl průmyslu a výroby v Řecku (pouze 22% což je nejméně v porovnání s ostatními sledovanými zeměmi) a značný podíl stavebnictví (13%) ve Španělsku. V důsledku krizí obvykle dochází k propadu v odvětvích jako stavebnictví, automobilový průmysl a cestovní ruch, zasažen bývá často též finanční sektor. Z tohoto ohledu tak mohlo být (a skutečně bylo) postiženo Irsko v rámci svého finančního sektoru více než jiné země, ve Španělsku se zase mohly projevit určité problémy zejména v souvislosti s poměrně vysokým podílem stavebnictví. Z dlouhodobého pohledu je pak zajímavý malý podíl výroby a průmyslu v rámci hospodářské struktury Řecka. Průmysl bývá považován za nejproduktivnější odvětví, které zároveň poskytuje značný prostor pro tvorbu nových pracovních míst. Nedostatečně rozvinutý průmysl v Řecku je tak jistě negativním jevem.

Jako nejvíce strukturálně odlišná se jeví ekonomika Irska, kde je oproti ostatním státům patrný též daleko vyšší podíl průmyslu a výroby. Jak bylo řečeno výše, dluhové problémy Irska byly zapříčiněny zejména problémy finančního sektoru, který se zároveň na tvorbě přidané hodnoty podílí více než v ostatních sledovaných zemích. Celkově je však struktura irské ekonomiky lepší (zejména díky většímu podílu průmyslu a výroby).

---

<sup>41</sup> Podíly jednotlivých odvětví byly spočítány jako medián pro období 2001 – 2008. Údaje pro Řecko se mohou mírně od údajů o podílu jednotlivých sektorů na HDP uvedených v kapitole 1. Jednak byla data použita v první kapitole převzata z jiného zdroje (BusinessInfo.cz) a za druhé se jednalo o hrubý odhad vzhledem k běžné situaci v zemi, metodika mého výpočtu je tedy jiná.



**Obrázek 18:** Struktura hospodářství zemí PIIGS

*Zdroj: zpracováno podle [54]*

Pokud bychom měli poznatky učiněné v rámci této podkapitoly nějak shrnout, lze konstatovat, že Španělsko a Irsko se od ostatních zemí PIIGS poměrně významně odlišují. Zejména jejich veřejné finance vykazují celkově lepší stav, než veřejné finance ostatních států PIIGS.

Irská ekonomika je navíc i strukturálně zdravější – větší podíl průmyslu a výroby může v budoucnu napomoci k postupnému oživení ekonomiky. Současné problémy Irska byly zapříčiněny zejména finančním sektorem. V tomto ohledu se podpora, poskytnutá zeměmi eurozóny a MMF, jeví jako účelná, jelikož odvrátila státní bankrot země, která jinak netrpí

hlubšími dluhovými problémy. Země do budoucna uvažuje také o některých legislativních změnách, případně i vyšší regulaci a dohledu v oblasti bankovníctví, aby bylo obdobným situacím zabráněno. Problémem Irska je i konkurenceschopnost na zahraničních trzích, zde však byl v období krize zaznamenán obrat k lepšímu.

Co se týče Španělska, krize významně zasáhla zejména trh s nemovitostmi a též sektor stavebnictví, což mělo negativní dopad i na veřejné finance. Španělsko tak v letech 2009 a 2010 hospodařilo s vysokými rozpočtovými deficity. Španělsko se však dlouhodobě jeví jako země s poměrně vysokou fiskální disciplínou a v tomto ohledu je tak nutné považovat zvyšování rizikové přírážky státních dluhopisů země, ke kterému v poslední době dochází, za neopodstatněné. Je způsobeno panikou na finančních trzích díky dluhovým problémům Řecka, ovšem zemi poškozuje, což rozhodně neulehčuje řešení důsledků světové hospodářské krize. Španělsko se bude muset v budoucnu vyrovnat zejména s vysokou nezaměstnaností a též nepřilíš vhodnou strukturou ekonomiky, která souvisí do značné míry i s jeho konkurenceschopností. To bude však s ohledem na nízké zadlužení podstatně jednodušší, než v případě jiných států PIIGS. Dle mého názoru jsou tak Irsko a Španělsko k zemím PIIGS řazeny poněkud neprávem.

Zvláštním případem v rámci zemí PIIGS je Portugalsko a to proto, že jeho zadlužení sice v historii nebylo vysoké, ovšem v poměrně krátkém období značně narůstalo. Na to měla zřejmě podstatný vliv i dlouhodobě nízká konkurenceschopnost země. Dnes se tak dříve poměrně fiskálně zdravá země řadí k problémovým státům. Řešení hospodářských těžkostí bude v této situaci velmi obtížné.

Ve velmi špatné situaci se pak nachází Itálie a Řecko, kde jak rozpočtové deficity, tak úhrnné zadlužení dosahují enormních hodnot. Situace Itálie je však poněkud lepší s ohledem na strukturu hospodářství i hodnoty čtyř základních makroekonomických ukazatelů. I v případě Itálie a Řecka bude řešení dluhových problémů velmi nesnadné. Itálii, Řecko a Portugalsko tak skutečně lze označit za „problémové“ země a jako takové mohou pro eurozónu představovat určité nebezpečí. Je pak nutné se ptát, zda tyto státy vůbec měly být v minulosti za členy eurozóny přijaty, když po fiskální stránce dlouhodobě vykazovaly značné nedostatky.

#### **4.4. Eurozóna a optimální měnová oblast**

Dle Mongelliho [52] lze optimální měnovou oblast (optimal currency area – OCA) definovat jako: „*Optimální geografické území s jednotnou měnou (nebo několika měnami,*

jejichž měnové kurzy jsou neodvolatelně zafixovány a mohou být v budoucnu sjednoceny). Společná měna (nebo více navzájem zafixovaných měn) může přitom oproti ostatním světovým měnám volně kolísat. Území OCA je dáno územím svrchovaných států, které se rozhodly dobrovolně přijmout jednotnou měnu (či neodvolatelně zafixovat své měny). Optimalita je pak definována několika vlastnostmi OCA včetně mobility pracovních sil a dalších faktorů produkce, cenovou a mzdovou flexibilitou, otevřeností ekonomiky, diversifikací výroby a spotřeby, podobností míry inflace či fiskální a politickou integrací.“ Kritérii optimality se budeme zabývat v následujícím textu tak, jak je definovali ekonomové Robert Mundell, Ronald McKinnon a Peter Kenen, kteří jsou za tvůrce této teorie obecně považováni. Teorie optimální měnové oblasti, jejíž počátky spadají do 60. let 20. století a jsou spojeny s prací Roberta Mundella, byla následně empiricky verifikována a testována, objevila se také kritika některých jejích závěrů. Podmínky, které byly výše zmíněnou trojicí ekonomů formulovány, jsou přesto dodnes využívány k posouzení optimality měnových oblastí.

Teorie optimální měnové oblasti v této podobě se zaměřuje na náklady, které s sebou nese členství v měnové unii díky působení tzv. asymetrických šoků.<sup>42</sup> Snaží se přitom nalézt takovou oblast, v rámci níž by nedocházelo (či docházelo pouze velmi zřídka) k výskytu asymetrických šoků, a která by tedy z hlediska teorie OCA byla optimální měnovou oblastí. Cílem je definování podmínek, které by optimální měnová oblast měla splňovat. V rámci naší práce je teorie uvedena s ohledem na existenci odlišností v rámci EMU, na jejichž základě se lze domnívat, že podmínky teorie OCA nejsou splněny, tudíž eurozóna v současné podobě není ideální měnovou oblastí. Z toho následně plyne i existence problémů a nerovnováh v rámci EMU, kterým země musí čelit a které pravděpodobně do značné míry souvisí i se současnou dluhovou krizí Řecka.

#### **4.4.1. Teorie optimální měnové oblasti**

Teorie optimální měnové oblasti vychází z existence asymetrických šoků, které mohou postihnout země zapojené do měnové unie. Jsou definovány podmínky, které by členské země měly splňovat, aby k asymetrickým hospodářským šokům v rámci měnové unie, buď nedocházelo, nebo aby existoval určitý automatický mechanismus, který povede k nápravě negativních důsledků asymetrického šoku. Tyto podmínky jsou následující:

---

<sup>42</sup> Asymetrický šok lze chápat jako jakoukoli událost, která postihne pouze některou národní ekonomiku, či která odlišně působí v různých ekonomikách a vyvolává tak rozdílné (obvykle protichůdné) dopady. V rámci měnových unií jsou některými ekonomy takovéto šoky považovány za negativní jev, jelikož postižené země nemohou vzniklou situaci řešit pomocí vlastní monetární či kurzové politiky.

- **Mobilita pracovních sil v rámci měnové unie** – Dojde-li v rámci měnové unie k asymetrickému šoku, nelze pro řešení jeho důsledků využít změny úrokových sazeb popřípadě zhodnocení (znehodnocení) měnového kurzu. V situaci, kdy se z určitého důvodu sníží poptávka po výrobcích země A a zároveň zvýší poptávka po obdobných výrobcích země B, tak dojde k tomu, že země A bude čelit nárůstu nezaměstnanosti, země B pak inflačním tlakům. Bude-li mezi těmito zeměmi existovat značná mobilita pracovních sil, zaměstnanci ze země A s vysokou nezaměstnaností se budou stěhovat do země B za prací, čímž dojde v čase k automatickému vyrovnání. Není-li mobilita pracovních sil dostatečná, dosažení opětovné rovnováhy bude znamenat růst cenové hladiny v zemi B. Mobilita pracovních sil tak jinými slovy umožňuje vyrovnání bez růstu cen (inlace). Mobilita je však často v rámci měnových unií z různých důvodů omezena – například díky jazykovým a kulturním bariérám, odlišným sociálním a důchodovým systémům, dalším institucionálním a právním překážkám, nutnosti zaučení pracovníků aj. Kritérium mobility pracovních sil definoval Robert Mundell.
- **Mzdová flexibilita** – K vyrovnání by mohlo dojít také prostřednictvím mzdové sazby. Pokud by při uvažované situaci došlo ke snížení mzdové sazby v zemi A a zároveň ke zvýšení mzdové sazby v zemi B, dojde ke zvýšení konkurenceschopnosti země A (její výrobky budou levnější díky poklesu ceny práce), což bude stimulovat poptávku po jejím zboží. V zemi B pak nastane opačná situace. To opět povede k vyrovnání. Mzdová flexibilita je ovšem také do značné míry omezena a to díky existenci odborových organizací, kolektivních smluv aj.
- **Diversifikace výroby** – Toto kritérium definoval Peter Kenen. Vycházel přitom z předpokladu, že asymetrické hospodářské šoky bývají většinou spojeny se změnou preferencí spotřebitelů či příchodem nových technologií, díky nimž dojde k produkci zcela nových výrobků. Nejvíce tak budou asymetrickým šokem postiženy země, které se specializovaly na konkrétní typ zboží, u něž vlivem asymetrického šoku došlo k omezení poptávky. Aby bylo možné této situaci v rámci měnové unie předejít, měla by být optimální měnová oblast tvořena zeměmi, jejichž výroba je značně diversifikována a má obdobnou strukturu.
- **Otevřenost ekonomiky** – Kritérium vychází z faktu, že pokud je země malá a otevřená (tedy do značné míry obchoduje se zahraničím), má malou schopnost ovlivňovat ceny svého zboží na světových trzích.<sup>43</sup> Potom ztráta možnosti ovlivňovat vlastní měnový kurz

---

<sup>43</sup> Vysvětlení například [3]



(díky vstupu do měnové unie) není významná. Optimální měnovou oblast tak tvoří velmi otevřené ekonomiky, které mezi sebou často obchodují. Toto kritérium definoval Ronald McKinnon.

