

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra ekonomiky



Bakalářská práce

Dluhová krize v Řecku - příčiny a dopady

Macek Michal

© 2014 ČZU v Praze

!!!

**Místo této strany vložíte zadání bakalářské práce.
(Do jedné vazby originál a do druhé kopii)**

!!!

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou bakalářskou práci "Dluhová krize v Řecku - příčiny a dopady" jsem vypracoval samostatně pod vedením vedoucího bakalářské práce a s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou citovány v práci a uvedeny v seznamu literatury na konci práce. Jako autor uvedené bakalářské práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušil autorská práva třetích osob.

V Praze dne 17.3.2014

Poděkování

Rád bych touto cestou poděkoval panu docentovi Luboši Smutkovi za pomoc, připomínky a odborné vedení a za jeho obětavý a motivující přístup.

Dluhová krize v Řecku - příčiny a dopady

Debt crisis in Greece - reasons and impacts

Souhrn

Cílem práce je určit příčiny nárůstu řeckého veřejného dluhu a řecké dluhové krize, analyzovat její průběh a její dopady na řeckou ekonomiku, zejména na makroekonomické ukazatele tvorby HDP, zahraničního obchodu, úrokové míry, inflace, nezaměstnanosti a další. Práce obsahuje rešerši odborné literatury, článků, statistickou a korelační analýzu vybraných ukazatelů ve formě časových řad a zpracování statistických dat. Příčiny řecké dluhové krize jsou jak politické (nehospodárnost, byrokracie, korupce a neschopnost provádět potřebné reformy), tak ekonomické (finanční krize, pokles HDP a zahraničního obchodu), její dopady působí na pokles investic a poptávky a způsobují růst úrokové míry, inflace a nezaměstnanosti. Podíl na vzniku dluhové krize mají jak řecké vlády, tak evropské instituce a ratingové agentury. Zamezení vzniku dluhové krize spočívá v dodržování rozpočtové a fiskální odpovědnosti a racionálním chování ratingových agentur a finančních trhů. Dluhová krize vyžaduje dohodu mezi dlužníkem a věřiteli, rychlou a rozhodnou akci vlád a evropských institucí a zavedení trvalého mechanismu pro jejich řešení.

Summary

The aim is to identify the causes of the increase of Greece's public debt and the Greek debt crisis, analyze its progress and its impact on the Greek economy, in particular macroeconomic indicators of GDP, foreign trade, interest rates, inflation, unemployment, and more. The thesis contains a literature and article search, statistical and correlation analysis of selected indicators in the form of time series and statistical data processing. The causes of the Greek debt crisis is political (inefficiency, bureaucracy, corruption and failure to carry out necessary reforms) and economic (financial crisis, the decline in GDP and foreign trade), its impact has the decline in investment and demand and driving up interest rates, inflation and unemployment. Debt crisis was caused aslo by the Greek government, European institutions and rating agencies. Avoiding debt crisis is in compliance with budgetary and fiscal responsibility and rational behavior of rating agencies and of financial markets. Debt crisis requires an agreement between the borrower and the lender, swift and decisive action by governments and the European institutions and the establishment of a permanent mechanism for resolving them.

Klíčová slova: Dluh, krize, Řecko, příčina, dopad, vývoj, vláda, evropský

Keywords: Debt, crisis, Greece, cause, effect, development, government, european

Obsah:

1 Úvod	10
2 Cíl práce a metodika	12
3 Přehled řešené problematiky	15
3.1 Stručná charakteristika problematiky veřejného dluhu	15
3.2 Dopady veřejného zadlužení na ekonomiku státu	16
3.2.1 Rozpočtové a fiskální dopady veřejného dluhu	16
3.2.2 Makroekonomické dopady veřejného dluhu	18
3.3 Aktuální stav řecké ekonomiky a veřejného dluhu Řecka	21
3.4 Vznik a chronologický průběh řecké dluhové krize	23
3.5 Příčiny dluhové krize a faktory, které ji ovlivňují	37
3.5.1 Vnitřní faktory působící na řeckou dluhovou krizi	42
3.5.2 Vnější faktory působící na řeckou dluhovou krizi	44
4 Analytická část.....	46
4.1 Hrubý konsolidovaný vládní dluh Řecka	46
4.2 Vliv tvorby HDP na vládní zadlužení	48
4.3 Vliv dovozu zboží a služeb na vládní zadlužení	49
4.4 Vliv vývozu zboží a služeb na vládní zadlužení	50
4.5 Vliv vládního dluhu na tvorbu hrubého kapitálu	51
4.6 Vliv vládního dluhu na domácí poptávku	53
4.7 Vliv vládního dluhu na dlouhodobou úrokovou míru	54
4.8 Vliv vládního dluhu na vývoj inflace	55

4.9 Vliv vládního dluhu na míru celkové nezaměstnanosti	56
4.10 Struktura veřejného dluhu Řecka	58
5 Zhodnocení výsledků	62
6 Závěr	64
7 Seznam použitých zdrojů	68
Přílohy	
Seznam tabulek a grafů	8
Seznam použitých zkratk	9

Seznam tabulek a grafů:

Tabulka 1 Vývoj sazby úroku z čistého státního dluhu (v % HDP).

Tabulka 2 Míra inflace HICP pro Řecko (průměrné roční tempo růstu, v %)

Tabulka 3 Celkový dluh státního sektoru Řecka (čtvrtletně, v % HDP)

Graf 1 Hrubý konsolidovaný vládní dluh Řecka (čtvrtletně, v mil €)

Graf 2 HDP Řecka (čtvrtletně, v mil €)

Graf 3 Dovoz zboží a služeb pro Řecko (čtvrtletně, v mil €)

Graf 4 Vývoz zboží a služeb pro Řecko (čtvrtletně, v mil €)

Graf 5 Tvorba hrubého kapitálu pro Řecko (čtvrtletně, v mil €)

Graf 6 Řecká domácí poptávka (čtvrtletně, v mil €)

Graf 7 Dlouhodobá úroková míra pro Řecko (v %)

Graf 8 Harmonizovaný index spotřebitelských cen HICP, Řecko (v %, 1996=100%)

Graf 9 Harmonizovaná míra celkové nezaměstnanosti pro Řecko (čtvrtletně, v %)

Graf 10 Struktura řeckého veřejného dluhu podle splatnosti (v mld €)

Seznam použitých zkratk:

ADEDY, GSEE, GSEVEE, PNO, SEV - zkratky názvů řeckých odborových svazů

CAC - *Collective Action Clause* / Klauzule o kolektivní akci

ČSÚ - Český statistický úřad

ECB - *European Central Bank* / Evropská centrální banka

ECRM - *European Crisis Resolution Mechanism* / Evropský mechanismus pro řešení krizí

EIB - *European Investment Bank* / Evropská investiční banka

ELA - *Emergency Liquidity Assistance* / Nouzová pomoc při problémech s likviditou

EMU - *European Monetary Union* / Evropská měnová unie

ESFS - *European Financial Stability Facility* / Evropský nástroj finanční stability

EU - *European Union* / Evropská unie

GLF - *Greek Loan Facility* / Řecký úvěrový mechanismus

HICP - *Harmonized Index of Consumer Prices* / Harmonizovaný index spotřebitelských cen

IBRD - *International Bank for Reconstruction and Development* / Mezinárodní banka pro obnovu a rozvoj

IIF - *Institute of International Finance* / Mezinárodní finanční institut

IMF - *International Monetary Fund* / Mezinárodní měnový fond

PASOK - *Panellinio Sosialistikó Kínima* / Panhelénské socialistické hnutí

PIB - *Private Investment Budget* / Rozpočet veřejných investic

PSI - *Private Sector Involvement* / Zapojení soukromého sektoru

1 Úvod

Řecko v současnosti prochází dluhovou krizí, která začala na podzim roku 2009 a která trvá dodnes. Dluhovou krizí se rozumí situace, kdy stát není již nadále schopen plnit své závazky. Stát vlivem nárůstu veřejného dluhu a dluhové služby není již schopen svůj dluh splácet a to ani pomocí nově vydaných dluhopisů, neboť vzhledem k jeho insolventnosti není o tyto dluhopisy na trhu zájem, nebo je stát schopen je prodat pouze při poskytnutí neúnosně vysoké úrokové míry. Veřejný dluh státu se tak stává neudržitelným.

Do této situace se Řecko dostalo na podzim roku 2009. Řecká dluhová krize je charakteristická několika prvky. Je to poprvé, kdy dluhová krize postihla vyspělou západní ekonomiku státu, který je členem EU a Evropské měnové unie. Potřeba řešit řeckou dluhovou krizi také vyústila v do té doby historicky největší restrukturalizaci státního dluhu v dějinách. Řecká dluhová krize také poprvé výrazně otřásla důvěrou finančních trhů ve vyspělé evropské ekonomiky a prohloubila tak problémy s udržitelností státního dluhu dalších evropských států jako je například Itálie, Portugalsko, Španělsko nebo Irsko. V této souvislosti se hovoří o dluhové krizi zemí Evropské měnové unie.

Řecké, potažmo evropské dluhové krizi, předcházela celosvětová finanční krize a krize globálního bankovního systému, které mají svůj počátek v americké hypoteční krizi z roku 2007, a po nichž následovala globální hospodářská recese. Tato hospodářská recese, z níž se svět teprve začíná vymaňovat, přispěla ke vzniku řecké a evropské dluhové krize.

Řecko tedy nyní prochází jak dluhovou krizí, tak i velkou ekonomickou recesí. V zemi panuje vysoká nezaměstnanost, navíc bylo Řecko v rámci řešení jeho dluhové krize nuceno přijmout rozsáhlá úsporná opatření, která vedla ve svém důsledku k prohloubení hospodářské recese státu. Řeckem také od začátku dluhové krize zmítají časté protesty a sociální nepokoje vyjadřující nesouhlas obyvatelstva s vládou přijatými úspornými opatřeními. Řecký politický systém charakterizuje velká politická nestabilita a nárůst vlivu extremistických politických stran.

Cílem této práce prozkoumat příčiny, které vedly ke vzniku řecké dluhové krize, analyzovat její průběh a její dopady na řeckou ekonomiku. Dále si práce klade za cíl osvětlit na příkladu řecké dluhové krize problematiku veřejného dluhu a mechanismus vzniku dluhové krize, její ekonomické a politické pozadí a také postihnout vývoj řeckého veřejného dluhu.

Motivem k volbě tohoto tématu byla nesporná aktuálnost a zajímavost této makroekonomické problematiky a také autorova náklonnost k Řecku a k lidem obývajícím tu krásnou zemi s bohatou historií.

Tabulky a výpočty provedené v programu MS Excel a použité v analytické části práce jsou k nahlédnutí v příloze na konci práce.

2 Cíl práce a metodika

Práce je členěna na úvodní, teoretickou a analytickou část, po které následuje vyhodnocení výsledů, závěr, seznam použitých zdrojů a přílohy. Práce analyzuje vývoj veřejného dluhu Řecka, vznik a průběh řecké dluhové krize a její dopady na řeckou ekonomiku, zejména ve vztahu k makroekonomickým ukazatelům tvorby HDP, zahraničního obchodu, tvorby hrubého kapitálu, domácí poptávky, dlouhodobé úrokové míry, inflace a míry celkové nezaměstnanosti. Cílem práce je tedy vymezit příčiny řecké dluhové krize a její dopady na ekonomiku státu a poskytnout celkový obraz jejího průběhu.

Teoretická část práce obsahuje obecná východiska problematiky veřejného dluhu zpracovaná na základě rešerše odborné literatury, následuje přehled aktuálního stavu řecké ekonomiky a řeckého veřejného dluhu vytvořený pomocí zpracování statistických dat získaných z on-line dostupných statistických databází Řeckého statistického úřadu a Eurostatu, které jsou uvedeny v seznamu použitých zdrojů na konci práce. Teoretická část práce dále obsahuje přehled problematiky řecké dluhové krize, okolnosti jejího vzniku a průběhu, analýzu jejích příčin a dopadů na řeckou ekonomiku a přehled faktorů působících na řeckou dluhovou krizi. Tato část je zpracována pomocí rešerše vědeckých článků zabývajících se problematikou řecké dluhové krize získaných z elektronické databáze vědeckých článků ideas.repec.org.

Analytická část práce obsahuje statistickou analýzu sezónně očištěných čtvrtletních časových řad vybraných makroekonomických ukazatelů. Hodnoty vybraných časové řady jsou uváděny buď v milionech € (v běžných cenách), nebo v %. Jedná se o ukazatele: hrubý konsolidovaný vládní dluh, tvorba HDP, dovoz zboží a služeb, vývoz zboží a služeb, tvorba hrubého kapitálu, domácí poptávka, dlouhodobá úroková míra, inflace vyjádřená pomocí harmonizovaného indexu spotřebitelských cen HICP a harmonizovaná míra celkové nezaměstnanosti. Pro všechny časové řady byl v programu MS Excel vytvořen spojnicový graf, který byl proložen vhodnou trendovou funkcí vygenerovanou programem MS Excel spolu s regresní rovnicí. Pomocí této rovnice byly získány vyrovnané hodnoty pro všechny časové řady očištěné od trendu a následně byly vypočteny hodnoty reziduálních odchylek získané jako rozdíl původních hodnot a hodnot vyrovnaných.

Tyto odchylky pak vytvořily pro všechny ukazatele nové reziduální časové řady, které byly použity pro korelační analýzu. Zkoumané makroekonomické ukazatele byly vybrány na základě poznatků získaných z rešeršní části práce tak, aby byly zastoupeny ukazatele reprezentující příčiny řecké dluhové krize (hrubý konsolidovaný vládní dluh, tvorba HDP, dovoz zboží a služeb, vývoz zboží a služeb) a její dopady na ekonomiku Řecka (tvorba hrubého kapitálu, domácí poptávka, dlouhodobá úroková míra, inflace vyjádřená pomocí harmonizovaného indexu spotřebitelských cen HICP a harmonizovaná míra celkové nezaměstnanosti). Pro potřeby korelační analýzy byly ukazatele zastupující příčiny řecké dluhové krize brány jako nezávislá veličina a ukazatel hrubého konsolidovaného vládního dluhu Řecka jako veličina závislá, ukazatele reprezentující ekonomické dopady dluhové krize byly brány jako veličiny závislé na ukazateli hrubého konsolidovaného vládního dluhu Řecka. Následně byl pro tyto vybrané ukazatele vypočten korelační koeficient určující sílu a charakter závislosti vládního dluhu na ukazatelech příčin řecké dluhové krize a sílu a charakter závislosti ukazatelů reprezentujících dopady řecké dluhové krize na ukazateli hrubého konsolidovaného vládního dluhu Řecka. Tyto korelační koeficienty byly následně interpretovány. Korelační koeficient byl

vypočten pomocí programu MS Excel podle vzorce:
$$r = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2 \sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2}}$$
.

Korelační koeficient nabývá hodnot od -1 do 1. Hodnota -1 značí silnou nepřímou závislost, hodnota 1 pak vypovídá o silné přímo úměrné závislosti, je-li hodnota korelačního koeficientu 0, nelze závislost prokázat.

U všech časových řad byla posouzena dynamika jejich vývoje pomocí bazických indexů vypočtených podle vzorce $k_t = y_t / y_0$ a řetězových indexů vypočtených podle vzorce $k_t = y_t / y_{t-1}$. Následně bylo vypočteno průměrné tempo růstu jako geometrický průměr získaných řetězových indexů. Dále byla pro vybraná období vypočtena elasticita jako ukazatel citlivosti změny závislého ukazatele na změně nezávislého ukazatele podle vzorce $e = \Delta f(x) / \Delta x$. Jestliže je elasticita kladná mění se závislý ukazatel ve stejném směru jako ukazatel nezávislý. Je-li menší než 1 roste závislý ukazatel pomaleji než nezávislý, pokud se rovná 1 roste

stejným tempem a je-li větší než 1 roste závislý ukazatel rychleji než nezávislý. Elasticita může být i záporná, pak se nezávislý ukazatel mění v opačném směru než ukazatel závislý.

Závěrečná kapitola analytické části práce obsahuje analýzu struktury řeckého veřejného dluhu zpracovanou pomocí statistik získaných z on-line dostupných statistických databází Řeckého statistického úřadu, Eurostatu a řeckého ministerstva financí a pomocí rešerše vědeckých článků. Tyto zdroje jsou uvedeny v seznamu použitých zdrojů na konci práce.

Dále práce obsahuje vyhodnocení získaných výsledků ve vztahu k teoretické části práce. V závěru práce jsou stručně shrnuty poznatky z teoretické i analytické práce a je naznačeno jedno z možných řešení případných budoucích dluhových krizí v Evropě.

Na konci práce je pak uveden seznam použitých zdrojů členěný na použitou literaturu, použité vědecké články a ostatní použité (internetové) zdroje, včetně internetových článků a on-line dostupných statistických databází. Za seznamem použitých zdrojů následují přílohy obsahující tabulky a výpočty provedené v programu MS Excel použité v analytické části práce.

3 Přehled řešené problematiky

V úvodu teoretické části práce jsou na základě studia odborné literatury vysvětleny pojmy veřejný dluh a státní dluh. Dále je popsáno dělení veřejného dluhu na vnitřní a vnější a veřejný dluh hrubý a čistý, je také vysvětlen pojem dluhová služba a jsou popsány dopady veřejného zadlužení státu na jeho ekonomiku, přičemž jsou rozlišeny a vysvětleny dopady rozpočtové a fiskální a dopady makroekonomické.

V dalších kapitolách je uveden současný stav řecké ekonomiky a řeckého veřejného dluhu a na základě rešerše odborných článků věnujících se řecké dluhové krizi je popsán vznik a chronologický průběh řecké dluhové krize, její příčiny a faktory, které měly vliv na vznik dluhové krize a její průběh.

3.1 Stručná charakteristika problematiky veřejného dluhu

Pojem „veřejný dluh“ (angl. public debt) úzce souvisí s pojmem „státní dluh“ (angl. government debt nebo state debt). Kumulace opakovaných schodků (deficitů) státního rozpočtu, které nejsou vyrovnávány rozpočtovými přebytky v jiných obdobích, je příčinou vzniku státního dluhu. Státní dluh je tak tvořen nesplácenými státními (vládními) půjčkami, sloužícími ke splácení rozpočtových deficitů a nesplacených úroků z těchto půjček. Státní dluh se zjišťuje k určitému datu. Pojem veřejný dluh je pak širším pojmem, který zahrnuje jak státní dluh, tak dluhy vzniklé z deficitů dalších veřejných rozpočtů (rozpočtů municipálních, systému veřejného zdravotního pojištění a dalších státních mimorozpočtových fondů). Míra veřejného zadlužení se zpravidla uvádí jako procentní podíl veřejného dluhu na HDP a nazývá se dluhová kvóta. Podle Maastrichtských kritérií (tzv. konvergenční kritéria) se od zemí, které hodlají zavést společnou evropskou měnu euro vyžaduje, aby tento podíl nepřekročil 60 % HDP (V.Jurečka a kol., 2010, L.Bervidová, P.Vančurová, 2008).

Podle Dvořáka (2008) „veřejný dluh představuje pohledávku vůči současné i budoucí daňové povinnosti obyvatestva.“ Dvořák (1997) také definuje veřejný dluh jako sumu všech pohledávek jiných ekonomických subjektů vůči státu.

Veřejný dluh se dělí na vnitřní (domácí, v rámci státu) a vnější (v zahraniční), který je částí zahraničního dluhu země. Zahraniční dluh země se skládá jak ze zahraničního dluhu vlády a veřejného sektoru, tak ze zahraničního zadlužení podniků. Zahraniční dluh státu je tvořen hlavně půjčkami od mezinárodních institucí a vládou emitovanými cennými papíry, především dluhopisy (tzv. bondy - angl. bonds), které jsou v držení zahraničních věřitelů, případně přijatými mezivládními půjčkami. Zahraniční zadlužení podniků se skládá ze závazků podniků, které si vzaly půjčky od zahraničních bank. Například v České republice tvoří tyto závazky více než 60 % českého zahraničního dluhu (V.Jurečka a kol., 2010, L.Bervidová, P.Vančurová, 2008).

