

# **Determinanty euroizace ve vybraných evropských ekonomikách**

**Diplomová práce**

**Vedoucí práce:**  
**Mgr. Petr Koráb, Ph.D.**

**Zpracoval:**  
**Bc. Petr Vaněk**

**Brno 2017**



Rád bych poděkoval svému vedoucímu diplomové práce Mgr. Petru Korábovi, Ph.D. za poskytnuté odborné rady a vedení, za pomoc v oblasti metodiky i výzkumu a za čas, který mi ochotně v rámci konzultací poskytl. Zároveň bych chtěl poděkovat mé rodině za materiální i psychickou podporu a pomoc, kterou mi po dobu mého studia poskytovala.



### **Čestné prohlášení**

Prohlašuji, že jsem tuto práci: **Determinanty euroizace ve vybraných evropských ekonomikách**

Vypracoval samostatně a veškeré použité prameny a informace jsou uvedeny v seznamu použité literatury. Souhlasím, aby moje práce byla zveřejněna v souladu s § 47b zákona č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů, a v souladu s platnou *Směrnicí o zveřejňování vysokoškolských závěrečných prací*.

Jsem si vědom, že se na moji práci vztahuje zákon č. 121/2000 Sb., autorský zákon, a že Mendelova univerzita v Brně má právo na uzavření licenční smlouvy a užití této práce jako školního díla podle § 60 odst. 1 Autorského zákona.

Dále se zavazuji, že před sepsáním licenční smlouvy o využití díla jinou osobou (subjektem) si vyžádám písemné stanovisko univerzity o tom, že předmětná licenční smlouva není v rozporu s oprávněnými zájmy univerzity, a zavazuji se uhradit případný příspěvek na úhradu nákladů spojených se vznikem díla, a to až do jejich skutečné výše.

V Brně dne 22. května 2017

---



## **Abstract**

Vaněk, P. Determinants of euroization in selected European economies. Diploma thesis. Brno: Mendel University, 2017.

The diploma thesis analyzes the determinants of deposit and loan euroization specified by literature. In general terms, unofficial euroization reduces the impacts of monetary policy. The thesis identifies statistically significant determinants by using regression analysis of panel data for four selected euroized countries in Eastern Europe: Bulgaria, Romania, Croatia and Serbia.

Based on the results of the analysis, the thesis proposes recommendations to the makers of economic policy in relation to euroization in the selected economies.

## **Keywords**

Determinants of euroization, unofficial euroization, deposit euroization, loan euroization, regression analysis of panel data.

## **Abstrakt**

Vaněk, P. Determinanty euroizace ve vybraných evropských ekonomikách. Diplomová práce. Brno: Mendelova univerzita v Brně, 2017.

Diplomová práce zkoumá literaturou určené determinanty depozitní a úvěrové euroizace. Obecně řečeno neoficiální euroizace snižuje účinnost provádění monetární politiky v zemi. Použitím regresní analýzy panelových dat jsou identifikovány statisticky významné determinanty pro čtyři vybrané euroizované státy východní Evropy: Bulharsko, Rumunsko, Chorvatsko a Srbsko.

Na základě výstupů analýzy jsou navrženy doporučení tvůrcům hospodářské politiky ve vztahu k euroizaci ve zkoumaných ekonomikách.

## **Klíčová slova**

Determinanty euroizace, neoficiální euroizace, depozitní euroizace, úvěrová euroizace, regresní analýza panelových dat.





# Obsah

<b>1</b>	<b>Úvod</b>	<b>11</b>
<b>2</b>	<b>Cíl práce</b>	<b>14</b>
<b>3</b>	<b>Literární přehled</b>	<b>15</b>
3.1	Euroizace – vymezení pojmů .....	15
3.1.1	Oficiální euroizace.....	16
3.1.2	Neoficiální euroizace.....	18
3.1.3	Přínosy a náklady oficiální euroizace.....	20
3.1.4	Oficiální euroizace jako systém devizového kurzu .....	21
3.2	Determinanty euroizace .....	23
3.2.1	Inflace .....	23
3.2.2	Kvalita institucionálního prostředí .....	24
3.2.3	Úrokový diferenciál .....	24
3.2.4	Volatilita měnového kurzu .....	25
3.2.5	Depozitní euroizace.....	25
3.2.6	Otevřenost ekonomiky.....	25
3.2.7	Zahraniční kapitál v bankovním sektoru .....	26
3.2.8	Nerozvinutý finanční trh .....	27
3.2.9	Ostatní determinanty.....	27
3.2.10	Shrnutí determinantů neoficiální euroizace.....	28
3.3	Dopad finanční a ekonomické krize na míru euroizace ve zkoumaných ekonomikách .....	29
3.3.1	Vídeňská iniciativa.....	30
<b>4</b>	<b>Metodika a data</b>	<b>33</b>
4.1	Popis datového souboru .....	33
	Země ve vzorku .....	33
	Rozsah dat .....	33
4.2	Model, jeho specifikace a metody empirické analýzy .....	33

---

Obecná lineární rovnice modelu .....	33
Vysvětlované proměnné .....	34
Vysvětlující proměnné .....	34
<b>5 Výsledky</b>	<b>37</b>
5.1 Depozitní euroizace .....	37
5.2 Úvěrová euroizace.....	39
<b>6 Diskuze</b>	<b>41</b>
<b>7 Závěr</b>	<b>45</b>
<b>8 Literatura</b>	<b>47</b>
<b>9 Seznam obrázků</b>	<b>54</b>
<b>10 Seznam tabulek</b>	<b>55</b>
<b>A Popisné statistiky</b>	<b>57</b>
<b>B Grafy a obrázky</b>	<b>58</b>
<b>C Použité zkratky</b>	<b>64</b>

# 1 Úvod

Přestože pojem neoficiální či finanční euroizace není v ekonomii žádnou novinkou, stále působí monetárním institucím vysoce euroizovaných ekonomik velké problémy. To se týká i vybraných zemí analyzovaných touto diplomovou prací: Bulharska, Rumunsko, Chorvatsko a Srbsko. Evropská banka pro obnovu a rozvoj (ERBD) označila ve své zprávě „Transition report 2010“ neoficiální euroizaci za jednu z největších slabín evropských tranzitivních zemí (ERBD, 2010). Toto prohlášení představuje silnou motivaci pro výzkum dané problematiky.

Zmínky o euroizaci a jejích formách lze v literatuře najít již desítky let. Masivní používání amerického dolaru v zemích Jižní Ameriky v osmdesátých a devadesátých letech zkoumalo velké množství výzkumníků (například Calvo, Vegh, 1992; Savastano, 1996; Ize a Levy-Yeyati, 2003 a mnozí další). Oficiální euroizace a jiné varianty fixace měny představují pro některé ekonomy odpověď na otázku, jak pomoci ekonomice s vyřešením ekonomických problémů spojených s vysokou inflací či nedostatečnou kredibilitou monetárních autorit (Eichengreen, 1994; Dornbush a Giavazzi, 1999; Quispe-Agnoli 2002). Jejich hlavním argumentem jsou výhody, jež jsou spjaté s oficiální euroizací.

Problémem, na který se tato diplomová práce zaměřuje, je však euroizace neoficiální. V minulosti byly za její příčiny považovány především vysoká inflace a nestabilita ekonomické situace v zemi obecně (mezi jinými Ize a Levy-Yeyati, 2003; Rajan a Tokatlidis, 2005; Zettelmeyer, 2010). Za rozumný lze považovat předpoklad, že s postupným ekonomickým rozvojem a s ním spojenou stabilitou finanční euroizace ustoupí. Jenže i přes období nízké inflace a makroekonomické stability v následujících letech přetrvává silná neoficiální euroizace v některých ekonomikách nadále. Jelikož do značné míry prokazatelně zhoršuje uplatňování monetárních opatření v zemi, je stále velice aktuálním problémem, který je nutné zkoumat (Ize a Levy-Yeyati, 2005; Bofinger, 2009).

Přes to, že je používání cizí měny pro spořicí účely a pro žádosti o úvěr lákavou variantou pro mnohé občany v zemích, kde je neoficiální euroizace ve velké míře rozšířená, může se takové rozhodnutí, zejména za podmínek volatility měnového kurzu, prokázat jako velice nebezpečné. A to jak na úrovni běžného spotřebitele jednotlivce, tak v měřítku celé ekonomiky. Aby bylo možné poukázat na jednotlivá nebezpečí neoficiální euroizace, je zapotřebí nejprve nastínit historický kontext a některé motivy, které mohly vést k rozmachu neoficiální euroizace ve zkoumaných zemích.

Po pádu železné opony nastalo pro většinu bývalých socialistických zemí zajímavé období jejich historie. Když nyní odhlédneme od válečných konfliktů, které provázely země bývalé Jugoslávie, Rumunsko či Moldavsko, započaly země střední a východní Evropy cestu dohánění vyspělejších západních ekonomik. Rapidně se v těchto zemích zlepšily životní podmínky. Jedním z nejdůležitějších kroků byl přechod z plánovaných typů ekonomik na ekonomiky tržní. Privatizací státních podniků a tržní liberalizací započaly podnikatelské snahy v jednotlivých zemích. Nevyhnuły se však také problémům, které nastaly především v provedení institucionál-

ních reforem. Za všechny lze jmenovat reformy vládních institucí, trhu práce či hůře zvládnutý proces privatizace státních podniků. Závažnost těchto problémů se lišila stát od státu. Vystavení trhu konkurenčním podmínkám s sebou přineslo také vysokou inflaci a pád do recese. Přispěl k ní i fakt, že se rozpadla Rada vzájemné hospodářské pomoci (RVHP), což byla obchodní organizace řízená zejména Sovětským svazem. Firmy si musely zvykat na prostředí bez státem určených cílů, dodavatelско-odběratelské vztahy se musely budovat nanovo. Velice složitý byl i přechod ze systému státem protěžované plné zaměstnanosti do podmínek regulovaných trhem, což vedlo k nárůstu nezaměstnanosti. Státy, které podnikly odvážnější kroky v otázce reforem, byly odměněny rychlejším návratem k růstu. V roce 1997, v období takzvané Asijské krize, se postsocialistické země opět dostaly do problémů (Roaf a kolektiv, 2014, str. 3,4, 6).

Přelom tisíciletí ovšem znamenal změnu. Nastalo období rychlého růstu a makroekonomické stability. Všechny bývalé evropské socialistické státy rostly v průměru 6% ročně, nejnižší růst byl 3% ročně. Díky těmto podmínkám také docházelo k osmělování zahraničních investorů a k jejich rozhodnutím o umístění finančních investic právě do těchto rozvíjejících se ekonomik. Přímé zahraniční investice a další formy přílivu zahraničního kapitálu se staly jedním z hnacích motorů podnikatelských aktivit. Zde můžeme také přeneseně vyzorovat jeden ze zdrojů cizí měny v oběhu (Roaf a kolektiv, 2014, str. 4,5).

Jedním ze sektorů, jenž byl téměř pohlcen zahraničními subjekty, je sektor bankovní. Tento jev lze vyzorovat i v České republice. V roce 2016 se dle serveru Měšec.cz (2016) nacházelo na našem území celkem 15 bankovních institucí, jež měly ryze české majitele. Jsou mezi nimi většinou méně známé spořitelny družstva či banky vlastněné státem (ČNB, Česká exportní banka). Výjimku tvoří známější banky Creditas, Fio banka a na stránce neuvedená Air Bank. Ostatní banky spadají do mezinárodních konglomerátů jako je např. rakouská Erste Group, belgická KBC či italský UniCredit Group. Podobné rozložení komerčního bankovníctví můžeme nalézt i v dalších postsocialistických státech.

Příliv zahraničních finančních zdrojů, otevírání nových poboček dceřiných společností nadnárodních bank, nestabilita ekonomiky v popřechodovém období, to jsou jen jedny z mála důvodů, proč se v některých státech neoficiální euroizace rozmohla. Analýzou dalších determinantů a empirickým přezkoumáním jejich relevance se tato práce zabývá.

Toto byly některé historické události, které dle literatury mohly přispět k rozšíření neoficiální euroizace ve zkoumaných oblastech. Vliv na ekonomiku má neoficiální euroizace různý v závislosti na okolnostech aktuální situace.

V situaci ekonomického rozvoje, posilování národních měn a postupně se zvyšující životní úrovně ve zkoumaných zemích, se málokdo zamýšlí nad nebezpečím půjčky v cizí měně. Banky tyto úvěry nabízely za příznivějších podmínek, než tomu bylo u úvěrů v měně domácí. To lze například zdůvodnit existencí rizikové prémie spojené s konkrétní zemí (Tkalec, 2013) nebo snahou bank o vyrovnání devizové expozice (Luca a Petrova, 2008). Ve světle zvýšené inflace v zemi se jeví spoření v cizí měně v očích obyvatel jako rozumnější varianta. Velice silným motivem je

nízká důvěra lidí vůči monetárním autoritám v zemi, jenž je zapříčiněna jak historickými kroky v řešení významných problémů v ekonomice, tak současným prováděním hospodářské politiky obecně. A to jak na monetární, tak na fiskální úrovni (Bofinger, 2009; Zettelmeyer, Nagy, Jeffrey, 2010 a mnozí další).

Naprosto rozdílná je však situace, kdy zemi postihne období méně pozitivní. Jako příklady poslouží nejlépe globální ekonomická krize s počátkem v roce 2007 či na ni navazující dluhová krize, která postihla ne jeden stát Eurozóny od roku 2009. Zde se lehce nabízí námitka, že ani jeden ze zkoumaných států do Eurozóny v současné době nepatří. Vzhledem k otevřenosti všech zkoumaných států a jejich úzkému propojení s Eurozónou díky vzájemnému zahraničnímu obchodu se ovšem problémy obchodních partnerů negativně promítnou také do chodu ekonomik mimo Eurozónu.

V těchto obdobích představovala neoficiální euroizace problém jak pro ekonomické subjekty, které měly hypotéku či jiný dluh denominovaný v cizí měně, tak pro centrální banky. Ty musely v otázce manipulace s měnovým kurzem řešit těžkou situaci. Na jedné straně mohly devalvací své měny pomoci ekonomice zvýhodněním podmínek pro exportéry, na straně druhé devalvace představovala pro dlužníky se závazkem v jiné než národní měně katastrofu v podobě skokového nárůstu nákladů na splácení dluhu (Kraft, 2003). Monetární autority jsou tedy nuceny velmi obezřetně pracovat s devizovou expozicí země, bank i samotných občanů (Durčáková a Mandel, 2007). Úvěry subjektům, které inkasovaly část či celý svůj příjem v cizí měně, a tím byly proti měnovému riziku přirozeně zajištěny, nepředstavovaly nijak závažný problém. Nebylo však výjimkou, že půjčku v cizí měně obdržel i klient, jehož příjmy byly denominovány výhradně v měně domácí, a tudíž pro něj výše zmíněný přirozený hedging neexistoval (Luca a Petrova, 2008).

Dalším problémem pro centrální banky byla funkčnost nástrojů jejich monetární politiky v podmínkách rozšířené neoficiální euroizace. Centrální banky v silně euroizovaných ekonomikách nemají přímou a úplnou kontrolu nad některými důležitými články řetězce, jimiž ovlivňují chod ekonomiky. Konkrétně je řeč o peněžní zásobě, která je z jisté části tvořena měnou, nad kterou centrální banka nemá kontrolu. Úrokové sazby přiřazené k úvěrům v cizí měně také nemůže centrální banka ovlivnit (Bofinger, 2009). Omezená je také její funkce věřitele poslední instance, jelikož finanční pomoc bankám, které se dostanou do problémů spojených s vyplácením zdrojů v cizí měně, může poskytovat pouze ze svých omezených měnových rezerv. Toto je výčet některých závažných problémů, jež neoficiální euroizace způsobuje centrálním bankám a ekonomice obecně. V časech krize jsou ještě více viditelné a nebezpečné (Kraft, 2003).

Právě v těchto problematických chvílích by měla být centrální banka schopna svými nástroji pomoci celé ekonomice. Pokud je její moc omezena v důsledku neoficiální euroizace, může to znamenat prodloužení doby potřebné pro vzpamatování ekonomiky z důsledků vnějších či vnitřních šoků. Tohoto problému jsou si vědomy i monetární autority ve zkoumaných zemích, které se již snaží s neoficiální euroizací nějakou dobu bojovat. Provedení empirické analýzy determinantů na aktuálních datech může k potlačení tohoto problému přispět.

## 2 Cíl práce

Hlavním cílem diplomové práce je identifikovat hlavní determinanty míry euroizace ve vybraných evropských ekonomikách.

Prvním dílčím cílem práce je vytvořit na základě provedené analýzy doporučení tvůrcům hospodářské politiky ve vztahu k euroizaci ve zkoumaných ekonomikách.

**Přínos diplomové práce** spočívá v analýze problému využitím vybraných mikroekonometrických metod a v zahrnutí efektu ekonomické a finanční krize, jejíž dopady se ve zkoumaných zemích vyskytovaly v letech 2008-2013.

## 3 Literární přehled

### 3.1 Euroizace – vymezení pojmů

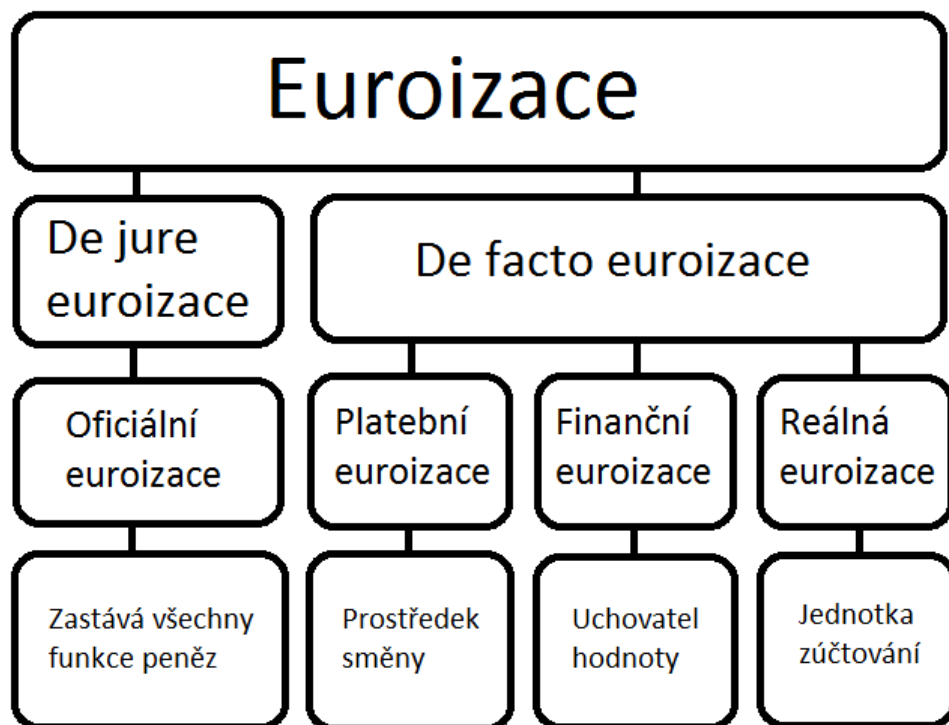
Pojem dolarizace je v literatuře používán jako obecný termín pro používání cizí měny namísto měny domácí. O euroizaci mluvíme v případech, kdy je převzatou zahraniční měnou euro. Jelikož se práce výhradně zaměřuje na používání eura, bude se v ní dále na místo pojmenování dolarizace používat euroizace. Bude brán jako obecný pojem, který v sobě může zahrnout i dobu před zavedením společné měny či použití jiné měny než eura.