- **Jednotné priority** – Země v rámci měnové unie by měly mít jednotné priority v hospodářské oblasti a měly by být schopny shodnout se na tom, jak je nutné postupovat v případě hospodářských šoků. Obdobné priority však obvykle mají země, které jsou si značně podobné, co se týče hodnoty makroekonomických ukazatelů, struktury hospodářství, kulturních zvyklostí a životní úrovně obyvatel. Pokud se země v těchto parametrech liší, potom má vždy vybrané řešení hospodářského šoku určité redistribuční účinky, kdy některé země mohou na zvoleném řešení tratit více, než jiné. V takové situaci je pak hledání společného řešení politicky často problematické.
- **Soudržnost a fiskální transfery** – Výše definovaná kritéria optimální měnové oblasti není pravděpodobně nikdy možné plně naplnit. Proto vždy budou mezi zeměmi v měnové unii existovat jisté, větší či menší, nerovnováhy. Je pak nutné, aby mezi zeměmi tvořícími měnovou oblast existoval určitý stupeň solidarity. Solidarita na nadnárodní úrovni je však pro občany obvykle méně pochopitelná, než v rámci vlastní země, a to díky nacionalistickým tendencím. V ideálním případě by se země, tvořící měnovou oblast, měly dohodnout, že v případě postižení některého státu asymetrickým hospodářským šokem budou jeho negativní důsledky ostatní země kompenzovat v podobě finančních transferů. Ty by mohly být poskytovány například prostřednictvím vytvoření nadnárodního rozpočtu (rozpočtu měnové unie), do nějž by jednotlivé země přispívaly prostřednictvím daní a z nějž by bylo následně možno transfery vyplácet. (Existence nadnárodního rozpočtu by samozřejmě byla krokem k větší integraci i ve fiskální rovině.) Obdobný systém existuje například v USA, kdy jsou některé základní výdaje hrazeny z federálního rozpočtu, v případě problémů některého ze států (například současné dluhové problémy Kalifornie) je tak zajištěno alespoň základní fungování správy v postiženém státě, které je financováno z federálního (nikoli státního) rozpočtu. Finanční transfery jsou ovšem spjaty s nebezpečím morálního hazardu a to zvláště v případě, pokud by nerovnováhy v rámci unie byly dlouhodobého (nikoli jednorázového) charakteru. Mohlo by tak dojít k situaci, kdy by produktivnější a silnější země dlouhodobě „doplácely“ na slabší články měnové unie.

#### 4.4.2. Naplňování kritérií OCA v EMU

Mnoho autorů se v minulosti zabývalo zkoumáním naplňování jednotlivých kritérií OCA v rámci EMU. Obvykle se má za to, že podmínky otevřenosti ekonomiky a diversifikace produkce jsou v rámci eurozóny do značné míry splněny. Největší problém tak bývá spatřován v nenaplnění podmínky mobility pracovních sil, neexistenci možných fiskálních transferů pro vyrovnání nepříznivých dopadů asymetrických hospodářských šoků a nejednotných priorit v rámci EMU.

Samotnou možnost výskytu asymetrických hospodářských šoků, otevřenost ekonomik, jejich vzájemnou propojenost obchodem a podobnost struktur hospodářství u některých evropských zemí zkoumali autoři Bayoumi a Eichengreen [4]. V roce 1996 publikovali článek s názvem *Ever Closer to Heaven? An Optimum Currency Area Index for European Countries*, v němž zkonstruovali tzv. OCA index. Vytvořili následující regresní model, jehož koeficienty byly odhadnuty podle údajů 21 průmyslově vyspělých zemí ve vztahu k Německu v letech 1983-1992.

$$SD(e_{ij}) = -0,09 + 1,46SD(\Delta y_i - \Delta y_j) + 0,022DISSIM_{ij} - 0,054TRADE_{ij} + 0,012SIZE_{ij} \quad (4)$$

kde:  $SD(e_{ij})$  je směrodatná odchylka změny v logaritmu nominálního směnného kurzu zemí  $i$  a  $j$  ke konci roku

$SD(\Delta y_i - \Delta y_j)$  je směrodatná odchylka rozdílu v logaritmu změny reálného výstupu v zemi  $i$  a  $j$

$DISSIM_{ij}$  je suma absolutních rozdílů v podílu zemědělství, těžby a průmyslu zemí  $i$  a  $j$  na celkovém vzájemném obchodu

$TRADE_{ij}$  je průměr podílu vzájemného obchodu zemí  $i$  a  $j$  na HDP

$SIZE_{ij}$  je aritmetický průměr logaritmů HDP země  $i$  a  $j$  vyjádřeného v USD

Proměnná  $SD(\Delta y_i - \Delta y_j)$  vypovídá o míře sladění ekonomických cyklů (tedy o možnosti existence asymetrických hospodářských šoků) dané země s Německem, proměnná  $DISSIM_{ij}$  udává strukturální podobnost zkoumaných ekonomik s ekonomikou Německa, proměnná  $TRADE_{ij}$  reprezentuje propojenost obchodem a proměnná  $SIZE_{ij}$  udává velikost dané ekonomiky vzhledem k ekonomice německé. Výsledná hodnota  $SD(e_{ij})$  pak určuje kolísání nominálních kurzů měn sledovaných zemí vzhledem k německé marce. Výchozím předpokladem je, že zavedení jednotné měny bude pro zemi tím výhodnější, čím

menší tendenci k oscilaci má její nominální směnný kurz. Na základě indexu tak byla hodnocena vhodnost vytvoření měnové unie příslušné země s Německem (později byl index aplikován i na EMU jako celek). Tabulka č. 8 zobrazuje hodnoty vypočtené Bayoumim a Eichengreenem pro některé evropské země.

**Tabulka 8** – Index OCA pro vybrané země dle Bayoumiho a Eichengreena

Země / rok	1987	1991	1995
Belgie	0,003	-0,008	0,013
Dánsko	0,063	0,060	0,074
Finsko	0,098	0,095	0,087
Francie	0,068	0,067	0,074
Irsko	0,043	0,036	0,021
Itálie	0,070	0,065	0,059
Nizozemí	0,003	-0,008	0,007
Norsko	0,078	0,078	0,077
Portugalsko	0,068	0,066	0,062
Rakousko	0,008	-0,004	0,008
Řecko	0,053	0,054	0,054
Španělsko	0,088	0,082	0,073
Švédsko	0,068	0,063	0,056
Švýcarsko	0,038	0,030	0,023
Velká Británie	0,099	0,094	0,089

*Zdroj:[4]*

Za země, které jsou vhodnými kandidáty k vytvoření měnové unie s Německem, považují autoři státy s hodnotou OCA indexu 0,025 a nižší (jedná se o země Belgie, Rakousko, Nizozemí, Švýcarsko a Irsko). Země Švédsko, Itálie, Řecko, Portugalsko a Španělsko tvoří druhou skupinu, která se vyznačuje poměrně vysokou hodnotou indexu, která se však v čase snižuje – autoři tuto skupinu považují za země k EMU konvergující. Státy Francie, Velká Británie, Dánsko, Norsko a Finsko pak byly označeny za země, pro něž by členství v EMU bylo nevhodné.

Na základě konstrukce OCA indexu byla později často posuzována vhodnost členství konkrétních zemí v EMU. Index však má několik nedostatků – jednak je poměrně statický, nezohledňuje tak zlepšování některých zemí v čase. (Například index pro Finsko se podle pozdějších výpočtů v čase výrazně vylepšil, oproti tomu jihoevropské státy Španělsko

a Portugalsko si v čase pohoršily<sup>44</sup>, i to by tak mohlo poukazovat na zvyšující se nerovnováhy v rámci EMU, co se týče jihoevropských států.) Dále index zahrnuje jen některá z kritérií optimální měnové oblasti, abstrahuje například od mobility pracovních sil. Nicméně, pomineme-li určitou odchylku v případě Finska (u něhož později došlo k výraznému zlepšení), pravděpodobně index dokazuje, že zkoumané země tvořící nynější eurozónu, jsou poměrně otevřenými ekonomikami, které mezi sebou značně obchodují, jejichž ekonomiky mají obdobnou strukturu a jejichž hospodářské cykly jsou si do určité míry podobné. De facto jsou tak splněna kritéria otevřenosti ekonomiky a diversifikace výroby.<sup>45</sup>

Jak již bylo řečeno, OCA index však nezahrnuje jiná kritéria teorie optimální měnové oblasti. Co se týče mobility pracovních sil, k dané problematice neexistují statistická data, na jejichž základě by bylo možno mezi sebou jednotlivé státy porovnávat. Nicméně i podle statistických údajů o celkové migraci obyvatelstva je většinou usuzováno, že v rámci Evropy je mobilita pracovních sil poměrně nízká (rozhodně nižší, než například v USA). Proto mnoho autorů došlo k závěru, že toto kritérium eurozóna nespĺňuje a to i proto, že země nejsou hlouběji integrovány na poli fiskální politiky a ani právní předpisy, důchodový a sociální systém, jazyk a kulturní zvyklosti nejsou v jednotlivých zemích stejné (na rozdíl od již zmiňovaných USA). To vše do značné míry souvisí i s jednotností priorit – toto kritérium je tak na poli EMU splněno pouze částečně. Existují rozdíly jak v ekonomické výkonnosti členských států, tak ve výši zadlužení jednotlivých států a přístupu k němu, v právním systému, výši inflace a nezaměstnanosti aj. Co se týče sociální soudržnosti a fiskálních transferů, ta je v rámci EMU dokonce potlačována existencí doložky „no-bailout“ zakotvené v Maastrichtské smlouvě.

Eurozóna tak nespĺňuje některé z podmínek optimální měnové oblasti, navíc doposud není možné vzniklé nerovnováhy vyrovnat pomocí fiskálních transferů (i když poskytnutá pomoc Řecku, Irsku i Portugalsku takovouto pomocí de facto je). Aby bylo možno případným nerovnováhám čelit, bude tak nutné přehodnotit přístup k možným finančním transferům v rámci zemí EMU (tedy uvažovat i o možnostech společné evropské daně a unijního rozpočtu), zároveň však důsledně dbát na dodržování fiskálních pravidel tak, aby s možností fiskálních transferů nevyvstalo nebezpečí morálního hazardu.

V této souvislosti lze například zmínit příklad Kalifornie, která ač má obdobné dluhové problémy jako Řecko, nepředstavuje pro USA významnější hrozbu a to z toho důvodu,

---

<sup>44</sup> Pro Řecko údaje nejsou k dispozici

<sup>45</sup> Naplnění těchto kritérií je posuzováno i podle jiných parametrů například v knize [3], závěry jsou obdobné.