Celková suma závazků státu, aniž bychom brali v potaz celkový objem jeho pohledávek, se nazývá hrubý dluh. Čistým dluhem státu pak nazýváme hrubý dluh, snížený o objem pohledávek státu. Ačkoliv čistý dluh poskytuje lepší pohled na finanční situaci státu, bývá ve většině mezinárodních statistik veřejný dluh vykazován jako hrubý dluh (P.Dvořák, 2008).

Dluhová služba je každoroční splátka jistiny a úroků z přijatých půjček včetně emitovaných dluhopisů. Náklady na dluhovou službu rychle rostou se zvyšujícím se zadlužením státu v důsledku ztráty důvěry věřitelů ve schopnost státu dostát svým závazkům. Dluhová služba tak významně zatěžuje běžný rozpočet a při vysokém zadlužení může dojít k tomu, že „minulé deficity jsou zdrojem deficitů současných a budoucích“ (V.Jurečka a kol., 2010). Může tak dojít ke vzniku tzv. dluhové pasti, o které bude pojednáno v další podkapitole.

3.2 Dopady veřejného zadlužení na ekonomiku státu

Veřejný dluh významně působí na ekonomiku země. Lze rozlišit jeho účinky na systém veřejných financí (tzn. dopady fiskální a rozpočtové) a jeho dopad na reálnou ekonomiku (účinky makroekonomické).

3.2.1 Rozpočtové a fiskální dopady veřejného dluhu

Rozpočtový deficit, který je hlavní příčinou zvyšování veřejného dluhu, nadále zhoršuje rozpočtovou situaci. Úroky z veřejného dluhu jsou součástí

veřejných výdajů (v mnoha zemích, včetně České republiky, jsou dokonce jejich nejvíce dynamicky rostoucí součástí). Se zvyšujícím se objemem veřejného dluhu rostou i úroky z něho, což má za následek další zvyšování veřejných výdajů, které tak nadále prohlubují rozpočtový deficit, což urychluje vznik dalšího dluhu. Vzniká tak „začarovaný kruh“. Zvyšuje se tak podíl objemu veřejného dluhu na HDP, a také podíl úroků z veřejného dluhu na rozpočtových výdajích (P.Dvořák 2008).

Tabulka 1 ukazuje vývoj úroku z čistého státního dluhu od roku 1995 do roku 2011 (údaje v % HDP). Z tabulky je patrné, že ačkoliv v zemích OECD se tento ukazatel stabilně pohybuje okolo 2 % až 3 % HDP, v zemích platících eurem kolísá více a v některých státech jako například Řecko (ale i Itálie nebo Portugalsko) může přesáhnout 10 % HDP. Dvořák (2008) podotýká, že při průměrné úrokové sazbě přesahující 10 % je třeba, aby výnos z dluhově financovaných projektů taktéž přesahoval 10 %, má-li být dosaženo pozitivního efektu na celkové národní bohatství. To je v praxi často velmi těžce splnitelná podmínka.

Tabulka 1 Vývoj sazby úroku z čistého státního dluhu (v % HDP)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Řecko	10,5	9,9	7,7	7,2	6,4	6,5	5,8	5,2	4,7	4,6	4,4	4,5	4,5	4,8	4,9	5,6	6,8
Eurozóna	4,7	4,9	4,4	4,1	3,6	3,5	3,3	3,1	3,0	2,8	2,7	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,6
OECD	3,5	3,4	3,1	3,0	2,6	2,4	2,3	2,0	1,9	1,8	1,7	1,6	1,6	1,6	1,5	1,6	1,8

Zdroj: OECD, Economic Outlook database

Narůstající úrok a s ním se zvyšující dluhová služba tak stále více ukrajují z rozpočtového koláče - zvyšuje se podíl pasivní složky rozpočtového deficitu. Dochází k omezení aktivní fiskální politiky státu, snižuje se možnost vlády rozhodovat o rozpočtu (L.Bervidová, P.Vančurová, 2008). Množství peněz, které může vláda utratit, se snižuje. To může ve svém důsledku mít podíl například na zvýšení nezaměstnanosti (P.Dvořák, 2008).

Chce-li vláda prodat novou emisi obligací, aby mohla splácet starý dluh, musí nabídnout výhodnou úrokovou míru. Tím dochází k růstu nákladů na řízení dluhu. Jestliže absolutní výše zadlužení dosáhne určité míry, klesá důvěra věřitelů, protože se zvyšuje riziko nesplacení pohledávky. To je nutné kompenzovat nabídkou vyššího úroku. Pokud je tempo růstu HDP nižší než reálná úroková míra, roste podíl

veřejného dluhu i při vyrovnaném rozpočtu. Důležitým faktorem je také politická situace. Podle Downsova modelu politického cyklu dochází zejména v období před volbami k růstu veřejných výdajů, případně také ke změnám daňového zatížení, což nadále prohlubuje rozpočtový deficit. To vede k dalšímu zvyšování dluhové zátěže a prohlubování důsledků veřejného dluhu (F.Ochrana, J.Pavel, L. Vítek a kol., 2010).

3.2.2. Makroekonomické dopady veřejného dluhu

Makroekonomické dopady veřejného dluhu jsou dopady míry veřejného zadlužení na makroekonomické ukazatele, jako je např. úroková míra, nezaměstnanost, domácí poptávka nebo inflace. Nepřiměřený nárůst veřejného dluhu podstatně ovlivňuje ekonomiku státu. Svou roli přitom hraje nejen celková výše zadlužení, ale také struktura veřejného dluhu a celková makroekonomická kondice daného státu.

V případě, že se zvyšuje poptávka vlády po úvěrech, mělo by dojít také ke zvýšení úrokové míry a následně k poklesu investic a poptávky. Dvořák (2008) upozorňuje, že v případě malých otevřených ekonomik (jako je například Řecko) „je tento efekt slabší, protože veřejný dluh není rozhodujícím faktorem, ovlivňujícím úrokovou míru, která zde reaguje spíše na vývoj světové úrokové míry a na míru inflace. Vyšší míra vládního zadlužení však může zvyšovat rizikovou prémii obsaženou v úrokové míře.“ V případě, že vláda poptává úvěry v zahraničí, pak na domácím finančním trhu tato poptávka nezpůsobuje nárůst úrokové míry (V.Jurečka a kol., 2010).

Podíl dluhu domácího a dluhu zahraničního má vliv na dopad veřejného dluhu na investiční pozici země. V případě dluhu domácího se mění dluh vlády vůči domácím věřitelům v pohledávky soukromého sektoru (P.Dvořák, 2008, L.Bervidová, P.Vančurová, 2008). Dochází tedy k přesunu aktiv v rámci domácí ekonomiky a nedochází tak ke změně investiční pozice země. U dluhu zahraničního dochází na jedné straně k odlivu peněz ze země směrem k zahraničním věřitelům a to minimálně v objemu úroků, u nichž už většinou nedochází ke zpětné investici do ekonomiky státu, jako tomu může být v případě dluhu domácího. Může tak tedy docházet k oslabení investiční pozice státu. Na druhou stranu nákup vládních

dluhopisů zahraničními věřiteli představuje příliv peněz do státní ekonomiky, jejich „čistá současná hodnota se rovná diskontované hodnotě budoucích splátek“ (P.Dvořák, 2008).

Ukazatel míry veřejného zadlužení, tzv. dluhová kvóta, udává v procentech podíl veřejného dluhu na HDP. Pro země platící eurem (členy Evropské měnové unie) je závazný tzv. Pakt stability a růstu, který má sloužit k zajištění rozpočtové disciplíny členských států. Pakt stability a růstu mimo jiné požaduje, aby deficit veřejných rozpočtů nepřekročil 3 % HDP. Nesplnění tohoto limitu má mít za následek ekonomické sankce, které mohou mít dopady na ekonomiku státu, v praxi však, s ohledem na ekonomickou krizi a klesající hospodářství mnoha členských zemí eurozóny, došlo k výraznému změkčení tohoto pravidla schválením výjimek, které umožňují překročení 3 % hranice, aniž by toto bylo sankcionováno. J.A.Boeckh (2010) ve své knize připomíná ekonomický efekt nazývaný Ricardiánská ekvivalence. Říká, že opakované rozpočtové deficity musí být financovány opět novými půjčkami. Toto si lidé dobře uvědomují, stejně tak jako to, že tyto dluhy budou muset být někdy zaplacený (například formou zvýšení daňové zátěže) a obávají se toho, že by to mohli být oni nebo příští generace - jejich děti. Dojde k tomu, že domácnosti i podniky omezí své výdaje a budou více špořit, ať už z důvodu obavy z budoucího zvýšení daní nebo zvyšující se ekonomické nejistoty. Platí pak, že čím větší je podíl státního dluhu na HDP, tím silněji působí faktor Ricardiánské ekvivalence, takže za každé další euro vládních výdajů lidé omezí svou spotřebu o více než euro a může tak dojít k poklesu HDP.

Růst zahraničního dluhu ve spojení s vysokou úrokovou sazbou zahraničního dluhu (často 10 % a více) může způsobovat pokles růstu HDP a produktivity výrobních faktorů. Pokud dojde ke zdvojnásobení výše zahraničního zadlužení, poklesne tempo růstu HDP na hlavu v průměru o 1 %, růst produktivity pak zpomaluje o něco méně. Dosáhne-li míra zahraničního zadlužení 35 % až 40 % HDP, respektive 160 % až 170 % objemu ročního exportu, začíná růst HDP zpomalovat (P.Dvořák, 2008).

V případě domácího veřejného dluhu dochází k velké redistribuci důchodů. Probíhá přesun prostředků od daňových poplatníků k majitelům státních dluhopisů,

přičemž stejně působí i úrok z veřejného dluhu - také to znamená redistribuci bohatství od daňových poplatníků směrem k domácím věřitelům. Například v roce 2005 bylo v Itálii použito na splacení úroku z veřejného dluhu více než 16 % všech vybraných daní. Tím dochází ke zvýšení tzv. Giniho koeficientu. Ten měří rozdíly v příjmech jednotlivých domácností, nabývá hodnoty mezi 0 a 1, přičemž hodnota 1 poukazuje na absolutně nerovné rozdělení důchodů domácností a hodnota 0 na rozdělení absolutně rovnostářské (P.Dvořák, 2008).

Deficitní financování veřejných rozpočtů působí jako inhibitor inflace, umožňuje totiž růst veřejných výdajů i při plné zaměstnanosti, kdy ekonomika státu nedokáže adekvátně uspokojit rostoucí agregátní poptávku. Tento efekt je silnější, jestliže vláda vzniklý deficit řeší tzv. monetizací - tak se označuje odkup vládních obligací centrální emisní bankou, což bývá často laicky nazýváno „tisknutím peněz“. Naopak pokud se vláda rozhodne financovat deficit úvěrem, dojde k odtoku peněz z oběhu a tím pádem i ke snížení inflace (P.Dvořák, 2008, L.Bervidová, P.Vančurová, 2008). Buchanan (1970) k tomu říká: „Problém dluhu je jedním ze způsobů boje proti inflaci, protože se jedná o výměnu dluhových nástrojů za peníze. Prodej cenných papírů účinně stahuje peníze ze soukromého sektoru.“ Dvořák (2008) podotýká, že aby došlo k poklesu inflace, nesmí vláda peníze, které utřžila za své obligace utratit, ale musí je deponovat na účtech centrální banky.

Lze tedy říci, že největší dopady na ekonomiku státu má veřejné zadlužení v případě, kdy dluhová kvóta přesahuje 40 % HDP a veřejný dluh je úročen sazbou vyšší než 10 %. Avšak v případě nárůstu veřejného dluhu způsobeného opakovaným deficitním financováním veřejných výdajů může v dlouhém období veřejný dluh ovlivňovat makroekonomické ukazatele jako je růst nebo pokles HDP, inflace a nezaměstnanost. Velmi také záleží na tom, za co byly vládou vypůjčené prostředky utraceny, jestli byly jen „projedeny“, tedy utraceny za spotřebu (například v rámci předvolebního boje), nebo jestli byly tyto prostředky investovány do projektů s nějakou očekávanou návratností, například do podpory podnikání, konkurenceschopnosti nebo do podpory nových technologií atd. Veřejný dluh má také značné dopady na redistribuci bohatství od daňových poplatníků směrem k držitelům vládních cenných papírů.

3.3 Aktuální stav řecké ekonomiky a veřejného dluhu Řecka

Současná řecká ekonomika je charakteristická především vysokou nezaměstnaností. V prvním čtvrtletí roku 2013 dosáhl počet zaměstnaných osob 3595921 oproti 1355921 nezaměstnaných osob. V tomto čtvrtletí dosáhla celková míra nezaměstnanosti 27,4 % ve srovnání s 26 % v předešlém čtvrtletí a s 22,6 % v prvním čtvrtletí roku 2012. Počet zaměstnaných osob tak poklesl o 2,3 % oproti minulému čtvrtletí a o 6,3 % ve srovnání s prvním čtvrtletím roku 2012. Počet nezaměstnaných osob pak ve srovnání s předešlým čtvrtletím narostl o 4,6 % a dokonce o 21 % ve srovnání s prvním čtvrtletí roku 2012. Celková míra nezaměstnanosti žen dosahovala 31 %, zatímco celková míra nezaměstnanosti mužů dosáhla 24,7 % (EL.STAT, www.statistics.gr).

Ve věkové skupině 15 až 24 let dosáhla v prvním čtvrtletí míra nezaměstnanosti 60 % oproti 52,7 % v prvním čtvrtletí roku 2012. Ve věkové skupině 25 až 29 let byla ve stejném čtvrtletí míra nezaměstnanosti 41,2 % oproti 35,7 % v prvním čtvrtletí roku 2012. Nezaměstnanost je vysoká především mezi lidmi s pouze základním vzděláním (42,9 %) a mezi středoškolsky vzdělanými lidmi (33,4 %). Nezaměstnanost u dlouhodobě nezaměstnaných, to znamená u lidí, kteří hledají práci a nepracují při tom už déle než rok, dosahovala v tomto čtvrtletí 65,6 % (EL.STAT, www.statistics.gr).

Jestliže nezaměstnanost roste, vykazuje HDP spíše klesající tendenci. Za první čtvrtletí roku 2013 dosáhl HDP Řecka vyjádřený v tržních cenách 42,18 mld € ve srovnání s 45,46 mld € v prvním čtvrtletí roku 2012 a oproti 54,71 mld € v posledním čtvrtletí roku 2010 (EL.STAT, www.statistics.gr).

Míra inflace se udává pomocí cenových indexů. Řecký statistický úřad (EL.STAT, www.statistics.gr) udává, že index spotřebitelských cen CPI v lednu 2013 vzrostl o 0,2 % v porovnání s lednem 2012. Roční tempo růstu indexu CPI bylo v lednu 2012 2,3 %. V porovnání s předešlým měsícem pak index CPI klesl o 1,4 %. Za dvanáct měsíců od února 2012 do ledna 2013 dosáhlo v porovnání s obdobím od února 2011 do ledna 2012 průměrné roční tempo růstu indexu CPI hodnoty 1,3 %. V předešlém roce (za období od února 2011 do ledna 2012) bylo průměrné roční

tempo růstu indexu CPI 3,1 %. Tabulka 2. ukazuje míru inflace pro Řecko, vyjádřenou pomocí harmonizovaného indexu spotřebitelských cen HICP.

Tabulka 2 Míra inflace HICP pro Řecko (průměrné roční tempo růstu, v %)

Rok	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
HIPC	3,0	3,5	3,3	3,0	4,2	1,3	4,7	3,1	1,0

Zdroj: Eurostat

Úroková míra pro Řecko podle ECB klesla během dubna 2013 z 0,8 % na 0,5 %. Protože je Řecko zemí Evropské unie, která přijala společnou měnu euro, je úroková míra pro Řecko určována evropskou centrální bankou ECB. Jedná se o úrokovou míru, za kterou ECB poskytuje půjčky komerčním bankám spadajícím pod její jurisdikci. Nastavením hodnoty úrokové míry může ECB ovlivňovat výši úrokové míry používanou komerčními bankami nebo hladinu inflace v dané zemi. Snížení úrokové míry by mělo mít za následek oživení obchodních aktivit a zvýšení inflace. Průměrná hodnota úrokové míry pro Řecko mezi lety 1998 a 2013 je 2,56 %. Nejvyšší hodnoty dosáhla úroková míra v květnu 2001 a to 4,75 %, historicky nejnižší hodnota úrokové míry 0,5 % byla zaznamenána v květnu 2013.

Veřejný dluh Řecka dosáhl v prvním čtvrtletí roku 2013 hodnoty 160,5 % HDP, z toho podíl jednotlivých složek byl následující: oběživo a vklady 0,4 % HDP, cenné papíry jiné než akcie (mimo finančních derivátů) 46,8 % HDP a na vládní půjčky 113,3 % HDP. V prvním čtvrtletí roku 2012 dosáhl veřejný dluh hodnoty 136,5 % HDP. Nejvyšší hodnota byla zjištěna v posledním čtvrtletí roku 2011 a to 170,3 % HDP (Eurostat). Podle ČSÚ je veřejný dluh v Maastrichtské smlouvě definován jako celkový konsolidovaný dluh sektoru vládních institucí, kam patří ústřední vládní instituce, národní vládní instituce, místní vládní instituce a fondy sociálního zabezpečení (definice uvedeny v nařízení Rady 479/2009 a ve znění nařízení Rady 679/2010). Tabulka 3. ukazuje čtvrtletní vývoj řeckého veřejného dluhu od prvního čtvrtletí roku 2011 do současnosti.

Tabulka 3 Celkový dluh státního sektoru Řecka (čtvrtletní údaje, v % HDP)

Období	1.Q 2011	2.Q 2011	3.Q 2011	4.Q 2011	1.Q 2012	2.Q 2012	3.Q 2012	4.Q 2012	1.Q 2013
% HDP	156,5	159,0	163,7	170,3	136,5	149,2	151,9	156,9	160,5

Zdroj: Eurostat

Řecký vládní deficit dosáhl za rok 2012 hodnoty 19,4 mld €, což představuje 10 % HDP Řecka, z toho deficit ústředních vládních institucí činil 17,77 mld € a deficit fondů sociálního zabezpečení činil 2,23 mld €. Místní vládní instituce hospodařily v roce 2012 naopak s přebytkem 647 mil €. Hrubý konsolidovaný státní dluh Řecka byl ke konci roku 2012 303,9 mld €, tedy 156,9 % HDP, z toho 774 mil € připadá na oběživo a vklady, 93,61 mld € na cenné papíry jiné než akcie (mimo finančních derivátů), státní půjčky pak představovaly 209,53 mld € (z toho krátkodobé 2,21 mld € a dlouhodobé 207,32 mld €). V tomto roce činily příjmy řeckého vládního sektoru 86,66 mld €, což představuje 44,7 % HDP, výdaje oproti tomu činily 106,08 mld € - to odpovídá 54,8 % HDP, výdaje vládního sektoru na tvorbu hrubého fixního kapitálu činily 3,5 mld €, výdaje na konsolidované úroky podle metodiky ESA95 pak pohltily 9,72 mld € (EL.STAT, www.statistics.gr).

3.4 Vznik a chronologický průběh řecké dluhové krize

Prameny se shodují, že řecká dluhová krize, která přitáhla celosvětovou pozornost, vypukla na podzim roku 2009. Nová vláda premiéra Georga Papandreoua a jeho socialistické strany PASOK, která byla zvolena 4. října 2009, rychle odhalila nesrovnalosti ve státním rozpočtu. Už 18. října 2009 byl ministerský předseda Papandreou nucen oznámit téměř zdvojnásobení odhadu vládního rozpočtového deficitu pro rok 2009 a to z původních 6,7 % HDP (jak o tom ujišťovala předchozí vláda premiéra Kostase Karamanlise a jeho strany Nová Demokracie ještě v září 2009) na 12,7 % HDP, což vedlo k podkopání důvěry v oficiální řecké autority a řeckou vládu a brzy poté došlo ke snížení ratingu řeckých vládních dluhopisů třemi největšími ratingovými agenturami (G.P.Kouretas, P.Vlamis 2010, K.Featherstone, 2011, P.Belkin, R.M.Nelson, D.E.Mix, 2011, J.Dreger, 2012, W.R.Cline, 2013, J.Zettelmeyer, Ch.Trebesch, M.Gulati, 2013).