Oba termíny mají v literatuře několik definic. Fabris, Vukajlović-Grba, Radunović a Janković (2004) píší, že termín „dolarizace“ či „euroizace“ představuje několik odlišných monetárních systémů, které sdílejí společný prvek - rozsáhlé používání cizí měny v ekonomice. Cizí měna naplňuje jednu či více tradičních funkcí peněz: funkci uchovatele hodnoty, prostředku směny či jednotky zúčtování.

Podle toho, kolik funkcí cizí měna zastává, literatura pokračuje v dělení pojmu euroizace. Jedním z diskutovaných forem je euroizace oficiální. Euro v těchto podmínkách zastává všechny funkce peněz. Dalšími názvy pro tento jev jsou „de jure euroizace“, „úplná euroizace“ a často je s touto situací svázán také pojem „nahrazení měny“. Oficiální euroizace je však více než tím, které funkce měna zastává, charakteristická tím, že se jedná o celoplošné rozhodnutí vládních orgánů, tedy o součást monetárního rozhodnutí země (Quispe-Agnoli, 2002). V práci bude dále používáno pojmenování „oficiální euroizace“.

Neoficiální euroizace, na druhou stranu, je rozhodnutí samotných ekonomických subjektů o používání jiné než tuzemské měny pro osobní účely. Nejedná se tedy o oficiální postup monetárních autorit v zemi, s čímž souhlasí i portál The Global Economy (2013). Jak tvrdí Durčáková a Mandel (2007), dochází k ní „samovolně“ díky nedůvěře v měnu lokální a díky velké poptávce po měně zahraniční. Cizí měna zde není používána pro všechny běžné transakce a zabezpečuje zpravidla funkci uchovatele hodnoty či zúčtovací jednotky (Calvo a Végh, 1992). Používání cizí měny pro transakční účely je spojeno především s nákupem položek s vyšší hodnotou, jako jsou auta či domy (Chailloux, Ohnsorge, Vavra, 2010). V literatuře lze najít další pojmenování jako „de facto euroizace“ či „finanční euroizace“, kterou Ize a Levy-Yeyati (2003) definují jako vlastnictví významného podílu aktiv a závazků rezidenty v cizí měně. Luca a Petrova (2008) píší, že finanční euroizace vzniká, když je velký podíl tuzemských finančních kontraktů denominován v cizí měně. Obě publikace dále dělí finanční euroizaci na euroizaci úvěrovou a depozitní. Úvěrová euroizace představuje objem půjček denominovaných v cizí měně na celkovém objemu půjček v zemi poskytnutých tuzemskými bankami tuzemským klientům. Depozitní euroizace je poměr objemu vkladů v cizí měně na celkovém objemu vkladů tuzemských klientů v tuzemských bankách (Luca, Petrova, 2008). V práci bude dále používán termín neoficiální euroizace a dělen bude na úvěrovou a depozitní po vzoru literatury.

Lehce odlišné dělení euroizace ve své práci používá Bofinger (2009). Jeho pohled na euroizaci shrnuje následující obrázek č. 1



Obr. 1 Terminologie euroizace  
Zdroj: Bofinger, 2009

### 3.1.1 Oficiální euroizace

Oficiální euroizaci můžeme najít v několika státech Evropy. Má také více druhů v závislosti na tom, zda má daný stát s Evropskou měnovou unií uzavřenou smlouvu o používání společné měny či nikoli. Smluvní vztah se týká většiny evropských mikrostátů, jmenovitě Vatikánu (od roku 2002), San Marina (2002), Monaka (2002) a Andorry (2012<sup>1</sup>), (Winkler, Mazzaferro, Nerlich, Thimann, 2004).

Tyto mikrostáty byly k používání eura téměř předurčeny. Oficiální měnou ve Vatikánu a v San Marinu byla před zavedením eura vaticánská, potažmo sanmarinská lira. Obě měny byly pevně připoutány k italské liře v poměru 1:1. Stejně tak Monako používalo monacký frank, který byl připoután k francouzskému franku taktéž v poměru 1:1. Andorra používala jako své oficiální platidlo jak francouzský frank, tak španělskou pesetu. Andorra je podle dostupných údajů zemí, která euroizaci používá nejdéle – už od roku 1278. Monacká historie v souvislosti s euroizací je také bohatá, sahá do roku 1865 (Centrální bankovníctví, 2007). Po zavedení eura v Itálii, Francii a Španělsku byl krok k používání eura pro tyto země přímo nutnos-

<sup>1</sup> Andorra oficiálně uzavřela smlouvu s EMU v roce 2012, od roku 2002 používala euro unilaterálně. Od roku 2014 vydává i své euromince.



tí. Jako důvod udělení výjimky se nejčastěji uvádí velikost zmíněných států a také přihlídnutí k historii používání jednotlivých měn v těchto zemích (Winkler, Mazzaferro, Nerlich, Thimann, 2004).

Výše uvedené země mají s Evropskou měnovou unií uzavřenu oficiální dohodu. V Evropě se však nachází také státy, které podobnou dohodu s EMU uzavřenu nemají, a přesto euro jako své oficiální platidlo používají. Řeč je o Černé hoře a Kosovu. Tento jev nazýváme unilaterální euroizací. i zde můžeme říci, že přechod k euru byl logickým postupem země. Obě země byly součástí Jugoslávie. Obě země se v roce 1999 rozhodly přejít k německé marce jako ke své oficiální měně (ačkoliv v Černé hoře se německá marka používala spolu s jugoslávským dinárem již od roku 1996). Důvodem k tomuto přechodu byla rozsáhlá ekonomická nestabilita. Od roku 2002 začaly oba státy používat euro bez námitek Evropské měnové unie. i zde je možné tvrdit, že důvodem je velikost obou států a také to, že převzetí německé marky, potažmo eura, mělo pozitivní vliv na stabilizování situace v obou ekonomikách (Fabris, Vukajlović-Grba, Radunović, Janković, 2004, Tannock 2010).

### Oficiálně euroizované země světa

Monetární rozhodnutí o oficiální euroizaci není zejména pro světové mikrostáty ojedinělou záležitostí. Seznam oficiálně euroizovaných/dolarizovaných zemí poskytnou tabulky č. 1 a č. 2.

Tab. 1 Seznam oficiálně euroizovaných zemí používajících Americký dolar

Nezávislé státy	Východní Timor, Marshallovy ostrovy, Mikronésie, Palau, Panama, Ekvádor, El Salvador
Zámořská území	Pitcairnovy ostrovy, Britské Panenské ostrovy
Teritoria USA	Guam, Americké Panamské ostrovy, Portoriko, Americká Samoa, Severní Mariany

Zdroj: Winkler, Mazzaferro, Nerlich a Thimann, 2004.

Většina zemí používajících Americký dolar jako své zákonné platidlo se dá označit za mikrostáty, převážně ostrovní. Jsou to státy, které jsou přidruženy k USA, nebo se jedná o bývalé kolonizované země. Použití silné mezinárodně uznávané měny je pro tak malé ekonomiky jednodušší a výhodnější, než vydávání své vlastní, slabší měny, která by měla předpoklady pro vysokou volatilitu a mohla by být lákavějším terčem pro případné spekulativní útoky zvenčí. Výjimku představuje např. Ekvádor, který se uchýlil k dolarizaci kvůli problémům s vysokou inflací, rapidní depreciaci tuzemské měny a v rámci boje s finanční krizí na přelomu tisíciletí (COHA, 2016).

Tab. 2 Seznam oficiálně euroizovaných zemí používajících ostatní měny

Nezávislé státy	Andora (EUR), Lichtenštejnsko (CHF), Monako (EUR), Nauru (AUD), San Marino (EUR), Tuvalu (AUD), Vatikán (EUR)
Zámořská území	Kokosové ostrovy (AUD), Cookovy ostrovy (NZD), Grónsko (DKK), Niue (NZD), Norfolk (AUD), Tokelau (NZD)
Ostatní státy	Černá Hora (EUR), Kosovo (EUR)

Zdroj: Winkler, Mazzafero, Nerlich a Thimann, 2004.

Velice podobné závěry lze vyvodit u zemí, které adoptovaly jiné měny jako svá zákonná platidla. Opět se jedná o malé státy či bývalé kolonie, pro které je použití stabilnější uznávané měny rozumnou variantou. I zde můžeme najít výjimky v podobě Černé hory či Kosova, které euroizaci použily pro stabilizaci ekonomických podmínek ve své zemi (Fabris 2004).

### 3.1.2 Neoficiální euroizace

Neoficiální euroizace již byla v práci definována jako vlastnictví významného podílu aktiv a závazků rezidenty v cizí měně (Ize a Levy Yeyati, 2003). Literatura, která se věnovala problematice neoficiální euroizace byla zprvu zaměřena téměř výhradně na depozitní euroizaci (např. Ize a Levy Yeyati, 2003 nebo Dean a Feige, 2002). Nedávné studie však i díky zvýšení dostupnosti dat přenášejí své zaměření na euroizaci úvěrovou (např. Luca a Petrova, 2008). Ta je díky dopadům na účinnost provádění monetární politiky nebezpečnějším jevem. Oba typy euroizace jsou však vzájemně propojeny.

### Neoficiálně euroizované země světa

Neoficiální euroizace/dolarizace je do jisté míry rozšířená po celém světě a je velice obtížně pozorovatelná. Tabulka č. 3 dokládá výčet zemí, kde se cizí měna používá častěji a ve větší míře.

Tab. 3 Seznam neoficiálně euroizovaných zemí podle používané měny

Americký dolar	Většina Latinskoamerických zemí	Argentina, Bolívie, Mexiko, Peru
	Většina karibských zemí	Dominika, Jamajka, Trinidad a Tobago a další
	Většina bývalého Sovětského svazu	Arménie, Ázerbájdžán, Gruzie, Rusko a Ukrajina
	Ostatní země	Hong Kong, Mongolsko, Mosambik, Turecko, Vietnam a další
Ostatní měny	Bývalé Francouzské kolonie v Africe	Kambodža, Laos
	Většina Balkánského poloostrova	Bulharsko, Chorvatsko, Srbsko, Rumunsko (všechny EUR) a další
	Ostatní země	Části Číny, Bělorusko (RUB)

Zdroj: Schuler 2000

### Tranzitivní ekonomiky

Jako tranzitivní ekonomiky se označují ty, které přešly z centrálního systému plánování na tržní hospodářství. Velice často se takto označují například bývalé socialistické státy. S přechodem na tržní prostředí se váže několik problémů, s nimiž musely tyto země bojovat.

Po zrušení centrálního plánování vznikal problém se zvyšující se nezaměstnaností. Růst efektivity ve firmách díky možnosti využít importovaný know-how snížil potřebu lidské síly. Umělé snahy vlády o stav plné zaměstnanosti také vzaly za své. V neposlední řadě nastala redukce počtu zaměstnanců ve státní sféře.

Dalším problémem byla zvyšující se inflace. Ceny se začaly zvyšovat díky absenci státní kontroly cen, která do té doby fungovala. Po privatizaci státních podniků také ustal přísun vládních dotací a nabízená cena se tudíž musela přizpůsobit reálné nákladnosti výroby.

Výčet výzev, které čekaly na státní představitele, lze rozšířit také o absenci zkušeností obyvatelstva s podnikáním. Nedostatečná kvalifikovanost pracovního trhu byla velkou překážkou efektivity práce. Nemalé problémy způsobovala korupce zděděná z minulého režimu. Velké nedostatky představovala zastaralost technologií a špatná infrastruktura či zaostalý právní systém.

Výše zmíněné faktory lze také považovat za příčiny rozšíření euroizace v některých tranzitivních ekonomikách. Zvýšená inflace již byla několikrát skloňována jako determinant euroizace. Z jiného pohledu lze považovat region, který je charakteristický nedostatečným know-how, zaostalými technologiemi či špatnou infrastrukturou, za velice lákavou variantu pro zahraniční investory k expandování na nové rozvíjející se trhy (Economics online, 2010).

Dělení tranzitivních zemí dle IMF ukazuje tabulka č. 4. Zkratky SEE EU a SEE xEU, které jsou napsány u prací zkoumaných zemí, budou v práci dále použity. Jedná se o značení zemí střední a východní Evropy.

Tab. 4 Rozdělení tranzitivních zemí podle metodiky IMF

Oblast	Země
Baltské státy	Estonsko, Lotyšsko, Litva
CE5 – Země střední Evropy	Česká republika, Maďarsko, Polsko, Slovenská republika, Slovinsko
CIS – Společenství nezávislých států	Bělorusko, Moldávie, Ruská federace, Ukrajina
SEE EU – Země jihovýchodní Evropy z EU	Bulharsko, Chorvatsko, Rumunsko
SEE EU – Země jihovýchodní Evropy mimo EU	Albánie, Bosna a Hercegovina, Kosovo, Makedonská republika, Černá Hora, Srbsko

Zdroj: Roaf a kolektiv, 2014

### 3.1.3 Přínosy a náklady oficiální euroizace

Oficiální euroizování ekonomiky je bezesporu velký krok učiněný monetární autoritou v zemi. Pokud za tímto rozhodnutím nestojí historické vazby jako v případě výše zmíněných mikrostátů v Evropě, musí pro euroizaci nastat závažné důvody. Většina zemí, které se odhodlaly k tomuto kroku, si prošla obdobím závažných ekonomických turbulencí. Vyznačovaly se dle literatury vysokou inflací, častými devalvacemi měnového kurzu a s ní spojenou nedůvěrou v monetární politiku a bankovní systém, či nízkým ekonomickým růstem (mezi jinými Calvo a Reinhart, 2000, Luca a Petrova, 2008). V následujících odstavcích budou zmíněny literaturou vyzdvihované výhody a nevýhody oficiální euroizace, které vyplývají ze zmíněných ekonomických turbulencí a z reakcí monetárních autorit na tyto turbulence v různých světových ekonomikách.

#### Přínosy oficiální euroizace

Mezi nejčastěji zmiňované výhody euroizace je řazeno rapidní snížení inflace. Převzetí stabilní a silné měny má na inflaci okamžitý pozitivní dopad, což je možné doložit jak v případě Černé hoře a Kosova, tak v zemích Střední a Jižní Ameriky (El Salvador, Ekvádor), (Swiston, 2011).

Dalším zmiňovaným problémem byla nedůvěra v monetární politiku země. Tu způsobily kroky jako např. časté devalvace měny, vysoký nárůst zahraničního dluhu a další. Převzetím cizí měny již důvěryhodnost monetární politiky přestává být problémem. Centrální banka ztrácí moc nad peněžní nabídkou i nad měnovým kurzem. Jako negativum je zmiňována neschopnost boje s vnějšími turbulencemi

právě prostřednictvím těchto nástrojů monetární politiky, ale zastánci euroizace vyzdvihují, že kroky tuzemských, v očích občanů a firem nedůvěryhodných autorit, jsou v tomto ohledu škodlivější (Craig a Waller, 2004).

Pozitivní efekt má euroizace i na snížení úrokových měr v zemi. Díky převzetí silné měny odpadá několik přírážek, které byly investory v minulosti započítávány k rizikové prémii země – rapidně snížená inflace, odstranění měnového rizika. Část rizikové premie však zůstává. Ta je připisována deficitům rozpočtů, kvalitě finančního systému či flexibilitě pracovního trhu (Mann, 1999). Fabris a kolektiv (2004) dodávají, že důležitý je v tomto ohledu také stupeň vývoje ekonomiky či efektivita právního systému. Goldfajn and Olivares (1999) úplně nesouhlasí a zmiňují, že ke snížení úrokových měr dochází zásluhou liberalizace finančního systému, než díky euroizaci samotné.

Výhodami, které dále literatura uvádí, jsou: zkvalitnění finančních trhů země (díky přístupu na světové trhy), zvýšení fiskální disciplíny (bez možnosti tisku dodatečných finančních prostředků musí vlády sestavovat vyrovnanější rozpočty) či zamezení spekulacím vůči měně (Fabris, Vukajlović-Grba, Radunović, Janković, 2004).

### **Náklady oficiální euroizace**

Jak již bylo uvedeno v kapitole výhod oficiální euroizace, mnozí se na ztrátu nástrojů monetární politiky dívají jako na zásadní slabinu. Nebezpečná je tato situace hlavně v okamžiku, kdy země není ve stejné fázi ekonomického cyklu jako země, jejíž měnu adoptovala. Na to navazuje také riziko adopce důsledků chyb cizí monetární politiky. Tuzemské autority ztratí nástroj, díky kterému se s externími šoky může vypořádat (Levasseur, 2004).

Často vyzdvihovanou nevýhodou je také ztráta výnosů z ražebného, což je čistý výnos z vydávání hotových peněz. Jinými slovy je to rozdíl mezi náklady na tisk/ražbu peněz a jejich tržní hodnotou. U oficiální euroizace může být zisk z ražebného smluvně rozdělen mezi jednotlivé země, to však nemůže platit pro země, které euroizovaly unilaterálně (Kraft, 2003).

Dalším nedostatkem je také nemožnost působení centrální banky jako věřitele poslední instance. V případě unilaterální euroizace také země přijde o značnou část svých rezerv v cizích měnách, které je nucena použít na nákup měny, kterou chce převzít. Objevuje se také výskyt jednorázových šoků, jako jsou náklady na změnu účetních standardů, nákup či změna softwaru a podobně. V neposlední řadě země ztrácí možnost devalvace měny pro zlepšení konkurenceschopnosti exportu (Chitu, 2013).

### **3.1.4 Oficiální euroizace jako systém devizového kurzu**

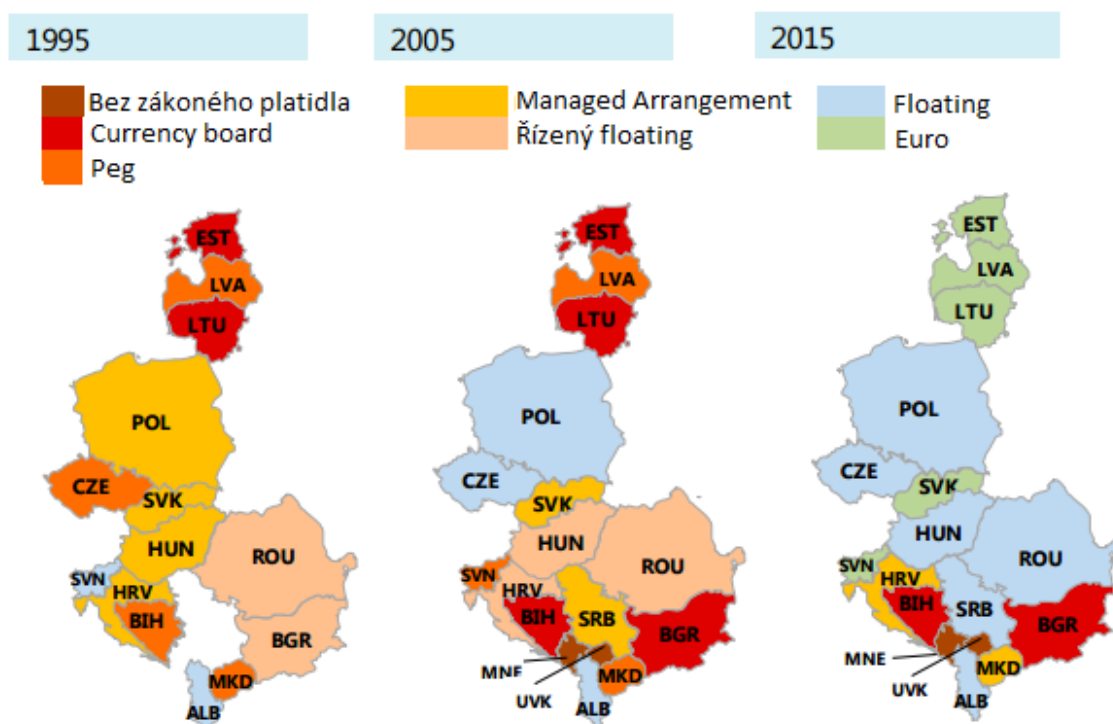
Ve světě existuje mnoho různých přístupů monetárních autorit k používání devizového kurzu jako nástroje monetární politiky. Systémů je celá řada a oficiální euroizace je zvláštním případem systému pevného kurzu. Výčet jednotlivých systémů si uvedeme v následující tabulce č. 5.