že USA jsou do značné míry integrovány i po fiskální stránce a základní chod státu je financován z federálního rozpočtu. K bankrotu některého státu tak sice dojít může, takováto situace však výrazněji neovlivní federaci jako celek, tudíž ani americký dolar. Navíc i dopad bankrotu Kalifornie na obyvatelstvo by byl podstatně nižší, než v případě Řecka (díky vyšší mobilitě pracovních sil, mzdové flexibilitě, společnému důchodovému a zdravotnímu systému v USA, existenci federálního rozpočtu aj).

Teorie optimální měnové oblasti se navíc zaměřuje pouze na monetární stránku věci a předpokládá fiskální disciplínu jednotlivých zemí. Uvažuje tak pouze nerovnováhy vzniklé na základě vnějších příčin, které daná země není schopna ovlivnit. Eurozóna však není optimální oblastí ani z hlediska podobnosti fiskálních a hospodářských politik členských států, jak bude dokázáno v následujícím textu.

#### **4.5. Podobnost fiskálních politik členských států EMU**

Podobnost zemí v této oblasti bude zhodnocena pomocí shlukové analýzy. Pro její vypracování byly zvoleny některé faktory, které byly identifikovány ve druhé kapitole jako příčiny dluhové krize v Řecku a které souvisejí zejména s fiskální stabilitou země. Jedná se o kritéria: podíl veřejného dluhu na HDP, primární rozpočtová bilance jako procento HDP, podíl šedé ekonomiky v procentech HDP, podíl zaměstnanců ve veřejném sektoru na celkovém počtu zaměstnanců v národním hospodářství, produktivita práce a složená daňová kvóta. Byly přidány též čtyři základní makroekonomické ukazatele (míra inflace, míra nezaměstnanosti, saldo běžného účtu platební bilance ku HDP a tempo růstu produktu) k porovnání obdobnosti hospodářských politik sledovaných zemí. Došlo k vytvoření dvou shlukových analýz – jedna zahrnuje pouze členské země EMU a druhá zahrnuje všechny státy, které jsou členy Evropské Unie (tedy i země, u nichž je v budoucnu vstup do EMU možný). Data byla získána z databáze Eurostat (kromě údajů o podílu šedé ekonomiky, které pocházejí z článku Friedricha Schneidera [67] a to pro jednotlivé roky za období 2000 – 2008 (jen pro kritérium podílu šedé ekonomiky byla využita data za období 1999 – 2007). Udaná období byla zvolena z toho důvodu, že pro ně lze dohledat hodnoty ukazatelů pro všechny sledované ekonomiky. Z údajů jednotlivých let byl vytvořen medián, aby byly ošetřeny případné jednorázové výkyvy ve sledovaných zemích a nedošlo tak ke zkreslení výsledků. Vypočtené mediány byly následně vstupními daty shlukové analýzy. Pro zpracování analýzy byl použit statistický program Statistica, verze 10.

### 4.5.1. Shluková analýza

Shluková analýza umožňuje rozřídít sledované jednotky do shluků (množin objektů) na základě jejich podobnosti podle definovaných kritérií. Jak se lze dočíst v [32]: „*Základním cílem shlukové analýzy je zařadit objekty do skupin (shluků) a to především tak, aby dva objekty stejného shluku si byly více podobné, než dva objekty různých shluků.*“ Jak uvádí Kubanová [42], „*shlukovou analýzu provádíme zpravidla na množině  $n$  objektů, z nichž je každý popsán prostřednictvím  $p$  ukazatelů, které má smysl na dané množině objektů sledovat. Získáme tak následující matici typu  $n \times p$*

$$X = \begin{matrix} & x_{11} & x_{12} & \dots & x_{1p} \\ x_{21} & x_{21} & x_{22} & \dots & x_{2p} \\ \dots & \dots & \dots & \dots & \dots \\ x_{n1} & x_{n1} & x_{n2} & \dots & x_{np} \end{matrix} \quad (5)$$

kde  $x_{ik}$  značí hodnotu  $k$ -tého ukazatele u  $i$ -tého objektu. Tato matice je nazývána datovou maticí.“ Pro takto upravená data se následně zjišťují tzv. míry podobnosti (respektive vzdálenost objektů v euklidovském prostoru)<sup>46</sup>. K určení vzdálenosti objektů existují různé metody, nejčastěji používaná je tzv. Euklidovská vzdálenost, která byla využita i pro shlukovou analýzu v této práci. Euklidovská vzdálenost je počítána dle vztahu:

$$d(X_i, X_j) = \sqrt{\sum_{k=1}^p (x_{ik} - x_{jk})^2} \quad (6)$$

kde:  $x_{ik}$  – hodnota  $k$ -tého pozorování na  $i$ -tém prvku

$x_{jk}$  – hodnota  $k$ -tého pozorování na  $j$ -tém prvku

K výpočtu Euklidovské vzdálenosti je obvykle třeba provést tzv. normovací transformaci, tedy převést data na bezrozměrná čísla (blíže například [42]). Následně je vypočtena vzdálenost a na datový soubor aplikována některá z metod shlukování. Nejčastěji bývá použito některé z hierarchických aglomerativních shlukovacích metod, kdy každý shluk je současně podmnožinou jiného shluku a jednotlivé objekty jsou postupně seskupovány do shluků do té doby, dokud netvoří jeden velký shluk. Mezi tyto metody patří i metoda nejbližšího souseda, která byla využita v našem případě. Metoda je definována následujícím vztahem:

$$d(S_h, S_k) = \min \{ d(X_i, X_j) \mid X_i \in S_h; X_j \in S_k \} \quad (7)$$

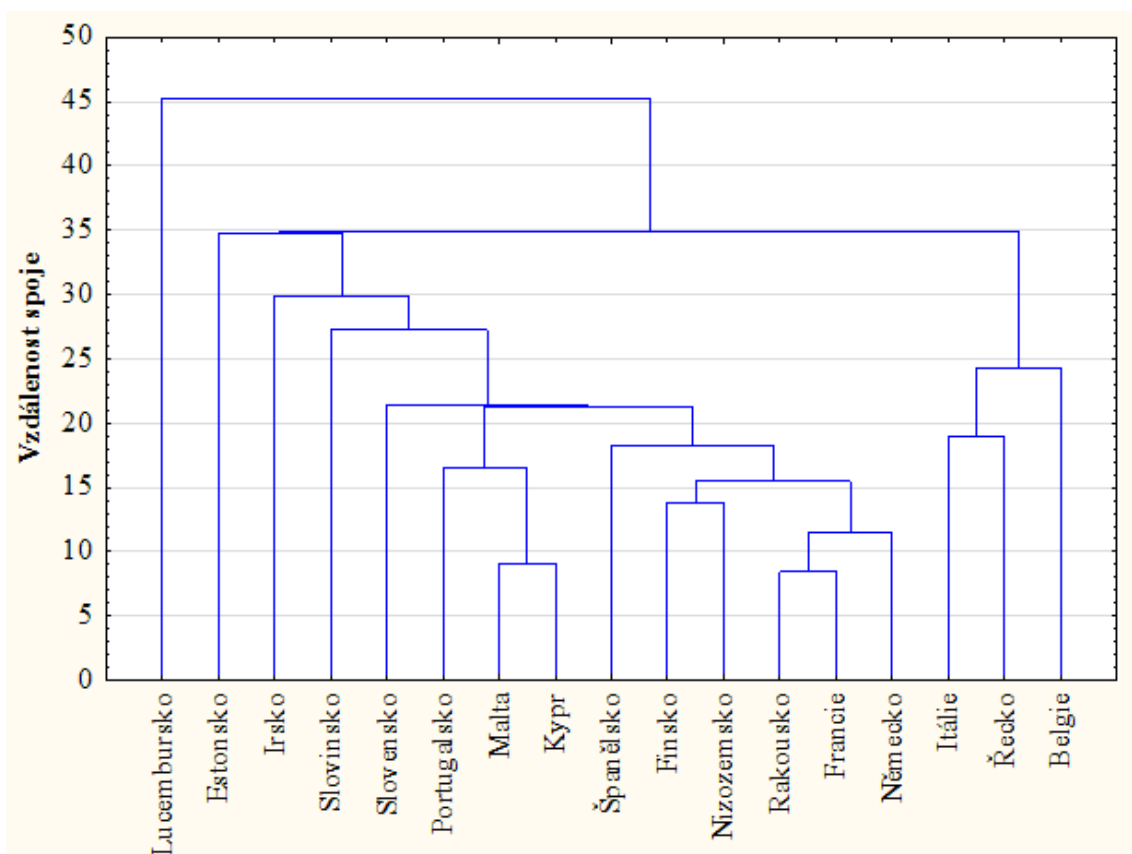
<sup>46</sup> Konkrétní definice těchto pojmů viz [42]

Jak uvádí Kubanová: „Za vzdálenost dvou shluků je pro účely této metody považována vzdálenost jejich nejbližších prvků.“

Ke grafickému znázornění výsledků analýzy je využíván tzv. dendrogram. Na jedné z os tohoto grafu je vždy zobrazena vzdálenost (tedy podobnost) mezi sledovanými objekty, na druhé ose jsou pak uvažované objekty. Dendrogram zachycuje postupný proces shlukování.

#### 4.5.2. Výsledky shlukové analýzy

Výsledky provedených shlukových analýz jsou zobrazeny pomocí dendrogramů – obrázky 19 a 20. Zdrojovou tabulku dat, z níž bylo při analýze vycházeno, lze nalézt v příloze č. 2. Obrázek č. 19 znázorňuje dendrogram pro země eurozóny, obrázek č. 20 pak dendrogram pro všechny členské státy EU. Vzdálenost, do které bude shlukování uvažováno, byla zvolena 20, jelikož do této vzdálenosti je patrné již určité shlukování objektů do souvislejších celků, zároveň však tyto celky nejsou příliš velké a tak lze vyzorovat shodné znaky mezi některými skupinami objektů. Vzdálenost je v obrázcích vyznačena červenou čarou.



**Obrázek 19:** Dendrogram pro země eurozóny

Zdroj: vlastní zpracování, data [1];[26];[64];[76];[21];[45];[50];[67]

Z obrázku č. 19 je patrné, že v průběhu shlukování došlo (do vzdálenosti 20) k vytvoření následujících shluků:

- **Shluk 1:** Portugalsko, Malta, Kypr
- **Shluk 2:** Španělsko, Finsko, Holandsko, Rakousko, Francie, Německo
- **Shluk 3:** Itálie, Řecko
- Zároveň země Lucembursko, Estonsko, Irsko, Slovinsko, Slovensko a Belgie se do uvažované vzdálenosti nepřidaly k žádnému z vytvořených shluků.