Nový ministr financí George Papakonstantinou učinil po dvou týdnech ve funkci další dramatické prohlášení, když 20. října 2009 oznámil více než ztrojnásobení úrovně řeckého státního dluhu pro rok 2009 z původní vládou nahlášených 3,6 % HDP na 12,8 % HDP. Tento údaj byl později po dalších propočtech (22. dubna 2010) ještě zvýšen na 13,6 % HDP. Guvernér řecké centrální banky Bank of Greece (National Bank of Greece je komerční banka) George Provopoulos několik dní po volbách veřejně prohlásil, že deficit pro rok 2009 dosahuje 10 % HDP a dále poroste. Následkem toho všeho došlo k dalšímu zvýšení nedůvěry v data poskytovaná oficiálními řeckými představiteli. Jako první na to zareagovala ratingová agentura Fitch, která už 8. prosince 2009 snížila Řecku úvěrový rating z A- na BBB+. Následně konkurenční ratingové agentury Standard&Poor (27. Dubna 2010) a Moody's také klasifikovaly řecké vládní dluhopisy jako „odpad“. Cena, za kterou si mohla řecká vláda půjčovat peníze, tak začala rychle neúnosně narůstat (K.Featherstone, 2011).

Dlouhotrvající snahy řecké vlády maskovat za pomoci rozličných finančních instrumentů skutečnou výši státního dluhu a podávání falešných statistik a protichůdných prohlášení se také velkou měrou podílely na podlomení důvěry investorů. Výnosy desetiletých řeckých vládních dluhopisů se před krizí pohybovaly 10 až 40 bazických bodů nad výnosy dluhopisů německých. Toto rozpětí během krize narůstalo, až v lednu roku 2010 dosáhlo do té doby historického maxima 400 bazických bodů. Toto velké rozpětí taktéž indikuje klesající důvěru investorů v řeckou ekonomiku (P.Belkin, R.M.Nelson, D.E.Mix, 2011).

V desetiletí předcházejícím řecké dluhové krizi byla důvěryhodnost řeckých dat centrem zájmu finančních trhů a institucí EU. Po více než celou dekádu byl řecký deficit horší než hodnoty oznamované orgánům EU. Předcházející ministr financí George Alogoskoufis nechal v roce 2004, kdy Nová Demokracie vyhrála volby, provést audit, který odhalil přečeňování řecké fiskální situace - ve skutečnosti země neplnila Maastrichtské kritérium deficitu nepřesahujícího 3 % HDP. Eurostat, který byl nucen mezi lety 2005 a 2009 pětkrát ověřovat přesnost dat poskytnutých Řeckem 12. ledna 2010 oznámil, že se nelze spoléhat na řecká data. Dokonce i nový premiér Papandreou označil Řecký národní statistický úřad za „vtip“. Vláda tak byla

nucena akceptovat plnou nezávislost statistického úřadu (22. Července 2010), což bylo jednou z podmínek finanční pomoci Řecku v roce 2010 (K.Featherstone, 2011).

Během krize vyšlo také na světlo, že řecká vláda (za podpory prominentních finančních institucí, například banky Goldman Sachs) používala komplexní finanční nástroje, aby zakryla skutečnou výši svého dluhu. Ukázalo se například, že vyměnila budoucí příjmy ze svých dálnic, letišť a loterií za předem zaplacené částky v hotovosti od investorů. Je také známo, že si řecká vláda půjčila miliardové částky pomocí obchodování s měnami za výhodných směnných kurzů. Protože jsou však tyto operace technicky považovány za tzv. „měnové swapy“ a ne půjčky, nemuselo o nich Řecko podle účetních pravidel EU informovat orgány EU (P.Belkin, R.M.Nelson, D.E.Mix, 2011).

Od uvedení do úřadu v říjnu 2009 představila vláda premiéra Papandreoua tři samostatné balíčky fiskálních škrťů s cílem stlačit řecký rozpočtový deficit z 12,7 % HDP v roce 2009 na méně než 3 % HDP v roce 2010. Celkový objem těchto škrťů je odhadován na 16 mld € (6,4 % HDP). Dlouhodobé cíle snižování rozpočtových deficitů byly kodifikovány v Programu stability a růstu, který země předložila Evropské komisi 15. ledna 2010 a který byl Evropskou komisí schválen 3. února 2010, následovala zpráva o zavádění tohoto programu, předložená Evropské komisi v březnu 2010 (P.Belkin, R.M.Nelson, D.E.Mix, 2011). Řecká vláda představila EU celkem tři různé verze Programu stability a růstu. V květnu 2010 pak dosáhla hodnota rozpočtových škrťů úrovně 8,6 % HDP (K.Featherstone, 2011).

První úsporný balíček navržený vládou schválil řecký parlament 3. března 2010. Den poté byl tento úsporný plán oznámen řeckou vládou. Škrty v něm obsažené zahrnovaly mimo jiné zvýšení daně z přidané hodnoty z 19 % na 21 %, zvýšení spotřebních daní na pohonné hmoty, tabák, alkohol a luxusní zboží a jednorázové navýšení daně z příjmu nad 100000 € o 1 %. Na výdajové stránce došlo pak k těmto opatřením: zastavení přijímání zaměstnanců do přebujelé veřejné správy, snížení přídavků k platům zaměstnanců ve veřejném sektoru o 10 %, zmrazení státních penzí a 30 % snížení třináctých platů ve veřejném sektoru (P.Belkin, R.M.Nelson, D.E.Mix, 2011).

Na straně příjmů obsahoval Program stability a růstu navržený řeckou vládou a schválený parlamentem tyto komponenty: omezení daňových úniků a zlepšení výběru daní (předpokládaná úspora 1,2 mld €, 0,5 % HDP), omezení sociálních příspěvků (předpokládaný výnos také 1,2 mld €, 0,5 % HDP), uvalení speciální daně na prosperující podniky (0,87 mld €, 0,4 % HDP), zlepšení příjmu dotací EU na programy veřejných investic (1,4 mld €, 0,6 % HDP) a zvýšení některých nepřímých daní. Na straně výdajů pak 10 % seškrtnání vládních výdajů na přídatky k platům zaměstnanců veřejného sektoru (předpokládaná úspora 0,65 mld €, 0,3 % HDP), zastavení přijímání nových zaměstnanců do veřejného sektoru pro rok 2010 (úspora 0,15 mld €, 0,1 % HDP), zavedení poměru 5:1 mezi penzionovanými a nově přijímanými zaměstnanci veřejného sektoru od roku 2011, dále pak zrušení mnoha krátkodobých kontraktů uzavřených ve veřejném sektoru s cílem seškrtnat výdaje jednotlivých ministerstev o 10 % (předpokládaná úspora 0,12 mld €, součástí bylo zrušení částečných pracovních úvazků 7 - 8 tisíc učitelů), snížení rozpočtových výdajů na sociální příspěvky a penzijní fondy o 10 % (úspora 0,54 mld €, 0,2 % HDP) a další velké škrty ve vládních výdajích na veřejné služby (G.P.Kouretas, P.Vlamiš, 2010). Program stability a růstu dále obsahoval následující dlouhodobé cíle na snížení rozpočtového deficitu: 8,7 % HDP v roce 2010, 5,6 % HDP v roce 2011, 2,8 % HDP v roce 2012 a 2 % HDP v roce 2013. Celkový objem škrtnů je odhadován na 16 mld €, což představuje 6,4 % HDP (P.Belkin, R.M.Nelson, D.E.Mix, 2011).

I přes vážnost a naléhavost situace byla v prvních měsících roku 2010 reakce vlád zemí eurozóny a Evropské centrální banky (ECB) zoufale pomalá a nedostatečná a vyznačovala se nedostatkem solidarity. První reakcí Ecofinu (Rady pro hospodářské a finanční věci, orgánu Rady Evropské unie) bylo, že Řecko si musí poradit samo. Rada Ecofin po Řecku požadovala (článek 126(9)) snížení deficitu tak, aby „došlo k odstranění rizika ohrožení správného fungování Evropské měnové unie“ (Rada Evropské unie, 2010). K volání po záchranném plánu pak rada zaujala pozici „mrtvého brouka“. V EU se ozývaly hlasy, že Řecko by mělo zdvojnásobit oznámené škrty, nebo prodat některé ostrovy nebo dokonce Akropolis. Evropská komise 9. března 2010 oznámila, že Řecko dodržuje požadavky Rady, bylo však už jasné, že Řecko ztratilo svou pozici na finančních trzích (K.Featherstone, 2011).

Zatímco nutili Řecko přijmout drastická úsporná opatření, uklidňovali vůdci EU kapitálové a finanční trhy tím, že solventnost Řecka je zaručena jeho členstvím v eurozóně, aniž by však předložili jakékoliv podrobnosti nějakého případného záchranného plánu. Prezident Evropské rady Herman van Rompuy prohlásil 11. února 2010, krátce po setkání 27 prezidentů a předsedů vlád členských zemí EU, že „členské země eurozóny zaujmou rozhodný a koordinovaný postoj v případě potřeby zachovat stabilitu eurozóny jako celku.“ O měsíc později, 15. března 2010, dosáhli ministři financí eurozóny shody na základních parametrech případné pomoci poskytnuté EU. Dohodli se, že by mělo jít o „koordinovanou bilaterální pomoc“ jednotlivých členských zemí Řecku, a to v podobě přímých půjček nebo záruk za úvěry. Tím vyvstaly otázky, jestli by taková případná pomoc EU Řecku nebyla v rozporu Maastrichtskou úmluvou, zejména pak s takzvanou „no bail-out“ klauzulí, která zakazuje vzájemnou finanční pomoc zemí EU. Proti tomu byla vnesena námitka, že se tato klauzule nevztahuje na dobrovolnou vzájemnou pomoc jednoho státu druhému, a že naopak jiný článek evropské smlouvy povoluje finanční pomoc členskému státu ve „výjimečných případech“ (P.Belkin, R.M.Nelson, D.E.Mix, 2011). Tato klauzule, konkrétně článek 103a Maastrichtské smlouvy říká, že „nastanou-li členskému státu z důvodu mimořádných událostí, které nemůže ovlivnit, obtíže, nebo je-li z téhož důvodu ohrožen závažnými obtížemi, může Rada na návrh Komise jednomyslným rozhodnutím poskytnout dotyčnému členskému státu za určitých podmínek finanční pomoc Společenství.“ Tyto otázky ohledně legálnosti takové pomoci kladlo, částečně z politických důvodů, hlavně Německo.

Tato názorová nejednotnost členských zemí EU přiměla trhy domnívat se, že státy EU již nadále neposkytují pevnou záruku za řecký dluh. Vyskytly se také nejasnosti ohledně toho, zda má ECB nadále přijímat či odmítat řecké vládní dluhopisy, kterým byl snížen rating. Tyto nejasnosti následně způsobily problémy těm finančním institucím, které byly vlastníky těchto dluhopisů. Prezident ECB Jean-Claude Trichet pak 11. února 2010 prohlásil, že ECB bude nadále přijímat řecké vládní dluhopisy, bez ohledu na to, jaký je jejich rating (G.P.Kouretas, P.Vlamiis, 2010).

K dohodě vůdců Eurozóny nakonec došlo 25. března 2010 na setkání Evropské rady. Byla představena konkrétní dohoda, jak by měl fungovat záchranný plán: pokud se Řecko bude nacházet v situaci, kdy již nebude nadále schopné půjčovat si na komerčních trzích, poskytnou Řecku ostatní členské země Eurozóny bilaterální půjčky v tržních cenách a další podporu pak poskytne IMF. Bude však nutné, aby o tuto pomoc požádalo samotné Řecko, bude také podléhat jednomyslnému schválení všech členských států Eurozóny, a může být poskytnuta pouze tehdy, když všechny ostatní možnosti již budou vyčerpány. Následující den, 26. března 2010, poté co německá kancléřka Angela Merkelová pod tlakem souhlasila, byl představen tříletý záchranný balíček ve výši 110 mld €. Dvě třetiny této částky (80 mld €) poskytnou státy eurozóny, zbývající třetinou (30 mld €) přispěje IMF (G.P.Kouretas, P.Vlamis 2010, K.Featherstone, 2011, P.Belkin, R.M.Nelson, D.E.Mix, 2011, J.Dreger, 2012, W.R.Cline, 2013).

Již o necelý měsíc později, 23. dubna 2010, byl řecký premiér George Papandreou nucen pod tlakem finančních trhů požádat o aktivování tohoto záchranného balíčku. Vlády Německa a dalších členských států EMU byly postaveny před volbu zachránit buď Řecko, nebo svůj bankovní systém. Po další velmi riskantní pauze, souhlasili 2. května 2010 ministři financí zemí eurozóny s udělením půjčky ve výši 110 mld € Řecku za velice přísných podmínek. Na sumě 80 mld € poskytnutých EMU, se nejvyšší měrou podílelo Německo (27,9 %), následováno Francií (21 %) a Itálií s 18,4 %, zbývající část poskytly ostatní země EMU (K.Featherstone, 2011).

Kromě této půjčky (která byla poskytnuta s úrokovou sazbou nižší než tržní), obsahoval původně tento první záchranný balíček následující opatření na příjmové straně: navýšení daně z přidané hodnoty ve všech třech pásmech (z 4,5 % na 5 %, z 9 % na 10 % a z 19 % na 21 %), přičemž očekávaný příjem z tohoto zvýšení byl 1,3 mld € (0,55 % HDP), podstatné zvýšení daní na pohonné hmoty, tabák a alkohol doprovázené zvýšením ceny elektřiny, dále zvýšením majetkových daní, daní na luxusní zboží a daně z nemovitostí. Škrty na výdajové straně pak obsahovaly: další snížení mezd zaměstnanců ve veřejném sektoru, zmražení státních penzí, osekání výdajů na veřejný sektor o 5 % (úspora 500 mil €) a úspory ve výši 200 mil €

ve výdajích na vzdělávání. Záchraný balíček byl při své aktivaci 2. května 2010 doplněn o další úsporná opatření s cílem splnit podmínky stanovené Evropskou komisí a IMF. Opatření doplněná do záchraného plánu za účelem dalšího zvýšení daňových příjmů byla: další zvýšení hlavního pásma daně z přidané hodnoty o 2 % z 21 % na 23 %, zvýšení dalších dvou sazeb daně z přidané hodnoty (z 5 % na 5,5 % a z 10 % na 11 %). Od tohoto navýšení daně z přidané hodnoty očekávala řecká vláda vytvoření dalších dodatečných příjmů 800 mil € (0,3 % HDP) v roce 2010 a 1 mld € (0,4 % HDP) v roce 2011, což bylo spojeno s přijetím opatření k rozšíření základu daně z přidané hodnoty. Došlo také k dalšímu zvýšení spotřebních daní na pohonné hmoty, tabákové výrobky a alkoholické nápoje s cílem dosáhnout dalších dodatečných příjmů 450 mil € (0,2 % HDP) v roce 2010 a 600 mil € (0,3 % HDP) v roce 2011. Dále došlo k uvalení nových daní na luxusní zboží a firemní zisky a byla představena tzv. „zelená“ daň. Opatření přijatá ke snížení výdajů byla opět velmi drastická: zrušení 13. a 14. platů těm státním úředníkům, jejichž hrubá mzda přesahuje 3000 € měsíčně, seškrtnání Rozpočtu veřejných investic (PIB) o 500 mil € (0,2 % HDP), tříleté zmrazení mezd a penzí, a další škrty ve vládních provozních výdajích (G.P.Kouretas, P.Vlamiš 2010).

Ministr financí Papakonstantinou pronesl 6. května 2010 v řeckém parlamentu tato slova: „Za méně než dva týdny budou dluhopisy za 9 mld € splatné a tyto peníze ve státní pokladně nejsou... Zatímco tu mluvíme, země si nemůže půjčit tyto peníze na cizích trzích a jediný způsob jak se vyhnout bankrotu a splácení je získat tyto peníze od našich evropských partnerů a IMF.“ Ministr tak dal parlamentu najevo, že nebylo pro Řecko jiné cesty, než přijmout záchraný balíček se všemi jeho tvrdými podmínkami. Směrem do zahraničí pak vyslal signál, že bez poskytnutí záchrané půjčky by došlo k ohrožení evropského systému kolapsem. V té době dosahoval rozdíl mezi výnosy z řeckých a německých dluhopisů již masivních 760 bazických bodů. Trhy a analytici se vážně zabývali otázkou, jestli bude Řecko nuceno restrukturalizovat nebo splatit svůj dluh, a pokud ano, tak kdy. Investoři pak již předpokládali, že budou nuceni odepsat 20 % nebo i více ze svých investic. Očekávalo se, že kolem roku 2012 si bude Řecko muset půjčovat již jen na splácení úroků, které by měly v té době dosáhnout 17 mld € ročně. Agentura Standard & Poor předpovídala, že řecký dluh dosáhne v roce 2015 144 % HDP a že hrozí reálné

nebezpečí, že v roce 2016 dosáhne tato hodnota 165 – 189 % HDP (K.Featherstone, 2011).

Vlády šestnácti členských států eurozóny odsouhlasily 9. a 10. května 2010 vznik evropského stabilizačního fondu pod zkratkou ESFS, jako speciálního a dočasného nástroje, určeného k ochraně finanční stability eurozóny poskytováním finanční pomoci těm členským státům, které se ocitnou ve finančních potížích. Fond byl založen v červnu 2010 jako společnost podléhající lucemburskému právu a začal fungovat jako mezivládní subjekt pod vedením šestnácti členských států eurozóny a pod kontrolou Evropské komise a ECB od srpna 2010. ESFS může vydávat krátkodobé i dlouhodobé dluhopisy a jiné dluhové nástroje, jištěné částkou 440 mld €, poskytnutou členskými státy eurozóny. Poskytnutí půjčky od ESFS členským státům eurozóny podléhá přísným podmínkám dojednaným Evropskou komisí ve spolupráci s ECB a IMF a podléhá také schválení tzv. Eurogroup, což je skupina ministrů financí členských států eurozóny založená v roce 1997 a formálně uznaná Lisabonskou smlouvou v roce 2009 (F.Gianviti, A.O.Krueger, J.Pisani-Ferry et al., 2010, J.Zettelmeyer, Ch.Trebesch, M.Gulati, 2013).

Řecký parlament schválil 7. července 2010 penzijní reformu (D.Papadimitriou, 2011), jednu z klíčových podmínek pomoci od EMU a IMF. Došlo ke zvýšení zákonného věku odchodu do důchodu u žen z 60 let na 65 let, stejně jako je tomu u mužů. Velkorysý řecký penzijní systém byl už dlouho terčem kritiky. Vláda premiéra Papandreoua slíbila jak zreformovat penzijní systém, tak zamezit velkým finančním únikům v systému příspěvků na sociální zabezpečení. Především penzijní reforma z roku 2008 uzákonila snížení počtu penzijních fondů ze 133 na 13 (pět hlavních a osm menších doplňkových), v roce 2010 nebyly však tyto reformy ještě plně implementovány. Vláda se dále zavázala dokončit regulaci veřejného sektoru a reformovat neefektivní řecké zdravotnictví. Premiér Papandreou také oznámil záměr restrukturalizovat přebujelý systém veřejné administrativy, pod čímž se rozumí redukce lokálních stupňů administrativy z pěti na tři, snížení počtu územně samosprávných celků z 1034 na 370 a redukce lokálních veřejných subjektů tvořených místními orgány z 6000 na 2000 (P.Belkin, R.M.Nelson, D.E.Mix, 2011).

Tato vládní omezení a škrty měly velký dopad v sociální oblasti a představovaly velké politické riziko. Místa a platy ve státní správě byly sníženy, stejně tak jako důchody. Vláda také oznámila záměr liberalizovat více než 70 různých profesí profitujících z tradičního zkosnatělého systému státních předpisů, který ve své podstatě působil proti systému volné soutěže. Tato opatření musela čelit existujícím zájmům a zakořeněným postojům. V červenci 2010 ochromila Řecko stávka řidičů kamionové dopravy, jejichž cílem bylo zabránit reformě systému, ve kterém nedošlo k udělení nových licencí již od roku 1986. Došlo také například k tomu, že námořní odbory PNO obsadily a zablokovaly nákladní přístavy na protest proti plánu umožnit jejich používání i turistickým výletním lodím. Řecké odborové svazy byly v bojovné náladě už dávno před vypuknutím této dluhové krize a například odbory působící ve veřejném sektoru vyhlásily do července 2010 celkem šest generálních stávek. Tyto nepokoje, doprovázené dokonce několika menšími teroristickými bombovými útoky nastolily otázku, bude-li nějaká řecká vláda vůbec schopná prosadit drastická úsporná opatření, která jsou podmínkou poskytnutí finanční pomoci (K.Featherstone, 2011).