Tab. 5 Systémy devizového kurzu

Systém pohyblivých kurzů	Volně pohyblivé kurzy = floating	Volný (free)
		Nezávislý (independent)
		Čistý (clean)
	Kurzy s řízenou pohyblivostí	Řízený (dirty, managed)
Systém pevných kurzů	Limitované hranice oscilace, vázané k vedoucí měně	
	Limitované hranice oscilace, vázané k měnovému koši	
	Pravidelné změny ústředních kursů (crawling band/peg)	
	Neodvolatelný ústřední kurz, měnová rada (currency board)	
	Platidlem společná měna (EMU) nebo měna cizí (euroizace)	

Zdroj: Durčáková, Mandel, Mezinárodní finance (2007)

Názory monetárních autorit na zvolený systém devizového kurzu se liší v každé zemi a také s časem. Mnoho zemí zvolilo systém pevného devizového kurzu vůči euru kvůli své snaze o co nejrychlejší přijetí společné měny – Slovensko, Estonsko, Litva a Lotyšsko. Jiné přešly od pevných kurzů ke kurzům pohyblivým, jako to bylo v případě České republiky, Polska, Maďarska a dalších zemí. Vývoj od roku 2005 až do roku 2015 deklaruje obrázek č. 2.



Obr. 2 Vývoj systémů devizového kurzu v zemích střední, východní a jihovýchodní Evropy  
Zdroje: IMF, AREAER a odhady pracovníků IMF.

## 3.2 Determinanty euroizace

Determinantů euroizace je v literatuře uváděno velmi mnoho a liší se případ od případu. Následující výběr determinantů tudíž rozhodně není úplný. Zastupuje výběr autora práce učiněný na základě přečtených studií a svou velmi důležitým prvkem při výběru determinantů pro modely je také dostupnost dat.

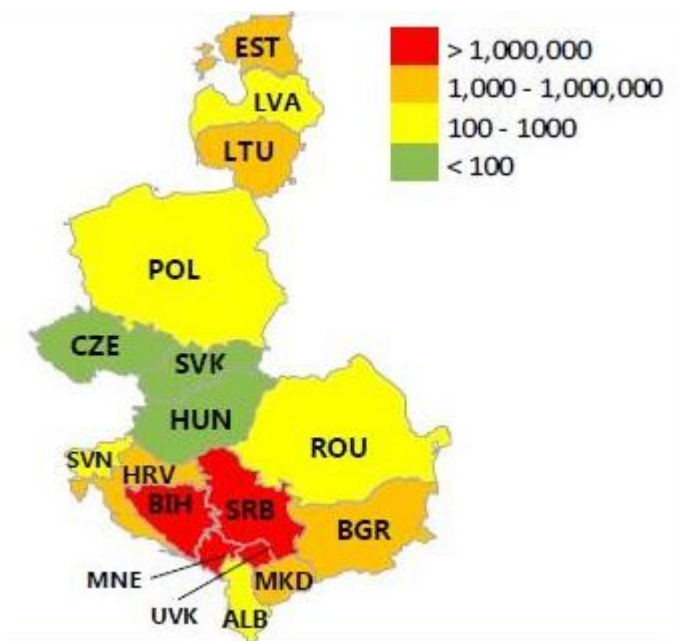
### 3.2.1 Inflace

Feige a Dean (2002) uvádí, že euroizace je následkem hyperinflace. V osmdesátých letech a na počátku let devadesátých byla neoficiální euroizace považována za důsledek vysoké inflace, na což poukazuje Levy Yeyati (2003). Vyšší inflace v minulosti vedla k posilování euroizace v zemi, ale v opačném případě, kdy inflace poklesla, snížení míry euroizace nenastalo. To naznačuje přetrvávající charakter euroizace (Rajan a Tokatlidis, 2005). Kokenyne a kolektiv (2010) na toto téma dodává, že pokud u lidí přetrvávají vzpomínky na prožitou vysokou inflaci z minulosti, nově vzniklá inflační vlna může vést k opětovnému zakořeněnému užívání cizí měny i ve chvíli, kdy se ekonomika stabilizuje.

Hlavními makroekonomickými determinanty se dle výsledků Browna a De Haase (2012) zdají být historická inflace, reálná apreciacie měny a očekávaná stabilizace ekonomiky spojená se vstupem do Evropské unie. Stix (2010) na základě unikátních dotazníků určených domácnostem v Chorvatsku, Slovinsku a na Sloven-

sku zjišťuje, že inflační očekávání a očekávání ohledně měnového kurzu neovlivňují depozitní euroizaci. Pozitivně korelované jsou s depozitní euroizací věk obyvatel, výše příjmu a vzdělání vkladatelů.

O vysokých hodnotách historické inflace ve zkoumaných státech vypovídá obrázek č. 3.



Obr. 3 Maximální roční hodnoty inflace v tranzitivním období (v procentech)  
Zdroj: Světová banka, odhady pracovníků IMF

### 3.2.2 Kvalita institucionálního prostředí

Rajan a Tokatlidis (2005) na základě svého výzkumu tvrdí, že úvěrová euroizace je výsledkem institucionálních slabín a slabé důvěry v monetární politiku. K institucionální nestabilitě se vyjadřují i Luca a Petrova (2008). Ty tvrdí, že v zemích, jejichž monetární autority nedokázaly získat důvěru veřejnosti v dodržování závazku cenové stability, mohou banky preferovat poskytování půjček v cizí měně, po kterých bude ze stejného důvodu poptávka od klientů. Nízkou důvěryhodnost monetárních autorit považuje za důležitý faktor také Levy Yeyati (2003).

### 3.2.3 Úrokový diferenciál

Cowan (2006) uvádí, že firmy si častěji berou úvěry v cizí měně v případě vyššího úrokového diferenciálu a v případě, že je jejich příjem denominován v cizí měně. K podobným závěrům dochází i Rosenberg a Tirpák (2009). Dokládají, že úvěrová euroizace roste společně s úrokovým diferenciálem, množstvím zdrojů ze zahraničí a otevřeností ekonomiky. Také Neanidis a Savva (2009) považují úrokový diferenciál za determinant obou typů euroizace.



Čtyřicet zemí z oblasti střední a východní Evropy a Společenství nezávislých států použili ve své práci vysvětlující neoficiální euroizaci Basso, Calvo-Gonzales a Jurgilas (2007). Jako významné faktory podporující výskyt úvěrové euroizace indikují přístup ke zdrojům ze zahraničí či úrokový diferenciál. Na depozitní euroizaci má úrokový diferenciál dopad opačný.

### 3.2.4 Volatilita měnového kurzu

Práce Artety (2005), Barajase a Moralese (2003) a Kamila (2009) uvádějí, že vysoká volatilita devizového kurzu snižuje úvěrovou euroizaci. Naopak Brown a kolektiv (2011) našel v tomto vztahu pouze slabou spojitost a dokonce žádný dopad volatility měnového kurzu na použití půjček denominovaných v cizí měně u malých firem z tranzitivních ekonomik. Brown a De Haas (2012) ve své práci dokazují, že na úvěrovou euroizaci nemá významný vliv ani nominální volatilita měnového kurzu, ani úrokový diferenciál.

K volatilitě měnového kurzu jako determinantu se vyjadřují opět Neanidis a Savva (2009). Za pomoci panelové studie jedenácti zemí ze stejné oblasti, tedy ze střední a východní Evropy a Společenství nezávislých států, zkoumali krátkodobé determinanty depozitní a úvěrové euroizace. Jedním z výstupů výzkumu je zjištění, že u zemí s vysokou mírou euroizace nastaly negativní reakce na depreciaci měny a intenzivnější pokles ekonomické aktivity.

### 3.2.5 Depozitní euroizace

Jako potvrzení informace o provázanosti obou typů neoficiální euroizace poslouží fakt, že je depozitní euroizace literaturou masivně označována za determinant euroizace úvěrové.

Luca a Petrova (2008) na základě své empirické analýzy potvrzují nálezy z předchozích studií, protože uvádí, že úvěrová euroizace pozitivně souvisí s úrokovým diferencíalem a depozitní euroizací a naopak negativně souvisí s volatilitou měnového kurzu. Depozitní euroizaci jako determinant euroizace úvěrové potvrzují i Neanidis a Saava (2009). Ke stejnému závěru dochází i Brown a De Haas (2012).

### 3.2.6 Otevřenost ekonomiky

Luca a Petrova (2008) dále dodávají, že úvěrovou euroizaci podporuje otevřenost ekonomiky. Firmy zaměřené na export jsou totiž přirozeně zajištěné vůči měnovému riziku díky příjmům v cizí měně. Podle Rosenberga a Tirpáka (2008) se díky otevřenosti, hlavně ve finančním sektoru, rozšiřují možnosti hedgingu. Otevřenost ekonomiky označují za jeden z faktorů ovlivňující úvěrovou euroizaci. Finanční otevřenost ekonomiky identifikují jako faktor také Zettelmeyer, Nagy a Jeffrey (2010).

### 3.2.7 Zahraniční kapitál v bankovním sektoru

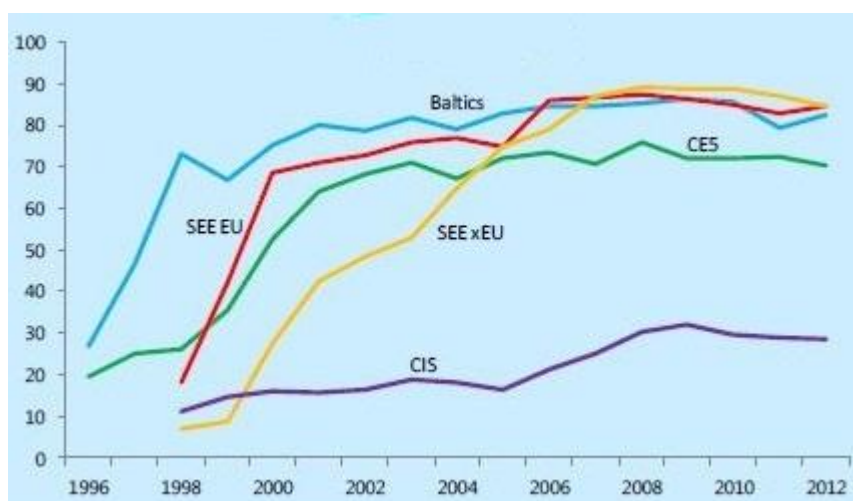
V literatuře lze najít smíšené výsledky nedávných studií, které se zabývají rolí přeshraničního financování bankovního sektoru.

Basso a kolektiv (2010) ve své práci tvrdí, že země s větším zastoupením přeshraničního financování vykazují vyšší podíl půjček denominovaných v cizí měně. De Haas a Naabrog (2006) a De Haas a Van Lelyveld (2006, 2010) tvrdí, že finanční prostředky od mateřských společností, typicky v cizí měně, podněcují nárůst úvěrů poskytovaných dceřinými společnostmi.

Luca a Petrova (2008) naopak nenašly prokazatelnou souvislost mezi celkovým množstvím půjček v cizí měně v tranzitivních zemích a úhrnem zahraničních závazků bank. Brown a kolektiv (2010) prokázal, že úvěrová euroizace je spíše poháněna vklady zákazníků v cizí měně, než přeshraničním financováním.

Brown a De Haas (2012) na základě unikátního datasetu o úvěrech a vkladech v téměř 200 bankách z 20 tranzitivních ekonomik dokazují, že zahraniční vlastnictví bank a zdroje z těchto mateřských společností nepodněcují půjčování finančních zdrojů v cizí měně. Jedním z poznatků práce je, že i když zahraniční banky půjčují více prostředků v cizí měně firemní klientele, která bývá lépe zajištěna proti měnovému riziku, to samé neplatí pro domácnosti, většinou hůře zajištěné proti měnovému riziku nebo nezajištěné vůbec. Na datech dokazují, že růst půjček denominovaných v cizí měně je spíše způsobený celkovým všeobecným růstem půjček u domácností, než tím, že tyto půjčky přichází z bank vlastněných zahraničními bankami.

Přítomnost zahraničních subjektů v bankovním sektoru zemí střední a východní Evropy dokládá obrázek č. 4.



Obr. 4 Účast zahraničních bank v sektoru (procento aktiv v bankovním sektoru)

Zdroj: EBRD, Bankscope

Poznámka: CIS – Společenství nezávislých států, CE5 – země střední Evropy, SEE EU – země jihovýchodní Evropy patřící do EU, SEE xEU – země jihovýchodní Evropy nepatřící do EU, Baltics – Baltské státy.

### 3.2.8 Nerozvinutý finanční trh

Chailloux, Ohnsorge a Vavra (2010) ve své studii tvrdí, že nedostatek státních dluhopisů a pokladničních poukázek s delší maturitou denominovaných v domácí měně znamená, že v ekonomice chybí oceňovací benchmark pro finanční instrumenty denominované v lokální měně a zajišťovací produkty. Proto pro importéry představuje nejlepší zajištění stanovení cen ve měně cizí.

Existence kvalitního forwardového trhu snižuje úvěrovou euroizaci. Díky němu je možné se proti nepříznivému vývoji měnového kurzu zajistit (Luca a Petrova, 2008). Tento postup je nejdůležitější pro obchodníky zaměřené na export svých produktů. V práci také uvádí, že rozvojové země mají obecně nedostatek tuzemského kapitálu, a tudíž využívají mezinárodních trhů pro financování domácí produkce. Je to také dáno nižší mírou úspor tuzemských domácností ve vlastní měně. Prostředky z mezinárodních trhů jsou nejčastěji denominovány v cizí měně.

### 3.2.9 Ostatní determinanty

Brown, Kirschenmann a Ongena (2009) analyzují úvěrovou euroizaci na půjčkách pro malé a střední podniky v Bulharsku. Data ukazují, že si firmy berou půjčky v cizí měně, pokud se jedná o půjčky na vyšší obnos peněz a s delší dobou splatnosti. Poukazují také na to, že banky nejsou ochotny půjčovat v domácí měně při půjčkách s delší dobou splatnosti a díky půjčkám v cizí měně se snaží vyvažovat své portfolio aktiv a pasiv z pohledu svého měnového rizika.

Fidrmuc a kolektiv (2011) dokládají, že rozhodnutí domácností o půjčce v cizí měně je ve východní Evropě ovlivněno jejich věkovým průměrem, vzděláním a množstvím úspor v cizí měně.

V posledních letech se začaly objevovat studie zkoumající neoficiální euroizaci, které využívají pro analýzu data z dotazníků vyplněných převážně domácnostmi. Zahrnují množství otázek ohledně vnímání ekonomických subjektů zaměřených na očekávání jejich blízké ekonomické situace (Scheiber a Stix 2009, Beckmann, Scheiber a Stix 2001, Brown a Stix 2014). Scheiber a Stix (2009) ve své práci potvrzují, že na míru euroizace má velký vliv důvěra v institucionální a bankovní prostředí. Na rozdíl od většiny výzkumů však nepovažují za významné determinanty inflaci (jak historickou, tak nedávnou) ani devalvací měnového kurzu.

Podobná dotazníková šetření provádí také Evropská komise, jež nazývá Společnými harmonizovanými evropskými spotřebitelskými dotazníky (Evropská komise, 2017).

### **3.2.10 Shrnutí determinantů neoficiální euroizace**

Determinanty, které byly za pomoci důkladného prozkoumání literatury určeny za vlivné s ohledem na neoficiální euroizaci, jsou shrnuty následující tabulkou č. 6.

Tab. 6 Shrnutí determinantů neoficiální euroizace

<b>Determinant</b>	<b>Autor</b>	<b>Očekávaný vztah</b>
Inflace	Ize a Levy-Yeyati (2003); Feige a Dean (2002)	Pozitivní závislost
Úrokový diferenciál	Neanidis a Savva (2009); Basso, Calvo-Gonzalez a Jurgilas (2007)	Pozitivní závislost pro úvěrovou a negativní závislost pro depozitní euroizaci
Kvalita institucionálního prostředí	Rajan a Tokatlidis (2005); Luca a Petrova (2008)	Negativní závislost
Depozitní euroizace	Luca a Petrova (2008); Neanidis a Savva (2009)	Pozitivní závislost
Zdroje ze zahraničí (FDI)	Rosenberg a Tirpák (2009)	Pozitivní závislost
Volatilita měnového kurzu	Arteta (2005); Barajas a Morales (2003)	Negativní závislost pro úvěrovou euroizaci
Otevřenost ekonomiky	Luca a Petrova (2008) Rosenberg a Tirpák (2009)	Pozitivní závislost
Nerozvinutý finanční trh	Chailloux, Ohnsorge a Vavra (2010)	Negativní závislost

### 3.3 Dopad finanční a ekonomické krize na míru euroizace ve zkoumaných ekonomikách

Jedním z přínosů této práce je použití dat zahrnujících období ekonomické krize. K dopadům, které na jednotlivé země měla, již bylo napsáno několik ekonomických studií a článků. Vliv na její hloubku měla i zkoumaná neoficiální euroizace.

Katarzyna Kubiszewska (2013) zmiňuje, že ačkoli se region Balkánu jako celek vyhnul té nejhlubší recesi, některé země byly zasaženy hlavně v momentu, kdy se rakouské či řecké mateřské společnosti lokálních bank rozhodly omezit přísun kapitálu do svých dceřiných podniků. To vyzdvihuje fakt, že malé země mohou být ovlivněny ekonomickou krizí, která postihuje její obchodní partnery a zahraniční investory.

Finanční krize byla pro region západního Balkánu velkým externím šokem. Nepřímými kanály, jimiž krize ekonomiky zasáhla, byly pokles objemu zahraničního obchodu, náhlý úbytek zdrojů úvěrování či prudký pokles přímých zahraničních investic. Spolu s poklesem zahraničního obchodu nastal pokles také v poskytování kapitálu od zahraničních mateřských společností. Tím vznikl velký problém, protože zahraniční investoři, převážně původem z EU, vlastní přes 90% celkových bankovních aktiv v Chorvatsku (Kubiszewska, 2013).