Výsledky byly interpretovány následovně:

- **Shluk 1** – Fiskální vývoj zemí v rámci této skupiny není možné z dlouhodobého hlediska hodnotit kladně, parametry hospodářského vývoje jsou dobré až na konkurenceschopnost vůči zahraničí. Jedná se o země, jejichž úhrnný veřejný dluh (vyjádřeno mediánem za sledované období) byl sice poměrně nízký (okolo 60%), avšak jeho dynamika není příliš dobrá – a to zejména v případě Portugalska, jehož veřejný dluh mezi lety 2001 – 2010 vzrostl z cca 51% na cca 93% HDP. U Malty lze určitý nárůst zadlužení také pozorovat. Co se týče Kypru, zde sice zadlužení v čase kolísá kolem 60%, ovšem Kypr je nutno vnímat jako poněkud specifickou zemi z toho důvodu, že je pokládán za jeden z daňových rájů. Neadekvátní vývoj zadlužení je patrný i z ukazatele primární rozpočtové bilance (v % HDP). Portugalsko a Malta vykazují primární rozpočtový deficit, Kypr mírný přebytek (vysvětlení by mohlo být obdobné, jako u výše veřejného dluhu). Velmi negativním jevem je však záporné saldo běžného účtu platební bilance, které země shodně vykazují. Znamená to, že výrobky a služby těchto států se stávají na světových trzích méně konkurenceschopné. Zároveň země trpí i nízkou produktivitou práce, která je v rámci eurozóny vysoce podprůměrná (jedná se o jedny z nejnižších hodnot). Značný je také podíl šedé ekonomiky, v rámci eurozóny nadprůměrný (mezi zeměmi EU se jedná o lehce nadprůměrné hodnoty). Země dále charakterizuje spíše vyšší podíl zaměstnanců pracujících ve veřejném sektoru a nízké daňové zatížení. Míra nezaměstnanosti je ve sledovaných ekonomikách v porovnání s ostatními zeměmi eurozóny i EU spíše nižší, tempo růstu produktu ani inflace nevykazují velké odchylky od optimálních hodnot.
- **Shluk 2** – Země řadící se do tohoto shluku lze hodnotit jako poměrně fiskálně disciplinované, i parametry jejich hospodářského vývoje jsou dobré. Vyznačují se nízkým úhrnným dluhem (do 65% HDP) a povětšinou přebytkovou primární rozpočtovou bilancí (u Německa je vyrovnaná, u Francie lehce deficitní). Za pozornost stojí vysoké primární rozpočtové přebytky Španělska, Holandska a Finska. Podíl šedé ekonomiky je velmi



nízký a saldo běžného účtu platební bilance přebytkové (Španělsko se v těchto dvou ukazatelích poněkud odlišuje – podíl šedé ekonomiky je v rámci eurozóny spíše nadprůměrný, schodek běžného účtu platební bilance je poměrně vysoký). Vysoká je produktivita práce všech zemí v tomto shluku. Zdanění je v rámci evropských zemí nadprůměrné (opět vyjma Španělska, kde je zhruba průměrné). Země se značně liší, co se týče počtu zaměstnanců ve veřejném sektoru a míry nezaměstnanosti. Míra inflace je poměrně nízká, tempo růstu je s ohledem na optimální hodnoty dle magického čtyřúhelníku stále dobré, mezi evropskými zeměmi však poměrně nízké.

- **Shluk 3** – Po fiskální stránce se jedná o značně nedisciplinované země, u nichž medián veřejného dluhu za sledované období převyšoval 100% HDP. Primární rozpočtová bilance byla sice v případě Itálie kladná, v případě Řecka však záporná. Obě země také trpěly ztrátou konkurenceschopnosti plynoucí ze záporného salda běžného účtu platební bilance. Vysoký je v obou státech podíl šedé ekonomiky, počet zaměstnanců ve veřejném sektoru je průměrný, nezaměstnanost lehce vyšší než průměr mezi zeměmi EU, míra inflace průměrná. V ostatních charakteristikách se již země rozcházejí – Řecko vykazuje nízké úhrnné zdanění, v rámci eurozóny podprůměrnou produktivitu práce a tempo růstu produktu 3,5%, Itálie oproti tomu poměrně vysoké úhrnné zdanění, vysokou produktivitu práce, ale nižší tempo růstu (1,7%). Celkově lze ekonomiku Itálie hodnotit po fiskální a hospodářské stránce lépe, zejména s ohledem na vyšší produktivitu práce a vyšší zdanění (díky němuž budou vyšší i rozpočtové příjmy).
- **Ostatní země** – Zajímavé je vnímat i skupinu zemí, které nebyly zařazeny do žádného vytvořeného shluku. Jako nejméně podobné všem zkoumaným státům se s ohledem na postup shlukování jeví Lucembursko. Země je charakteristická enormně nízkým zadlužením (6,3%), primárním rozpočtovým přebytkem (2,4%), extrémně nízkým podílem šedé ekonomiky (9,8%, což je vůbec nejnižší údaj v rámci EU), nejvyšší produktivitou práce v EU a vysokými přebytky běžného účtu platební bilance (10,4%). Ostatní makroekonomické indikátory (míra inflace, míra nezaměstnanosti a tempo růstu produktu) se pohybují kolem 3 – 4%. Zajímavý je vysoký podíl zaměstnanců ve veřejném sektoru (nejvyšší v EU). Zdanění je v EU lehce nadprůměrné, což je zajímavé i z toho hlediska, že tato země bývá označována za jeden z daňových rájů. Fiskální a makroekonomická kondice Lucemburska je tak velmi dobrá, pravděpodobně nejlepší v EU. Druhým státem, který nebyl zařazen do žádného shluku, je Belgie. Belgie je poměrně zajímavá, co se týče veřejného zadlužení – ač je podíl veřejného dluhu k HDP poměrně vysoký, země se dlouhodobě snaží o nápravu a tento podíl se jí tak daří v čase

snížovat (což dokládá též vysoký primární rozpočtový přebytek – cca 4,4%). Belgie v minulosti aplikovala program na snížení poměru veřejného zadlužení a toto jsou jeho pozitivní důsledky. Země se dále vyznačuje vysokou produktivitou práce, kladným saldem běžného účtu platební bilance (vzhledem k ostatním ekonomikám je tak konkurenceschopná), podíl šedé ekonomiky je průměrný, tempo růstu produktu se pohybuje okolo 1,7% , nezaměstnanost okolo 7,5%, inflace je nízká (okolo 2,3%). Daňové zatížení belgických obyvatel patří k nejvyšším v EU. Zajímavý je též poměrně vysoký podíl zaměstnanců ve veřejném sektoru (což může souviset i se sídlem některých orgánů EU v Bruselu). Země Estonsko, Slovensko a Slovinsko budou rozebrány podrobněji při popisu dendrogramu pro celou EU, zde zmíníme ještě Irsko, které taktéž nebylo zařazeno do žádného z vytvořených shluků. Situace Irska po fiskální i hospodářské stránce se v dlouhodobém horizontu jeví velmi dobře (což je důležité zejména v souvislosti s aktuální krizí). Veřejný dluh se ve sledovaném období pohyboval kolem 30,7% HDP, země vykazovala primární rozpočtové přebytky (cca 2,4%), produktivita práce byla nadprůměrná (druhá nejvyšší v EU), podíl šedé ekonomiky nízký, i zdanění bylo poměrně nízké, zajímavý je druhý nejnižší podíl zaměstnanců ve veřejném sektoru v rámci EU. Míra inflace se pohybovala okolo 3%, nezaměstnanost cca 4,5%. Hospodářský růst byl vysoký (5,2%). Jediným negativem bylo záporné saldo běžné účtu platební bilance. I to mohl být jeden z důvodů, proč byla země náchylná k propuknutí finanční krize. V budoucnu tak bude třeba se na tuto oblast více zaměřit

Nyní provedeme shlukovou analýzu se zahrnutím všech členských států EU (viz obrázek 20). Vytvořily se následující shluky:

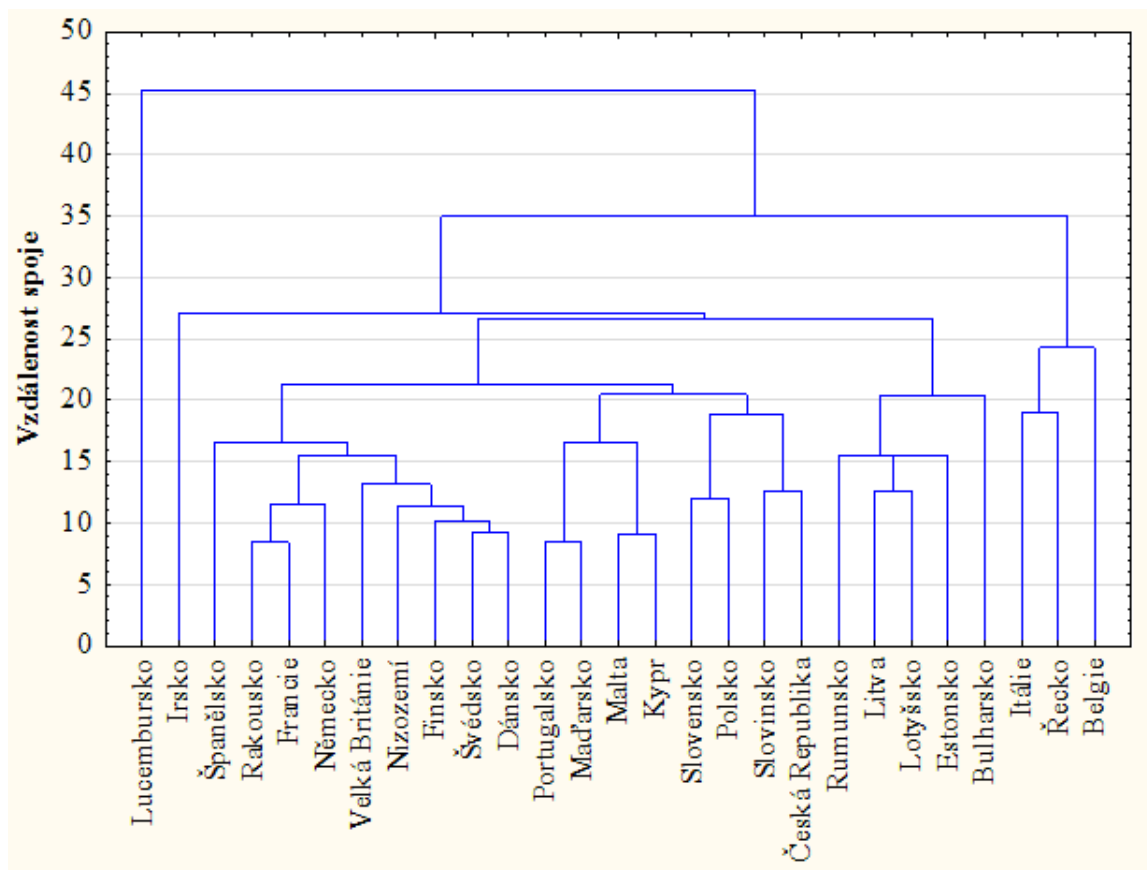
- **Shluk 1:** Portugalsko, Malta, Kypr + Maďarsko
- **Shluk 2:** Španělsko, Finsko, Holandsko, Rakousko, Francie, Německo + Velká Británie, Švédsko a Dánsko
- **Shluk 3:** Itálie, Řecko
- **Shluk 4:** Slovensko, Polsko, Slovinsko, Česká Republika
- **Shluk 5:** Rumunsko, Litva, Lotyšsko, Estonsko
- Zároveň země Lucembursko, Irsko, Belgie a Bulharsko nebyly zařazeny do žádného shluku

Charakteristiky prvního shluku se přitom výrazněji nezměnily. Nově přidané Maďarsko vykazuje pouze poněkud vyšší hodnotu inflace a výše jeho úhrnného veřejného zadlužení v čase kolísá mezi cca 52 – 85% HDP. Ani u druhého shluku nedošlo k výraznějším změnám – pouze nově začleněná Velká Británie (na rozdíl od některých dalších států v rámci shluku)

vykazuje primární rozpočtový deficit (0,7%) a také deficit běžného účtu platební bilance (2,1%). Je také patrné, že Velká Británie a Španělsko se k ostatním zemím přidávají na největší vzdálenosti, tedy jsou jim méně podobné. Třetí shluk zůstal beze změny. Vytvořily se však dva nové shluky.