V listopadu 2010 přišli EU, ECB a IMF (dohromady jsou tyto instituce označovány jako „Troika“) s požadavkem dalších reforem poté, co Eurostat oznámil, že skutečný roční deficit Řecka za rok 2009 dosáhl hodnoty 15,4 % HDP. Audit také prokázal, že se nepodařilo splnit stanovené cíle na straně příjmů. V lednu 2011 tak byla přijata další úsporná opatření navazující na předchozí dva reformní balíčky. Došlo k dalšímu osekání mezd a příspěvků ve veřejném sektoru a jejich zmrazení do roku 2014 (D.Papadimitriou, 2011).

Následkem přijatých úsporných opatření upadlo Řecko do hluboké recese. Řecká ekonomika poklesla o 3,5 % v roce 2010 a o 7,1 % v roce 2011, zatímco dluhová kvóta dále rostla. Ekonomická recese přetrvávala v Řecku i roce 2011. Průmyslová výroba poklesla o 12,4 % oproti roku 2010 a více než 110000 řeckých podniků zbankrotovalo. Míra nezaměstnanosti narostla na 21 % v prosinci 2011 a na více než 25,1 % červenci 2012 (J.Dreger, 2012).

Evropská komise oznámila 23. dubna 2011, že řecký rozpočtový deficit se opět zhoršil oproti očekávání a dosáhl hodnoty 13,6 % HDP. Nastala druhá vlna řecké dluhové krize (The Guardian, 2012).

V létě 2011 byl Řecku ratingovými agenturami opět snížen rating, nejprve 13. června 2011 snížila agentura Standard & Poor Řecku rating z B na CCC, což byl do té doby historicky nejnižší rating (The Guardian, 2012). Následovala agentura Fitch, která 13. července 2011 snížila řecký rating z B+ na CCC (Fitch, 2012).

Řecký parlament schválil 29. července 2011 další úsporný plán ve výši 28 mld €. Úsporný balíček obsahoval další výdajové škrty a zvýšení daní a jeho schválení doprovázely masivní dvoudenní násilné protesty. Přijetí těchto úsporných opatření však bylo jednou z podmínek EU pro další případnou pomoc (The Telegraph, 2011).

Joanna Dreger (2012) uvádí, že v červenci 2011 už bylo jasné, že první záchranný program selhal a Řecku se nijak nepodařilo přiblížit opětovnému vstupu na dluhopisové trhy.

Na zvláštním summitu EU, který se konal 21. července 2011, proběhly rozhovory o způsobu zapojení soukromého sektoru do řešení řecké dluhové krize (tzv. PSI). Ihned po tomto summitu vydaly vlády členských států eurozóny společně s Mezinárodním finančním institutem IIF (který zastupuje velké banky a jiné investory vlastníci řecké dluhopisy) prohlášení, obsahující nový návrh financování řeckého dluhu, za účasti jak oficiálního, tak soukromého sektoru. EU a IMF přislíbili finanční pomoc ve výši 109 mld €, skládající se z dosud nevyčerpané částky 45 mld € z prvního balíčku z května 2010 a další nové finanční pomoci ve výši 64 mld €. Tato částka měla být poskytnuta prostřednictvím půjček od ESFS s prodlouženou splatností na 15 až 30 let a s nižší úrokovou sazbou než dosud. Také bylo přislíbeno prodloužení splatnosti půjček dosud poskytnutých EU. Za soukromý sektor 39 finančních institucí (mezinárodních i řeckých) vyjádřilo vůli podílet se na dobrovolném programu výměny řeckého dluhu. Věřitelům bylo dáno na výběr z následujících možností: 30-ti leté dluhopisy bez snížení současné hodnoty, avšak s nižším výnosem (4 % v prvních pěti letech, 4,5 % v dalších pěti letech a 5 %

ve zbývající období), 30-ti leté dluhopisy s 20 % snížením současné hodnoty, avšak s vyšším výnosem (6 %, 6,5 % a 6,8 %) a 15-ti leté dluhopisy s 20 % snížením současné hodnoty a výnosem 5,9 %. Čtvrtá volba spočívala v možnosti obdržet dluhopisy ne hned, ale namísto výplaty hotovosti v době, kdy skončí doba splatnosti dluhopisů v držení věřitele. Tato nabídka financování však nebyla nikdy uskutečněna vzhledem k prohlubující se řecké recesi a obtížím provázejícím dohodu EU a IMF s řeckou vládou na strukturálních reformách (J.Zettelmeyer, Ch.Trebesch, M.Gulati, 2013).

V říjnu 2011 vyústil další summit EU v prohlášení, vyzývající řeckou vládu, soukromé investory a další zúčastněné strany k účasti na dobrovolné výměně dluhopisů. To vedlo k dalšímu kolu rozhovorů mezi oficiálním a soukromým sektorem, jejichž výsledkem byla dluhopisová výměna v březnu a dubnu 2012. Na tomto summitu byl také schválen další záchranný plán za účasti EU a IMF, který požadoval do soukromých věřitelů odepsání 50 % jejich pohledávek a povolil další finanční pomoc ve výši 130 mld € (J.Dreger, 2012, J.Zettelmeyer, Ch.Trebesch, M.Gulati, 2013).

Řecký premiér Papandreou ohromil 31. října 2011 trhy a evropské politiky požadavkem na referendum k tomuto záchrannému plánu schválenému jen o několik dní dříve. Politická krize v zemi dovedla 5. listopadu 2011 dvě hlavní politické strany v Řecku k vytvoření tzv. vlády národní jednoty, která ale brzy zkolabovala. O několik dní později potvrdil premiér Papandreou v televizním rozhovoru svou rezignaci a ohlásil, že novým premiérem se stává Lucas Papademos, bývalý prezident řecké centrální banky. Nová vláda premiéra Papademose pak dostala důvěru parlamentu na hlasování 16. listopadu 2011. Po dlouhých vyjednáváních mezi řeckou vládou, EU a IMF byla 9. února 2012 přijata nová dohoda o vládních úsporných opatřeních jako podmínka pro poskytnutí nových záchranných úvěrů. Dohodnuté škrty obsahovaly 22 % snížení minimální mzdy, 15 % snížení penzí a zrušení 15000 pracovních míst ve veřejném sektoru (The Guardian, 2012, J.Dreger, 2012).

V únoru 2012 přijal řecký parlament nový zákon, tzv. „Greek bondholder act“, který dovolil Řecku měnit platební podmínky řeckých vládních dluhopisů.

Tento zákon tedy umožnil restrukturalizaci té části dluhu, která byla vedena v řeckých vládních dluhopisech vydaných podle řeckého práva retrospektivním zavedením tzv. CAC klauzule, přičemž 94 % do té doby vydaných řeckých vládních dluhopisů tuto CAC klauzuli neobsahovalo (J.Zettelmeyer, Ch.Trebesch, M.Gulati, 2013).

Dohoda na druhém záchranném balíčku pro Řecko pod oficiálním názvem „Druhý ekonomický regulační program pro Řecko“ byla oznámena v tisku 21. února 2012. Balíček obsahoval mimo jiné záchrannou půjčku ve výši 130 mld €. O tři dny později pak byla soukromým věřitelům předložena nabídka na dluhovou restrukturalizaci. Na rozdíl od plánu z července 2011 byla věřitelům předložena pouze jedna „ber nebo nech ležet“ nabídka. Nové dluhopisy nabídnuté k výměně obsahovaly jak snížení současné hodnoty tak i nižší výnosy. Cílem druhého záchranného programu pak bylo postupné snížení řeckého dluhu až na úroveň 120,5 % HDP v roce 2020 a zajištění návratu Řecka na kapitálové trhy do roku 2015 (J.Dreger, 2012, J.Zettelmeyer, Ch.Trebesch, M.Gulati, 2013). Hlavní body programu byly následující: snížení dluhu vůči soukromému sektoru o 53,5 % (109,7 mld €) prostřednictvím PSI a výměny dluhopisů (zbývajících 46,5 % bylo strukturováno takto: 15 % zapláceno předem prostřednictvím ESFS a zbylých 31,5 % v nových řeckých vládních dluhopisech), zpětné snížení úrokových sazeb, vyplacení příjmů z řeckých vládních dluhopisů držených ECB členskými státy eurozóny, které je mohou (ale nemusí) přenechat Řecku a vyplacení částek odpovídajících výnosům z investic jejich národních centrálních bank Řecku členskými vládami eurozóny (J.Dreger, 2012). Program se netýkal dluhopisů držených ECB (42,7 mld €), národními centrálními bankami (13,5 mld €) a EIB (315 mil €). Ty byly vyměněny za nové série dluhopisů se stejnými podmínkami splácení a stejnou dobou splatnosti (J.Zettelmeyer, Ch.Trebesch, M.Gulati, 2013).

Řecká vláda oznámila 9. března výsledky výměny dluhopisů: 82,5 % dluhopisů z celkové výše 177,3 mld € dluhopisů vydaných podle řeckého práva byla vyměněna podle dohodnutých podmínek. Podíl vyměněných dluhopisů vydaných podle cizího práva v celkové výši 28 mld € byl nižší (asi 61 %). Na základě této úspěšné výměny a s pomocí financování prostřednictvím ESFS oznámila řecká

vláda, že bude pokračovat ve výměně řeckých vládních dluhopisů až do dubna 2012. Na konci tohoto procesu, 26. dubna 2012, dosáhlo Řecko výměny dluhopisů v celkové výši 199,2 mld €. Věřitelům bylo vyplaceno 29,7 mld € v krátkodobých „cash-like“ ESFS dluhopisech a byly vydány nové dlouhodobé vládní dluhopisy ve výši 62,4 mld €. Došlo tak ke snížení hodnoty řeckého dluhu o 107 mld €, což představuje 52 % dluhu v držení soukromého sektoru. Generální ředitel banky Commerzbank Martin Blessing k tomu poznamenal, že podíl velkých evropských bank na restrukturalizaci dluhu byl dobrovolný asi jako „přiznání za dob španělské inkvizice“ (J.Zettelmeyer, Ch.Trebesch, M.Gulati, 2013).

V květnu 2012 se v Řecku konaly parlamentní volby poznamenané strachem z řeckého vystoupení z eurozóny (tzv. Grexit) a historicky nejnižší důvěrou investorů. Volby konané 6. května a doprovázené nečekaným úspěchem extrémní levicové strany Syriza skončily nezdarem poté, co se nepodařilo vytvořit koaliční vládu, a musely být opakovány v polovině června. Nová vláda premiéra Antonise Samarase okamžitě požadovala prodloužení záchranného programu o dva roky a poskytnutí dalšího financování až do roku 2017, vzhledem ke zpožděným strukturálním reformám a hluboké recesi. Nová vláda byla pod přetrvávajícím tlakem veřejných protestů proti dalším škrtům a úsporným opatřením, která se nadále jevila jako nezbytná. Nejistota ohledně politické situace v Řecku a plnění fiskálních cílů a reforem vyústila v tříměsíční zmrazení finanční pomoci ve výši 31,5 mld € v srpnu 2012 (J.Dreger, 2012, J.Zettelmeyer, Ch.Trebesch, M.Gulati, 2013, W.R.Cline, 2013).

Dluhová služba byla i po restrukturalizaci dluhu v krátkém období i nadále překvapivě vysoká, zejména proto, že velká část dluhu v držení ECB a národních centrálních bank byla z restrukturalizace vyjmuta. Platby za tuto část dluhu tak představovaly pro řeckou vládu výdaje ve výši více než 10 mld € ročně. Kritický moment nastal 20. srpna 2012, kdy řecká vláda zaplatila ECB 3 mld € s pomocí tzv. Emergency Liquidity Assistance (ELA) mechanismu, který je také součástí ECB. V září 2012 tak už bylo jasné, že rozpočtový deficit opět překoná očekávání (J.Zettelmeyer, Ch.Trebesch, M.Gulati, 2013).

Na konci listopadu 2012 došlo k dohodě mezi ministry financí členských států eurozóny a IMF na další restrukturalizaci řeckého dluhu, tentokrát ze strany věřitelů oficiálního sektoru. Dohodnutý balíček obsahoval čtyři prvky: nižší úrokové sazby a prodloužení splatnosti půjček od GLF a ESFS (bez snížení současné hodnoty), navrácení výnosů z řeckých vládních dluhopisů nakoupených ECB zpět Řecku, finanční pomoc prostřednictvím ESFS na částečném zpětném odkupu nově vydaných řeckých dluhopisů a dohodu na „poskytování další pomoci a přijetí dalších opatření, včetně snižování úrokových sazeb tak, aby bylo dosaženo udržitelné úrovně řeckého dluhu, podmíněných dodržováním a plnou implementací všech podmínek obsažených v programu“. Úroková sazba bilaterálních půjček GLF byla snížena o 100 bazických bodů na 50 bazických bodů nad mezibankovními sazbami. Splátky úroků z druhé finanční pomoci poskytnuté ESFS byly odloženy na příští desetiletí. Finanční pomoc ve výši cca 10 mld € měla být použita ke zpětnému odkupu vládních dluhopisů ve výši 30 mld € (ve výši 33 centů za 1 € současné hodnoty) a cca 9 mld € z výnosů řeckých vládních dluhopisů mělo být vráceno Řecku. V polovině prosince 2012 tak řecká vláda zpětně odkoupila dluhopisy v současné hodnotě 31,9 mld € za 11,3 mld € (W.R.Cline, 2013, J.Zettelmeyer, Ch.Trebesch, M.Gulati, 2013).

Nejvíce kontroverzní částí tohoto listopadového balíčku (a jedinou, která se týkala soukromých věřitelů) byl zpětný odkup řeckých vládních dluhopisů vydaných jen o devět měsíců dříve. Odkup proběhl 12. prosince 2012 a díky němu došlo ke snížení současné hodnoty řeckého dluhu o 20,6 mld €. EU také odsouhlasila zvýšení původně dohodnuté finanční pomoci od ESFS ve výši 10 mld € na odkup dluhopisů na konečných 11,3 mld € (J.Zettelmeyer, Ch.Trebesch, M.Gulati, 2013).

V lednu 2013 vydal IMF zprávu o Řecku, ve které zdůraznil, že v budoucnu bude nutné další oddlužení a finanční pomoc Řecku od jeho evropských partnerů, což bude konkrétně vyžadovat 25 % odepsání půjček od ESFS a GLF a redukci dluhopisů v držení ECB ve stejné výši. Oficiální představitelé EU a zejména Německa, kde proběhly na podzim roku 2013 parlamentní volby, se ale obávají dalšího odpouštění řeckého dluhu. To je podle nich možné jen v delším časovém horizontu a podmiňují ho přísným dodržováním úsporných opatření a plněním reforem (W.R.Cline, 2013, J.Zettelmeyer, Ch.Trebesch, M.Gulati, 2013).

3.5 Příčiny dluhové krize a faktory, které ji ovlivňují

Řecko nyní prochází klasickou dluhovou krizí (K.Featherstone, 2011, P.Belkin, R.M.Nelson, D.E.Mix, 2011, G.P.Kouretas, P.Vlamis 2010). V roce 2007 zasáhla americký hypoteční trh krize, která v polovině roku 2008 přerostla v celosvětovou finanční krizi. Tato finanční krize vedla k výraznému nárůstu veřejného dluhu v mnoha rozvinutých ekonomikách. Existuje tak nepřímá souvislost mezi řeckou dluhovou krizí a americkou hypoteční krizí z roku 2007. Dramatický nárůst veřejného zadlužení je výsledkem úsilí americké vlády a evropských vlád snížit vysoký privátní dluh nahromaděný v letech předcházejících globální finanční krizi. Došlo tedy k transformaci americké finanční krize v dluhovou krizi eurozóny (G.P.Kouretas, P.Vlamis 2010). Globální finanční krize způsobila globální finanční recesi, která byla následována další vlnou krize - dluhovou krizí (P.Belkin, R.M.Nelson, D.E.Mix, 2011). Finanční krize a krize bankovního systému, které vypukly po pádu banky Lehman Brothers 14. září 2008, zastihla EU nepřipravenou a neschopnou adekvátně reagovat. Maastrichtská smlouva neobsahuje účinné nástroje pro řešení krizových situací. Schopnost EU vyrovnat se s krizí byla poznamenána nedostatkem schopnosti rychle reagovat, činit uvážlivá politická rozhodnutí a zavádět je do praxe. Tyto nedostatky se projeví i v reakci na případ řecké dluhové krize (K.Featherstone, 2011).

G.P.Kouretas a P.Vlamis (2010) uvádějí několik pozorování učiněných na základě analýzy čtvrtletních statistik eurozóny za období mezi lety 1999 a 2010 poskytovaných ECB. Je možno vyzorovat střídání období podstatného nárůstu soukromého zadlužení v eurozóně s obdobími jeho rychlého snižování. V obdobích ekonomického růstu dochází k podstatnému urychlení zvyšování soukromého zadlužení. Během celé periody narůstalo soukromé zadlužení ztelně rychleji než zadlužení veřejné. Během ekonomického boomu v letech 2005 až 2007 byl průměrný roční nárůst soukromého zadlužení v zemích Eurozóny přibližně 35 % HDP, naproti tomu v období ekonomické recese v letech 2008 a 2009 došlo ke zpomalení soukromého zadlužování a naopak k urychlení růstu veřejného dluhu. Na vrcholu finanční krize v říjnu 2008 bylo mnoho vlád nuceno sanovat problematické banky odkupem velké části jejich pohledávek, soukromý dluh se tak změnil ve veřejný.

Během desetiletí před vypuknutím globální finanční krize na podzim roku 2008 si řecká vláda masivně vypůjčovala na zahraničních trzích, aby byla schopná financovat rozpočtové deficitory a deficitory běžného účtu. Běžný účet je rozdíl mezi vývozem a dovozem, zvětšený o čistý příjem z plateb a čisté jednosměrné transfery. Z účetního pohledu se běžný účet rovná čistému přílivu cizího kapitálu. Cizím kapitálem jsou pak také deficitory běžného účtu financovány. Mezi lety 2001, kdy Řecko přijalo euro jako svou měnu, a rokem 2008 ohlašovala řecká vláda rozpočtové deficitory v průměrné roční výši 5 % HDP v porovnání s průměrem Eurozóny 2 % HDP. Deficity běžného účtu pak dosahovaly průměrné roční hodnoty 9 % HDP v porovnání s průměrem Eurozóny 1 % HDP. V roce 2009 přesáhl rozpočtový deficit 12 % HDP. Jako jedna z hlavních příčin vysokých rozpočtových deficitů a vysokých deficitů běžného účtu, jsou mezi jinými faktory uváděny hlavně vysoké výdaje řeckých vlád. Řecko financovalo oba tyto deficitory půjčkami na zahraničních kapitálových trzích a v roce 2009 dosáhl vnější dluh historicky rekordní výše 115 % HDP. Výše řeckého rozpočtového deficitu a úroveň vnějšího dluhu výrazně překročily hodnoty, které povolují pravidla EMU. Konkrétně Pakt stability a růstu požaduje, aby rozpočtový deficit nepřekročil hranici 3 % HDP a veřejný dluh hranici 60 % HDP. Například v roce 2011 20 ze 27 členských států EU překročilo hranici 3 % HDP u rozpočtového deficitu (P.Belkin, R.M.Nelson, D.E.Mix, 2011).