Po září roku 2008 se ceny financování pro nefinanční sektor, firmy a domácnosti v zemích střední a východní Evropy rapidně zvýšily. Ačkoli se ve druhé polovině roku 2009 úrokové sazby snížily, zejména díky nižším cenám fi-

nančních zdrojů pro banky ve spojitosti s expanzivní monetární politikou ECB i mnoha národních bank v regionu, sazby pro úvěry v lokální měně zůstaly vysoké (ECB, monthly bulletin, 2010).

Značnou pozornost si žádají změny ve struktuře externích finančních toků. Od čtvrtého čtvrtletí roku 2008 byly v zemích Baltiku, Bulharsku a Rumunsku zaznamenány značné čisté odlivy takzvaných „jiných investic“, které do té doby představovaly hlavní zdroj financování v období před krizí. Tento odliv byl způsoben přehodnocením rizikovosti portfolií mezinárodních finančních institucí a investorů či odlivem kapitálu z dceřiných společností zpět do jejich matek. Přímé zahraniční investice také poklesly (ECB, monthly bulletin, July 2010).

K dopadu krize na Srbsko se vyjádřila i bývalá ministryně financí Srbska Diana Dragunović. Po dlouhém trendu apreciace v zemích střední a východní Evropy přinesla krize vlnu silné deprecie národních měn. Nastal náhlý útlum externího financování, poklesla mezinárodní poptávka, začaly růst prémie spojené s měnovým rizikem. Jako velký problém uvádí omezenou schopnost centrální banky v roli věřitele poslední instance. Centrální banka čelí velkému dilematu: zda nechat depreciovat měnu a vypořádat se tím s externími nerovnováhami a pošetřit rezervy v cizí měně pro budoucí obtížnější období, nebo omezit rozsah deprecie kvůli dopadu na monetární expozici všech subjektů v ekonomice. Za velké nebezpečí nejen pro Srbsko považuje odliv zahraničního kapitálu zpět do mateřských společností (Dragunović, 2011).

### 3.3.1 Vídeňská iniciativa

Oficiální název této iniciativy je v překladu „Koordinovaná iniciativa Evropských bank (The European Bank Coordination Initiative, zkráceně EBCI). Jejím zakladatelem je Evropská banka pro obnovu a rozvoj, dále jen EBRD, která využila svých unikátních vztahů se soukromým sektorem i s evropskými vládami (EBRD 2012).

Vídeňská iniciativa vznikla v období vrcholu finanční krize, aby poskytla rámec pro koordinovaný krizový management a krizové řešení problémů finančního sektoru. Problémy byly zvláště výrazné poklesem ekonomické aktivity a postihly velké, systémově důležité mezinárodní bankovní skupiny v regionu rozvíjejících se ekonomik.

Iniciativa vznikla primárně jako nouzová odezva na hrozbu odchodu západních bank ze sektoru rozvíjejících se zemí Evropy. Následně však přebrala stálou roli v potýkání se s riziky, kterým čelí finanční sektor v tomto regionu (EBRD 2014).

V lednu 2009 svedla dohromady zástupce z veřejných i soukromých mezinárodních bankovních institucí a skupin.

- Mezinárodní finanční instituce (Mezinárodní měnový fond, EBRD, Evropskou investiční banku či Světovou banku)
- Evropské instituce (Evropskou komisi a Evropskou centrální banku jako pozorovatele)
- Zástupce regulačních a fiskálních autorit jednotlivých evropských zemí

- Zástupce největších bankovních skupin působících v „regionu“ EBRD.

### **Cíle Vídeňské iniciativy**

V roce 2009 se celá Evropa potýkala s nemalými ekonomickými problémy. Výjimkou nebyl ani finanční sektor. Bylo důležité, aby byly západním mateřským bankám vytvořeny takové podmínky, které by je motivovaly zůstat v zemích rozvíjející se Evropy. Jako dokonalý příklad může sloužit spolupráce jednotlivých států s mezinárodními institucemi (EBRD, IMF) na vytvoření fiskálních a monetárních pravidel, které se země zavázaly dodržovat. Na základě reálných nebezpečí vzniklých v důsledku krize si Vídeňská iniciativa vymezila několik cílů.

Prvním z nich bylo zabránit masivnímu a nekoordinovanému stahování finančních prostředků mateřských bank v zemích s výrazně zhoršenou ekonomickou situací. V důsledku stažení likvidity by mohlo dojít ke krizi systémově důležitých bank nejen v jednotlivých zemích, ale v regionu jako celku. I proto v rámci „Spojené iniciativy IFI“ poskytly EBRD, Světová banka a Evropská Investiční banka €33 bilionů na posílení stability bankovních institucí v sektoru CESEE (Roaf a kolektiv 2014).

Dalším cílem bylo zajistit, aby se mateřské banky veřejně zavázaly k udržení expozice vůči svým pobočkám a k jejich pokračující rekapitalizaci.

Nedílnou součástí iniciativy byla také shoda na základních manažerských krocích vstříc řešení nastalé situace. Autority v zemích, ve kterých se ohrožené pobočky nacházejí, musí projevit zodpovědnost v prosazování makroekonomické politiky ve formě dodání dostatečné likvidity v domácí měně a celkově v podpoře celého bankovního sektoru. Vzhledem k rozsáhlé euroizaci v některých zemích je také důležité dodání likvidity v cizí měně, což je zodpovědnost mateřských bank spolu s vládami jednotlivých zemí (použití devizových rezerv).

### **Dosažené úspěchy Vídeňské iniciativy a další kroky**

Společné snahy pomohly vyřešit situaci známou jako věžňovo dilema. Stáhnutí finančních zdrojů jednou z bankovních skupin by pro ni bylo výhodné, ale celkově by to způsobilo obrovské škody celému regionu. Díky iniciativě dodržely všechny společnosti své stanovené závazky. To se také ukázalo být kriticky důležité vzhledem k tomu, že krize byla vážnější a vzpamatování se trvalo déle, než se obecně předpokládalo.

Dalším krokem byla iniciativa „Vídeň plus“. Opět bylo využito unikátní kooperace veřejného a soukromého sektoru s cílem analyzovat a zakročit vůči dlouhodobějším problémům, čímž by mohlo být zabráněno budoucím krizím. Těmito problémy jsou například rozsáhlé úvěrování v cizí měně, což je fenomén zkoumaného regionu. Pokračování společných aktivit mělo také za úkol reagovat na případné krizové „aftershocky“. Opět bylo nutné stanovit důležité cíle.

- Implementace Basel III
- Analýza úvěrů po splatnosti ve střední, východní a jihovýchodní Evropě
- Rozvoj místních měnových a kapitálových trhů

- Zkoumání role komerčních bank při absorbování finančních zdrojů z Evropské unie.

V lednu roku 2012 započala nejaktuálnější verze iniciativy: „Vídeň 2.0“. Byla reakcí na pokračující vlivy krize. Její cíle byly například dohled nad zlepšením kroků v dohledové činnosti jak v domovských zemích mateřských společností, tak v zemích, kde sídlí jejich dcery.



## 4 Metodika a data

### 4.1 Popis datového souboru

Veškerá data použitá v této práci byla získána z veřejně dostupných internetových stránek. Všechny zdroje jsou uvedeny v seznamu literatury. Analýza byla provedena za pomoci softwaru Stata a IBM SPSS Statistics.

#### Země ve vzorku

Pro diplomovou práci byly vybrány 4 země východní Evropy: Bulharsko, Rumunsko, Chorvatsko a Srbsko. Všechny tyto země jsou klasifikovány Mezinárodním měnovým fondem jako tranzitivní státy.

Velice důležitým kritériem je také to, že se ve vybraných státech pohybuje ve zkoumaném období míra depozitní euroizace v intervalu od 25% do 92% a míra úvěrové euroizace v intervalu od 39% do 76%. Vývoj obou proměnných dokládají obrázky číslo 5 a 6, které jsou umístěny v příloze B.

#### Rozsah dat

Pro analýzu byla vybrána čtvrtletní frekvence dat. Dostupnost jednotlivých proměnných byla pro jednotlivé státy odlišná. Pro Bulharsko začínají data od 2004, u Rumunska od 2007 Q1, Chorvatská data začínají 2006 Q3 a Srbská 2004 Q1. Všechna data končí 2016 Q4. Jedná se tedy o nevybalancovaný panel dat.

### 4.2 Model, jeho specifikace a metody empirické analýzy

#### Obecná lineární rovnice modelu

$$y_t = \alpha_0 + \beta_1 \times X_1 + \dots + \beta_n \times X_n + \varepsilon_t \quad (1)$$

kde  $y_t$  je vysvětlovaná proměnná,  $X_1 \dots X_n$  jsou vysvětlující proměnné a  $\varepsilon_t$  je reziduum.

Existuje několik různých lineárních modelů pro panelová data. Základní rozdělení je na modely s fixními a s náhodnými efekty. Rozdíl spočívá v tom, že modely s fixními efekty jsou komplikovanější kvůli faktu, že připouštějí korelaci regresorů s efekty individuální úrovně. Tudíž konzistentní odhad regresních parametrů při použití modelu s fixními efekty vyžaduje odstranění či kontrolu této korelace. Modely s náhodnými efekty předpokládají, že se korelační koeficient rovná nule v každém období (Cameron, Trivedi, 2009, Baltagi 2013).

Celkově bylo vytvořeno 8 modelů. 4 modely pro analýzu determinantů depozitní euroizace, 4 modely pro analýzu determinantů úvěrové euroizace. Modely jsou děleny na modely s fixními a s náhodnými efekty a dále podle toho, zda byla do modelů přidána dummy proměnná, která symbolizuje, zda se v daném okamžiku v ekonomikách projevovaly dopady finanční a ekonomické krize.

### **Vysvětlované proměnné**

Data o objemu vkladů v cizí měně a vkladů celkových byla získána z internetových stránek centrálních bank zkoumaných zemí. Stejný zdroj byl využit pro získání dat o úvěrech v cizí měně a úvěrech celkem. Jedná se o vklady a úvěry domácností a nefinančních institucí. Finální proměnná byla vytvořena podílem depozit v cizí měně na celkovém objemu depozit v jednotlivých ekonomikách. Proměnná  $Y_{loan}$ , která v modelu zastupuje míru úvěrové euroizace byla vypočítána stejným způsobem, tedy podílem úvěrů denominovaných v cizí měně na celkovém objemu úvěrů v ekonomice.

### **Vysvětlující proměnné**

Determinanty použité jako nezávisle proměnné v modelech byly vybrány na základě provedené literární rešerše a důležitým faktorem byla také dostupnost samotných dat.

#### ***Inflační diferenciál***

Data použitá pro výpočet inflačního diferenciálu byla získána z webových stránek Eurostat pro všechny země kromě Srbska. Pro Srbsko poskytla data centrální banka Srbska.

Inflační diferenciál byl vůči EU vypočten jako rozdíl hodnot cenového deflátoru pro jednotlivé státy a cenového deflátoru pro Eurozónu. Hodnoty deflátoru jsou uvedeny v procentech. Základním obdobím je rok 2005.

#### ***Úrokový diferenciál***

Data o úrokových sazbách byla vyhledána na několika místech. U Srbska byla použita sazba peněžního trhu a zdrojem dat byl IMF International financial statistics. Pro Chorvatsko byly použity 3 měsíční sazby peněžního trhu získané z Eurostatu, v případě Bulharska a Rumunska se jednalo o 1měsíční sazby peněžního trhu také získané z Eurostatu.

Úrokový diferenciál byl vypočten jako rozdíl hodnot úrokových sazeb v jednotlivých zemích a úrokových sazeb pro Eurozónu.

#### ***Nezaměstnanost***

Data o nezaměstnanosti byla pořízena opět na webu Eurostatu s výjimkou Srbska. Data o Srbsku jsou původem ze Srbského statistického úřadu. Všechna data jsou uváděna v procentech. Nezaměstnanost nebyla literaturou určena jako důležitý determinant, má však nepopiratelný vliv na míru úspor v ekonomice – a to jak na úspory v domácí, tak v cizí měně.

#### ***Diference měnového kurzu***

Data o bilaterálních měnových kurzech jednotlivých zemí vůči euru byla získána z Eurostatu. Následně byla provedena čtvrtletní diference.

### ***Kvalita institucionálního prostředí***

Proměnná je zastoupena spreadem desetiletých dluhopisů jednotlivých států oproti desetiletým německým dluhopisům. Zdrojem dat je Eurostat.

### ***Statistiky vnímání***

Statistiky vnímání ekonomických subjektů jsou získány ze Společného harmonizovaného evropského spotřebitelského dotazníku, který je konstruován Evropskou komisí. Otázky se zaměřují na vnímání spotřebitelů ohledně jejich blízké budoucnosti. Odpovědi jsou nabídnuty ve většině otázek následovně. Očekávám, že:

- Výrazně selepší
- Mírně selepší
- Zůstane stejná
- Mírně se zhorší
- Výrazně se zhorší
- Nevím

Do konečného modelu byly zahrnuty otázky 2, 4, 7 a 11. Jejich znění je:

- Otázka 2: Jak očekáváte, že se změní finanční situace vaší domácnosti v následujících 12 měsících?
- Otázka 4: Jak očekáváte, že se změní všeobecná ekonomická situace ve vaší zemi v následujících 12 měsících?
- Otázka 7: Jak se dle vašeho názoru změní počet nezaměstnaných lidí ve vaší zemi v následujících 12 měsících?
- Otázka 11: Jak je pravděpodobné, že uspoříte nějaké peníze v průběhu následujících 12 měsíců?

Plánování blízké budoucnosti v oblasti spoření v euroizované ekonomice může mít na míru euroizace zásadní vliv. Jak bylo zjištěno v literatuře, míra euroizace je spojena také s tím, jak spořitelé a dlužníci vnímají stabilitu současné situace v ekonomice. Modelem bude zjištěno, jakým způsobem ovlivní krátkodobá pozitivní či negativní očekávání míru euroizace v ekonomice.

### ***Dummy proměnná pro krizi***

Dummy proměnná byla vytvořena přidáním hodnoty „0“ pro období, kdy se v ekonomikách finanční a ekonomická krize nevyskytovala a „1“ pro období, kdy se naopak krize vyskytovala. Rozhodnutí o období výskytu krize v dané lokalitě bylo učiněno na základě studie IMF „25 years of transition“ (Roaf a kolektiv, 2014). V této publikaci je kapitola 10 s názvem „2008-2013: Crisis“.

Obecně se začátek finanční krize pojí s rokem 2007. Jelikož většina tranzitivních zemí má oproti západním státům méně vyspělý finanční trh, toxická aktiva typu „CDO“, která jsou považována za jednu z přímých příčin vzniku krize, nebyla na lokálních finančních trzích obchodována ve velké míře. Jelikož jsou však tranzi-

tivní země charakteristické svou finanční otevřeností, dopady krize se přenesly i do těchto států, jen s menším časovým zpožděním (Zaman, Gorgescu, 2009).

### ***Depozitní euroizace***

Depozitní euroizace byla literaturou označena za významný determinant úvěrové euroizace (např. Luca a Petrova 2008). Původ dat byl uveden již v minulé podkapitole o závislých proměnných.

## 5 Výsledky

### 5.1 Depozitní euroizace

Tab. 7 Modely pro depozitní euroizaci

Typy modelů	FE	RE	RE
Nezávisle proměnné	[1]	[2]	[3]
Inflační diferenciál vůči EU (infdiffeu)	0.000 (0.001)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
Úrokový diferenciál vůči EU (irdiffeu)	-0.001 (0.004)	-0.000 (0.002)	0.001 (0.002)
Nezaměstnanost (unemployment)	-0.005 (0.005)	0.011*** (0.002)	0.011*** (0.002)
Změna devizového kurzu vůči euru (diff:erEUR)	0.161 (0.174)	0.219 (0.142)	0.269* (0.152)
Kvalita institucionálního prostředí (policyrisk)	-0.007 (0.009)	0.002 (0.006)	0.007 (0.006)
Indikátor vnímání - otázka 2 (percept2)	0.006** (0.003)	0.012*** (0.002)	0.014*** (0.001)
Indikátor vnímání - otázka 4 (percept4)	0.005** (0.002)	0.009*** (0.001)	0.010*** (0.001)
Indikátor vnímání - otázka 7 (percept7)	-0.002 (0.001)	0.001 (0.000)	0.001 (0.001)
Indikátor vnímání - otázka 11 (percept11)	-0.002 (0.002)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)
Dummy proměnná pro krizi (dummy_crisis)	-	0.040*** (0.013)	-
Konstanta (constant)	0.333** (0.135)	0.441*** (0.068)	0.460*** (0.074)
Počet pozorování	60	60	60
Počet období	35	35	35
r <sup>2</sup>	0,2341	0,8521	0,8185

Zdroj: Výstup ze statistického softwaru Stata

Modely depozitní euroizace s použitím fixních efektů byly naprosto totožné, proto je v konečném výčtu uveden pouze jeden z nich. Je to způsobeno tím, že software Stata vynechal z důvodů detekované multikolinearity dummy proměnnou, která byla použita jako ukazatel přítomnosti dopadů finanční a ekonomické krize v jednotlivých letech. Koeficient determinace (0,2341) vypovídá o tom, že model vysvětluje 23,41% variability dat.

U modelu se jeví statisticky významné jen tři proměnné: Indikátor vnímání – otázka 2, indikátor vnímání – otázka 4 a konstanta. Statistická hladina významnosti je u obou indikátorů vnímání 5%. Jejich dopad na míru depozitní euroizace je podobný. Oba determinanty vykazují slabou pozitivní korelaci s vysvětlovanou pro-

měnnou (hodnoty 0,006 a 0,005). Krátkodobá očekávání ekonomických subjektů ohledně vývoje inflace a obecné ekonomické situace v jejich zemi zvyšují motivaci vkládat peněžní prostředky do komerčních bank v jiné, než domácí měně (převážně v euru).

Modely [2] a [3] zkoumají determinanty depozitní euroizace při zahrnutí náhodných efektů. Stejně jako u předchozích modelů je i zde u jednoho modelu, konkrétně model [2], zahrnuta dummy proměnná pro krizi a u druhého je vynechána. Tentokrát již software problém s multikolinearitou nedetekoval, a je tedy možné vypočítat, jaký efekt má zahrnutá proměnná na zkoumané modely. Koeficient determinace je u obou modelů vysoký: 0,8521 a 0,8185. Zahrnutí dummy proměnné pro krizi zvyšuje schopnost modelu vysvětlit variabilitu dat. Oba modely jsou však tuto variabilitu schopny popsat z více než 81%.

Oproti modelu s fixními efekty se jeví jako významná proměnná nezaměstnanost. Pro oba modely je slabě pozitivně korelována s vysvětlovanou proměnnou. Z literárního přehledu plyne, že při zhoršení ekonomické situace v zemi mají občané státní s vysokou mírou euroizace tendenci ukládat své prostředky ve měně, které více věří.

Stejně jako v modelu, u kterého byly použity fixní efekty, i u modelů [2] a [3] jsou významné indikátory vnímání monitorující krátkodobá očekávání ohledně inflace a obecného ekonomického vývoje. Pozitivní korelace je silnější, než u předchozího modelu, nicméně je stále mírná. Z dat je patrné, že je silnější pro model bez zahrnuté dummy proměnné.