- **Shluk 4** – Země v rámci tohoto shluku se vyznačují poměrně nízkým úhrnným zadlužením (mezi 26 – 45% HDP), avšak nepříznivým tempem růstu dluhu spojeným s primárními rozpočtovými deficity. Shodně mají též deficity na běžném účtu platební bilance, jsou tak vzhledem k zahraničním ekonomikám méně konkurenceschopné. Produktivita práce je v rámci EU podprůměrná (avšak zároveň ne nejnížší), podíl zaměstnanců ve veřejném sektoru je nižší, než je průměr v rámci EU. Všechny ekonomiky též vykazují poměrně vysoké tempo růstu (okolo 4 – 5%). Zdanění je v porovnání s ostatními evropskými státy poměrně nízké. Země se liší v míře nezaměstnanosti, která je velmi vysoká v případě Slovenska a Polska (téměř 18%) a mírně vyšší pro Českou republiku a Slovinsko (okolo 6 – 8%). Odlišnost je patrná i v případě podílu šedé ekonomiky, kdy Česká republika a Slovinsko se řadí k zemím s průměrnou hodnotou tohoto indikátoru, naopak Slovinsko a Polsko vykazují poněkud nadprůměrné hodnoty. Míra inflace se v České republice a Polsku pohybuje okolo 2,6%, Slovinsko a Slovensko pak mají inflaci o něco vyšší (5,5 a 4,3%).
- **Shluk 5** – Státy v rámci tohoto shluku shodně vykazují velice nízkou výši úhrnného dluhu (do 20 % HDP, Estonsko dokonce pouhých 4,8% HDP). Stav se poněkud zhoršuje, jelikož primární rozpočtové saldo většiny zemí v rámci tohoto shluku vyjma Estonska je lehce schodkové. Signifikantní je značně vysoký podíl šedé ekonomiky. Velmi nízká je produktivita práce v těchto zemích (jedná se o nejméně produktivní ekonomiky hned po Bulharsku). Zdanění je ve sledovaných státech nejnižší v rámci EU. Velmi špatné postavení zaujímají tyto země, co se týče mezinárodní konkurenceschopnosti, jelikož shodně trpí značnými schodky běžného účtu platební bilance. Podíl zaměstnanců ve veřejném sektoru je podprůměrný. Země vykazují vysoké tempo růstu produktu, avšak také vysokou nezaměstnanost (vyjma Rumunska, kde se nezaměstnanost pohybovala okolo 6,8%). Míra inflace se v jednotlivých zemích liší – značně vysoká je v Rumunsku, vyšší je též v Lotyšsku.
- **Ostatní země** – Mezi země nezařazené do žádného shluku se v rámci EU řadí též Bulharsko. Země se vyznačuje nízkým podílem veřejného dluhu na HDP (37%), dosahuje také primárních rozpočtových přebytků (2,7%). Produktivita práce je však v Bulharsku nejnižší v rámci zemí EU, nejvyšší v rámci evropských zemí je podíl šedé ekonomiky.

Daňové zatížení obyvatel je poměrně nízké, podíl zaměstnanců ve veřejném sektoru průměrný. Země má problémy z hlediska konkurenceschopnosti, jelikož její saldo běžného účtu platební bilance je schodkové. Tempo růstu produktu je sice vysoké (6,2%), avšak zároveň země trpí vysokou nezaměstnaností (12,1%) a také vysokou inflací (7,4%).



**Obrázek 20:** Dendrogram pro země EU

*Zdroj: vlastní zpracování, data [1];[26];[64];[76];[21];[45];[50];[67]*

Pokud bychom měly z této shlukové analýzy vyvodit nějaké závěry, domnívám se, že je možné na základě učiněných poznatků konstatovat:

- Shluk 2 představuje, co se týče podobnosti makroekonomických ukazatelů i vývoje ve fiskální oblasti, ideální jádro eurozóny. Je patrné, že do tohoto shluku bylo zařazeno i Španělsko. To potvrzuje jeho odlišnost od ostatních zemí PIIGS, kterou jsme se podrobněji zabývali v podkapitole 4.3. Zároveň je však nutno vidět, že zejména Velká Británie a Španělsko se od zemí zařazených do této skupiny v některých aspektech značně odlišují – důležité je zejména vnímat nižší konkurenceschopnost těchto zemí, u Španělska pak vysokou míru nezaměstnanosti a u Velké Británie též primární rozpočtové deficity. Státy zařazené do shluku 2 by tak mohly tvořit optimální měnovou unii s ohledem na obdobný hospodářský vývoj a fiskální politiku, ovšem v případě Španělska a Velké

Británie by bylo dobré učinit určité nápravné kroky v oblastech, ve kterých se od ostatních států v rámci tohoto shluku nejvíce odlišují tak, aby byl shluk v budoucnu více homogenní.

- Shluk 1 představují země, jejichž fiskální disciplína je velmi slabá, státy navíc nejsou dlouhodobě konkurenceschopné. Jejich členství v EMU tak může (nebo by případně mohlo) znamenat problém, což dokládá i aktuální situace v Portugalsku. V případě Kypru je riziko menší, jelikož tato země je jedním z daňových rájů, z čehož v určitém ohledu těží. Členství těchto zemí v EMU tak není vhodné. Co se týče Portugalska, byla potvrzena již dříve nastolená hypotéza o tom, že Portugalsko je sice od zemí PIIGS určitým způsobem odlišné, jeho fiskální vývoj však taktéž může být pro eurozónu značným rizikem.
- Shluk 3 zahrnuje země s velmi vysokým veřejným zadlužením, které zároveň vykazují i jiné fiskální nedostatky, navíc nejsou příliš konkurenceschopné v rámci zahraničního obchodu. Tyto země nejsou vhodnými kandidáty pro členství v EMU, jejich členství tak může chod měnové unie narušit díky nedisciplinovanosti ve fiskální oblasti. Byla tak potvrzena hypotéza, že Itálie a Řecko jsou si do značné míry podobné (zejména ve fiskální oblasti) a zároveň jejich členství v EMU není vhodné a může způsobit značné problémy.
- Shluk 4 zahrnuje země, které vykazují určité nedostatky (zejména co se týče konkurenceschopnosti, produktivity práce a tempa růstu veřejného zadlužení). Nicméně, v případě uskutečnění určitých nápravných kroků v těchto oblastech je jejich členství v EMU možné. S ohledem na to, že se jedná o malé otevřené ekonomiky, je také vstup do EMU v budoucnu poměrně vhodný z hlediska přínosů, které by měl. Země by se tak měly zaměřit zejména na zvýšení produktivity práce, zvýšení konkurenceschopnosti (například větší podporou inovačních aktivit, vědy a výzkumu) a měly by taktéž omezit deficitní financování. Z procesu shlukování je také patrné, že vstup těchto zemí do EMU je například vhodnější než členství Itálie a Řecka nebo než vstup pobaltských států, jelikož se s „jádrém“ potenciální eurozóny shlukují na menší vzdálenosti, tudíž jsou si více podobné.
- Země v rámci shluku 5 jsou sice fiskálně velmi disciplinované, ovšem jejich členství v EMU se (alespoň v současnosti) ještě nejeví jako příliš vhodné a to zejména s ohledem na velice nízkou produktivitu práce a taktéž konkurenceschopnost na zahraničních trzích. Před potenciálním vstupem do EMU by tak bylo vhodné zapracovat na zlepšení zejména

v těchto oblastech. Nutné bude zřejmě postupně zvýšit i daňové zatížené obyvatel. Z tohoto pohledu je možné vnímat vstup Estonska do EMU jako poněkud předčasný.

- V případě Lucemburska, Belgie a Irska je členství v EMU vhodné. Lucembursko je, co se týče fiskálních i hospodářských ukazatelů, nejúspěšnějším státem v EU. Belgie sice má poměrně vysoké úhrnné zadlužení, avšak byl aplikován program na snížení veřejného dluhu, který vyústil v dlouhodobé primární rozpočtové přebytky. Ostatní ukazatele země jsou velmi dobré. Irsko sice aktuálně trpí finanční krizí, ovšem země byla v dlouhodobém horizontu jak fiskálně disciplinovaná, tak v dobré hospodářské kondici. Finanční pomoc Irsku poskytnutá tak měla své opodstatnění a zemi pomohla vyřešit největší problémy. Irské hospodářství se z krize pomalu vzpamatovává a situace se tak bude lepší.
- Bulharsko za vhodného kandidáta na členství v EMU aktuálně považovat nelze zejména s ohledem na nízkou produktivitu práce a nepříliš dobré hodnoty čtyř základních makroekonomických ukazatelů. Veřejné finance Bulharska jsou však v dobré kondici, v případě kroků k omezení nezaměstnanosti, míry inflace a zvýšení produktivity práce by se tak o členství v budoucnu uvažovat dalo.

#### **4.6. Budoucnost eurozóny a členských zemí**

V rámci této kapitoly jsme se zabývali eurozónou a jejími členskými zeměmi, přičemž byla hodnocena vzájemná podobnost těchto států jak z hlediska kritérií optimální měnové oblasti definovaných ekonomy Robertem Mundellem, Ronaldem McKinnonem a Peterem Kenenem, tak po stránce fiskální stability.

Bylo zjištěno, že v rámci EMU nejsou naplněna některé z důležitých podmínek po existenci optimální měnové oblasti, zejména je nedostatečná mobilita pracovních sil, avšak země mají též nejednotné preference. To přispívá k existenci nerovnováh v rámci EMU, které dle zákona v současnosti nemohou být vyváženy pomocí fiskálních transferů mezi členskými státy. Na základě konstrukce indexu OCA byly za nevhodnější kandidáty pro členství v EMU označeny země Belgie, Rakousko, Nizozemí, Švýcarsko a Irsko. Za státy, které k EMU konvergují a jejichž členství by tak bylo v budoucnu možné, autoři Bayoumi a Eichengreen považovali Švédsko, Itálii, Řecko, Portugalsko a Španělsko. Obě skupiny zemí by tak měly být co do struktury hospodářství, vzájemné propojenosti obchodem a hospodářských cyklů dostatečně podobné Německu, se kterým by tak mohly tvořit měnovou oblast a zároveň

by nebezpečí výskytu asymetrických hospodářských šoků v takovéto měnové oblasti nebylo velké.

Teorie OCA však nebere v potaz fiskální podobnost jednotlivých zemí ani vývoj jejich základních makroekonomických ukazatelů. V případě fiskální disciplíny bylo při stanovování kritérií OCA vycházeno zejména z existence určitých omezení a pravidel ve fiskální oblasti tak, aby nerovnováhy vzniklé neadekvátní rozpočtovou politikou byly minimalizovány, proto se teorie na tuto oblast nezaměřila. Bylo však zjištěno, že právě na tomto poli existují v EMU výrazné disproporce. Stanovená fiskální pravidla nebyla příliš dodržována a to nejen slabšími zeměmi, ale též státy, které jsou považovány za „pilíře“ EMU, donucovací a sankční mechanismy přitom nebyly uplatňovány. Stanovená fiskální kritéria tak postupně ztrácela svou váhu. To přispělo k polarizaci zemí ve fiskální oblasti. V rámci eurozóny tak některé země soustavně trpěly rozpočtovými deficity a jejich veřejný dluh se zvyšoval. Jednalo se zejména o Portugalsko, Řecko a Itálii (je třeba vnímat odlišnost Španělska a Irsku, které jsou mezi takzvané země PIIGS řazeny poněkud neprávem). Tyto disproporce vyústily v současnou dluhovou krizi v rámci EMU, jejíž řešení si s největší pravděpodobností vyžádá výrazné změny fungování eurozóny i Evropské Unie.