Od roku 1970, za vlády vojenské diktatury, která skončila v roce 1974, a během první demokraticky zvolené vlády premiéra Karamanlise, se ukazatel řecké dluhové kvóty pohyboval stabilně na úrovni kolem 25 % HDP a to prakticky až do vstupu země do EU 1. ledna 1981. Poté začal veřejný dluh narůstat. Během vlády premiéra Andreade Papandreoua (otce G.Papandreoua), která zavedla ekonomickou politiku založenou na zvyšování příjmů průměrných řeckých domácností financovanou rozsáhlými půjčkami na kapitálových trzích, narostla dluhová kvóta z 25 % HDP na 75 % HDP v roce 1990. Tyto půjčky sloužily k podpoře spotřeby ve snaze zvýšit životní úroveň domácností. Tento proces byl podpořen i přílivem kapitálu z EU, zejména ve formě zemědělských dotací a financování infrastruktury. Nárůst dluhové kvóty pokračoval i za vlády premiéra Mitsokatise mezi lety 1990 a 1993 a v roce 1992 překonala dluhová kvóta magickou hranici 100 % HDP. Poté se moci opět ujala vláda premiéra Papandreoua staršího a dluhová kvóta se pohybovala

kolem úrovně 110 % DPH. Během následující vlády premiéra Simitise došlo k postupnému snižování úrovně řeckého veřejného dluhu a kolem roku 2001, kdy Řecko přijalo euro, se hodnota dluhové kvóty stabilizovala kolem 100 % DPH. Dluhová kvóta se pak pohybovala kolem této hodnoty 100 % DPH po skoro celou dekádu během vlády premiéra Karamanlise mladšího, až do propuknutí dluhové krize v roce 2009, kdy se moci ujal kabinet premiéra G.Papandreoua mladšího. Právě neschopnost vlád přijmout odpovídající rozpočtová omezení byla hlavní příčinou toho, že se veřejný dluh stal v dlouhém období neudržitelným. Hlavní zdrojem této nestability je změna fiskální politiky, která nastala kolem roku 1980 a na které se podílely hlavně vnitřní faktory (G.P.Kouretas, P.Vlamiš 2010).

Závislost Řecka na vnějším financování rozpočtu a deficitu běžného účtu, neschopnost provádět potřebné ekonomické reformy a celková ekonomická slabost způsobily velkou citlivost řecké ekonomiky na důvěru investorů a zanechaly Řecko oslabené vůči působení globální finanční krize v letech 2008 a 2009 (K.Featherstone, 2011, P.Belkin, R.M.Nelson, D.E.Mix, 2011). Globální finanční krize, která vyvrcholila na podzim 2008, způsobila v mnoha státech, včetně několika zemí střední a východní Evropy, problémy s likviditou. Řecká vláda zpočátku vzdorovala finanční krizi poměrně dobře a byla stále schopná půjčovat si na mezinárodních finančních trzích. Prohlubující se hospodářská recese, jež byla důsledkem globální finanční krize, však působila silnými tlaky na mnoho národních rozpočtů, včetně toho řeckého. Pod tlakem hospodářské recese došlo ke zvýšení výdajů a naopak daňové příjmy zeslábly. Od podzimu roku 2009 pak byla důvěra investorů v řeckou ekonomiku vážně narušena (P.Belkin, R.M.Nelson, D.E.Mix, 2011).

Pod vlivem bankovní a finanční krize a hospodářské recese byly vlády nuceny přijmout expanzivní fiskální a monetární politiku a implementovat různé podpůrné a stabilizační programy s cílem podpořit agregátní poptávku a zajistit, aby se jejich ekonomiky nepropadly do ještě hlubší recese. Tyto zvýšené výdaje, stimulační programy a záchrany oslabených finančních institucí způsobily výrazné zvýšení zadlužení veřejného sektoru. Výsledná dluhová krize pak nastolila otázky ohledně budoucnosti eura jako společné měny zemí EMU a ohledně fungování EMU

jako celku s ohledem na společnou monetární politiku, ale rozdílné politiky fiskální (K.Featherstone, 2011).

Také P.Belkin, R.M.Nelson a D.E.Mix (2011) uvádějí, že eurozóna má společnou monetární politiku, avšak rozdílné politiky fiskální. G.P.Kouretas a P.Vlamiš (2010) také uvádějí jako jeden z problémů EMU, že monetární unie není spojena s unií politickou. Poznávají také, že je nutno si uvědomit, že společná evropská měnová unie je spíše projektem politickým, než ekonomickým. V současnosti podle nich neexistuje širší konsensus mezi členskými státy EU na vytvoření politické unie. Do projektu eura jako společné měny již však bylo investováno tolik politického kapitálu, že bude nutno vytvořit koherentní politickou unii a koordinovat jednotlivé národní ekonomické politiky. Významný řecký ekonom Loukas Tsoukalis (2010) k tomu říká: „...Máme centralizovanou monetární politiku, kterou provádí Evropská centrální banka. Ta z krize - nejen řecké, ale celosvětové - vyšla posílena. Když však mluvíme o ekonomické politice, o kapacitě vyrovnávat se s krizí, jsme extrémně slabí, protože v maastrichtské smlouvě pro tento případ nejsou žádné pořádné nástroje. Možná řecká krize a další, které budou následovat (protože Řecko není, pokud jde o deficit, rozhodně osamocené), budou fungovat jako katalyzátor pro silnější vládnutí v eurozóně. Vidíme diskuse o podmíněné pomoci, o vytvoření Evropského měnového fondu. To je jeden aspekt. Druhý je, že je čím dál víc evropských vůdců přesvědčeno, že potřebujeme přísnější regulaci některých aspektů mezinárodního finančního trhu.“ P.Belkin, R.M.Nelson a D.E.Mix (2011) také hovoří o nutnosti fiskální reformy EU, která umožní implementaci komplexních finančních nástrojů, určených k pomoci státům, které se nacházejí ve složité ekonomické situaci.

V současnosti dluhová krize v eurozóně stále pokračuje. Irsko jako druhá země po Řecku požádalo o finanční podporu EU a IMF. Rostoucí výnosy desetiletých vládních dluhopisů Španělska a Portugalska straší investory potenciálním domino-efektem, který by mohl v eurozóně nastat. Částečně lze toto zvyšování připsat na vrub spekulacím, ale kořeny problému tkví ve stavu veřejných financí těchto států, který se výrazně zhoršil v důsledku hospodářské recese. V období mezi lety 2007 a 2010 došlo ke zvýšení ukazatele dluhové kvóty napříč

všemi ekonomikami EMU: v Irsku o 62,3 %, v Řecku o 38,2 % a ve Španělsku o 36,3 %. Následky finanční krize a hospodářské recese se tak výrazně projevíly na stavu ekonomik jednotlivých zemí EMU, protože vlády byly nuceny stabilizovat své bankovní systémy velkými částkami peněz (G.P.Kouretas, P.Vlamiš 2010).

G.P.Kouretas a P.Vlamiš (2010) také uvádějí, že na vznik a průběh řecké dluhové krize měli rozhodující vliv tři klíčoví hráči. Prvním z nich je řecká vláda, na které podle nich leží největší část odpovědnosti. Slabý politický systém zapříčinil dlouhodobé a přetrvávající špatné řízení domácí ekonomiky a umožnil veřejnému dluhu dosáhnout mnohem vyšší úrovně, než ve zbytku eurozóny a to již v době kdy dluhová kvóta přesahovala hodnotu 100 % DPH. Druhým klíčovým hráčem jsou finanční trhy a ratingové agentury, kterým se nepovedlo předpovědět americkou hypoteční krizi z roku 2007. Toto selhání mělo za následek přehnanou reakci ratingových agentur ve snaze odhalit případnou dluhovou krizi. Řecko a další státy na periferii EMU, které dlouhodobě vykazovaly velké rozpočtové deficity, se tak staly snadným terčem pro tyto ratingové agentury. Ty snižovaly Řecku úvěrový rating, což vedlo k vyloučení Řecka z obchodování na mezinárodních dluhopisových trzích. Posledním klíčovým hráčem jsou vlády zemí eurozóny a ECB. Státy eurozóny v čele s Německem nedokázaly dát včas finančním trhům jasný signál, že existuje společná vůle rychle poskytnout nezbytnou politickou a finanční podporu jakémukoliv státu, který se ocitne ve finančních problémech. Tuto pomalou reakci lze částečně vysvětlit váháním nad legálností takové pomoci podle pravidel EU, hlavním důvodem je ale neexistující politická unie v EU. V EU tak zatím nedošlo k vytvoření federálního fiskálního rozpočtu, stejně tak jako k vytvoření mechanismu pro sdílení rizik mezi státy EU. Stejně tak ECB neposkytla jasný signál trhům, že bude nadále přijímat řecké vládní dluhopisy i v případě, že jim bude snížen rating pod hodnotu A-. Trhy pak nadále spekovaly s řeckými dluhopisy až do roku 2011, kdy ECB oznámila, že bude řecké dluhopisy nadále přijímat.

Autoři (K.Featherstone, 2011, P.Belkin, R.M.Nelson, D.E.Mix, 2011, G.P.Kouretas, P.Vlamiš 2010) se shodují na tom, že faktory ovlivňující řeckou dluhovou krizi, lze rozdělit na faktory vnitřní (domácí) a faktory vnější, o nichž bude pojednáno v následujících kapitolách.

3.5.1 Vnitřní faktory působící na řeckou dluhovou krizi

Řecký politický systém vykazuje určitá specifika, která se rozhodující měrou podílí na neschopnosti řecké vlády provádět potřebné strukturální reformy. K. Featherstone (2011) jmenuje hlavně zcela nedostatečnou vnitřní koordinaci vlády, nízkou efektivitu a neschopnost zajistit potřebné zdroje. Ačkoliv dává řecká ústava vládě značnou exekutivní moc, systém veřejné administrativy je jako celek slabý v prosazování jakýchkoliv rozhodnutí. Exekutiva je podřízena institutu ministerského předsedy, který má široké, téměř prezidentské pravomoci, avšak doplácí na nedostatečnou centralizaci zdrojů. Struktura vládního kabinetu je velmi rigidní a přenechává značnou nezávislost jednotlivým ministerstvům, takže jednotliví ministři mají ve svých resortech značné exekutivní pravomoci. Politický systém je tak charakterizován rozsáhlou byrokratickou mašinérií, právním formalismem, nízkou výkonností a nízkou technologickou vyspělostí a velkou mocí odborů. Tyto problémy s koordinací a nedostatečnou kontrolou se typicky projevují v procesu rozpočtového řízení. Například v roce 2009 obsahoval řecký rozpočet více než 14000 rozpočtových položek. Tyto položky představují jednotlivé skupiny výdajů v rámci veřejné administrativy. Velké množství těchto položek maskuje jednotlivé veřejné výdaje a prakticky znemožňuje tyto výdaje vystopovat a posoudit jejich efektivitu. Tento systém tak nejen vykazuje neschopnost účinné účetní kontroly, ale také ponechává značný prostor klientelismu a korupčním praktikám.

Na vzniku rozpočtových deficitů se velkou měrou podílí také nedostatečný výběr příjmů. Daňové úniky a rozsáhlá černá a šedá ekonomika představují potenciální zdroje příjmů, které mohou pomoci řecké vládě zlepšit svou fiskální pozici. Podíl černé a šedé ekonomiky na HDP Řecka se odhaduje na 25 % až 30 %. Za hlavní příčiny daňových úniků bývá považována vysoká úroveň zdanění, nadměrná regulace a celková neefektivnost veřejného sektoru. Premiér Papandreu, stejně jako jeho předchůdce Kostas Karamanlis, vyhlásil rázná opatření k zamezení daňovým únikům a zneužívání příspěvků na sociální zabezpečení, avšak předešlé řecké vlády měly v tomto směru přinejlepším pouze částečné úspěchy (P. Belkin, R.M. Nelson, D.E. Mix, 2011). Vedle nedostatečné kontroly veřejných výdajů jsou tedy rostoucí daňové úniky také velkým problémem. Evropská komise v roce 2006

odhadla, že se nepodařilo vybrat 30 % daňových příjmů, což představovalo v roce 2006 3,4 % HDP (K.Featherstone, 2011).

Dalším vnitřním problémem Řecka je velká zranitelnost systému vůči existující politické kultuře korupce a klientelismu. Politické postoje vyplývající z této korupční kultury výrazně omezují jakékoliv reformní iniciativy, zejména pak ty, které se týkají politicky citlivých otázek, jako jsou důchody, zdravotnictví a trh práce. Korupční skandály se nevyhýbají ani oběma největším politickým stranám PASOK a Nová demokracie, známé jsou například kauzy „Siemens“ nebo „Vatopedi“ (K.Featherstone, 2011). Vysokou úroveň korupce dokládá i to, že organizace Transparency International, která hodnotí úroveň korupce v jednotlivých zemích pomocí indexu CPI (Corruption Perceptions Index), ohodnotila Řecko hůře než jeho jihoevropské sousedy. V roce 2013 obsadilo Řecko například 80. pozici ze 177 hodnocených států.

Ve veřejném sektoru, ale i mimo něj, lze vyzorovat častou snahu zaměstnanců získat pravidelnou rentu (důchod) od státu. Řecký model korporativismu se vyznačuje asymetrickým organizačním zastoupením a nedostatkem vzájemné důvěry, dochází k častým konfliktům na pracovištích. Dvě hlavní odborové organizace zastupující veřejný sektor GSEE a ADEDY, prosazují hlavně zájmy relativně dobře chráněné základní skupiny dělníků. Síla odborových svazů v soukromém sektoru je relativně nízká, neboť trh je rozdělen mezi několik málo velkých firem a velké množství malých podniků a mikropodniků. Hlavní odborová organizace působící v soukromém sektoru SEV reprezentuje hlavně zájmy zaměstnanců několika málo velkých firem, zatímco odborový svaz reprezentující menší podniky GSEVEE je ve skutečnosti rozdrobenou koalicí. Řecký model kapitalismu a domácího trhu se tak vyznačuje velkou regulací působící proti volné soutěži, velkými překážkami ve vstupu na trh, relativně levnou pracovní silou a stabilní poptávkou. Schopnost státu regulovat veřejný i soukromý sektor nebo provádět liberální tržní reformy je značně limitovaná. Výdaje ve veřejném sektoru jsou velmi nepružné. Vláda čelí velkému odporu odborů proti všem škrtnům a úsporám. Pro vládu je politicky přijatelnější zvyšování daní než omezování vládních výdajů (K.Featherstone, 2011).

Řecký průmysl, který trpí klesající konkurenceschopností na mezinárodním poli, se vyznačuje hlavně relativně vysokými mzdami a nízkou produktivitou. Od přijetí eura v roce 2001 rostly řecké mzdy tempem 5 % ročně, což je dvojnásobek průměrného ročního tempa růstu mezd v eurozóně. Oproti tomu řecký export hlavním obchodním partnerům rostl ve stejném období tempem 3,8 % ročně, což je poloviční hodnota oproti těmto státům. Aby dosáhlo zvýšení mezinárodní konkurenceschopnosti a snížení deficitu běžného účtu, mělo by Řecko zvýšit produktivitu a úspory a znatelně snížit platy. Vláda premiéra Papandreoua začala se snižováním platů ve veřejném sektoru a snažila se investicemi v klíčových oblastech podpořit vývoz. Nejvýkonnějšími odvětvími řecké ekonomiky zůstávají turismus a lodní doprava (P.Belkin, R.M.Nelson, D.E.Mix, 2011).

Na nedostatečné reformní kapacitě se podílí také řecká politika zaměstnanosti, nepružnost pracovních zákonů a slabě rozvinutý systém sociálního zabezpečení. Po více než desetiletí si Řecko udržuje vysokou míru strukturální nezaměstnanosti, zejména pak mezi mladými lidmi. Nepružnost pracovního trhu je často nahrazována značně rozvinutou šedou a černou ekonomikou. Řecké státní zdravotnictví a systém státního bezplatného vzdělávání ostře kontrastují s faktem že Řecko má mezi zeměmi EU jedny z nejvyšších soukromých výdajů na zdravotnictví a vzdělávání. Výsledkem těchto paradoxů je především nízká schopnost Řecka provádět systémové reformy, jak dosvědčuje index BSGI, který hodnotí Řecko nejhůře ze všech členských států EU. Domácí politický systém se tedy vyznačuje tolerancí statismu, klientelismu a korupčních struktur nepřátelským k reformnímu úsilí (K.Featherstone, 2011).

3.5.2 Vnější faktory působící na řeckou dluhovou krizi

Přijetí eura jako národní měny přispělo k velkému zvýšení řeckého veřejného dluhu. Důvěryhodnost velkých evropských ekonomik jako jsou Německo a Francie a společná měnová politika prováděná ECB způsobily, že investoři začali pohlížet na ekonomiky dalších členských států EMU se zvýšenou důvěrou. Předpoklad stability, vyplývající ze členství v EMU, dovolil Řecku, podobně jako dalším státům eurozóny, půjčovat si za výhodnějších úrokových podmínek, než by bylo možné mimo EU. Tato výhoda na jedné straně umožnila snadnější financování rozpočtu a

řízení veřejného dluhu, na druhou stranu však přispěla k jeho celkovému navýšení. Přístup k levným úvěrům tak způsobil velké zvýšení veřejného dluhu. Následné zdražení těchto půjček pak uvrhlo Řecko do situace, ve které bylo nuceno přijmout drastické škrty a úsporná opatření, aby bylo schopno dostát svým závazkům (P.Belkin, R.M.Nelson, D.E.Mix, 2011).

Řecká ekonomika, trpící nedostatkem mezinárodní konkurenceschopnosti, vykazuje účetní deficit v komerční sféře a zahraničním obchodu. Nízkou úroveň mezinárodní konkurenceschopnosti dokládá index EDBI poskytovaný bankou IBRD, který řadí Řecko mimo 100 nejlepších zemí, hluboko pod ostatními státy EU. K tomu je nutno připočítat velmi nízkou úroveň přímých zahraničních investic do řecké ekonomiky od roku 1990 (K.Featherstone, 2011). G.P.Kouretas a P.Vlamis (2010) také připomínají, že i hlavní obchodní partneři na balkánském poloostrově byli s určitou prodlevou zasaženi následky globální finanční krize a následné hospodářské recese, dokonce s o něco horšími následky než řecká ekonomika charakteristická relativně malým výrobním sektorem a velkým podílem šedé a černé ekonomiky.

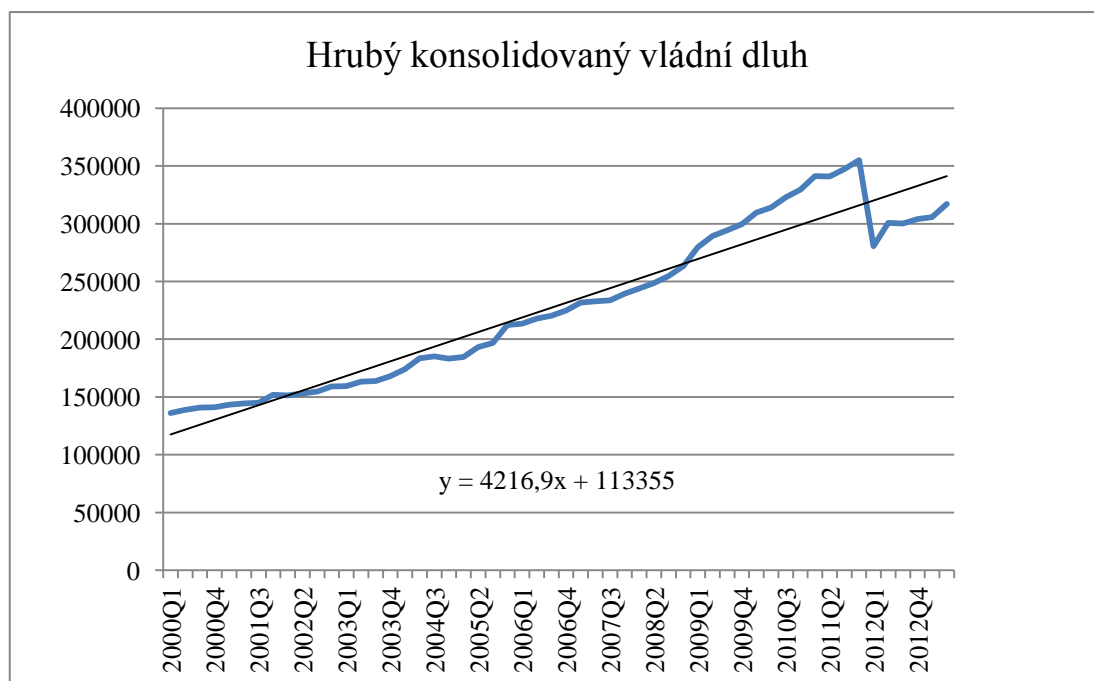
Důležitou roli sehrály také tři hlavní ratingové agentury: Standard & Poor, Fitch a Moody's (nejstarší, byla založena už v roce 1909). Tyto agentury mají velký vliv na změny mezinárodní ekonomiky a tato jejich role neustále roste. Zatímco v roce 1975 ohodnotily ratingové agentury pouze 600 nových dluhopisů, v roce 2000 již jen samotná agentura Moody's ohodnotila na 21200 nových dluhopisů. Tento trend je také doprovázen rostoucí internacionalizací ratingových agentur. Do roku 1990 neměly agentury Standard & Poor a Moody's žádného analytika mimo území Spojených států, v roce 1993 měla už každá z těchto agentur kolem 100 analytiků v Evropě, Japonsku a Austrálii. Rostoucí vliv ratingových agentur přinutil v roce 2010 americký kongres přijmout nové zákony s cílem ratingové agentury přísněji regulovat. Agenturám bylo kladeno za vinu, že přispěly ke vzniku americké hypoteční krize z roku 2007 a také neschopnost předpovídat ekonomické krize jako byla jihoamerická krize v osmdesátých letech, asijská krize v letech devadesátých, nebo pád Enronu v roce 2001 (K.Featherstone, 2011).