V modelu [2] je statisticky významná a nejsilněji korelovaná dummy proměnná pro finanční a ekonomickou krizi. Závislost je pozitivní (hodnota 0,04) a její zdůvodnění je podobné, jako pro proměnnou nezaměstnanost – v časech ekonomické nestability mají spořitelé tendenci „utíkat“ k stabilnější, důvěryhodnější měně. Tento závěr je opět podpořen publikacemi uvedenými v literární rešerši. Všechny výše popsané proměnné jsou statisticky významné na hladině významnosti 1%.

Poslední významnou proměnnou je determinant Změna devizového kurzu vůči euru. Z vývoje křivky bilatelárního kurzu jednotlivých měn vůči euru víme, že v posledních letech probíhala vůči společné měně soustavná depreciace měn národních (jedinou výjimkou je kurz bulharského levu, který je vůči euru pevně zafixován). Koeficient v modelu odpovídá některým závěrům z literatury o tom, že při depreciaci měny mají spořitelé tendenci ukládat své úspory v zahraniční měně, aby je uchránili před znehodnocením. Hodnota koeficientu 0,269 vypovídá o silné pozitivní korelaci s depozitní euroizací. Proměnná je však statisticky významná pouze při hladině významnosti 10% a při zahrnutí dummy proměnné v modelu [2] její významnost klesne pod tuto hranici.

## 5.2 Úvěrová euroizace

Tab. 8 Modely pro úvěrovou euroizaci

Typy modelů	FE	RE	RE
Nezávisle proměnné	[1]	[2]	[3]
Inflační diferenciál vůči EU (infdiffeu)	-0.001 (0.001)	0.002*** (0.000)	0.002*** (0.000)
Úrokový diferenciál vůči EU (irdiffeu)	-0.004 (0.003)	0.009*** (0.002)	0.008*** (0.002)
Nezaměstnanost (unemployment)	0.002 (0.003)	0.008*** (0.002)	0.009*** (0.002)
Změna devizového kurzu vůči euru (diff:erEUR)	0.031 (0.120)	0.243** (0.096)	0.251** (0.106)
Kvalita institucionálního prostředí (policyrisk)	-0.004 (0.006)	0.012*** (0.004)	0.014*** (0.004)
Indikátor vnímání - otázka 2 (percept2)	0.000 (0.002)	-0.004** (0.002)	-0.004** (0.002)
Indikátor vnímání - otázka 4 (percept4)	0.000 (0.001)	0.002* (0.001)	0.002* (0.001)
Indikátor vnímání - otázka 7 (percept7)	0.001 (0.001)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
Indikátor vnímání - otázka 11 (percept11)	-0.001 (0.001)	0.003*** (0.001)	0.003*** (0.001)
Depozitní euroizace (Ydep)	0.098 (0.168)	0.348*** (0.095)	0.474*** (0.096)
Dummy proměnná pro krizi (dummy_crisis)	-	0.033*** (0.010)	-
Konstanta (constant)	0.446*** (0.107)	0.409*** (0.061)	0.373*** (0.066)
Počet pozorování	60	60	60
Počet období	35	35	35
r2	0,0425	0,9432	0,931

Zdroj: Výstup ze statistického softwaru Stata

Rozdíl mezi modely s fixními a náhodnými efekty je patrný na první pohled. Zatímco pro modely s náhodnými efekty jsou významné téměř všechny determinanty, model s fixními efekty má statisticky významnou proměnnou jen konstantu. Opět software vynechal hodnotu dummy proměnné pro finanční a ekonomickou krizi z důvodu podezření na multikolinearitu a v důsledku toho byl stejně jako u depozitní euroizace jeden model zcela vynechán. Koefficient determinace je pochopitelně téměř nulový (hodnota 0,0425) což značí, že zahrnuté proměnné nevysvětlují variabilitu dat prakticky vůbec. Použití jiných determinantů v tuto chvíli bohužel brání dostupnost dat.

Modely analyzující úvěrovou euroizaci s použitím náhodných efektů mají statisticky významné všechny zahrnuté determinanty až na jediný - indikátor vnímání zahrnující krátkodobá očekávání občanů o vývoji nezaměstnanosti v ekonomice. Významnost drtivé většiny determinantů dokresluje i hodnota koeficientu determinace pro oba modely - pro model [2] je to 0,9432 a pro model [3] 0,931.

Determinanty nezaměstnanost a indikátor vnímání - otázka 4 mají podobné hodnoty, jako v modelech pro depozitní euroizaci - oba jsou mírně pozitivně korelovány s euroizací úvěrovou. Vysvětlení je pro obě proměnné stejné. Indikátor vnímání - otázka 2, tedy krátkodobá očekávání domácností ohledně vývoje inflace, má na úvěrovou euroizaci slabý negativní vliv.

Statistická významnost byla v modelech prokázána i u dalších determinantů, které byly v předcházejících 6 modelech vyhodnoceny jako nevýznamné. Hladina významnosti pro všechny tyto proměnné odpovídá 1%. Oba diferenciály vůči EU, inflační i úrokový, jsou slabě pozitivně korelovány s vysvětlovanou proměnnou. Vyšší úrokový diferenciál zvyšuje nákladovost úvěrů denominovaných v domácí měně. Proto představuje cizí měna atraktivnější variantu úvěrování. Hodnoty korelace pro modely [2] a [3] jsou 0,009 a 0,008. Pozitivní závislost inflačního diferenciálu lze opět vysvětlit jako strach žadatelů o úvěr z opakování historických inflačních vln, které se v tranzitivních ekonomikách v minulosti objevovaly.

Zajímavá hodnota je pro determinant Změna devizového kurzu vůči euru. Velká část literatury považovala změny devizového kurzu za faktor snižující úvěrovou euroizaci. Obavy z měnového rizika, tedy ze zvyšování nákladů úvěrování při náhlé depreciaci, jsou však v kontextu výsledků modelu žadateli o úvěr ignorovány, jelikož je zde prokázána relativně silná pozitivní korelace s vysvětlovanou proměnnou. Výsledky tudíž nekorespondují s tradičním pohledem na tento vztah.

Indikátor vnímání zaměřený na krátkodobou představu domácností o množství uspořené peněžních prostředků je opět významným ale jen velmi mírně pozitivně korelovaným determinantem úvěrové euroizace. Koeficient má pro oba modely hodnotu 0,003. Výše úspor má přímý dopad na obnos úvěrů poskytnutých bankou dlužníkům. Denominace úvěrů je samozřejmě závislá i na tom, v jaké měně budou ukládány vklady, tudíž lze tento determinant označit za obecný - ovlivňuje výši úvěrování jako celek.

Determinantem, který má dle výsledků na míru úvěrové euroizace největší vliv, je jasně euroizace depozitní. Tento závěr se shoduje s většinovým názorem literatury na dané téma. Jedním z nejvyzdvihovanějších argumentů je snaha komerčních bank o krytí jejich devizové expozice. Jinými slovy, pokud se v jejich bilancích hromadí vklady v cizí měně, je třeba tyto prostředky dále nabídnout v podobě úvěrů pro snížení potenciálních ztrát z neočekávaného pohybu měnového kurzu. V modelu [2] je hodnota korelace 0,348 a v modelu [3] dokonce 0,474.

Posledním statisticky významným determinantem je pro model [2] dummy proměnná pro finanční a ekonomickou krizi. Podobně jako u modelu pro euroizaci depozitní i zde je detekována mírná pozitivní korelace. Opět lze argumentovat přesunem preferencí vstříc stabilnější, důvěryhodnější měně v otázce úvěrování.



## 6 Diskuze

Výsledky regresní analýzy ukázaly, že neoficiální euroizace má ve zkoumaných státech mnoho příčin. Z modelů je patrné, že lépe byla použitými determinanty vysvětlena euroizace úvěrová. V posledních letech výzkum zaměřený na úvěrovou euroizaci převažuje (Luca a Petrova 2008, Rosenberg a Tirpák 2009, Brown a kolektiv 2010, Brown a De Haas 2010) a větší počet statisticky významných determinantů může být jedním z důvodů, proč je tomu tak.

Jedním z hlavních determinantů, které literatura uváděla jako významný, byla inflace (Feige a Dean 2002, Ize a Levy Yeyati 2003 a další). Provedená analýza dokazuje, že pro vybrané země nemá inflační diferenciál žádný vliv na euroizaci depozitní, což se shoduje se závěry Stixe (2008). V modelech pro úvěrovou euroizaci s náhodnými efekty má inflace statisticky významný pozitivní vliv, čímž se potvrdil předpoklad z tabulky č. 6, ale zároveň je tento vliv téměř zanedbatelný (0,002).

Úrokový diferenciál je dalším determinantem, který by měl být pro míru neoficiální euroizace důležitý (Cowan 2006, Rosenberg a Tirpák 2009, Neanidis a Savva 2009). Na datech pro depozitní euroizaci není patrný žádný významný vliv. Model popisující determinanty úvěrové euroizaci již pozitivní vliv této proměnné při použití náhodných efektů detekuje, je však opět velmi slabý (0,009 a 0,008).

Velice diskutovaným determinantem je volatilita měnového kurzu. V práci byla zastoupena proměnnou „Změna devizového kurzu vůči euru“. Zatímco Arteta (2005), Barajas a Morales (2003) a Kamil (2012) tvrdí, že volatilita měnového kurzu snižuje úvěrovou euroizaci, Brown a De Haas (2012) na základě své práce tvrdí, že na ni nemá vliv ani volatilita měnového kurzu, ani úrokový diferenciál. Z výsledků diplomové práce je patrné, že změna devizového kurzu na úvěrovou euroizaci vliv má. Oproti všeobecnému postoji však model dokládá pozitivní korelaci s vysvětlovanou proměnnou, což lze vyložit tak, že žadatelé o úvěr vědomě ignorují nebezpečí měnového rizika.

Velmi matoucí výsledky model nabízí u determinantu kvality institucionálního prostředí. Pro literaturu představuje proměnnou, kterou za důležitou považuje valná většina autorů ve spojení jak s euroizací depozitní, tak úvěrovou (Rajan a Tokatlidis 2005, Luca a Petrova 2008, Ize a Levy Yeyati 2003 mezi jinými). V analýze provedené v této práci však pro depozitní euroizaci nemá vůbec žádný statisticky významný vliv a pro euroizaci úvěrovou má pozitivní vliv jen velice slabý (0,012 a 0,014). Zdůvodnění těchto výsledků není snadné. Je otázkou, zda zvolená proměnná, spread desetiletých dluhopisů jednotlivých států oproti desetiletým německým dluhopisům, byla správně zvolena.

Jednoznačně významným determinantem pro úvěrovou euroizaci, který se shoduje se závěry drtivé většiny literatury, je euroizace depozitní. Model detekoval silnou pozitivní korelaci s vysvětlovanou proměnnou, což se shoduje s výstupy analýz autorů Luca a Petrova (2008), Neanidis a Savva (2009), Brown a De Haas (2012). Výše uvedenými autory je uváděno, že komerční banky nabízejí úvěry denominované v cizí měně také kvůli krytí měnového rizika spojeného s vysokou mírou depozitní euroizace ve své bilanci.

Indikátory vnímání byly velice důležitými determinanty pro téměř všechny modely. Otázka 2 sledující očekávání domácností ohledně vývoje inflace v následujících 12 měsících byla statisticky významnou proměnnou pro modely depozitní i úvěrové euroizace. Oba typy modelů však vykazují opačnou korelaci. Zatímco pro depozitní euroizaci jsou očekávání pozitivně korelována s vysvětlovanou proměnnou, u úvěrové euroizace je vztah opačný. Zajímavé je porovnání dvou proměnných v modelu zaměřených na inflaci. Zatímco inflační diferenciál neměl na depozitní euroizaci žádný významný vliv, inflační očekávání jsou statisticky významná pro všechny čtyři modely zaměřené na depozitní euroizaci. Z toho lze vyvodit, že vliv na rozhodnutí o měně, ve které lidé spoří, mají inflační očekávání, ne však inflace sama o sobě. Scheiber a Stix (2009) v rámci analýzy dotazníkového šetření naopak nezjistili významný vztah mezi neoficiální euroizací a očekávanými ekonomickými subjekty.

Otázka 4 zabývající se všeobecným vývojem ekonomické situace v zemi byla statisticky významná pro všechny modely vysvětlující depozitní euroizaci. Zadání otázky ani odpovědi na ni nejsou dotazníkem blíže specifikovány, lze si však představit, že se očekávání týkají vývoje inflace, nezaměstnanosti nebo HDP. Pokud porovnáme koeficienty pro otázky 2 a 4 tak zjistíme, že se téměř vůbec neliší. Ve vztahu k úvěrové euroizaci mají očekávání ohledně krátkodobého vývoje ekonomiky jen slabý pozitivní dopad.

Významnou proměnnou pro modely depozitní i úvěrové euroizace byla dummy proměnná pro finanční a ekonomickou krizi. Sledované časové období umožnilo vypořádat, jakým způsobem se míra neoficiální euroizace vyvíjela před nástupem této krize v roce 2008, v jejím průběhu i v období po odeznění dopadů této krize kolem roku 2013. Obrázek číslo 5, který se nachází v příloze této práce, zobrazuje vývoj míry depozitní euroizace ve sledovaném intervalu. Reakce míry úspor denominovaných v cizí měně je jen velmi malá či vůbec žádná. Pro všechny čtyři země si míra depozitní euroizace udržuje konstantní úroveň a nezdá se, že by ji ovlivnila ekonomická krize, vývoj inflace, úrokových sazeb či jiný ze sledovaných determinantů. Graf koresponduje s výsledným modelem, který detekuje pouze velmi slabou korelaci všech 3 proměnných, které vyhodnotil jako statisticky významné.

Dopady krize na úvěrovou euroizaci byly z grafu mnohem zřetelnější. Od roku 2000 se dařilo tranzitivním ekonomikám zaznamenávat zlepšení ekonomických podmínek a dosahovat rapidního růstu (IMF, 2014). Byla to také doba, kdy docházelo v mnoha neoficiálně euroizovaných ekonomikách k de-euroizaci, tedy ke snižování míry neoficiální euroizace (Galac a Kraft 2011). De-euroizace však netrvala dlouho. Časový úsek zkoumaný v diplomové práci začíná až těsně před nástupem krize, kdy ve zkoumaných ekonomikách docházelo k přehřívání. Obrázek číslo 6 zobrazuje graf úvěrové euroizace, který dokresluje postupný nárůst míry úvěrové euroizace. Ten vrcholí pro zkoumané země na přelomu let 2012 a 2013. Je tedy možné konstatovat, že finanční a ekonomická krize z let 2008-2013 měla na míru úvěrové euroizace prokazatelný vliv, což dokládá i výše provedená regresní analýza.

Prvním dílčím cílem diplomové práce je vytvořit na základě provedené regresní analýzy doporučení tvůrcům hospodářské politiky ve vztahu k euroizaci ve zkoumaných ekonomikách.

V textu budou jednak formulována doporučení přímo vycházející z vytvořených modelů, ale také budou prezentovány návrhy, které zmiňuje literatura. Doporučení z literatury budou převážně zaměřená na determinanty, jež práce nezahrnula díky nedostupnosti adekvátních dat pro analyzované země. Zettelmeyer a kolektiv (2010) tvrdí, že existuje možné pozitivní kauzální spojení mezi rozvojem lokálního trhu s cennými papíry denominovanými v domácí měně a finanční de-euroizací. Existence dluhopisového trhu může pomoci de-euroizovat bankovní aktiva a pasiva tím, že poskytne bankám možnost investovat ve své zemi. Častější finanční operace v místní měně také mohou bankám umožnit vylepšení podmínek, za kterých nabízejí úvěry denominované v tuzemských peněžních jednotkách. Jinými slovy by mohlo dojít díky snaze o prohloubení finančního trhu ke snížení úrokového diferenciálu, který je literaturou i analýzou provedenou v diplomové práci označen jako důležitý determinant neoficiální euroizace.

Rozšíření investičních možností v domácí měně může mít dopad nejen na úrokový diferenciál, ale také na samotnou míru depozitní euroizace. Tkalec (2013) navrhuje, aby byla zvýšena úroková sazba pro depozita v domácí měně. Tím by bylo možné zvýšit objem úspor v domácí měně, kterých je v zemi celkově málo. Modelem bylo prokázáno, že depozitní euroizace je velmi silným determinantem euroizace úvěrové. To potvrzují ve svých studiích také Luca a Petrova (2008) a další.

Monetární autority jednotlivých euroizovaných zemí si nežádoucí dopady neoficiální euroizace samozřejmě samy uvědomují. V nedávné minulosti se ji pokoušely potlačit pomocí regulace. V prosinci 2009 byla v Maďarsku přijata nová opatření ohledně výše zadluženosti domácností či poskytování hypoték denominovaných v cizí měně. Na Ukrajině zakázali úvěry v cizí měně pro domácnosti v druhé polovině roku 2008 a zpřísnili podmínky pro poskytování těchto úvěrů firmám v červnu 2009. Podobné kroky byly provedeny také v Kazachstánu. Problematikou nezajištěných úvěrů v cizí měně se zabývala také Evropská komise. Pokoušela se o přijetí makroekonomických omezujících opatření a zvýšení požadavků na bankovní kapitál. Tato opatření však nejspíše nebudou přijata v blízké době (Zettelmeyer, Nagy a Jeffrey 2010).

Iniciativa monetárních autorit je však v boji s neoficiální euroizací naprosto nezbytná. Přísná regulace nemusí vést k žádoucímu účinku. Spolu s poklesem počtu úvěrů v cizí měně totiž dochází ke snížení úvěrování obecně, což má negativní dopad na výkon ekonomiky. Vynucená regulatorní opatření nepovažuje valná část autorů za řešení (Kokenyne a kolektiv 2010, Tkalec 2013). Tvůrci hospodářské politiky by měli největší důraz přiložit obnovení důvěryhodnosti svých kroků v očích široké veřejnosti a investorů. Regresní analýza dokládá, že důležitými determinanty jsou indikátory vnímání zaměřené na blízkou budoucnost. Očekávání ekonomických subjektů jsou úzce spjata s kvalitou institucionálního prostředí.

Jedním ze způsobů, jak efektivně prokázat důvěryhodnost monetární politiky, je splnění jejího hlavního cíle. Rumunsko a Srbsko jsou země, které používají režim cílování inflace. Cílem bulharských a chorvatských autorit je stabilní měnový kurz – Bulharsko je v režimu měnové rady a kurz chorvatské kuny je také na euro pevně navázán. Dlouhodobým naplňováním inflačního cíle a udržováním stabilního kurzu vůči euru může být postupně dosaženo alespoň částečného obnovení důvěry v monetární politiku. Tento názor podporuje i Ize a Levy Yeyati (2003). Kredibilní plnohodnotný režim inflačního cílování má dle jejich názoru schopnost snížit neoficiální euroizaci.

Kromě naplňování hlavního cíle monetární politiky je možné napomoci rozvoji dluhopisového a měnového trhu vytvořením kvalitní legislativy. Dodatečný rozvoj těchto trhů si žádá vytvoření a prosazování podpůrných zákonů, důvěryhodné regulace a dozorčích institucí. Pokud tyto kroky vládních orgánů budou provedeny kvalitně, mohlo by dojít k dodatečnému zvýšení důvěryhodnosti těchto institucí v očích mezinárodních institucí, zahraničních investorů i široké veřejnosti.