V rámci této kapitoly byly též pomocí shlukové analýzy identifikovány země, které jsou si podobné, co se týče vývoje základních makroekonomických ukazatelů i fiskální politiky. Byly zjištěny výrazné rozdíly v rámci EMU. Na základě výsledků analýzy je tak možné se domnívat, že některé ze zemí v minulosti vůbec neměly být za členy EMU přijaty s ohledem na jejich fiskální nedisciplinovanost. Nicméně, v současnosti není možné vyloučit některou z členských zemí z EMU a pravděpodobně by to v nynější situaci ani nebylo vhodné s ohledem na důsledky takového kroku, které byly v rámci této kapitoly též podrobněji popsány.

Složení EMU se tak alespoň v dohledné době nejspíše měnit nebude. To znamená, že řešení dluhové krize v Řecku, Portugalsku, Irsku (možná i Itálii a dalších zemích) se bude muset ubírat jinou cestou. Jako nejpravděpodobnější se v současnosti jeví restrukturalizace dluhů postižených zemí. Dle mého názoru by bylo vhodné ji podpořit založením fondu, do něž by byly soustředěny prostředky na výplatu zbylých splátek věřitelů. Příjmy tohoto fondu by představovala část pomoci přislíbené Řecku eurozónou a Mezinárodním měnovým fondem. To by zabránilo dalšímu plýtvání s prostředky a zároveň by se zvýšila i důvěra investorů v EMU jako celek. Postižené země se i přesto samozřejmě nevyhnou značným úsporným opatřením, daňovým reformám i částečné privatizaci majetku.

Již v současnosti je patrné, že Irsku se dluhové problémy daří pomalu zvládat díky lepší struktuře ekonomiky, dlouhodobé rozpočtové kázni a umírněné fiskální politice. Tato země se tak z dluhové krize dostane. V případě Portugalska a zejména Řecka bude řešení problémů složitější. Portugalsku by se krizi za určitých podmínek mohlo podařit zvládnout. Řecko však fiskální nestabilitou trpělo dlouhodobě i ve své historii, aplikace úsporných opatření je navíc doprovázena řadou protestů a demonstrací. Je tak velmi sporné, zda pomoc přislíbená eurozónou a MMF bude dostatečná a zda bude účinně využita. Velký vliv na budoucí osud Řecka budou mít i plánované předčasné parlamentní volby, které by se měly uskutečnit na konci dubna 2012, existuje totiž obava z vítězství radikálních politických stran. Někteří ekonomové se kloní k názoru, že řešení krize v Řecku se v konečném důsledku neobejde bez znovunastolení vojenské diktatury<sup>47</sup>, což by nebylo ničím neobvyklým i z hlediska historického. Osud Řecka je tak nejistý a to zejména v případě, že nebudou důsledně prosazována úsporná opatření i přes protesty obyvatelstva.

Situace Řecka každopádně představuje velký precedens pro všechny evropské státy (včetně České Republiky) i pro EMU jako celek. Ukázala, kam může vést nezodpovědná fiskální politika státu a jakým způsobem se dotkne občanů konkrétní země, ale i občanů EMU a EU. Upozornila tak na nutnost zavádění některých reformních kroků, které souvisejí s rozpočtovou politikou státu (důchodová reforma, některé změny daňových systémů, omezení štedrých sociálních systémů a dávek, zavádění fiskálních pravidel aj.), ale i na nutnost omezit nezodpovědné zadlužování v době ekonomického růstu.

Na poli EMU navíc řecká krize vedla i k úvahám o nutnosti větší koordinace v oblasti fiskálních politik členských zemí. Do budoucna tak lze očekávat jednak zpřísnění fiskálních pravidel a jejich důslednější vynucování, dále pak i tendence k postupné fiskální centralizaci.<sup>48</sup> Nehrozí tak rozpad eurozóny, o kterém se v tisku v posledních měsících značně spekuluje, spíše zpřísnění pravidel jejího fungování a kooperace i ve fiskální oblasti.

Jako precedens je nutné řeckou krizi vnímat i s ohledem na vstup dalších evropských zemí do EMU. V budoucnu bude patrně důsledněji dbáno na dodržení vstupních podmínek i celkový stav ekonomiky žadatelské země. Zároveň však dluhová krize Řecka znamenala i úvahy některých potenciálních kandidátských zemí o tom, zda je pro ně vstup do EMU skutečně výhodný. Tuto diskusi je možno vnímat i v rámci České Republiky. S ohledem na to, že Česká Republika je v porovnání s ostatními evropskými státy poměrně malou zemí,

---

<sup>47</sup> Například [62]

<sup>48</sup> Mnozí ekonomové jsou dokonce toho názoru, že měnová unie nemůže fungovat bez unie fiskální.



kteřá je do značné míry závislá na exportu do zemí EMU, se vstup do EMU v budoucnu jeví jako vhodný, což bylo v minulosti dokázáno i množstvím provedených analýz. Každopádně je však dobré nyní vyčkat, dokud nedojde k vyřešení problémů zadlužených zemí a opětovné stabilizaci evropských ekonomik.

## ZÁVĚR

Práce byla věnována dluhové krizi v Řecku a jejím dopadům na fungování eurozóny i Evropské unie. Byly nastíněny její příčiny i možnosti řešení. V rámci práce bylo také Řecko porovnáváno s jinými zeměmi Evropské unie.

V první kapitole byla provedena komparace hospodářské politiky Řecka s hospodářskou politikou Německa, České Republiky i průměrem zemí EU. Bylo zjištěno, že hospodářská politika Řecka vykazovala dlouhodobě určité nedostatky a to zejména v oblasti zahraničního obchodu. Negativnímu vývoji odpovídá i rating země, který je v současnosti nejhorší v rámci EU.

Druhá kapitola byla zaměřena na finanční krize, příčiny jejich vzniku, dopady a možnosti predikce a prevence v této oblasti. Ve třetí kapitole pak byla věnována pozornost aktuální situaci v Řecku. Byly nastíněny důvody dluhové krize (příčemž byla země opět v mnoha ohledech porovnávána s jinými evropskými ekonomikami), průběh krize i možnosti řešení současného stavu.

V poslední kapitole pak byl popsán vliv dluhové krize v Řecku na Evropskou měnovou unii a některé evropské státy. Na základě shlukové analýzy byly také porovnány jednotlivé státy EU z hlediska vhodnosti členství v EMU. **Došlo tedy k naplnění cíle práce, kterým bylo popsat finanční krizi v Řecku, její dopady a možná řešení a to včetně ekonomické komparace s vybranými evropskými zeměmi.**

Dluhovou krizi v Řecku je nutno vnímat jako významný precedent, který může ovlivnit jak hospodářské politiky členských států (zejména co se týče politik fiskálních), tak fungování a budoucí směřování Evropské unie i EMU. Krize upozornila na nutnost zavádění některých reforem, které se týkají výdajové a příjmové stránky státních rozpočtů. Ukázala také, co může v konečném důsledku způsobit dlouhodobé zadlužování států i v obdobích hospodářského růstu. Důsledkem dluhové krize v Řecku tak pravděpodobně bude větší důraz na fiskální disciplínu a sestavování přebytkových (případně vyrovnaných) státních rozpočtů, na evropské úrovni pak také snaha o důslednější prosazování a dodržování stanovených fiskálních kritérií i větší centralizace ve fiskální oblasti.

Aktuálně není možné říci, jaký konečný dopad bude mít dluhová krize na vývoj v Řecku. Důležité budou v tomto směru zejména předčasné volby, které jsou prozatím plánovány na konec dubna 2012. Vítězná strana bude mít nelehký úkol vypořádat se s dluhovými problémy země. Někteří ekonomové a autoři jsou i toho názoru, že toto nebude možné provést

demokratickou cestou. Prozatím je pravděpodobné, že země bude nucena přistoupit k restrukturalizaci dluhu spojené s poměrně značnými ztrátami jeho držitelů, Řecko se však samozřejmě ani tak nevyhne úsporným krokům, privatizacím majetku a daňovým reformám i přes odpor obyvatel. Takováto opatření však zároveň způsobí pokles produkce a sníží se tedy tempo růstu ekonomiky, což bude mít na ekonomiku i značný negativní dopad. Stále více se tak stává pravděpodobným, že v konečném důsledku bude Řecko přes všechna negativa s tím spojená nuceno eurozónu opustit a vrátit se zpět k původní měně – drachmě.

Z historického hlediska přitom pro Řecko není současná situace ničím neobvyklým – problémy s vysokým zadlužením země měla v minulosti mnohokrát. Neobvyklým a problematickým je v tomto ohledu pouze současné členství země v eurozóně, které do určité míry omezuje možnosti řešení dluhové krize a které ohrožuje i samotnou měnovou unii. Mnoho ekonomů je toho názoru, že dnes problematické země nebylo v minulosti vhodné do EMU přijímat, nebo že jejich přijetí bylo přinejmenším předčasné. Země však přesto do EMU přijaty byly. V současnosti je i z důvodu značných ekonomických ztrát, které by sebou odchod některé země z eurozóny nesl, považováno vyloučení (případně dobrovolný odchod) některé země z unie za nepřijatelné. Vytvoření eurozóny bylo navíc podmíněno zejména politickými (nikoli ekonomickými) důvody, její rozpad tak není ani politicky možný. Eurozóna tak nejspíš zůstane (alespoň po určitou dobu) v aktuální podobě. Řešení dluhové krize se tak neobejde bez pomoci fiskálně zdravějších evropských států státům fiskálně slabším, dojde tak k fiskalizaci nákladů krize a jejich přenosu na daňové poplatníky států EMU. V konečném důsledku však možná přeci jen bude odchod Řecka z EMU nevyhnutelný. Bude zároveň nutné nalézt takové mechanismy, které v budoucnu zabrání vzniku obdobné situace, tyto mechanismy implementovat a důsledně prosazovat jejich dodržování. Zajímavým návrhem, jak dosáhnout jakési vnitřní kontroly v každé zemi za pomoci daňových poplatníků, je například zmiňovaná dluhová daň.

Ať se již situace bude dále vyvíjet jakkoli, je jisté, že řecká krize přinese určité změny ve směřování a vývoji EMU, změní se i pohled na státní dluhopisy, které byly doposud považovány za téměř bezrizikové cenné papíry. Zvýší se patrně také vliv některých států se značným objemem finančních prostředků (zjm. Číny), které budou v zadlužených zemích (případně do fondů typu EFSF) investovat, či nakupovat privatizovaný majetek. Doufejme však, že důsledky situace v Řecku budou nejen negativní, a že díky ní dojde ke změně postoje evropských vlád i obyvatel evropských zemí k dluhovému financování a dluhová krize Řecka tak přinese v konečném efektu určité pozitivum v podobě zodpovědnějšího přístupu k veřejným financím.