4 Analytická část

Tato část práce obsahuje statistickou analýzu čtvrtletních časových řad vybraných makroekonomických ukazatelů řecké ekonomiky, reprezentujících jak příčiny, tak dopady řecké dluhové krize. U všech časových řad byl vytvořen spojnicový graf a byla posouzena dynamika jejich vývoje. Dále byla provedena korelační analýza, u ukazatelů reprezentujících příčiny dluhové krize byl jako závislá proměnná určen ukazatel řeckého hrubého konsolidovaného vládního dluhu. Naopak při korelační analýze ukazatelů zastupujících dopady dluhové krize byly tyto ukazatele zkoumány jako závislé na ukazateli hrubého konsolidovaného vládního dluhu. Následně byla vyhodnocena citlivost změny závislých ukazatelů na změnu ukazatele nezávislého. Na závěr analytické části práce je popsána struktura řeckého veřejného dluhu.

4.1 Hrubý konsolidovaný vládní dluh Řecka

Graf 1 Hrubý konsolidovaný vládní dluh Řecka (čtvrtletně, v mil €)



Zdroj: Eurostat

Z grafu čtvrtletní časové řady řeckého hrubého konsolidovaného vládního dluhu je patrné, že vládní dluh od začátku tisíciletí lineárně narůstá. Jestliže v prvním sledovaném období na začátku roku 2000 dosahuje vládní dluh hodnoty 136 mld €, na konci roku 2005 přesahuje 200 mld € a na konci roku 2009, kdy začala řecká dluhová krize, už dosahuje hodnoty 300 mld € a dále stoupá.

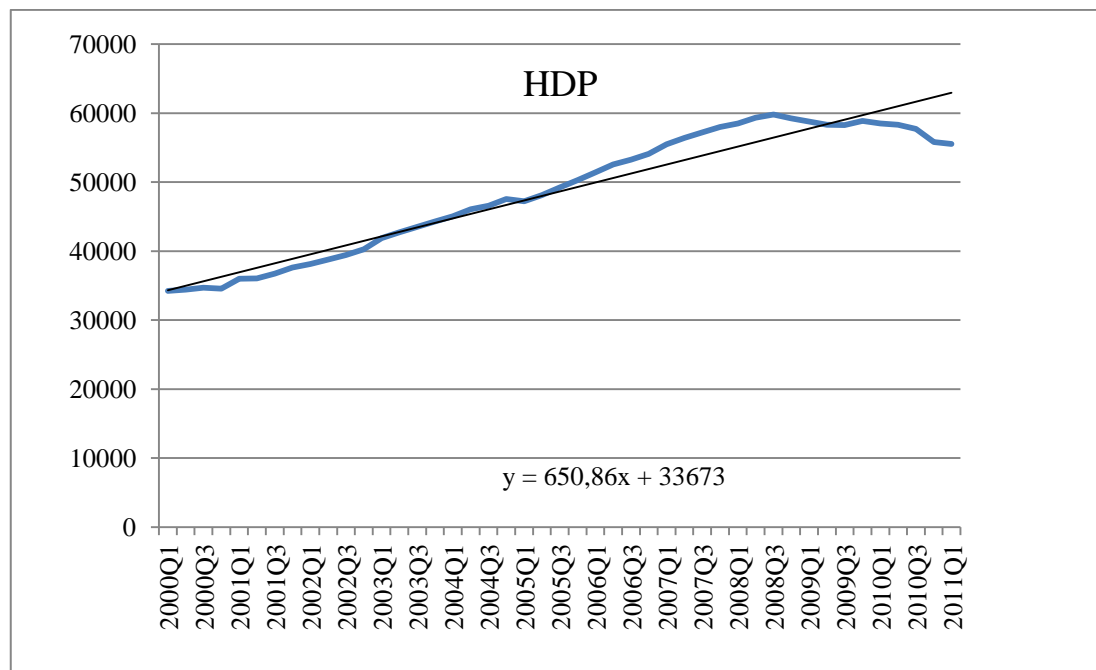
Prudký nárůst řeckého vládního dluhu dokládají také ukazatele dynamiky. Bazický index nabývá za sledované období nejvyšší hodnoty v posledním čtvrtletí roku 2011 a to 261 % oproti prvnímu čtvrtletí roku 2000, které bylo zvoleno jako referenční období. Hodnotu 200 % překonává bazický index na začátku roku 2009 a v posledním sledovaném období (druhé čtvrtletí roku 2013) jeho hodnota činí 233 %.

Řetězové indexy vypovídající o tempu růstu ukazatele řeckého hrubého konsolidovaného vládního dluhu klesají pod hodnotu 100 % pouze sporadicky. Nejnižší hodnoty 79 % dosahuje řetězový index v prvním čtvrtletí roku 2012, kdy byl přijat druhý záchranný balíček pro Řecko, ovšem již v dalším čtvrtletí dosahuje nejvyšší hodnoty za sledované období a to více než 107 %. Průměrné tempo růstu pak činí 101,61 %.

Čtvrtletní časová řada ukazatele řeckého hrubého konsolidovaného vládního dluhu byla použita při korelační analýze s dalšími vybranými ukazateli, a to jako ukazatel závislý při korelaci s vybranými ukazateli příčin řecké dluhové krize a jako ukazatel nezávislý při korelaci s vybranými ukazateli jejich dopadů. Jako ukazatele reprezentující příčiny byly na základě teoretické části zvoleny tyto: ukazatel vývoje HDP, dovoz a vývoz zboží a služeb (reprezentující zahraniční obchod), celkové vládní příjmy a ukazatel výše přijatých daní z příjmu (zastupující rozpočtové příjmy). Za ukazatele postižené dopadem řecké dluhové krize byla vybrána tvorba hrubého kapitálu (vypovídá o výši nových investic) a dále pak ukazatele domácí poptávky, dlouhodobé úrokové míry, inflace a ukazatel míry celkové nezaměstnanosti. Pro očištění od trendu a získání reziduálních odchylek byl graf proložen lineární trendovou funkcí, jejíž rovnice je součástí grafu.

4.2 Vliv tvorby HDP na vládní zadlužení

Graf 2 HDP Řecka (čtvrtletně, v mil €)



Zdroj: Eurostat

Průběh funkce tvorby řeckého HDP za sledované období je zachycen v grafu 2, funkce lineárně narůstá až do konce roku 2008, poté dochází k jejímu poklesu. Funkce tvorby řeckého HDP zastupuje makroekonomické příčiny řecké dluhové krize, při korelační analýze je tedy funkce HDP funkcí nezávislou a funkce řeckého vládního dluhu je funkcí závislou. Podle průběhu funkce lze její graf proložit lineární trendovou funkcí, s jejíž pomocí byly získány vyrovnané hodnoty funkce a posléze reziduální odchylky. S pomocí těchto reziduí byly následně vypočteny korelační koeficienty s funkcí řeckého vládního dluhu, a to za celé sledované období a za období finanční krize od začátku roku 2008 do začátku roku 2011. Hodnota korelačního koeficientu za celé sledované období činí $-0,72$, což značí silnou nepřímou závislost funkce řeckého vládního dluhu na funkci tvorby řeckého HDP. Platí tedy, že s klesajícím HDP vládní zadlužení roste. Za období od začátku roku 2008 do začátku roku 2011 nebývá korelační koeficient hodnoty $-0,96$ což lze interpretovat jako velmi silnou závislost.

Pro změření síly této závislosti byly vypočteny elasticity, které určují citlivost změny vládního zadlužení na změnu tvorby HDP. Hodnota elasticity za období 2008 až 2009 činí -21,77, v tomto období tedy vládní zadlužení rostlo mnohem rychlejším tempem, než bylo tempo poklesu tvorby řeckého HDP. Elasticita vypočtená pro následující období 2009 až 2010 má hodnotu -1,91, tempo růstu vládního dluhu tedy bylo v tomto období nižší, avšak stále rychlejší, než tempo poklesu HDP.

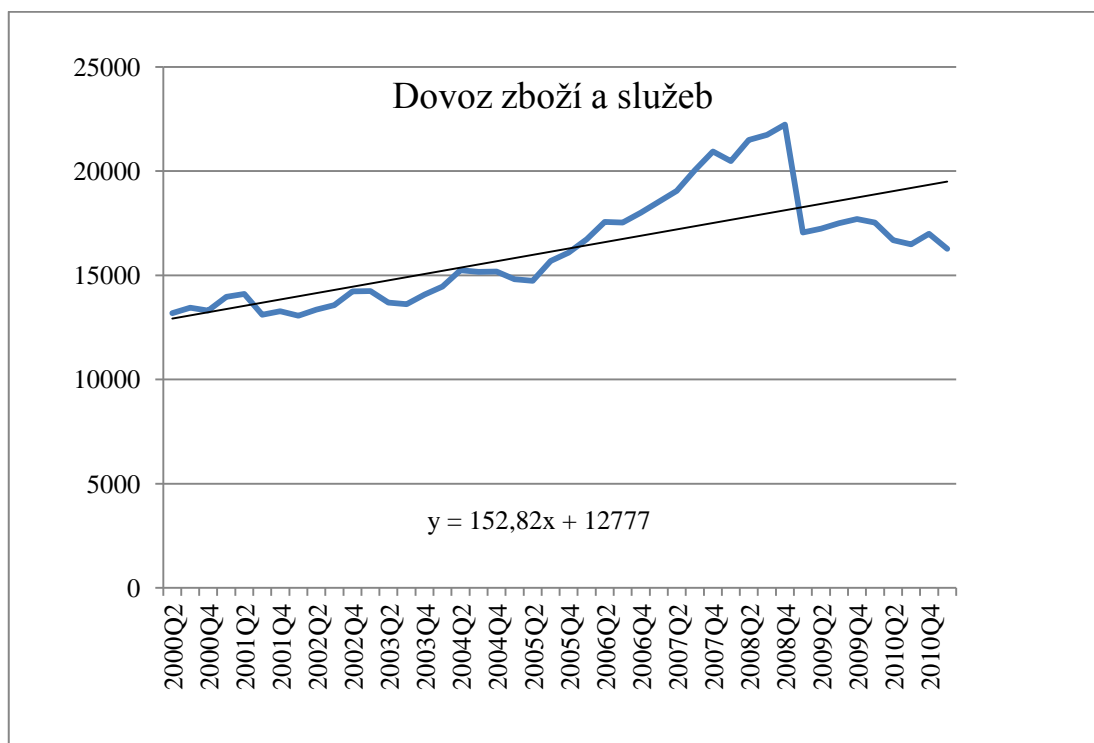
Hodnoty bazických indexů oproti prvnímu čtvrtletí roku 2000 lineárně stoupají až do třetího čtvrtletí roku 2008, kdy nabývá bazický index maxima 174,64 %, poté dochází k poklesu. Tento pokles dokumentuje i průběh řetězových indexů, jejichž hodnota po třetím čtvrtletí roku 2008 klesá pod 100 %. Průměrné tempo růstu funkce tvorby řeckého HDP pak činí 101,1 %.

4.3 Vliv dovozu zboží a služeb na vládní zadlužení

Podle grafu 3 funkce dovozu zboží a služeb je možné použít k získání vyrovnaných hodnot lineární trendovou funkci. Hodnoty bazických indexů opět lineárně stoupají až do posledního čtvrtletí roku 2008, kdy dosahují maxima 171,68 %, poté opět klesají. Podle průběhu řetězových indexů došlo k nejvýznamnějšímu poklesu oproti předcházejícímu čtvrtletí v prvním čtvrtletí roku 2009. Od začátku roku 2010 dochází kromě posledního čtvrtletí roku 2010 k mezičtvrtletnímu poklesu. Průměrné tempo růstu pak činí 100,52 %.

Z průběhu funkce je patrné, že dovoz zboží a služeb je rostoucí až do konce roku 2008, poté dochází ke strmému poklesu. Hodnota korelačního koeficientu s funkcí řeckého vládního dluhu je za celé sledované období -0,46, což indikuje pouze středně silnou nepřímou závislost. Korelační koeficient za období finanční krize od začátku roku 2008 do začátku roku 2011 nabývá hodnoty -0,95, to je možné interpretovat jako velmi silnou nepřímou závislost. Znamená to tedy, že s klesajícím dovozem zboží a služeb vládní dluh roste. Podle vypočtených hodnot elasticity vládního dluhu je možné říci, že v období 2008 až 2009 rostl vládní dluh pomalejším tempem, než bylo tempo poklesu dovozu zboží a služeb (elasticita -0,68), v období 2009 až 2010 pak rostl dluh rychleji než dovoz zboží a služeb klesal (elasticita -2,49).

Graf 3 Dovoz zboží a služeb pro Řecko (čtvrtletně, v mil €)



Zdroj: Eurostat

4.4 Vliv vývozu zboží a služeb na vládní zadlužení

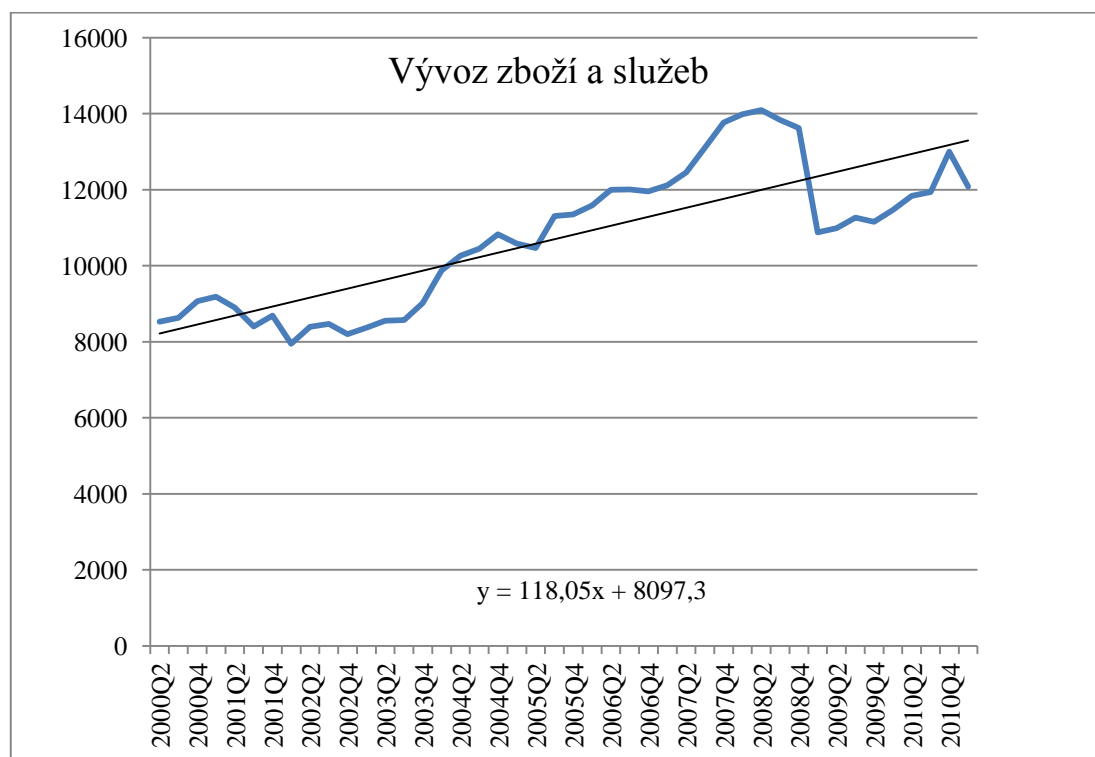
Podle grafu vývoje řeckého vývozu zboží a služeb (graf 4) je možné jej proložit lineární trendovou funkcí. Funkce je opět rostoucí až do konce roku 2008, poté následuje strmý pokles a od konce roku 2009 funkce opět pomalu roste. Bazický index nabývá maximální hodnoty 175 % ve druhém čtvrtletí roku 2008. Nejnižší hodnoty 98,67 % dosáhl za sledované období bazický index v prvním čtvrtletí roku 2002. K největšímu poklesu oproti předcházejícímu čtvrtletí došlo ve třetím čtvrtletí roku 2005 a v posledním čtvrtletí roku 2010, k největšímu poklesu oproti předcházejícímu čtvrtletí pak došlo v prvním čtvrtletí roku 2009 (79,88 %).

Průměrné tempo růstu je 100,93 %.

Korelační koeficient s funkcí řeckého vládního dluhu za celé sledované období má hodnotu -0,43, což znamená středně silnou nepřímou závislost. Za období od začátku roku 2008 do začátku roku 2011 činí korelační koeficient -0,81, jedná se tedy o silnou nepřímou závislost. S klesajícím vývozem tedy vládní dluh narůstá.

Podle vypočtených elasticit řeckého vládního dluhu rostl vládní dluh v období 2007 až 2008 výrazně rychlejším tempem, než bylo tempo poklesu vývozu zboží a služeb (elasticita -9,5), v období 2008 až 2009 rostl dluh pomaleji, než vývoz klesal (elasticita -0,76) a v období 2009 až 2010 rostl dluh pomalejším tempem, než jakým rostl vývoz zboží a služem (elasticita 0,6).

Graf 4 Vývoz zboží a služeb pro Řecko (čtvrtletně, v mil €)



Zdroj: Eurostat

4.5 Vliv vládního dluhu na tvorbu hrubého kapitálu

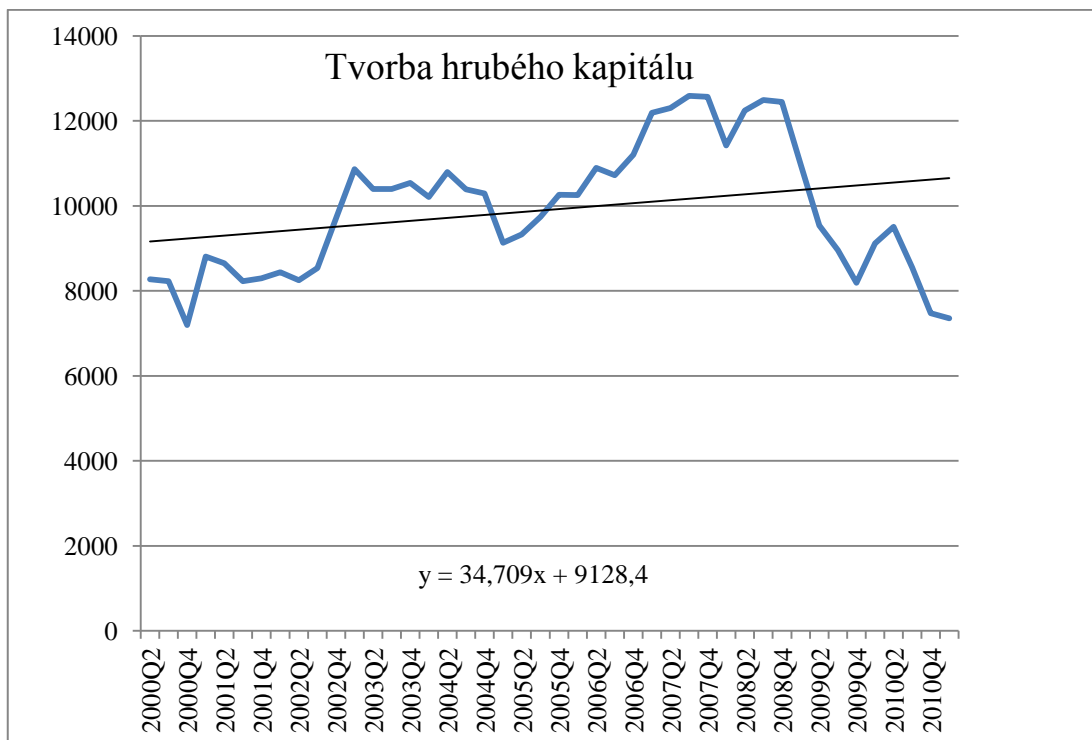
Vzhledem k průběhu funkce tvorby hrubého kapitálu (graf 5), byla k očištění od trendu zvolena lineární trendová funkce. Funkce tvorby hrubého kapitálu představuje hodnotu pořízení hmotných i nehmotných investic, tedy majetku, který nebude spotřebován, ale využit pro další produktivní činnost. Je tedy zkoumán vliv vládního dluhu na tyto investice. Bazický index dosahuje největší hodnoty 148,35 % v posledním čtvrtletí roku 2007, poté stagnuje kolem této hodnoty a od roku 2009 s drobnými výkyvy klesá. Nejnižší hodnoty ve sledovaném období dosahuje v roce 2011 a to 86,86 %, na obdobnou hodnotu 84,92 % klesl bazický index v posledním

čtvrtletí roku 2000. Řetězové indexy ukazují, že k největšímu nárůstu tvorby hrubého kapitálu oproti předcházejícímu čtvrtletí došlo opět v prvním čtvrtletí roku 2001 (122,42 %). Průměrné tempo růstu činí 99,68 %.