Velice radikálním řešením může být také rozhodnutí o unilaterálním převzetí eura. Pro země s vysokou mírou neoficiální euroizace se jedná o lákavou variantu. Euro je již masivně rozšířené, obyvatelé jsou navyklí na jeho používání a byly by odstraněny veškeré negativní vlivy s neoficiální euroizací spojené (Levasseur 2004). Existují však důležité argumenty proti. Kraft (2003) a mnozí další upozorňují, že s unilaterální euroizací se pojí velké množství nevýhod – mezi jinými ztráta výnosů z ražebného, omezení či ztráta schopnosti centrální banky působit v roli věřitele poslední instance, či ztráta nezávislé monetární politiky ve prospěch ECB. Zástupci evropských orgánů také dali velice důrazně najevo svou nelibost vůči tomuto rozhodnutí. Pravdou však je, že neexistují žádná opatření či postihy proti převzetí eura bez souhlasu zástupců Eurozóny.

## 7 Závěr

Hlavním cílem diplomové práce bylo najít statisticky významné determinanty neoficiální euroizace za pomoci regresní analýzy panelových dat. Byly vybrány čtyři státy z východní a jihovýchodní Evropy, ve kterých se míra neoficiální euroizace pohybuje v intervalu od 25 do 92%. Těmito státy jsou Bulharsko, Rumunsko, Chorvatsko a Srbsko. Zkoumaným obdobím byly roky 2004-2016.

Neoficiální euroizace je literaturou velmi hojně zkoumaným jevem. Byla označena za jednu z hlavních slabin evropských tranzitivních ekonomik. Je s ní spojeno mnoho negativních dopadů na ekonomiku. Snižuje účinnost monetárních opatření, protože centrální banka nemá pod kontrolou část peněžní zásoby. Centrální banka má také omezené možnosti v oblasti manipulace s měnovým kurzem, protože v případě devalvace měnového kurzu vznikají pro dlužníky dodatečné náklady, pokud je jejich půjčka denominována v cizí měně.

Regresní analýzou bylo vytvořeno celkem osm modelů vysvětlujících neoficiální euroizaci. Čtyři modely, ve kterých byla vysvětlovanou proměnnou depozitní euroizace, a čtyři modely s vysvětlovanou proměnnou v podobě úvěrové euroizace. Obě čtveřice byly ještě dodatečně rozděleny na dva modely s použitím fixních efektů a dva modely s náhodnými efekty. Tyto dva modely se od sebe lišily v zahrnutí efektu finanční a ekonomické krize z let 2008-2013 – pro jeden model byla zahrnuta dummy proměnná symbolizující krizi a pro druhý nikoliv.

Modely pro depozitní euroizaci mnoho statisticky významných determinantů neposkytly. Jediné dvě významné proměnné pro modely depozitní euroizace s fixními efekty byly indikátory vnímání zaměřené na krátkodobá očekávání ohledně vývoje inflace a všeobecné ekonomické situace v zemi. Oba determinanty vykazují slabou pozitivní korelaci s vysvětlovanou proměnnou. U modelů s náhodnými efekty se statisticky významně jeví oba výše uvedené indikátory vnímání a dodatečně ještě proměnná pro nezaměstnanost, determinant vyjadřující změnu devizového kurzu vůči euru a dummy proměnná pro finanční a ekonomickou krizi.

Modely analyzující úvěrovou euroizaci nabídly větší množství statisticky významných proměnných. Týkaly se však pouze modelů s náhodnými efekty. Analýza označila jako významné proměnné inflační diferenciál vůči EU, úrokový diferenciál vůči EU, nezaměstnanost, kvalitu institucionálního prostředí, indikátory vnímání zaměřené na očekávání ohledně inflace, obecného ekonomického vývoje v zemi a schopnosti vytvoření dodatečných úspor v období následujících 12 měsíců. Korelace u těchto determinantů však byla velmi slabá, v rozmezí od -0,004 do 0,014. Silnější korelaci a tudíž významnější vliv na vysvětlovanou proměnnou měly determinanty změna devizového kurzu vůči euru, dummy proměnná pro krizi a hlavně depozitní euroizace. Ta má ze všech použitých modelů nejsilnější vliv na úvěrovou euroizaci s koeficientem 0,348 pro model s krizí a 0,474 pro model bez krize. Obě hodnoty vyšly signifikantní na 1% hladině významnosti.

Na základě výstupů analyzovaných modelů byla vytvořena doporučení tvůrcům hospodářské politiky ve vztahu k euroizaci ve zkoumaných ekonomikách, což byl první dílčí cíl této diplomové práce.

Hlavním doporučením vycházejícím z výsledků této práce je realizování veškerých možných kroků, které by mohly vést ke zvýšení důvěryhodnosti vládních institucí v zemi. Jedním ze způsobů, jak důvěru v rozhodnutí monetární politiky zvýšit, je dlouhodobé úspěšné plnění hlavního cíle stanoveného národní bankou. Pro Rumunsko a Srbsko je to dodržování stanoveného inflačního cíle, pro Bulharsko a Chorvatsko udržování stabilního měnového kurzu vůči euru. Toto doporučení je velice obecné a dlouhodobé, ale v konečném důsledku je kvalita institucí a důvěra v provádění hospodářské politiky tím nejdůležitějším faktorem působícím na de-euroizaci, který je úzce propojen se všemi ostatními doporučeními.

Důvěryhodnost je možné posílit také vytvářením kvalitních zákonů, které budou podporovat tržní podmínky v zemi a poskytnou všem účastníkům kredibilní právní ochranu. Po učinění tohoto důležitého kroku mohou následovat snahy o prohloubení možnosti investic do cenných papírů denominovaných v národní měně. Absence širokého portfolia v tuzemské měně denominovaných cenných papírů je jedním z důvodů, proč se investoři uchylují ke tvorbě úspor v měně cizí a tím zvyšují míru depozitní euroizace v zemi.

Depozitní euroizace je nejvýznamnějším determinantem euroizace úvěrové, což potvrzuje regresní analýza této diplomové práce. Doporučení, které se jeví jako snadno proveditelné je zvýšení úrokových sazeb pro krátkodobé i dlouhodobé spořicí produkty denominované v domácí měně. Bez základu v podobě důvěry v lokální instituce je však samotné zvýšení sazeb neúčinné.

Velmi důležitým faktorem jsou očekávání ekonomických subjektů v zemi. Na tato očekávání působí mnoho vlivů, ale jejich ovlivnění žádoucím směrem, tedy vstříc de-euroizaci, může způsobit opět jen důvěryhodná monetární politika a kvalitní instituce tvořící tuto politiku.

Použité modely v diplomové práci nejsou dokonalé. Nebylo možné zkoumat všechny determinanty, které literatura označuje za důležité z důvodu nedostatku dostupných dat s požadovanou frekvencí. Z modelů však bylo možné vypočítat statisticky významné proměnné, které se ve většině případů shodovaly s výstupy z literatury. Nícméně analýza založená na kompletních datech s širokým zastoupením vlivných determinantů může do budoucna přispět ke zmírnění současného stavu míry neoficiální euroizace ve světových euroizovaných ekonomikách.

## 8 Literatura

### KNIŽNÍ PUBLIKACE

- BALATGI, B. H. *Econometric Analysis of Panel Data*. 5. vydání, New Jersey, USA: Wiley&Sons Ltd, 2013. ISBN: 978-1-118-67232-7.
- CAMERON, A. C., A TRIVEDI, P. K. *Microeconometrics Using Stata*. Collage Station, Texas, USA: StataCorp LP, 2009. ISBN: 978-1-59718-048-1.
- REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. Praha: Management Press, 2011. ISBN: 978-80-7261-230-7.
- DURČÁKOVÁ, J., MANDEL, M. *Mezinárodní finance*. 3. rozšířené vydání, Praha: Management Press, 2011. ISBN: 978-80-7261-170-6.

### VĚDECKÉ ČLÁNKY

- ARTETA, C. Ó., *Exchange Rate Regimes and Financial Dollarization: Does Flexibility Reduce Bank Currency Mismatches?* International Finance Discussion Papers (online). 2005a. 738, [cit. 2017-03-15]. Dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2002/738/ifdp738r.pdf>
- BARAJAS, A., a MORALES, A. M., *Dollarization of Liabilities: Beyond the Usual Suspects*, Working Paper 03/11, International Monetary Fund, Washington, D.C., [online] 2003. [cit. 2017-02-3]. Dostupné z: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0311.pdf>
- BASSO, H.S., CALVO-GONZALEZ, O., a JURGILAS, M., *Financial Dollarization—The Role of Banks and Interest Rates*, Working Paper 748, European Central Bank, Frankfurt, 2007. [cit. 2017-03-11] Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp748.pdf>
- BASSO, H.S., CALVO-GONZALEZ, O., a JURGILAS, M., *Financial Dollarisation and the Role of Banks and Interest Rates*. *Journal of Banking & Finance*. 2010, 35(4), 794–806.
- BECKMANN, E., SCHEIBER, T. a STIX, H. . *How the Crisis Affected Foreign Currency Borrowing in CESEE: Microeconomic Evidence and Policy Implications*. [online]. 2011, Focus in European Economic Integration Q1/11, OeNB, 25–43. [cit. 2017-02-03]. Dostupné z: <https://www.oenb.at/dam/jcr:1e57636f-313d-413c-9e24-41824efa2e1f/FEEI%202011%20Q1%20Studies.pdf>
- BELHOCINE, N., CRIVELLI, E., GENG, N., SCUTARU, T., WIEGAND, J., a ZHAN, Z., *Taking Stock of Monetary and Exchange Rate Regimes in Emerging Europe*, European Departmental Paper No. 16/03, [online]. International Monetary Fund, Washington, D.C., 2016. [cit. 2017-03-12]. Dostupné z: <https://www.imf.org/en/Publications/Departmental-Papers-Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Taking-Stock-of-Monetary-and-Exchange-Rate-Regimes-in-Emerging-Europe-44425>.

- BOFINGER, P., *Monetary Policy under De Facto Dollarization: The Cases of Peru and Croatia*. [online]. 2009, Julius-Maximilians-Universität Würzburg, [cit. 2017-03-18]. Dostupné z: <http://www.wiwi.uni-wuerzburg.de/fileadmin/12010100/Diplomarbeiten/Schaub-Diplomarbeit.pdf>
- BROWN, M., a DE HAAS, R., *Foreign banks and foreign currency lending in emerging Europe*. [online]. Economic Policy January 2012. pp. 57–98, CEPR, [cit. 2017-03-18]. Dostupné z: [http://www.ebrd.com/downloads/research/economics/publications/Foreign\\_Banks\\_by\\_RDH.pdf](http://www.ebrd.com/downloads/research/economics/publications/Foreign_Banks_by_RDH.pdf).
- BROWN, M., a DE HAAS, R., *Foreign currency lending in emerging Europe: bank-level evidence*, EBRD Working Paper No. 122 [online]. 2010, [cit. 2017-02-25]. Dostupné z: <http://www.ebrd.com/downloads/research/economics/workingpapers/wp0122.pdf>.
- BROWN, M., KIRSCHENMANN, K., a ONGENA, S., *Foreign Currency Loans – Demand or Supply Driven?* SNB Working Paper [online]. 2010, [cit. 2017-03-19]. ISSN 1660-7724. Dostupné z: [https://www.snb.ch/n/mmr/reference/working\\_paper\\_2011\\_02/source/working\\_paper\\_2011\\_02.n.pdf](https://www.snb.ch/n/mmr/reference/working_paper_2011_02/source/working_paper_2011_02.n.pdf).
- BROWN, M., ONGENA, S., a YESIN, P., *Foreign currency borrowing by small firms in the transition economies*. [online]. J. Finan. Intermediation. 2011, 20-3, 285–302, [cit. 2017-03-12]. Dostupné z: [http://econpapers.repec.org/article/eeejfinin/v\\_3a20\\_3ay\\_3a2011\\_3ai\\_3a3\\_3ap\\_3a285-302.htm](http://econpapers.repec.org/article/eeejfinin/v_3a20_3ay_3a2011_3ai_3a3_3ap_3a285-302.htm).
- BROWN, M., a STIX, H., *The euroization of bank deposits in Eastern Europe*. [online]. Economic Policy January 2015 pp. 95–139, CEPR, [cit. 2017-03-21]. Dostupné z: <http://www.economic-policy.org/wp-content/uploads/2014/06/BROWN-The-Euroization-of-Bank-Deposits-in-Eastern-Europe.pdf>.
- BROWN, M., a STIX, H., *The euroization of bank deposits in Eastern Europe*. [online]. WORKING PAPER 197, Oesterreichische Nationalbank, 2014, [cit. 2017-03-20] ISSN 2310-533X. Dostupné z: [https://www.oenb.at/dam/jcr:c30da0fc-beab-40e6-b8b5-d3d707bc81cf/WP197\\_screen.pdf](https://www.oenb.at/dam/jcr:c30da0fc-beab-40e6-b8b5-d3d707bc81cf/WP197_screen.pdf).
- CALVO, G. A., a VEGH, C., *Currency Substitution in Developing Countries: An Introduction*. MPRA Paper No. 20338, [online]. 1992, [cit. 2017-04-03]. Dostupné z: <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/20338/>.
- CALVO, G. A., a REINHART, C. M., *Fear of Floating*, NBER WORKING PAPER 7993 [online]. 2000, [cit. 2017-04-02]. Dostupné z: <http://www.nber.org/papers/w7993>.
- COWAN, K., *Firm Level Determinants of Dollar Debt?* Working Paper, [online], Central Bank of Chile, [cit. 2017-03-03]. Dostupné z:



- [https://www.researchgate.net/publication/246195812\\_Firm\\_level\\_determinants\\_of\\_dollar\\_debt](https://www.researchgate.net/publication/246195812_Firm_level_determinants_of_dollar_debt).
- CRAIG, B., a WALLER, CH. J., *Dollarization and Currency Exchange*. [online], 2004, *Journal of Monetary Economics*, 51-4, 671–689, [cit. 2017-04-12]. Dostupné z: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304393204000224>.
- DE HAAS, R., a NAABORG, I., *Foreign Banks in Transition Countries: To Whom Do They Lend and How Are They Financed?* [online], 2006, Blackwell Publishing, Inc., 15- 4 [cit. 2017-04-02]. Dostupné z: [http://www.ebrd.com/downloads/research/economics/Ralph\\_De\\_Haas\\_Ilko\\_Naaborg.pdf](http://www.ebrd.com/downloads/research/economics/Ralph_De_Haas_Ilko_Naaborg.pdf).
- DE HAAS, R., a VAN LELYVELD, I., *Foreign Banks and Credit Stability in Central and Eastern Europe: Friends or Foes?* *SSRN Electronic Journal* 30(7):1927-1952 [online]. 2006 [cit. 2017-04-05]. Dostupné z: [https://www.researchgate.net/publication/222688633\\_Foreign\\_Banks\\_and\\_Credit\\_Stability\\_in\\_Central\\_and\\_Eastern\\_Europe\\_A\\_Panel\\_Data\\_Analysis](https://www.researchgate.net/publication/222688633_Foreign_Banks_and_Credit_Stability_in_Central_and_Eastern_Europe_A_Panel_Data_Analysis).
- DE HAAS, R., a VAN LELYVELD, I., *Internal capital markets and lending by multinational bank subsidiaries*. [online], 2010 *J. Finan. Intermediation* 19 1–25, [cit. 2017-04-26]. Dostupné z: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1042957309000047>.
- DORNBUSCH, R., a GIAVAZZI, F., *Hard currency and sound credit: A financial agenda for Central Europe*. [online], 1999 *EIB Papers*, 4-2, 24-32, [cit. 2017-04-12]. ISSN: 0257-7755. Dostupné z: <https://www.econstor.eu/handle/10419/44784>.
- EBRD, *Vienna Initiative - moving to a new phase*. [online], 2012, [cit. 2017-04-11]. Dostupné z: <http://www.ebrd.com/downloads/research/factsheets/viennainitiative.pdf>.
- EBRD, *Transition report 2010: Recovery and Report*. [online], 2010, [cit. 2017-03-11]. Dostupné z: <http://www.ebrd.com/downloads/research/transition/tr10.pdf>.
- ECB, *Labour market adjustments to the recession in the euro area*, [online] 2010, ECB Monthly Bulletin, 53-66, [cit. 2017-03-21]. Dostupné z: [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1\\_mb201007en\\_pp53-66en.pdf?c063f007761934591000b81bda65cef4](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201007en_pp53-66en.pdf?c063f007761934591000b81bda65cef4).
- EICHENGREEN, B., *International Monetary Arrangements for the 21st Century* [online]. Working Paper No. C93-021, 1993, [cit. 2017-02-21]. Dostupné z: <http://ageconsearch.umn.edu/record/233202>.
- FABRIS, N., VUKAJLOVIĆ-GRBA, D., RADUNKOVIĆ, T., a JANKOVIĆ, J., *Economic Policy in Dollarized Economies with a Special Review of Montenegro*. [online], CBCG Working Paper 1, 2004. [cit. 2017-03-09]. Dostupné z:

<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.534.3205&rep=rep1&type=pdf>.

FEIGE, E. L., a DEAN, J. W., *Dollarization and Euroization in Transition Countries: Currency Substitution, Asset Substitution, Network Externalities and Irreversibility*. Department of Economics Discussion Papers 02-9, [online], 2002, Simon Fraser University, [cit. 2017-03-09], ISSN: 1183-1057. Dostupné z: <http://www.oxfordscholarship.com/view/10.1093/0199271402.001.0001/acprof-9780199271405-chapter-14>.

FIDRMUC, J., HAKE, M., a STIX, H., *Households' Foreign Currency Borrowing in Central and Eastern Europe*. ONB WORKING PAPER 171, [online], 2011, [cit. 2017-03-07], Dostupné z: [http://econpapers.repec.org/scripts/redir.pf?u=https%3A%2F%2Fwww.oenb.at%2Fdam%2Fjcr%3Aee6bbe5c-a474-4d75-9536-ba18fb849444%2Fwp171\\_tcm16-239053.pdf;h=repec:onb:oenbwp:171](http://econpapers.repec.org/scripts/redir.pf?u=https%3A%2F%2Fwww.oenb.at%2Fdam%2Fjcr%3Aee6bbe5c-a474-4d75-9536-ba18fb849444%2Fwp171_tcm16-239053.pdf;h=repec:onb:oenbwp:171).

GALAC, T., a KRAFT, E., *Monetary and financial policies for "de-euroization" - a case study of recent Croatian experience*. Croatian National Bank Working Paper [online], 2011, [cit. 2017-03-07]. Dostupné z: <http://old.hnb.hr/dub-konf/17-konferencija/galac-kraft.pdf>.

CHAILLOUX, A., OHNSORGE, F., a VAVRA, D., *Euroisation in Serbia*. EBRD Working Paper No. 120, [online], 2010, [cit. 2017-02-20]. Dostupné z: <http://www.ebrd.com/downloads/research/economics/workingpapers/wp0120.pdf>.

CHITU, L., *Was Unofficial Dollarisation/Euroisation an Amplifier of the 'Great Recession' of 2007-2009 in Emerging Economies?* Symposium Article [online], 2013, *Comparative Economic Studies*, 55, 233-265, [cit. 2017-03-20]. Dostupné z: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2281725](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2281725).