## POUŽITÁ LITERATURA

- [1] Balance of the current account % of GDP. *Eurostat* [online]. [cit. 2012-04-13].  
Dostupné z:  
<<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=0&language=en&pcode=tec00043>>.
- [2] BALCAROVÁ, P.; BENEŠ, M. *Metodologie měření a hodnocení makroekonomické konkurenceschopnosti*, Working Paper 9/2006, Centrum výzkumu konkurenční schopnosti české ekonomiky, Brno, 2006. ISSN 1801-4496.
- [3] BALDWIN, Richard; WYPLOSZ Charles. *Ekonomie evropské integrace*. 1. vyd. Praha: Grada, 2008, 478 s. ISBN 978-80-247-1807-1.
- [4] BAYOUMI, Tamim; EICHENGREEN Barry. Ever Closer to Heaven? An Optimum-currency-area Index for European Countries. *European Economic Review*. 1997, roč. 41, č. 3-5, s. 761-770. ISSN 0014-2921.
- [5] BORENSZTEIN, Eduardo; CHAMON Marcos et al. *Sovereign Debt Structure for Crisis Prevention*. Washington DC: International Monetary Fund, 2004, Occasional paper 237, 13 s. ISBN 1-58906-377-5. Dostupné z:  
<<http://www.imf.org/external/np/res/docs/2004/070204.htm>>.
- [6] BusinessInfo.cz: Oficiální portál pro podnikání a export. [online]. 1997 [cit. 2012-04-13]. Dostupné z: <<http://www.businessinfo.cz/cz/>>.
- [7] CZECH TRADE. *BusinessInfo.cz: Oficiální portál pro podnikání a export* [online]. 1997 [cit. 2012-02-01]. Dostupné z: <<http://www.businessinfo.cz/cz/>>.
- [8] CDS - CREDIT DEFAULT SWAPS [online]. [cit. 2012-03-06]. Dostupné z:  
<<http://workforall.net/CDS-Credit-default-Swaps.html>>.
- [9] DE GRAUWE, Paul. *Economics of Monetary Union*. 6. vyd. New York: Oxford University Press, 2005, 282 s. ISBN 01-992-7700-1.
- [10] DVOŘÁK, Pavel. *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 1 vyd. Praha: C. H. Beck, 2008, 343 s. ISBN 978-807-4000-751.
- [11] ECB: European Central Bank [online]. [cit. 2012-03-06]. Dostupné z:  
<<http://www.ecb.int/home/html/index.en.html>>.
- [12] Ekonom: týdeník Hospodářských novin – vydání od října 2008 do současnosti

- [13] European Central Bank. *European Central Bank* [online]. 2011 [cit. 2012-03-04]. Ensuring Fiscal Sustainability in the Euro Area. Dostupné z WWW: <[http://www.ecb.int/pub/pdf/other/art1\\_mb201104en\\_pp61-77en.pdf](http://www.ecb.int/pub/pdf/other/art1_mb201104en_pp61-77en.pdf)>.
- [14] Eurostat home [online]. 2011. Dostupné z WWW: <<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>>.
- [15] EUROSTAT. Science, technology and innovation in Europe. *Eurostat Pocketbooks*. 2011. ISSN 1830-754X. Dostupné z: <[http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY\\_OFFPUB/KS-31-11-118/EN/KS-31-11-118-EN.PDF](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-31-11-118/EN/KS-31-11-118-EN.PDF)>.
- [16] EU už nechce krmit řeckou černou díru. Půjčky mají jít do svěřeneckého fondu. *Novinky.cz*. 2012. Dostupné z: <<http://www.novinky.cz/ekonomika/258393-eu-uz-nechce-krmit-reckou-cernou-diru-pujcky-maji-jit-do-svereneckeho-fondu.html>>.
- [17] FELDSTEIN, Martin. Prezident Klaus a euro. *Ekonom: Týdeník Hospodářských novin*. 2011, roč. 55, č. 24, s. 17-19. ISSN 1210-0714.
- [18] Final consumption aggregates - current prices. *Eurostat* [online]. [cit. 2012-04-13]. Dostupné z: <[http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nama\\_fcs\\_c&lang=en](http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nama_fcs_c&lang=en)>.
- [19] *Fitch Ratings* [online]. 2012 [cit. 2012-04-13]. Dostupné z: <<http://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/fitch-home.jsp>>.
- [20] FOSTER, John Bellamy; MAGDOFF, Fred. Velká finanční krize : příčiny a následky. 1 vyd. Všeň : Grimmus, 2009. 156 s. ISBN 978-80-902831-1-4.
- [21] Government deficit/surplus, debt and associated data. *Eurostat* [online]. [cit. 2012-04-13]. Dostupné z: <[http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=gov\\_dd\\_edpt1&lang=en](http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=gov_dd_edpt1&lang=en)>.
- [22] Government revenue, expenditure and main aggregates. *Eurostat* [online]. [cit. 2012-04-13]. Dostupné z: <[http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=gov\\_a\\_main&lang=en](http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=gov_a_main&lang=en)>.
- [23] Greek debt: Everyone's problem. *The Economist*. 22. června 2011. Dostupné z: <<http://www.economist.com/blogs/freexchange/2011/06/greek-debt>>.
- [24] HELÍSEK, Mojmír. *Měnové krize: (empirie a teorie)*. 1 vyd. Praha: Professional Publishing, 2004, 180 s. ISBN 80-864-1982-7.

- [25] (her). Deflace - zlevňování, které dlouhodobě nepotěší. *Hospodářské noviny*. 2009, roč. 53, č. 28. ISSN 0862-9587.
- [26] HICP - inflation rate. *Eurostat* [online]. [cit. 2012-04-13]. Dostupné z: <<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&language=en&pcode=tsieb060&tableSelection=1&footnotes=yes&labeling=labels&plugin=1>>.
- [27] Hledejte, kde jsou peníze. *Respekt*. 2011, roč. 22, 16-17, s. 36-37. ISSN 0862-6545. (článek přejet z časopisu *The Economist*).
- [28] *Hospodářské noviny*, vydání od října 2008 do současnosti
- [29] HRUŠKA, Blahoslav. Evropa vyždímaná gamblery. *Ekonom: Týdeník Hospodářských novin*. 2010, roč. 54, č. 16, s. 14 -17. ISSN 1210-0714.
- [30] HRUŠKA, Blahoslav. Zorba se zlobí. *Ekonom : Týdeník Hospodářských novin*. 2010, roč. 54, č. 7, s. 38-41. ISSN 1210-0714
- [31] HRUŠKA, Blahoslav. Padlá modla HDP. *Ekonom: Týdeník Hospodářských novin*. 2009, roč. 53, č. 54, s. 12-18. ISSN 1210-0714.
- [32] HÚSEK, Dušan; ŘEZANKOVÁ, Hana; SNÁŠEL, Václav. *Shluková analýza dat*. 2 vyd. Praha: Professional Publishing, 2009, 218 s. ISBN 978-80-86946-81-8.
- [33] *IHNED.cz: Zpravodajský server Hospodářských novin* [online]. 1996 [cit. 2012-03-05]. Dostupné z: <<http://ihned.cz/>>.
- [34] Income, saving and net lending/net borrowing - current prices. *Eurostat* [online]. [cit. 2012-04-13]. Dostupné z: <[http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nama\\_inc\\_c&lang=en](http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nama_inc_c&lang=en)>.
- [35] International Monetary Fund: *Financial crises: Characteristics and indicators of vulnerability*. [online]. 1998 [cit. 2012-01-15]. Dostupné z: <<http://ds-finance.com/0598ch4.pdf>>.
- [36] JÍLEK, Milan. Deficitní sklon veřejných financí a fiskální pravidla. *Úloha veřejných financí v řešení problémů a dopadů současné krize*. 1. vyd. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2011, s. 5 - 35. ISBN 978-80-7357-609-7.
- [37] KIM, Byoung-Hwan; SCHICH, Sebastian. Systematic Financial Crisis: How to Fund Resolution. *OECD Journal: Financial Market Trends* [online]. 2010, roč. 2010 č. 2 [cit. 2012-01-16]. Dostupné z: <<http://www.oecd.org/dataoecd/16/16/46681329.pdf>>.

- [38] KLIKOVÁ, Christiana; KOTLÁN, Igor. *Hospodářská politika*. 1.vyd. Ostrava: Institut vzdělávání Sokrates, 2003, 275 s. ISBN 80-865-7204-8.
- [39] KOHOUT, Pavel. *Finance po krizi : důsledky hospodářské recese a co bude dál*. 2 vyd. Praha : Grada, 2010. 266 s. ISBN 978-80-247-3583-2.
- [40] KOVANDA, Lukáš. Příběh dokonalé bouře: a hovory (nejen) s laureáty Nobelovy ceny o finanční krizi. *Knižní edice Týden*. Praha: Mediacop, 2009, roč. 2009, č.1, ISSN 1804-1701.
- [41] KOVANDA, Lukáš. Příběh dluhové smršti: a hovory (nejen) s laureáty Nobelovy ceny o dopadech finanční krize. *Knižní edice Týden*. Praha: Mediacop, 2011, roč. 2011, č. 1, ISSN 1804-1701.
- [42] KUBANOVÁ, Jana. *Statistické metody pro ekonomickou a technickou praxi*. 2. vyd. Bratislava: Statis, 2004, 249 s. ISBN 80-85659-37-9.
- [43] KUČEROVÁ, Zuzana. *Teorie optimální měnové oblasti a možnosti její aplikace na země střední a východní Evropy*. Praha: Národohospodářský ústav Josefa Hlávky, 2005, 141 s. ISBN 80-867-2918-4.
- [44] *Kurzy.cz* [online]. 2000 [cit. 2012-03-06]. Dostupné z: <<http://www.kurzy.cz/>>.
- [45] Labour productivity per person employed. *Eurostat* [online]. [cit. 2012-04-13]. Dostupné z: <<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsieb030&plugin=0>>.
- [46] LAMBERTINI, Luisa. *Volatility and Sovereign Default*. Boston College, Department of Economy, 2003, 30 s. [cit. 2012-01-31]. Dostupné z: <<http://fmwww.bc.edu/ecp/wp577.pdf>>.
- [47] LAZARETOU, Sophia. Greek Monetary Economics in Retrospect: The Adventures of the Drachma. *Bank of Greece: Working paper*. 2003, č. 2, 41 s. ISSN 1109-6691. Dostupné z: <<http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/Paper200302.pdf>>.
- [48] LAVIČKA, Václav. USA a Čína proti recesi nasadili fiskální injekci. *Hospodářské noviny: deník pro ekonomiku a politiku*. 2009, roč. 53, č. 245. ISSN 0862-9587.
- [49] MACH, Miloš. *Makroekonomie II: pro magisterské (inženýrské) studium*. 3 vyd. Slaný: Melandrium, 2001, 367 s. ISBN 80-861-7518-9.