Korelační koeficient vypočtený z reziduálních odchylek porovnávaných časových řad má za celé sledované období hodnotu -0,74. Tato hodnota vypovídá o silné nepřímé úměrné závislosti mezi zkoumanými časovými řadami. S růstem vládního zadlužení tedy dochází k poklesu tvorby hrubého kapitálu. Za období od začátku roku 2008 až do začátku roku 2011 činí hodnota korelačního koeficientu -0,94, nepřímá závislost je tedy v tomto období velmi silná.

Vypočtené elasticity funkce tvorby hrubého kapitálu nabývají záporných hodnot. V období 2007 až 2008 činí hodnota elasticity funkce tvorby hrubého kapitálu -0,1, tvorba hrubého kapitálu tedy klesá v tomto období výrazně pomaleji, než jakým tempem roste vládní dluh. V období 2008 až 2009 je hodnota elasticity -2,47, v tomto období tedy tvorba hrubého kapitálu klesá rychleji, než roste dluh.

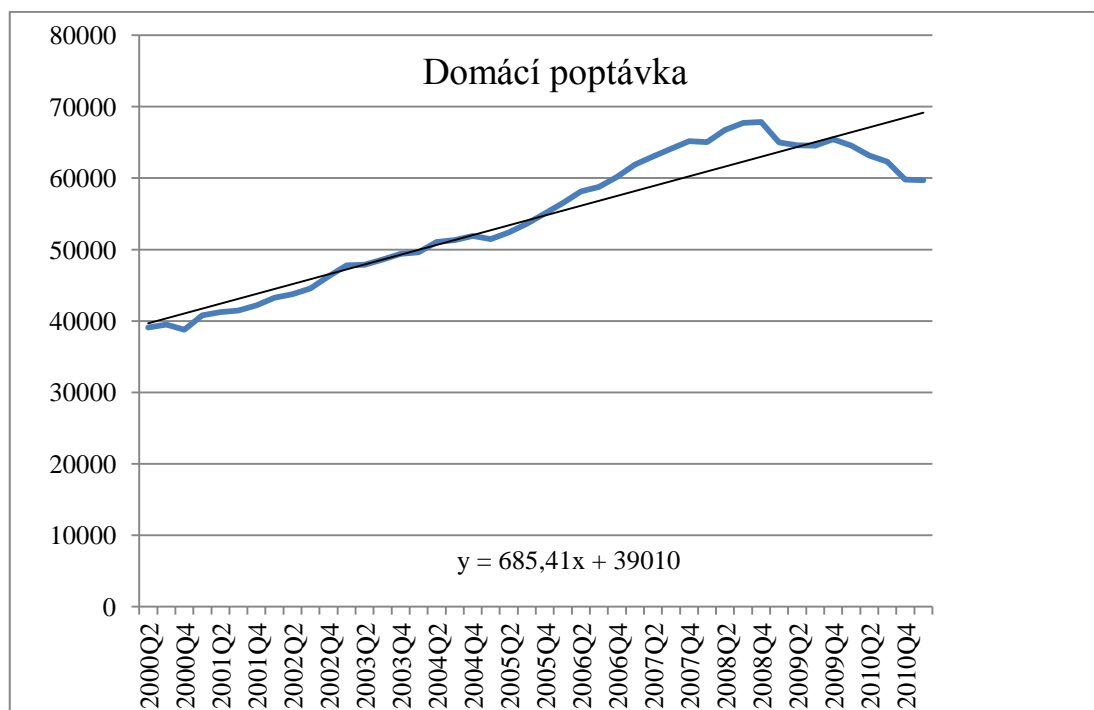
Graf 5 Tvorba hrubého kapitálu pro Řecko (čtvrtletně, v mil €)



Zdroj: Eurostat

4.6 Vliv vládního dluhu na domácí poptávku

Graf 6 Řecká domácí poptávka (čtvrtletně, v mil €)



Zdroj: Eurostat

Graf 6 ukazuje vývoj řecké domácí poptávky, k výpočtu vyrovnaných hodnot byla opět použita lineární trendová funkce. Z grafu je patrné, že během sledovaného období funkce domácí poptávky roste až do roku 2009, poté klesá. Bazický index dosahuje maximální hodnoty 173,35 % opět v posledním čtvrtletí roku 2008, poté jeho hodnota klesá. V prvním čtvrtletí roku 2011 dosahuje bazický index hodnoty 152,54 %, čímž se dostává na úroveň hodnot z druhé poloviny roku 2006. Až do posledního čtvrtletí roku 2008 hodnoty bazických indexů lineárně rostou a od tohoto období lineárně klesají. Podle průběhu řetězových indexů došlo k největšímu mezičtvrtletnímu nárůstu v prvním čtvrtletí roku 2001, kdy Řecko přijalo euro. Od roku 2009 dochází kromě posledního čtvrtletí roku 2009 k poklesu. Hodnota průměrného tempa růstu je 100,96 %.

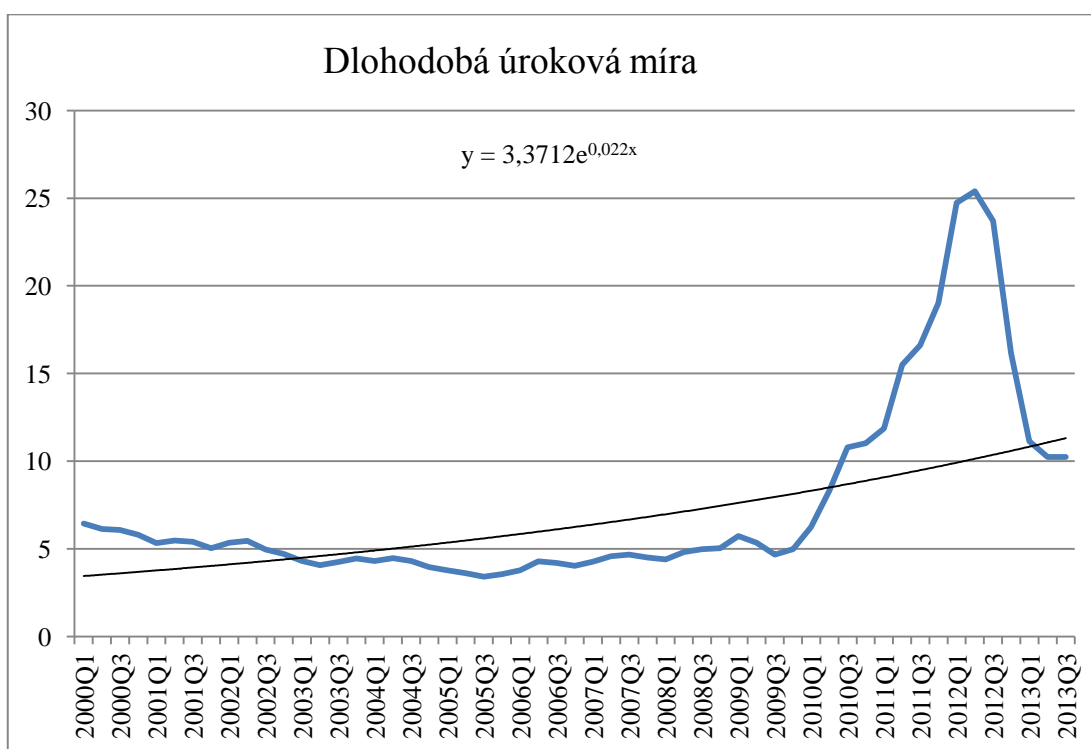
Hodnota zjištěného korelačního koeficientu činí -0,65, což je možno interpretovat jako středně silnou až poměrně silnou nepřímo úměrnou závislost. Se stoupajícím vládním zadlužením tedy domácí poptávka klesá. Korelační koeficient

za období finanční krize od začátku roku 2008 do začátku roku 2011 činí -0,96, v tomto období je tedy nepřímá závislost velmi silná.

Vypočtené hodnoty elasticity funkce řecké domácí poptávky za období 2008 až 2010 nabývají záporných hodnot menších než -1. V tomto období tedy domácí poptávka klesá pomalejším tempem, než jakým roste řecký vládní dluh.

4.7 Vliv vládního dluhu na dlouhodobou úrokovou míru

Graf 7 Dlouhodobá úroková míra pro Řecko (v %)



Zdroj: OECD

Z grafu je patrné, že dlouhodobá úroková míra pro Řecko se od začátku tisíciletí pohybovala stabilně kolem hodnoty 5 % až do začátku řecké dluhové krize na konci roku 2009, poté dochází k jejímu exponenciálnímu nárůstu až na hodnotu 25 % na začátku roku 2013. Pro získání vyrovnaných hodnot časové řady dlouhodobé úrokové míry byla použita exponenciální funkce.

Prudký nárůst dlouhodobé úrokové míry dokládají i hodnoty vypočtených bazických a řetězových indexů. Hodnotu 100 % oproti prvnímu čtvrtletí roku 2000,

kdy byla dlouhodobá úroková míra 6,43 %, překonává bazický index na začátku roku 2010 a poté prudce narůstá a maxima 395 % dosahuje v polovině roku 2012. Řetězové indexy také výrazně narůstají od roku 2010, kdy se pohybují okolo hodnoty 130 %, této hodnoty oproti předcházejícímu čtvrtletí dosahuje řetězový index ještě v polovině roku 2011 a na začátku roku 2012 kdy hodnota dlouhodobé úrokové míry pro Řecko narostla z 19 % na 25 %. Průměrné tempo růstu za celé sledované období činí 100,86 %.

Hodnota korelačního koeficientu za celé sledované období činí -0,03, v tomto období nelze tedy prokázat závislost vývoje dlouhodobé úrokové míry pro Řecko na vývoji vládního dluhu. Korelační koeficient za období od začátku roku 2008 do začátku roku 2011 nabývá hodnoty 0,76, což je možné považovat za poměrně silnou přímo úměrnou závislost. V tomto období s růstem vládního zadlužení roste i dlouhodobá úroková míra. V období 2009 až 2010 byla zjištěna elasticita dlouhodobé úrokové míry vůči změně vládního dluhu 12,25, v tomto období rostla tedy dlouhodobá úroková míra výrazně rychlejším tempem než vládní dluh, tento trend pokračoval i v období 2010 až 2011, pro které činí hodnota elasticity dlouhodobé úrokové míry vůči změně vládního dluhu 9,33.

4.8 Vliv vládního dluhu na vývoj inface

Graf 8 funkce vývoje inflace vyjádřeného pomocí harmonizovaného indexu spotřebitelských cen HICP jako jeho procentní nárůst oproti referenčnímu roku 1996 má lineárně rostoucí charakter. Graf byl proložen lineární trendovou funkcí.

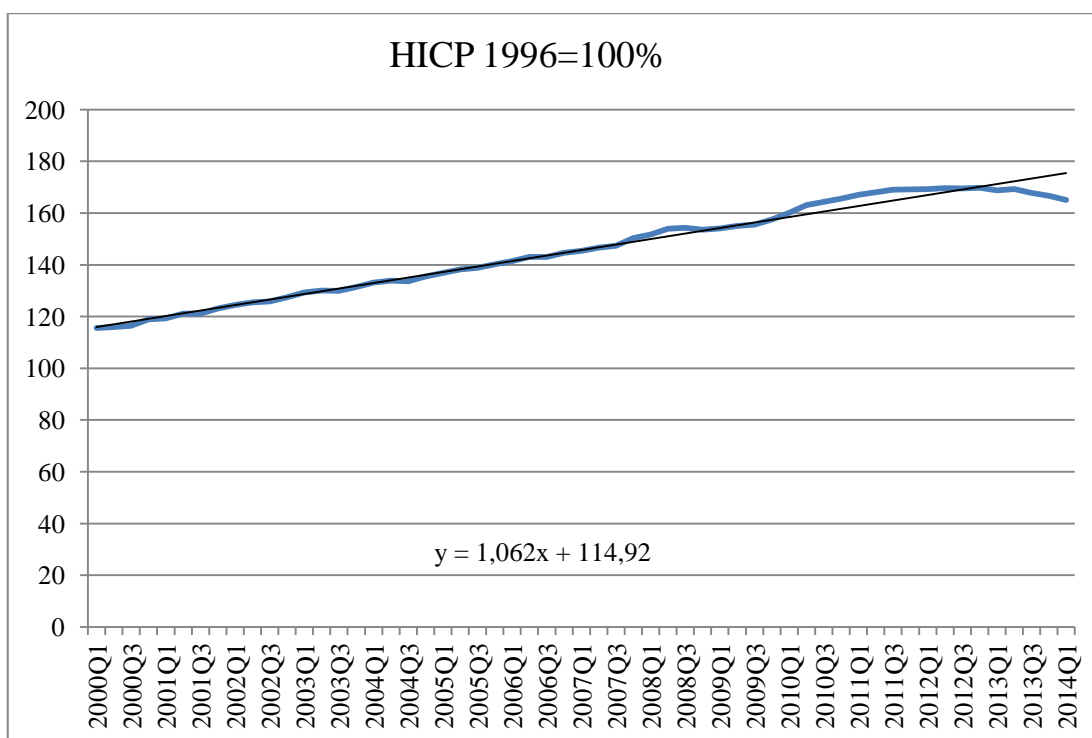
Bazické indexy za celé sledované období rostou a od konce roku 2010 se pohybují okolo úrovně 145 % proti prvnímu čtvrtletí roku 2000. Lze tedy vypořadovat stálý nárůst cenové hladiny. To dokládá i vývoj řetězových indexů, které se po většinu sledovaného období pohybují tesně nad hodnotou 100 %, přičemž hodnota průměrného tempa růstu je za celé sledované období 100,64 %.

Hodnota korelačního koeficientu pro sledované období činí 0,52, to poukazuje na středně silnou přímo úměrnou závislost vývoje řecké inflace na vývoji řeckého vládního dluhu. Pro období řecké dluhové krize od začátku roku 2010 do poloviny

roku 2013 nabývá korelní koeficient hodnoty 0,8, v tomto období se tedy jedná o závislost silnou. S růstem vládního dluhu roste i inflace.

Citlivost změny inflace vůči změně vládního dluhu lze vyjádřit pomocí vypočtených elasticit, ta nabývá pro období 2009 až 2010 hodnoty 0,52 a pro období 2010 až 2011 hodnoty 0,28. Hladina inflace roste tedy pomaleji než vládní dluh.

Graf 8 Harmonizovaný index spotřebitelských cen HICP, Řecko (v %, 1996=100%)



Zdroj: Eurostat

4.9 Vliv vládního dluhu na míru celkové nezaměstnanosti

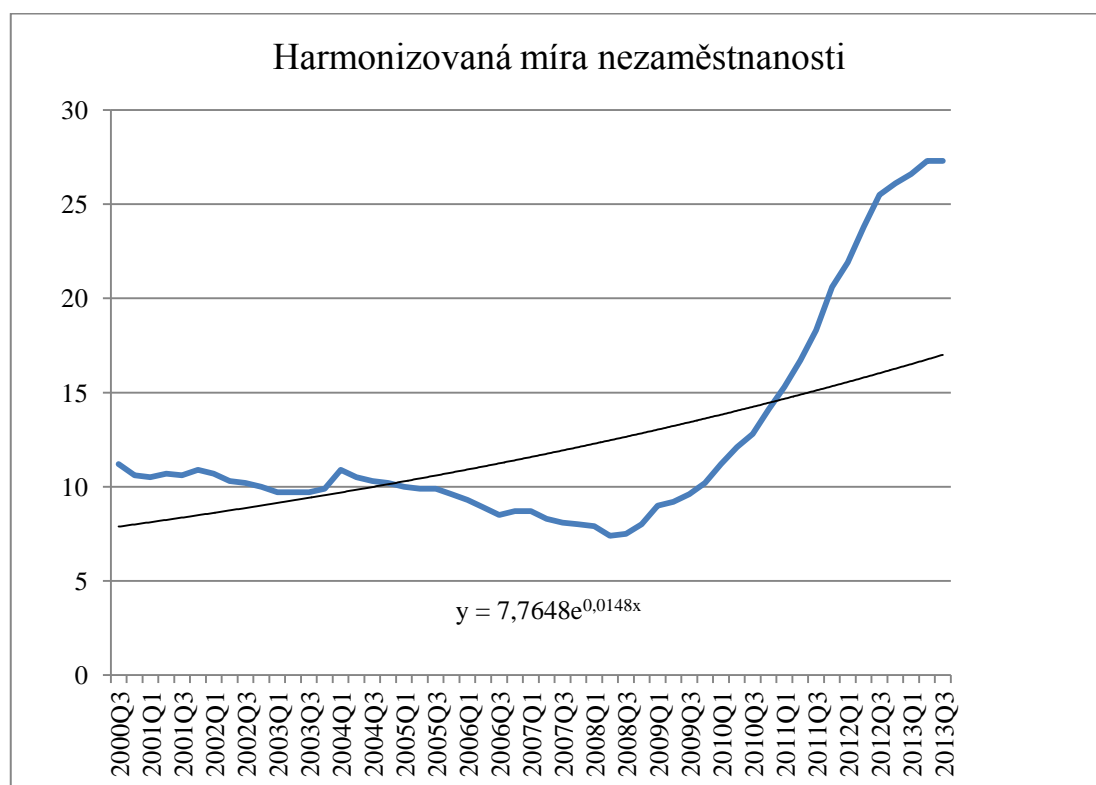
Graf 9 ukazuje průběh funkce míry celkové nezaměstnanosti (muži i ženy, všechny věkové skupiny) v Řecku za sledované období, zejména její prudký nárůst po propuknutí řecké dluhové krize. K získání vyrovnaných hodnot a následný výpočet reziduálních odchylek byla použita exponenciální trendová funkce.

Hodnoty bazických indexů skokově narůstají od druhé poloviny roku 2010, přičemž maxima 238,79 % dosahují ve třetím čtvrtletí roku 2013. Hodnotu 200 % oproti referenčnímu období (první čtvrtletí roku 2000), kdy nezaměstnanost

dosahovala 11,6 %, bazický index poprvé překonal ve druhém čtvrtletí roku 2012. Ještě v posledním čtvrtletí roku 2009 přitom dosahoval bazický index pouze hodnoty 90,52 %. Toto svědčí o prudkém nárůstu nezaměstnanosti v Řecku po propuknutí dluhové krize.

Hodnoty řetězových indexů významně narůstají od konce roku 2008. Od konce roku 2009 až do konce roku 2012 jsou hodnoty řetězových indexů vysoké a pohybují se kolem úrovně 110 % nárůstu oproti předcházejícímu čtvrtletí, což dokazuje velký mezičtvrtletní nárůst míry celkové nezaměstnanosti v Řecku od začátku řecké dluhové krize. V roce 2013 rostla podle řetězových indexů míra celkové nezaměstnanosti pomaleji. Průměrné tempo růstu činí za celé sledované období 101,73 %.