IZE, A., a LEVY-YEYATI, E., *Financial dollarization*. [online], 2003 *Journal of International Economics* 59, 323-347, [cit. 2017-01-20]. Dostupné z: <http://200.74.197.135/notastecnicas/imagesnota00405/financialdollarization.pdf>.

IZE, A., a LEVY-YEYATI, E., *Financial De-Dollarization : Is it for Real?* IMF Working Paper No. 05/187 [online], 2005, [cit. 2017-01-21], ISSN 1018-5941. Dostupné z: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Financial-De-Dollarization-Is-it-for-Real-18438>.

KAMIL, H., *How Do Exchange Rate Regimes Affect Firms' Incentives to Hedge Currency Risk? Micro Evidence for Latin America*. IMF Working Paper No. 12/69 [online], 2012, [cit. 2017-03-21]. Dostupné z: <http://www19.iadb.org/intal/intalcdi/PE/2012/09767.pdf>.

KOKENYNE, A., LEY, J., a VEYRUNE, R., *De-dollarization*. IMF Working paper no. 10/188, [online], 2010, [cit. 2017-02-11]. Dostupné z:

- <https://pdfs.semanticscholar.org/71d3/d95ea0a468dc89897cdbce3f6e6c23d571df.pdf>.
- KRAFT, E., *Monetary Policy under Dollarization: the Case of Croatia*. Croatian National Bank Working Paper [online], 2003, [cit. 2017-03-07]. Dostupné z: [https://www.researchgate.net/publication/5218865\\_Monetary\\_Policy\\_under\\_Dollarisation\\_The\\_Case\\_of\\_Croatia](https://www.researchgate.net/publication/5218865_Monetary_Policy_under_Dollarisation_The_Case_of_Croatia).
- KUBISZEWSKA, K., *Economic Crisis in Croatia*. Working Paper no.2, [online], 2013, [cit. 2017-04-07], ISSN 2083-1277. Dostupné z: [http://www.academia.edu/13443572/Economic\\_Crisis\\_in\\_Croatia](http://www.academia.edu/13443572/Economic_Crisis_in_Croatia).
- LEVASSEUR, S., *Why not euroisation?* [online], 2004, Revue de l'OFCE 2004/5, p. 121-156. [cit. 2017-04-11], ISSN 1265-9576. Dostupné z: <https://www.cairn.info/revue-de-l-ofce-2004-5-page-121.htm>.
- LUCA, A., a PETROVA, I., *What drives credit dollarization in transition economies?* [online], 2008 Journal of Banking & Finance 32, 858-869, [cit. 2017-01-25]. Dostupné z: <http://isiarticles.com/bundles/Article/pre/pdf/51462.pdf>.
- NEANIDIS, K. C., a SAVVA, CH. S., *Financial dollarization: Short-run determinants in transition economies*. [online], 2009, Journal of Banking & Finance 33, 1860-1873, [cit. 2017-03-11]. Dostupné z: <http://isiarticles.com/bundles/Article/pre/pdf/51465.pdf>.
- QUISPE-AGNOLI, M., *Costs and Benefits of Dollarization*. [online], 2002, [cit. 2017-04-20]. Dostupné z: [https://www.frbatlanta.org/~media/Documents/americascenter/ac\\_research/quispedollarizationrevised.ashx](https://www.frbatlanta.org/~media/Documents/americascenter/ac_research/quispedollarizationrevised.ashx).
- RAJAN, R. G., a TOKATLIDIS, I., *Dollar Shortages and Crises*. IMF Working Paper, . [online], 2005, [cit. 2017-04-21]. Dostupné z: <http://www.ijcb.org/journal/ijcb05q3a5.pdf>.
- ROAF, J., ATOYAN, R., JOSHI, B., KROGULSKI, K., a IMF STAFF TEAM, *25 Years of Transition: Post-Communist Europe and the IMF*. IMF Working Paper, [online], 2014, [cit. 2017-03-30], ISSN: 2071-4157. Dostupné z: [https://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2014/eur/eng/pdf/erei\\_sr\\_102414.pdf](https://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2014/eur/eng/pdf/erei_sr_102414.pdf).
- ROSENBERG, CH. B., a TIRPÁK, M., *Determinants of Foreign Currency Borrowing in the New Member States of the EU*. IMF Working Paper, [online], 2009, WP/08/173, [cit. 2017-03-30]. Dostupné z: [https://www.researchgate.net/publication/46530908\\_Determinants\\_of\\_Foreign\\_Currency\\_Borrowing\\_in\\_the\\_New\\_Member\\_States\\_of\\_the\\_EU](https://www.researchgate.net/publication/46530908_Determinants_of_Foreign_Currency_Borrowing_in_the_New_Member_States_of_the_EU).
- SAVASTANO, M. A., *Dollarization in Latin America: Recent Evidence and Some Policy Issues*. IMF Working Paper, [online], 1996, WP/96/4, [cit. 2017-04-30], ISSN: 1018-5941 Dostupné z: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/30/Dollarization-in-Latin-America-Recent-Evidence-and-Some-Policy-Issues-1947>.

- SCHEIBER, T., a STIX, H., *Euroization in Central, Eastern and Southeastern Europe – New Evidence On Its Extent and Some Evidence On Its Causes*. ONB Working Paper, [online], 2009, WP 159, [cit. 2017-03-19]. Dostupné z: [https://www.oenb.at/dam/jcr:7a9b8c11-8ff1-40af-9035-e6ecab3a6dc1/wp159\\_tcm16-144505.pdf](https://www.oenb.at/dam/jcr:7a9b8c11-8ff1-40af-9035-e6ecab3a6dc1/wp159_tcm16-144505.pdf).
- SCHULER, K., a STEIN, R., *The Mack Dollarization Plan: An Analysis*. [online], 2000, [cit. 2017-02-19]. Dostupné z: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.203.4823&rep=rep1&type=pdf>.
- STIX, H., *Why do people save in cash? Distrust, memories of banking crises, weak institutions and dollarization*. [online], 2013, Journal of Banking & Finance 37, 4087-4106, [cit. 2017-04-24]. Dostupné z: [http://econpapers.repec.org/article/eeejbfina/v\\_3a37\\_3ay\\_3a2013\\_3ai\\_3a11\\_3ap\\_3a4087-4106.htm](http://econpapers.repec.org/article/eeejbfina/v_3a37_3ay_3a2013_3ai_3a11_3ap_3a4087-4106.htm).
- STIX, H., *Euroization: What Factors Drive it's Persistence? Household Data Evidence for Croatia, Slovenia and Slovakia*. ONB Working Paper, [online], Working Paper 140, [cit. 2017-04-19]. Dostupné z: [https://www.oenb.at/dam/jcr:dd3719ce-2927-4d38-a075-4e45c8fb0fd0/wp140\\_tcm16-84943.pdf](https://www.oenb.at/dam/jcr:dd3719ce-2927-4d38-a075-4e45c8fb0fd0/wp140_tcm16-84943.pdf).
- SWISTON, A., *Official Dollarization as a Monetary Regime: Its Effects on El Salvador*. IMF Working Paper. [online], 2011, WP/11/129, [cit. 2017-02-13]. Dostupné z: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11129.pdf>.
- TKALEC, M., *Essays on Unofficial Euroization in European Transition Economies*. Doktorská disertace. [online], University of Ljubljana, Faculty of Economics, [cit. 2017-02-13]. Dostupné z: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11129.pdf>.
- VALEV, N. T., *From a currency board to the euro: Public attitudes toward unilateral euroization in Bulgaria*. William Davidson Institute Working Paper Number 736, [online], 2005, [cit. 2017-01-29]. Dostupné z: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=668048](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=668048).
- WINKLER, A., MAZZAFERRO, F., NERLICH, C., a THIMANN, CH., *Official Dollarisation/Euroisation: Motives, Features and Policy Implications of Current Cases*. ECB Occasional Paper Series No. 11, [online], 2004, [cit. 2017-02-26]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp11.pdf>.
- ZAMAN, G., a GEORGESCU, G., *The Impact of Global Crisis on Romania's Economic Development.*, [online], 2009, Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica, 11(2), [cit. 2017-02-26]. Dostupné z: <http://www.oeconomica.uab.ro/upload/lucrari/1120092/01.pdf>.
- ZETTELMEYER, J., NAGY, P. M., a JEFFREY, S., *Addressing private sector currency mismatches in emerging Europe*. EBRD Working Paper No. 115, [online], 2013, [cit. 2017-01-31]. Dostupné z:

<http://www.ebrd.com/downloads/research/economics/workingpapers/wp0115.pdf>.

### OSTATNÍ INTERNETOVÉ ZDROJE

COHA, *Examining the Effects of Dollarization on Ecuador*. In: Council on Hemispheric Affairs, [online], 2016, [cit. 2017-04-26]. Dostupné z: <http://www.coha.org/examining-the-effects-of-dollarization-on-ecuador>.

DOSKOČILOVÁ, V., *Komu patří banky? Z padesátky společností je českých třetina*. In: Měsec.cz, [online], 2016, [cit. 2017-04-26]. Dostupné z: <https://www.mesec.cz/clanky/komu-patri-banky/?ic=gallery-last-slide&icc=backlink>.

DRAGUNOVIĆ, D., *Implications of Global Financial Crisis on South East Europe: Lessons Learned by Serbia*. [online], 2011, [cit. 2017-04-11]. Dostupné z: [http://mfin.gov.rs/download/ppt/pr/Financial%20Crisis%20and%20the%200Serbian%20Economy%20\(LSE\)-Diana%20Dragutinovic.ppt](http://mfin.gov.rs/download/ppt/pr/Financial%20Crisis%20and%20the%200Serbian%20Economy%20(LSE)-Diana%20Dragutinovic.ppt).

EBRD, *Vienna Initiative*. In: Vienna Initiative. [online], 2014, [cit. 2017-04-19]. Dostupné z: <http://vienna-initiative.com/about>.

ECONOMICS ONLINE, *Transition economies*. In: Economics Online, [online], 2010, [cit. 2017-04-28]. Dostupné z: [http://www.economicsonline.co.uk/Competitive\\_markets/Transition\\_economies.html](http://www.economicsonline.co.uk/Competitive_markets/Transition_economies.html).

EVROPSKÁ KOMISE, *Business and Consumer Surveys*. In: European Commission, [online], 2017, [cit. 2017-04-16]. Dostupné z: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/business-and-consumer-surveys\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/business-and-consumer-surveys_en).

MANN, C. L., *Dollarization as Diet*. In: Peterson Institute for International Economics, [online], 1999, [cit. 2017-03-21]. Dostupné z: <https://piie.com/commentary/testimonies/dollarization-diet>.

STOJANOVIC, D., *Euro a big hit in Montenegro and Kosovo*. In: Boston.com, [online], 2010, [cit. 2017-01-21]. Dostupné z: [http://archive.boston.com/business/articles/2010/06/11/euro\\_a\\_big\\_hit\\_in\\_montenegro\\_and\\_kosovo/](http://archive.boston.com/business/articles/2010/06/11/euro_a_big_hit_in_montenegro_and_kosovo/).

THE GLOBAL ECONOMY, *Dollarization, euroization*. In: The Global Economy.com, [online], 2013, [cit. 2017-04-25]. Dostupné z: <http://www.theglobaleconomy.com/guide/article/16.shrnutí>.

## 9 Seznam obrázků

Obr. 1	Terminologie euroizace Zdroj: Bofinger, 2009	16
Obr. 2	Vývoj systémů devizového kurzu v zemích střední, východní a jihovýchodní Evropy Zdroje: IMF, AREAER a odhady pracovníků IMF.23	
Obr. 3	Maximální roční hodnoty inflace v tranzitivním období (v procentech) Zdroj: Světová banka, odhady pracovníků IMF	24
Obr. 4	Účast zahraničních bank v sektoru (procento aktiv v bankovním sektoru) Zdroj: EBRD, Bankscope Poznámka: CIS – Společenství nezávislých států, CE5 – země střední Evropy, SEE EU – země jihovýchodní Evropy patřící do EU, SEE xEU – země jihovýchodní Evropy nepatřící do EU, Baltics – Baltské státy.	27
Obr. 5	Vývoj míry depozitní euroizace ve zkoumaných zemích v letech 2004-2016. Poznámka: Ydep je zkratkou pro míru depozitní euroizace.	58
Obr. 6	Vývoj míry úvěrové euroizace ve zkoumaných zemích v letech 2005-2016. Poznámka: Yloan je zkratkou pro míru úvěrové euroizace.	59
Obr. 7	Vývoj inflačního diferenciálu vůči Evropské unii pro jednotlivé země.	59
Obr. 8	Vývoj úrokového diferenciálu vůči Evropské unii v jednotlivých zemích.	60
Obr. 9	Míra nezaměstnanosti v jednotlivých zemích v období 2004-2014	60
Obr. 10	Kvalita institucionálního prostředí	61
Obr. 11	Indikátor vnímání popisující očekávání ohledně inflace	61
Obr. 12	Indikátor vnímání popisující očekávání vývoje ekonomické situace v zemi	62
Obr. 13	Indikátor vnímání popisující očekávaný vývoj nezaměstnanosti v zemi	62
Obr. 14	Indikátor vnímání popisující očekávané úspory	63

## 10 Seznam tabulek

<b>Tab. 1</b>	<b>Seznam oficiálně euroizovaných zemí používajících Americký dolar</b>	<b>17</b>
<b>Tab. 2</b>	<b>Seznam oficiálně euroizovaných zemí používajících ostatní měny</b>	<b>18</b>
<b>Tab. 3</b>	<b>Seznam neoficiálně euroizovaných zemí podle používané měny</b>	<b>19</b>
<b>Tab. 4</b>	<b>Rozdělení tranzitivních zemí podle metodiky IMF</b>	<b>20</b>
<b>Tab. 5</b>	<b>Systémy devizového kurzu</b>	<b>22</b>
<b>Tab. 6</b>	<b>Shrnutí determinantů neoficiální euroizace</b>	<b>29</b>
<b>Tab. 7</b>	<b>Modely pro depozitní euroizaci</b>	<b>37</b>
<b>Tab. 8</b>	<b>Modely pro úvěrovou euroizaci</b>	<b>39</b>
<b>Tab. 9</b>	<b>Popisné statistiky datasetu</b>	<b>57</b>

# **Přílohy**



## A Popisné statistiky

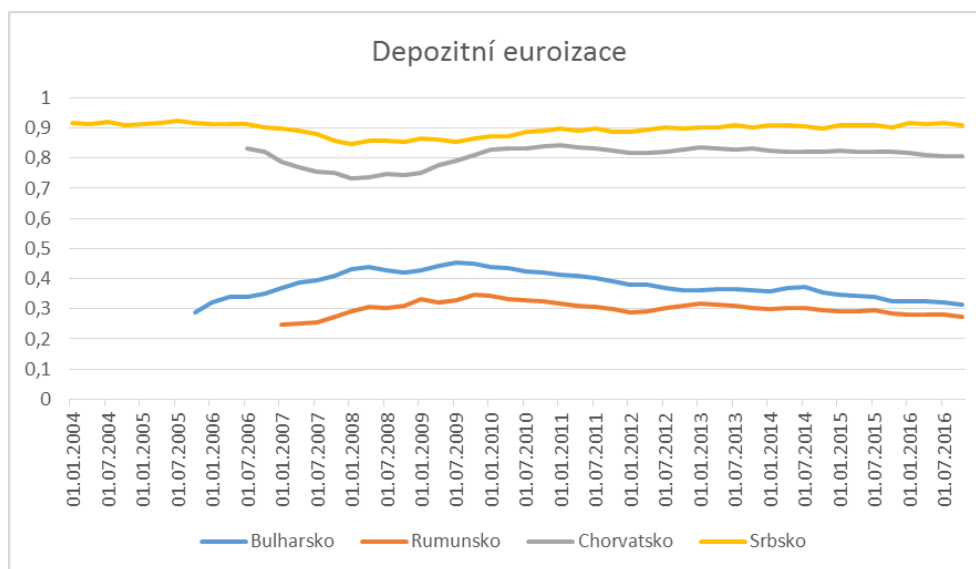
Tab. 9 Popisné statistiky datasetu

Popisné statistiky									
	Proměnné		Průměr	Medián	Směrodatná odchylka	Minimum	Percentily		Maximum
	Platné	Chybějící					5	95	
infdiffeu	107	79	31,0156	29,5000	20,50030	-5,60	-1,0000	66,6733	67,70
irdiffeu	114	72	4,5306	2,9783	4,35912	0,06	0,1883	12,7375	16,18
unemployment	118	68	12,0780	11,3000	5,55704	5,20	5,7000	23,0000	23,90
diff_erEUR	74	112	0,0039	0,0000	0,02187	-0,04	-0,0230	0,0670	0,12
policyrisk	118	68	4,3920	3,5003	3,17103	0,04	0,3323	11,0335	13,22
percept2	92	94	-16,8827	-18,3833	9,66404	-40,27	-30,3567	5,0450	8,80
percept4	92	94	-24,2634	-25,8000	12,22602	-56,67	-41,0300	0,8083	6,23
percept7	92	94	37,5591	39,5333	17,91094	4,47	8,5650	70,1633	74,87
percept11	92	94	-61,2235	-61,7500	6,84100	-75,60	-74,3650	-47,7567	-45,93
dummy_crisis	186	0	0,52	1,00	0,501	0	0,00	1,00	1
Ydep	179	7	0,6123	0,7527	0,26246	0,25	0,2854	0,9145	0,92
Yloan	143	43	0,5896	0,5843	0,10247	0,39	0,4250	0,7524	0,76

Zdroj: IBM SPSS Statistics 24

## B Grafy a obrázky

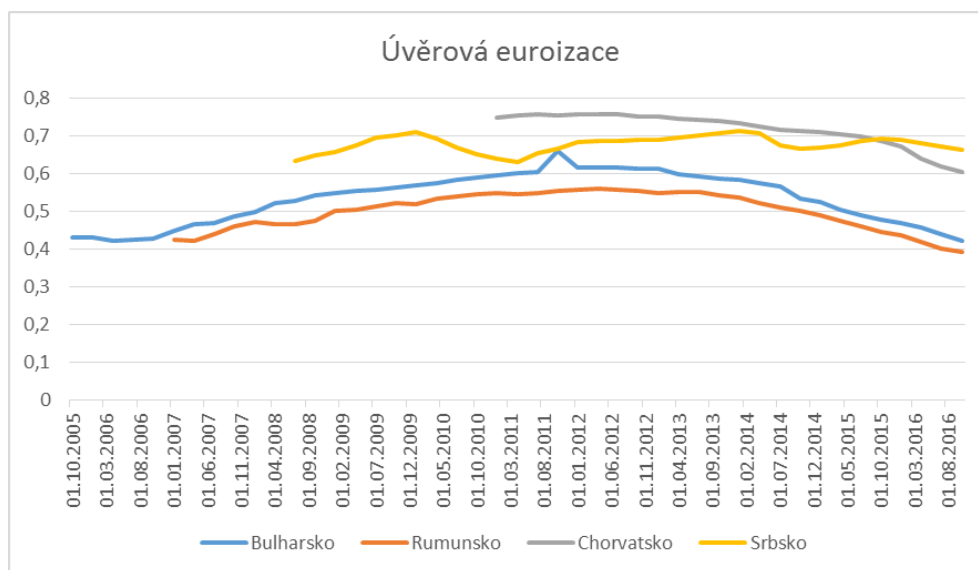
Zde jsou publikovány grafy, které jsou zkonstruovány z dat použitých pro analýzu této práce.