- [50] Main national accounts tax aggregates. *Eurostat* [online]. x [cit. 2012-04-13]. Dostupné z: <[http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=gov\\_a\\_tax\\_ag&lang=en](http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=gov_a_tax_ag&lang=en)>.
- [51] MAREK, Petr; RAVENDA Zbyněk. 10 otázek pro doc. Ing. Zdeňka Tůmu, CSc., guvernéra České národní banky. *Acta Oeconomica Pragensia: Vědecký časopis Vysoké školy ekonomické v Praze*. Praha: Vysoká škola ekonomická, 2003, roč. 11, č. 1, s. 9 - 12. ISSN 0572-3043.
- [52] MONGELLI, Francesco Paolo. New views on the optimum currency area theory: What is EMU telling us?. *European Central Bank Working Papers*. 2002, č. 138. ISSN 1561-0810. Dostupné z: <<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp138.pdf>>.
- [53] MUSÍLEK, Petr. Podstata a příčiny finančních krizí. *Acta oeconomica Pragensia: Vědecký časopis Vysoké školy ekonomické v Praze*. Praha: Vysoká škola ekonomická, 2003, roč. 11, č. 1, s. 13 - 36. ISSN 0572-3043.
- [54] National accounts by 10 branches - aggregates at current prices. *Eurostat* [online]. [cit. 2012-04-13]. Dostupné z: <[http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nama\\_nace10\\_c&lang=en](http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nama_nace10_c&lang=en)>.
- [55] NĚMEC, Jan. Od drachmy k euru a zpět. *Ekonom: Týdeník Hospodářských novin*. 2011, roč. 55, č. 20, s. 34-37. ISSN 1210-0714.
- [56] Nominal unit labour cost index (2005=100) - annual data. *Eurostat* [online]. [cit. 2012-04-13]. Dostupné z: <<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tipslm20&plugin=0>>.
- [57] *Novinky.cz* [online]. 2003 [cit. 2012-03-05]. Dostupné z: <<http://www.novinky.cz/>>.
- [58] Numerical fiscal rules in the EU Member states. *European Commission* [online]. [cit. 2012-03-02]. Dostupné z: <[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/db\\_indicators/fiscal\\_governance/fiscal\\_rules/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/fiscal_governance/fiscal_rules/index_en.htm)>.
- [59] PAVELKA, Tomáš. *Makroekonomie: základní kurz*. 3. vyd. Slaný: Melandrium, 2007, 278 s. ISBN 978-808-6175-584.
- [60] PRAVEC, Josef. Země potápí jejich historie. *Ekonom : Týdeník hospodářských novin*. 2010, roč. 54, č. 50, s. 36-37. ISSN 1210-0714.



- [61] Přednáška PhDr. Petra Teplého, Ph. D. na téma: Rozpad Eurozóny – realita nebo fikce, 4. 4. 2011, Univerzita Pardubice
- [62] Přednáška PhDr. Petra Teplého, Ph. D. na téma: Uroboros a zodpovědné zadlužování, 2. 4. 2012, Univerzita Pardubice
- [63] Ratingové stupnice. *Makléřská zkouška.cz* [online]. 2010 [cit. 2012-04-16]. Dostupné z: <<http://www.maklerska-zkouska.cz/ratingove-stupnice/>>.
- [64] Real GDP growth rate - volume. *Eurostat* [online]. [cit. 2012-04-13]. Dostupné z: <<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tsieb020>>.
- [65] RUSNOK, Jiří. Zavedme speciální dluhovou daň. *Hospodářské noviny: deník pro ekonomiku a politiku*. 2012, roč. 56, č. 6. 3. 2012, s. 9. ISSN 0862-9587.
- [66] SACHS, Jeffrey D. Alternative Approaches to Financial Crisis in Emerging Markets. *Revista de Economia Política*. 1996, roč. 16, č. 2, s. 40-52. Dostupné z: <<http://academiccommons.columbia.edu/catalog/ac:124053>>.
- [67] SCHNEIDER, Friedrich a kol. New Estimates for the Shadow Economies all over the world. *International Economic Journal*. 2010, roč. 24, č. 4. ISSN 443-441. Dostupné z: <[http://www.econ.jku.at/members/Schneider/files/publications/2011/IEJ\\_NewEstimates\\_ShadEc\\_World.pdf](http://www.econ.jku.at/members/Schneider/files/publications/2011/IEJ_NewEstimates_ShadEc_World.pdf)>.
- [68] SINN, Hans-Werner. Jak zkrotit schodkové země. *Ekonom: Týdeník Hospodářských novin*. 2010, roč. 54, č. 18, s. 50. ISSN 1210-0714.
- [69] SINN, Hans-Werner. Záchrana řeckého hříšníka. *Ekonom : Týdeník Hospodářských novin*. 2010, roč. 54, č. 10, s. 44. ISSN 1210-0714
- [70] SLANÝ, Antonín a kol. *Makroekonomická analýza a hospodářská politika*. 1 vyd. Praha: C. H. Beck, 2003, 375 s. ISBN 80-717-9738-3.
- [71] SLANÝ, Antonín; ŽÁK Milan. *Hospodářská politika*. 1 vyd. Praha: C. H. Beck, 1999, 271 s. ISBN 80-717-9237-3.
- [72] STAMATELATOS, Diane. *Organization for Economic Co-operation and Development* [online]. 2010 [cit. 2012-03-04]. Greece ad a Glance: Policies for a Sustainable Recovery. Dostupné z WWW: <<http://www.oecd.org/dataoecd/6/39/44785912.pdf>>.
- [73] ŠVIHLÍKOVÁ, Ilona. *Globalizace & krize: souvislosti a scénáře*. 1 vyd. Všeň: Grimmus, 2010, 296 s. ISBN 978-80-87461-01-3.

- [74] Total intramural R&D expenditure (GERD) by sectors of performance. *Eurostat* [online]. [cit. 2012-04-13]. Dostupné z:  
<<http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do>>.
- [75] TVARŮŽKOVÁ, Lucie. Evropská rozpočtová kázeň se hroutí. *Hospodářské noviny*. 2009, roč. 53, č. 29. ISSN 0862-9587.
- [76] Unemployment rate, annual average, by sex and age groups (%). *Eurostat* [online]. [cit. 2012-04-13]. Dostupné z:  
<[http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=une\\_rt\\_a&lang=en](http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=une_rt_a&lang=en)>.
- [77] URBAN, Luděk a kol. *Hospodářská politika*. 1.vyd. Praha: Victoria Publishing, 1994, 155 s. ISBN 80-858-6501-7.
- [78] WONDERS, Grant. *The Imminent Crisis : Greek Debt and the Collapse of the European Monetary Union*. 1 vyd. Kirkland : GW Publishing, 2010. 140 s. ISBN 1-45159-544-1.
- [79] *World Economic Forum* [online]. [cit. 2012-03-03]. Dostupné z:  
<<http://www.weforum.org/>>.

## SEZNAM PŘÍLOH

Příloha 1: Ratingová stupnice.....	116
Příloha 2: Vstupní data pro shlukovou analýzu.....	117

## PŘÍLOHA 1: RATINGOVÁ STUPNICE

Moody's	S&P	FITCH	Hodnocení	Stupeň
Aaa	AAA	AAA	Nejvyšší kvalita	Investiční stupně
Aa1	AA+	AA+	Velmi kvalitní	
Aa2	AA	AA		
Aa3	AA-	AA-		
A1	A+	A+	Střední kvalita vyšší	
A2	A	A		
A3	A-	A-		
Baa1	BBB+	BBB+	Střední kvality nižší	
Baa2	BBB	BBB		
Baa3	BBB-	BBB-		
Ba1	BB+	BB+	Spekulativní	Spekulativní stupně
Ba2	BB	BB		
Ba3	BB-	BB-		
B1	B+	B+	Vysoce spekulativní	
B2	B	B		
B3	B-	B-		
Caa1	CCC+	CCC+	Značná rizika	
Caa2	CCC	CCC	Extrémně spekulativní	
Caa3	CCC-	CCC-	S velmi nízkou perspektivou	
Ca	CC	CC		
C	C	C	Velmi vysoká pravděpodobnost úpadku	
	CI	D		
	D			

## PŘÍLOHA 2: VSTUPNÍ DATA PRO SHLUKOVOU ANALÝZU

	α% 00-08	γ%00-08	βú% 00-08	Vdluh% 00-08	PrimBil 00-08 v%	ŠedáEk% 99-07	π% 00-08	Zam. VS 00-08	ProduktivitaPr 00-08	Slož.daň.kv. 00-08
Belgie	7,50	1,70	3,20	94,00	4,40	22,00	2,30	9,86	132,40	47,00
Bulharsko	12,10	6,20	-6,40	37,00	2,70	35,60	7,40	7,22	34,80	31,30
Česká Republika	7,80	4,20	-4,60	28,30	-2,20	18,70	2,60	6,60	73,00	35,40
Dánsko	4,50	1,60	3,00	45,10	4,80	18,00	2,00	5,83	107,20	49,80
Německo	8,70	1,20	4,70	65,20	0,00	16,00	1,80	7,89	107,80	40,20
Estonsko	9,70	7,50	-10,60	4,80	1,80	31,25	4,10	5,98	57,70	30,80
Irsko	4,50	5,20	-1,00	30,70	2,40	15,90	3,10	4,96	136,00	31,30
Řecko	9,90	3,50	-7,60	103,40	-0,70	27,40	3,40	7,96	97,60	34,40
Španělsko	10,90	3,50	-5,20	46,30	2,50	22,40	3,40	6,19	103,50	35,10
Francie	8,90	1,80	0,50	63,70	-0,20	15,00	1,90	9,51	116,90	45,20
Itálie	8,00	1,70	-0,80	105,40	2,50	27,00	2,30	6,53	113,10	41,50
Kypr	4,10	4,00	-5,40	64,70	1,10	28,10	2,20	7,82	84,20	33,00
Lotyšsko	10,40	7,60	-12,60	13,60	-0,90	29,40	6,20	7,71	45,90	29,40
Litva	11,40	7,80	-7,10	19,30	-0,60	32,00	1,60	5,44	53,80	28,70
Lucembursko	4,20	4,40	10,40	6,30	2,40	9,80	3,00	11,26	170,50	38,50
Maďarsko	6,40	3,90	-7,30	59,50	-2,00	24,40	6,00	7,12	67,00	38,10
Malta	7,20	2,85	-5,90	62,20	-1,40	27,30	2,60	8,81	91,70	34,10
Holandsko	3,60	2,00	5,50	51,80	2,40	13,20	2,20	6,83	114,40	39,40
Rakousko	4,30	2,40	2,20	64,70	1,70	9,80	2,00	6,37	119,10	44,60
Polsko	17,80	4,30	-3,80	45,70	-1,50	27,50	2,60	6,23	61,10	32,70
Portugalsko	7,50	1,40	-10,30	57,60	-0,60	23,00	2,80	6,40	72,10	34,70
Rumunsko	6,80	5,70	-8,30	18,70	-0,10	32,80	11,90	4,97	34,60	28,80
Slovinsko	6,30	4,00	-2,50	26,50	-0,60	26,40	5,50	5,74	81,50	38,10
Slovensko	17,60	5,10	-7,80	41,50	-1,10	18,30	4,30	7,04	65,70	31,70
Finsko	8,80	2,90	4,80	41,70	5,70	17,70	1,60	4,69	112,90	44,10
Švédsko	6,20	3,20	6,80	50,40	4,00	18,70	1,70	5,67	113,10	48,50
Velká Británie	5,10	3,00	-2,10	41,00	-0,70	12,50	1,40	6,85	112,60	37,90

Zdroj: [1];[26];[64];[76];[21];[45];[50];[67]