Obr. 5 Vývoj míry depozitní euroizace ve zkoumaných zemích v letech 2004-2016.

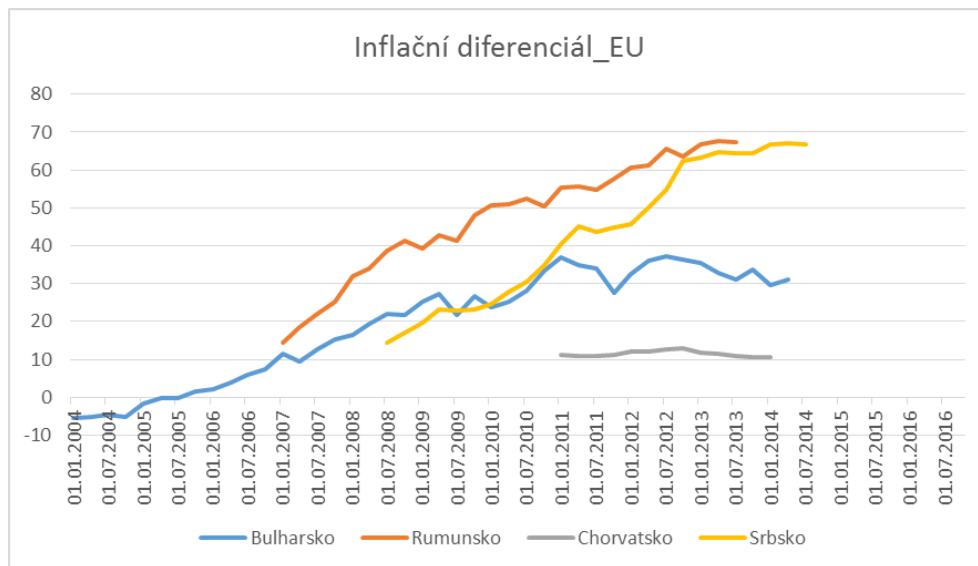
Poznámka: Ydep je zkratkou pro míru depozitní euroizace.

Z grafu je patrné, že míra depozitní euroizace má ve všech státech konstantní průběh v celém intervalu. Její hodnoty nijak neovlivnila probíhající finanční a ekonomická krize z let 2008-2013, ani následné pokrizové období.



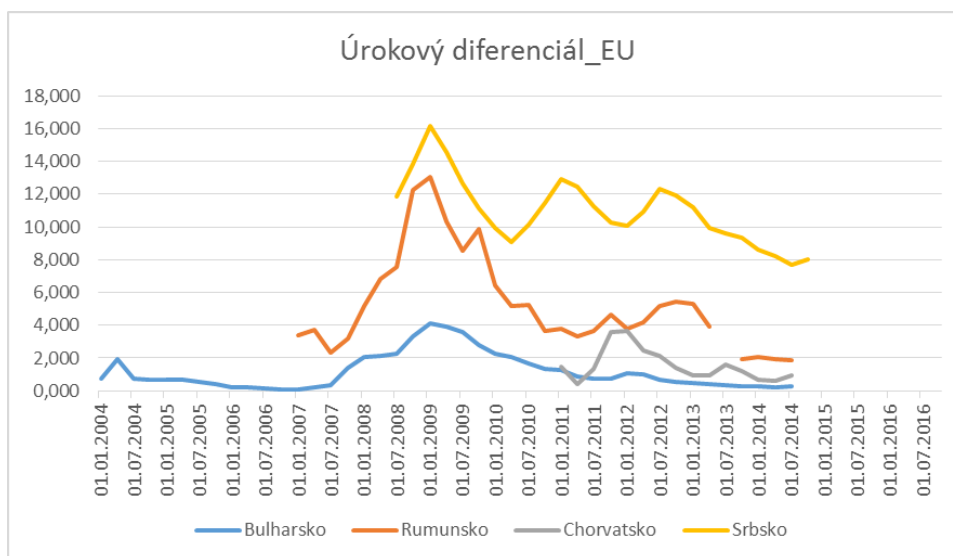
Obr. 6 Vývoj míry úvěrové euroizace ve zkoumaných zemích v letech 2005-2016.  
Poznámka: Yloan je zkratkou pro míru úvěrové euroizace.

Graf míry úvěrové euroizace je mnohem variabilnější. Je zde velice zřejmý vliv nástupu krize, který se projevil v nárůstu míry euroizace v jednotlivých ekonomikách. Od roku 2012 je však jasně zřetelný proces de-euroizace úvěrů ve zkoumaných zemích.



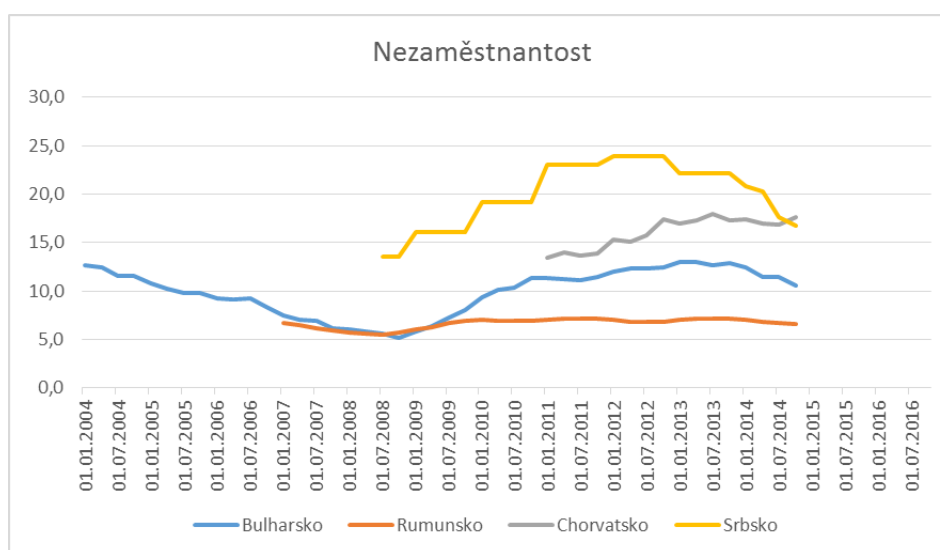
Obr. 7 Vývoj inflačního diferenciálu vůči Evropské unii pro jednotlivé země.

Z grafu lze vidět rapidní růst inflačního diferenciálu ve většině zkoumaných zemí vůči EU jako celku v období, kdy se Evropa potýkala s nebezpečím deflace.



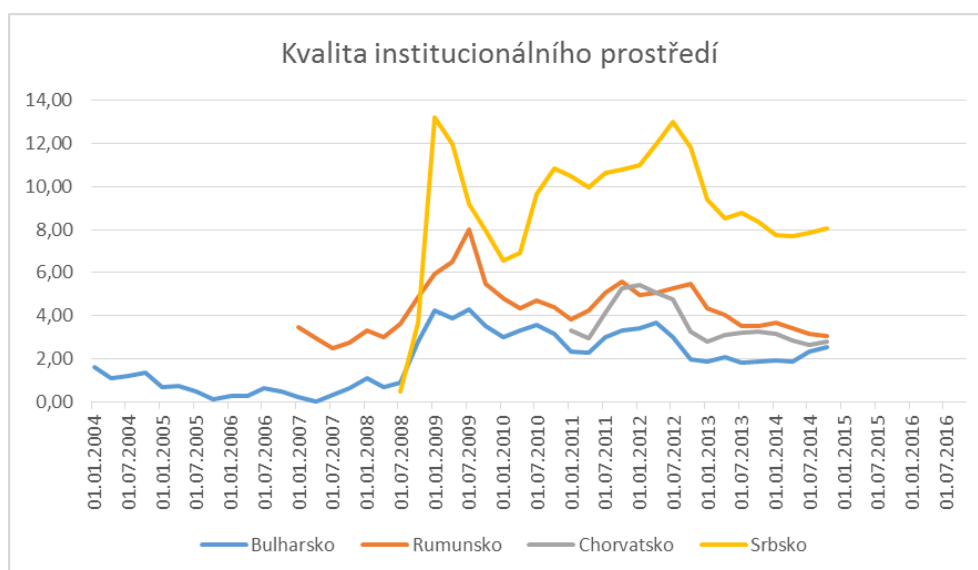
Obr. 8 Vývoj úrokového diferenciálu vůči Evropské unii v jednotlivých zemích.

Úrokový diferenciál ve zkoumaných zemích zažil v nejintenzivnějším krizovém období let 2008 a 2009 rapidní nárůst. Následně nastal klesající trend.



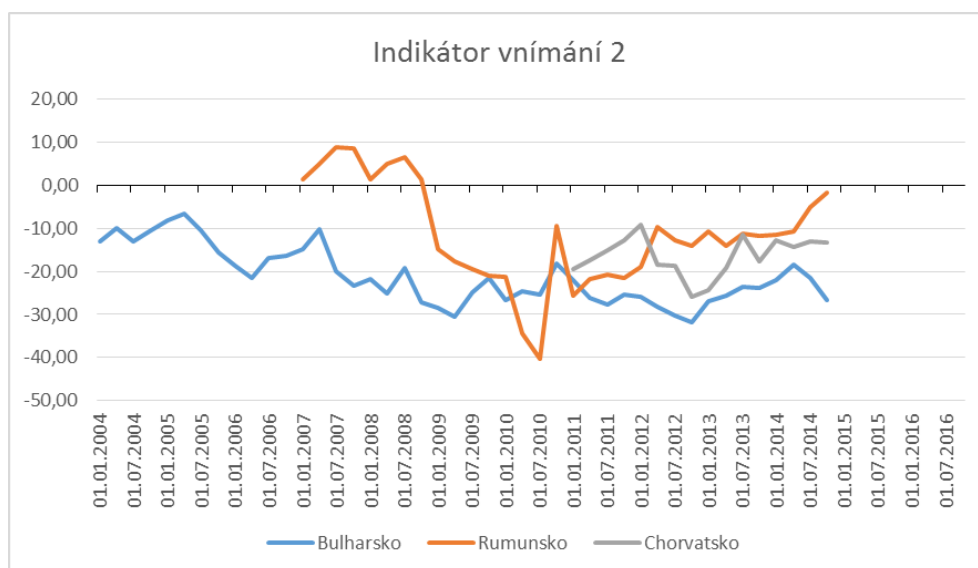
Obr. 9 Míra nezaměstnanosti v jednotlivých zemích v období 2004-2014

V předkrizovém období jde vidět klesající trend nezaměstnanosti ve zkoumaných státech. Pokles byl zapříčiněn několika lety úspěšného růstu tranzitivních ekonomik, který zažívaly od roku 2000 až do nástupu krize v roce 2008. Od té doby míra nezaměstnanosti ve všech zkoumaných státech rostla až do roku 2014.



Obr. 10 Kvalita institucionálního prostředí

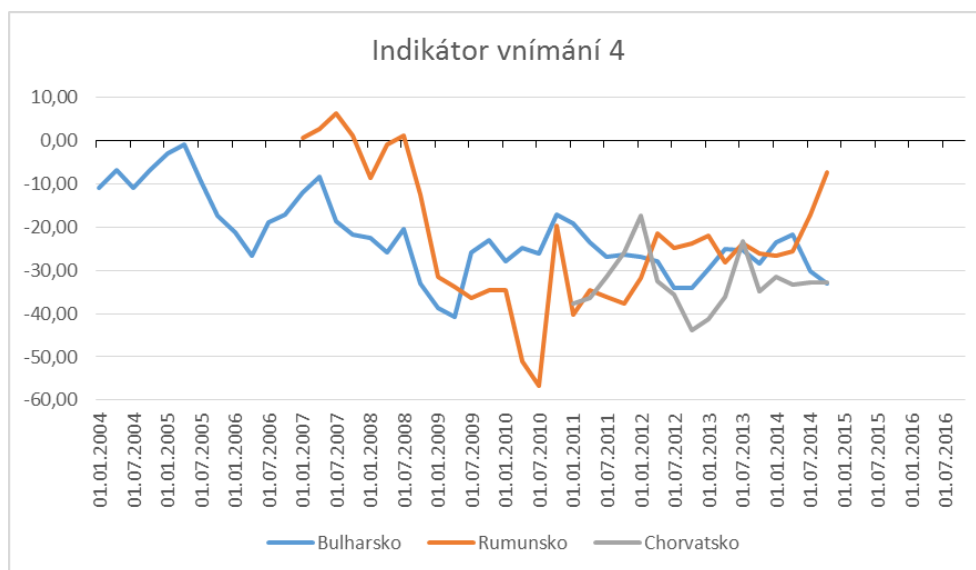
Kvalita institucionálního prostředí je měřena pomocí spreadů desetiletých dluhopisů jednotlivých států oproti desetiletým německým dluhopisům. Z grafu jde vidět, že v období krize spready narostly, tudíž se dle zvoleného ukazatele kvalita institucionálního prostředí zhoršila. Tento ukazatel není dokonalým substitutem požadovaného determinantu, ale při omezenosti dat musel být použit.



Obr. 11 Indikátor vnímání popisující očekávání ohledně inflace

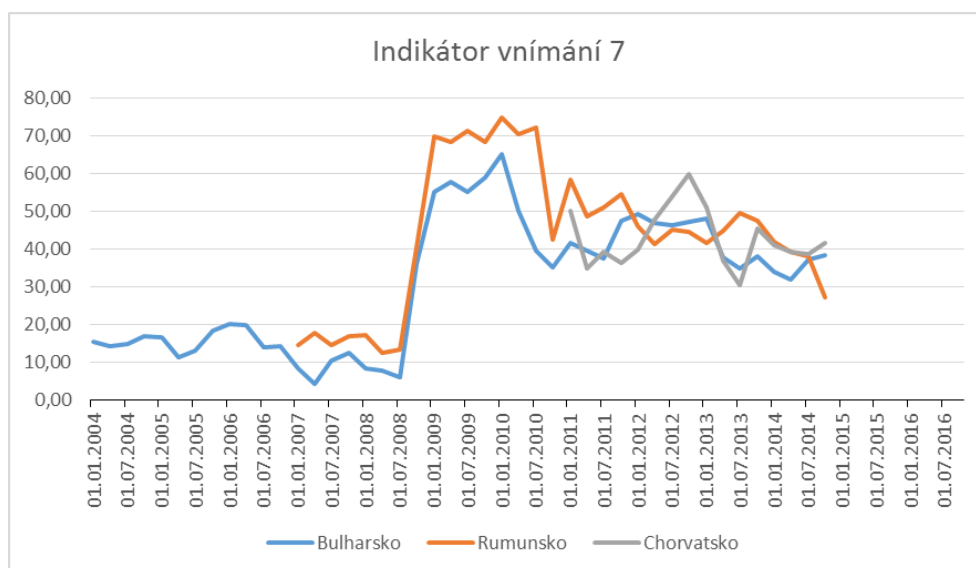
Inflační očekávání ekonomických subjektů jsou převážně záporná v průběhu celého sledovaného období. Pouze v případě Rumunska jde vyzpozorovat volatilnější průběh křivky, jinak jsou očekávání subjektů ohledně krátkodobého vývoje inflace konstantní. Strach z inflace je v obyvatelích tranzitivních států zakořeněn díky his-

torickým zkušenostem. Tato informace může poskytnout částečné vysvětlení hodnot grafu.

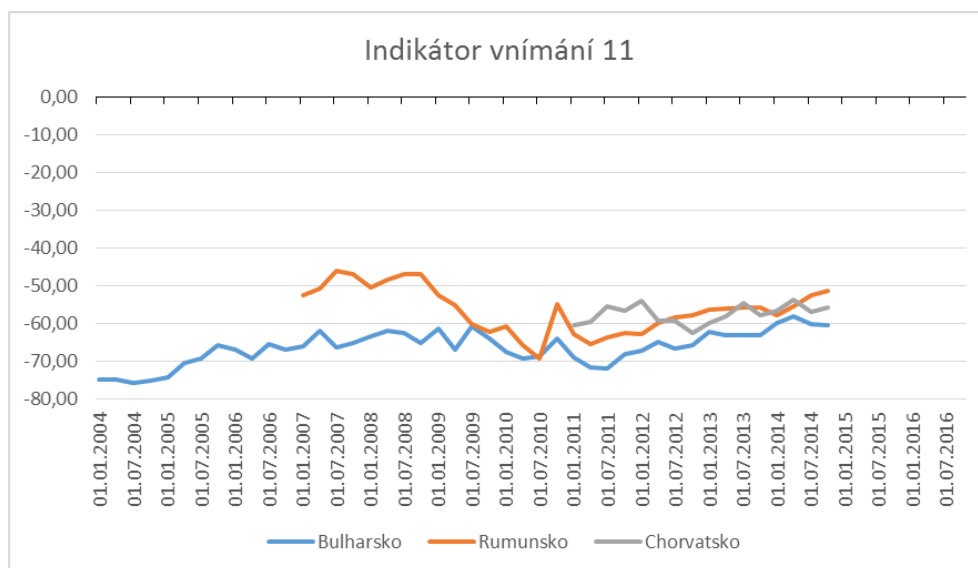


Obr. 12 Indikátor vnímání popisující očekávání vývoje ekonomické situace v zemi

Očekávání domácností ohledně všeobecného vývoje ekonomické situace v Bulharsku, Rumunsku a Chorvatsku jsou výrazně ovlivněna krizovým obdobím z let 2008-2013. Od roku 2008 konstantně klesají, mírná změna trendu jde vypořovat až od roku 2012.



Obr. 13 Indikátor vnímání popisující očekávaný vývoj nezaměstnanosti v zemi



Obr. 14 Indikátor vnímání popisující očekávané úspory

Očekávání občanů zkoumaných států ohledně možností nárůstu úspor za období jednoho roku jsou téměř neměnná. Žádným viditelným způsobem je neovlivnila ani sledovaná krize.

Všechny indikátory vnímání mají pro zkoumané země velice podobný průběh, což značí, že očekávání občanů jednotlivých států se od sebe výrazně neliší. V použitém datasetu bohužel kompletně chybí data pro Srbsko, která nebyla k dispozici.

## C Použité zkratky

AUD – australský dolar

CDO - Collateralized Debt Obligation, zajištěná dluhová obligace

CE5 – pětice zemí střední Evropy – Česká republika, Maďarsko, Polsko, Slovenská republika a Slovinsko

CESEE – Central, Eastern and Southeastern Europe, země střední, východní a jihovýchodní Evropy

CIS – Společenství nezávislých států

COHA - Council on Hemospheric Affairs

ČNB – Česká Národní Banka

DKK – dánská koruna

EBRD – Evropská banka pro obnovu a rozvoj

EBRI – Koordinová iniciativa evropských bank

EUR – euro

EMU – Evropská měnová unie

CHF – švýcarský frank

IMF – Mezinárodní měnový fond

NZD – novozélandský dolar

RUB – ruský rubl

EVHP – Rada vzájemné hospodářské pomoci

SEE EU – země jihovýchodní Evropy, které jsou členy Evropské unie

SEE xEU – země jihovýchodní Evropy, které nejsou členy Evropské unie

USA – Spojené státy Americké