Graf 9 Harmonizovaná míra celkové nezaměstnanosti pro Řecko (v %)



Zdroj: OECD

Hodnota korelačního koeficientu za celé sledované období činí -0,3, což indikuje pouze slabou nepřímo úměrnou závislost mezi růstem vládního zadlužení

a růstem míry celkové nezaměstnanosti. Avšak za období během průběhu celosvětové finanční krize a řecké dluhové krize od začátku roku 2008 do konce roku 2011 činí hodnota korelačního koeficientu 0,86 a značí tak silnou přímo úměrnou závislost mezi růstem vládního zadlužení a růstem míry celkové nezaměstnanosti v období během řecké dluhové krize. V tomto období tedy s rostoucím vládním dluhem dochází k významnému růstu míry celkové nezaměstnanosti v Řecku.

Pro období krize byly vypočteny následující hodnoty citlivosti vývoje celkové míry řecké nezaměstnanosti na vývoji řeckého vládního dluhu: pro období 2008 až 2009 hodnota 1,99, pro období 2009 až 2010 hodnota 3,84 a pro období 2010 až 2011 hodnota 5,93. Míra celkové nezaměstnanosti roste tedy výrazně rychleji než vládní dluh a toto tempo se neustále zvyšuje.

4.10 Struktura veřejného dluhu Řecka

Strukturu veřejného dluhu lze uvádět podle několika kritérií. Lze odlišit strukturu veřejného dluhu podle jeho rozdělení mezi subsektory státního sektoru, podle finančních nástrojů, podle věřitele, podle splatnosti a také podle měny ve které je tento dluh veden.

Řecký veřejný dluh je z 98 % tvořen dluhem ústředních vládních institucí, o zbylá 2 % se dělí lokální vládní instituce a fondy sociálního zabezpečení (Eurostat).

Oběživo a vklady tvořily v roce 2012 0,26 % z celkového veřejného dluhu Řecka, cenné papíry jiné než akcie (mimo finančních derivátů) se podílely na řeckém veřejném dluhu 30,8 % a vládní půjčky tvořily 68,94 % veřejného dluhu, z toho krátkodobé 0,72 % a dlouhodobé 68,22 % (EL.STAT, www.statistics.gr).

V roce 2011 tvořily z celkového řeckého dluhu ve výši 335 mld € půjčky 95 mld €, z toho půjčky od EU 53 mld €, půjčky od IMF 20 mld €, jiné půjčky 22 mld €, na dluhopisy pak připadalo 260 mld €, z toho na ECB 55 mld € a na soukromý sektor 205 mld €, z toho na fondy (investiční, penzijní, hedgeové) 70 mld €, na řecké banky 50 mld €, na další evropské banky 40 mld €, na řecké fondy sociálního zabezpečení 30 mld € a na evropské pojišťovatele 15 mld € (J.Dreger, 2012).

V červnu 2011 před výměnou dluhopisů držely velké evropské komerční banky řecké vládní dluhopisy za (v mld €): Allianz (Německo) 1,3, Alpha Eurobank (Řecko) 3,7, Axa (Francie) 1,9, BNP Paribas (Francie) 5,0, CNP Assurances (Francie) 2,0, Commerzbank (Německo) 2,9, Deutsche Bank (Německo) 1,6, Intesa San Paolo (Itálie) 0,8, LBB BW (Německo) 1,4, National Bank of Greece 13,7, Ageas (Belgie) 1,2, Bank of Cyprus (Kypr) 1,8, BPCE (Francie) 1,2, Credit Agricole (Francie) 0,6, Dexia (Belgie, Lucembursko, Francie) 3,5, Generali (Itálie) 3,0, Grupama (Francie) 2,0, HSBC (Velká Británie) 0,8, Marfin (Řecko) 2,3, Piraeus (Řecko) 9,4, RBS (Velká Británie) 1,1, Societe General (Francie) 2,9 a Unicredit (Itálie) 0,9 (J.Zettelmeyer, Ch.Trebesch, M.Gulati, 2013).

Podle řeckého ministerstva financí byla měnová struktura řeckého vládního dluhu k 31. březnu 2012 96,4 % v € a 3,6 % v jiných měnách, k 31. červnu 2012 96,7 % v € a 3,3 % v jiných měnách, k 31. březnu 2013 96,1 % v € a 3,9 % v jiných měnách a konečně k 31. červnu 2013 96 % v € a 4 % v jiných měnách (Greek ministry of finance, www.minfin.gr).

Řecké ministerstvo financí dále uvádí následující změny struktury řeckého vládního dluhu: k 31. březnu 2012 připadalo na dluhopisy (krátkodobé i dlouhodobé) 149,56 mld €, z toho 115,98 mld € na dluhopisy domácí, 18,34 mld € na dluhopisy zahraniční, 0,26 mld € na jiné cenné papíry vydané v zahraničí a 14,98 mld € na krátkodobé dluhopisy; na půjčky připadalo 130,73 mld €, z toho 5,68 mld € na půjčky poskytnuté řeckou centrální bankou, 0,14 mld € na další domácí půjčky, 7,25 mld € na zvláštní a bilaterální půjčky, 111,94 mld € tvořila finanční pomoc od evropských stabilizačních mechanismů a 5,72 mld € na další zahraniční půjčky; k 31. červnu 2012 pak připadalo na dluhopisy (krátkodobé i dlouhodobé) 136,59 mld €, z toho 117,05 mld € na dluhopisy domácí, 4,32 mld € na dluhopisy zahraniční, 0,26 mld € na jiné cenné papíry vydané v zahraničí a 14,96 mld € na krátkodobé dluhopisy; na půjčky připadalo 166,94 mld €, z toho 5,21 mld € na půjčky poskytnuté řeckou centrální bankou, 0,14 mld € na další domácí půjčky, 7,04 mld € na zvláštní a bilaterální půjčky, 148,83 mld € tvořila finanční pomoc od evropských stabilizačních mechanismů a 5,72 mld € na další zahraniční půjčky; k 31. březnu 2013 připadalo na dluhopisy (krátkodobé i dlouhodobé) 100,56 mld €, z toho 81,33

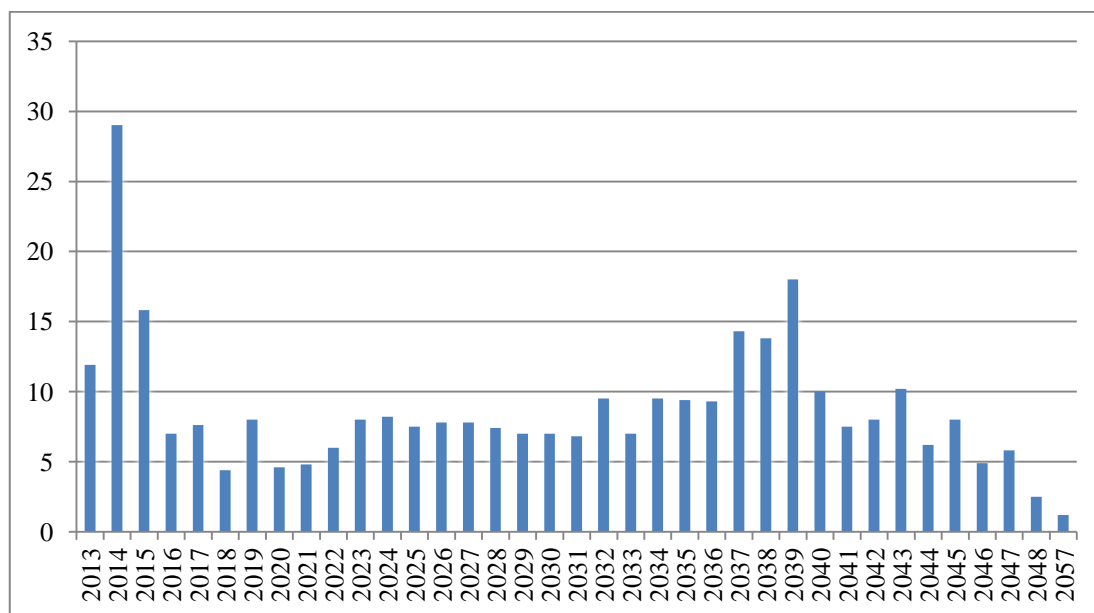
mld € na dluhopisy domácí, 4,09 mld € na dluhopisy zahraniční, 0,18 mld € na jiné cenné papíry vydané v zahraničí a 14,96 mld € na krátkodobé dluhopisy; na půjčky připadalo 208,8 mld €, z toho 5,21 mld € na půjčky poskytnuté řeckou centrální bankou, 0,12 mld € na další domácí půjčky, 7,06 mld € na zvláštní a bilaterální půjčky, 191,11 mld € tvořila finanční pomoc od evropských stabilizačních mechanismů a 5,3 mld € na další zahraniční půjčky; k 31. červnu 2013 pak připadalo na dluhopisy (krátkodobé i dlouhodobé) 94,02 mld €, z toho 75,67 mld € na dluhopisy domácí, 3,23 mld € na dluhopisy zahraniční, 0,16 mld € na jiné cenné papíry vydané v zahraničí a 14,96 mld € na krátkodobé dluhopisy; na půjčky připadalo 227,34 mld €, z toho 4,74 mld € na půjčky poskytnuté řeckou centrální bankou, 0,12 mld € na další domácí půjčky, 6,9 mld € na zvláštní a bilaterální půjčky, 210,29 mld € tvořila finanční pomoc od evropských stabilizačních mechanismů a 5,3 mld € na další zahraniční půjčky (Greek ministry of finance, www.minfin.gr).

V únoru 2012 připadalo z celkového řeckého dluhu ve výši 355 mld € na oficiální půjčky 95 mld €, z toho 53 mld € tvořily půjčky poskytnuté zeměmi EU, 20 mld € na půjčky od IMF a 22 mld € na jiné věřitele. Další část dluhu ve výši 260 mld € připadalo na řecké vládní dluhopisy, z toho 55 mld € na ECB a 205 mld € bylo v držení soukromých věřitelů (J.Dreger, 2012).

V prosinci 2012 byla po restrukturalizaci a zpětném odkupu struktura řeckého státního dluhu následující: 161,1 mld € připadalo na EU (EFSF), 45,3 mld € na ECB, 22,1 mld € na IMF, 29,6 mld € připadalo na nové dluhopisy, 23,9 mld € na krátkodobé dluhopisy se splatností do jednoho roku tzv. T-bills a 5,5 mld € tvořily staré řecké vládní dluhopisy s prodlouženou splatností (J.Zettelmeyer, Ch.Trebesch, M.Gulati, 2013).

Aktuální strukturu řeckého veřejného dluhu podle splatnosti ukazuje graf 10 přejatý z WWW stránek řecké vládní Agentury pro řízení veřejného dluhu, která podlehá řeckému ministerstvu financí.

Graf 2 Struktura řeckého veřejného dluhu podle splatnosti (v mld €)



Zdroj: (Greek Ministry of Finance / Public Debt Management Agency, www.pdma.gr).

5 Zhodocení výsledků

Výsledky statistické analýzy potvrzují teoretická východiska uvedená v rešeršní části práce. Na straně příčin řecké dluhové krize je patrný vliv globální finanční krize která začala v roce 2008. Od tohoto roku dochází k poklesu tvorby řeckého HDP, stejně tak dochází k poklesu zahraničního obchodu. Toto oslabení řecké ekonomiky prohloubilo zadlužení řecké vlády, jak ukazují vysoké hodnoty korelačních koeficientů závislosti řeckého vládního dluhu na tvorbě HDP (-0,96), na dovozu zboží a služeb (-0,95) a na vývozu zboží a služeb (-0,81) za období celosvětové finanční krize od roku 2008 do roku 2011.

Tento vývoj podtrhují ukazatele dynamiky vývoje časových řad tvorby řeckého HDP a řeckého zahraničního obchodu, které dokládají pokles těchto ukazatelů od roku 2008, jak je patrné z jejich grafického znázornění. Hrubý konsolidovaný vládní dluh Řecka v tomto období naopak prudce narůstá.

Výsledky analýzy citlivosti změny ukazatele řeckého hrubého konsolidovaného vládního dluhu na vývoj těchto ukazatelů dokládají, že s jejich poklesem vládní zadlužení narůstá, a to výrazně rychlejším tempem například v případě citlivosti na změnu tvorby HDP (vypočtené elasticity pro období krize -21,77 a -1,91), citlivosti na změnu dovozu zboží a služeb (elasticita pro období 2009 až 2010 -2,49) nebo citlivosti na změnu vývozu zboží a služeb (elasticita pro období 2007 až 2008 -9,5). V jiných obdobích roste vládní zadlužení pomalejším tempem, než jakým tempem tyto makroekonomické ukazatele klesají (například elasticita změny vládního dluhu vůči změně dovozu zboží a služeb pro období 2008 až 2009 -0,68 nebo elasticita změny vládního dluhu vůči změně vývozu zboží a služeb pro období 2008 až 2009 -0,76).

Na straně dopadů řecké dluhové krize došlo vlivem zvyšování vládního zadlužení k výraznému růstu dlouhodobé úrokové míry, jak dokládají bazické a řetězové indexy vypočtené pro tento ukazatel a jeho grafické znázornění. Hodnota korelačního koeficientu 0,76 dokládá silnou závislost vývoje dlouhodobé úrokové míry pro Řecko na vývoji řeckého vládního dluhu během období finanční krize a řecké dluhové krize. Vypočtená elasticita (hodnota 12,25 pro období 2009 až 2010 a

hodnota 9,33 pro období 2010 až 2011) dokazuje vysokou citlivost vývoje dlouhodobé úrokové míry na vývoj vládního dluhu, přičemž tento ukazatel roste v tomto období výrazně rychlejším tempem, než jakým roste vládní zadlužení. Následně dochází k poklesu investic a poptávky vlivem růstu zadlužení, jak ilustrují korelační koeficienty získané pro ukazatele tvorby hrubého kapitálu (-0,74 za celé sledované období a -0,94 za období krize) a řecké domácí poptávky (-0,65 za celé sledované období a -0,96 za období krize). Tyto koeficienty dokazují silnou nepřímo úměrnou závislost těchto vybraných ukazatelů na vývoji řeckého vládního dluhu. Pokles tvorby řeckého hrubého kapitálu a domácí poptávky v období globální finanční krize a řecké dluhové krize dokládá průběh ukazatelů dynamiky jejich vývoje a tento pokles je patrný i z jejich grafů. Elasticita vypočtená pro ukazatel tvorby hrubého kapitálu za období 2008 až 2009 činí -2,47 a dokládá, že v tomto období klesala tvorba hrubého kapitálu rychleji, než rostl řecký vládní řecký vládní dluh. Řecká domácí poptávka klesala v období krize pomalejším tempem, než jakým rostlo řecké vládní zadlužení (elasticita pro období 2008 až 2009 je -0,26 a pro období 2009 až 2010 činí -0,86).

Potvrzen byl i vliv vládního dluhu na ukazatele inflace a celkové míry nezaměstnanosti. Hodnota korelačního koeficientu pro vývoj řeckého cenového indexu HICP 0,8 ukazuje na těsnou míru korelace mezi vývojem inflace a růstem vládního dluhu. Během krize dochází k nárůstu cenové hladiny, jak ukazují bazické a řetězové indexy, přičemž inflace roste pomalejším tempem, než jakým roste vládní zadlužení (elasticita pro období 2009 až 2010 je 0,52 a pro období 2010 až 2011 nabývá hodnoty 0,28). Řecká dluhová krize měla dopad i na míru celkové nezaměstnanosti, která od konce roku 2009 prudce narůstá, jak dokládá grafický průběh funkce harmonizované míry celkové nezaměstnanosti i průběh bazických a řetězových indexů. Míra celkové nezaměstnanosti rostla v období řecké dluhové krize výrazně vyšším tempem než řecký vládní dluh. Průměrná hodnota elasticity míry celkové nezaměstnanosti v Řecku vůči řeckému vládnímu dluhu za období řecké dluhové krize činí 3,92 a rychlost růstu míry celkové nezaměstnanosti se během dluhové krize každý rok zvyšovala (hodnoty elasticit 1,99, 3,84 a 5,93 za období od roku 2008 do roku 2011).

6 Závěr

Řecká dluhová krize má několik hlavních příčin a její průběh je ovlivňován mnoha faktory. Její vznik byl jistě velkou měrou ovlivněn celosvětovou finanční krizí z let 2007 až 2009, která negativně poznamenala náladu na světových finančních trzích a která značně přispěla k otřesení důvěry kapitálových a finančních trhů a investorů ve velké finanční instituce a dokonce v ekonomiky celých států. Globální finanční krize také způsobila přelití velké části dluhů ze soukromého sektoru do sektoru veřejného a znamenala pro mnoho vlád nutnost velkých mimořádných finančních výdajů, které také zapříčinily velký nárůst veřejného zadlužení.

Svou nezanedbatelnou roli také sehrály ratingové agentury, které se podílely na vzniku paniky na trzích finančních derivátů, která ve svém důsledku znamenala ztrátu důvěry investorů v nejen řeckou ekonomiku, ale i v ekonomiku mnoha dalších států. Tato nedůvěra pak fakticky způsobila vyloučení Řecka z obchodování na mezinárodním dluhopisovém trhu, které trvá až do současnosti.

Svůj díl viny nesou také evropské instituce v čele s orgány EU, ECB a velkými evropskými ekonomikami Německa a Francie. Ty se v kritickém období prvních měsíců řecké dluhové krize nedokázaly za Řecko účinně postavit a vyslat tak investorům jasný signál o jednotě EMU, čímž velkou měrou přispěly k podkopání už tak otřesené a chatrné důvěry na finančních trzích.

Kořeny řecké dluhové krize však tkví v hlubší minulosti, v nerozvážené fiskální politice řeckých vlád, které postupně zvyšovaly zadlužení Řecka. Řecké vlády financovaly zadlužováním své rozpočtové deficity a tyto vypůjčené prostředky nebyly z velké části investovány s ohledem na jejich návratnost, ale byly použity na spotřebu. Po vstupu země do EU získalo Řecko přístup k levnějším úvěrům a tempo zadlužování se zvýšilo. Řecké vlády také dopustily vznik mohutného administrativně byrokratického aparátu, velmi štědrého penzijního systému, přezaměstnaného veřejného sektoru a silných odborů. V protikladu k tomuto stojí slabá řecká ekonomika, se slabým průmyslem, velkým podílem šedé a černé ekonomiky, korupce a klientelismu.

Mezi makroekonomické příčiny řecké dluhové krize lze zařadit pokles tvorby řeckého HDP a klesající zahraniční obchod.

Vysoké zadlužení Řecka a následná dluhová krize mají nezanedbatelný vliv na řeckou ekonomiku. V důsledku dluhové krize a přijatých úsporných opatření zažívá Řecko hlubokou hospodářskou recesi. S rostoucím zadlužením a prohlubující se recesí klesá domácí poptávka a tvorba hrubého kapitálu, výrazně roste nezaměstnanost a dlouhodobá úroková míra. Dochází také k nárůstu inflace. Výsledkem je nejen oslabená ekonomika, ale také velké sociální nepokoje a politická nestabilita.

Okolnosti vzniku a průběhu řecké dluhové krize postavily EU, ECB a státy EMU před výzvu najít trvalé a účinné řešení pro případ, že se nějaký evropský stát ocitne v situaci, kdy bude jeho veřejný dluh nadále neudržitelný. Problémy Řecka a dalších států jako Irska, Španělska, Portugalska a Itálie uštědřily orgánům EU a evropským politikům tvrdou lekci. Průběh řecké dluhové krize naznačuje, že přes počáteční váhání, nerozhodnost a neschopnost dohodnout se, pochopili evropští politici nutnost takové řešení nalézt a poučili se. Dluhová krize Řecka a eurozóny vedla také v mnoha evropských státech ke zvýšení rozpočtové a fiskální disciplíny a ekonomické odpovědnosti.

Aby se v EU v budoucnu podařilo vyhnout se dluhovým problémům, nebo pokud se již objeví, rychle se s nimi vypořádat, bude nutné přijmout nějakou formu společné evropské fiskální politiky nad rámec již existující společné politiky monetární. Bude dále nutné zlepšit vzájemnou koordinaci ekonomických a politických rozhodnutí v EU tak, aby nedocházelo k prostojům a evropské státy dokázaly rychle a účinně reagovat na vzniklé problémy.

K řešení problémů s neudržitelným státním zadlužením může přispět vytvoření nějakého trvalého mechanismu k jejich řešení například tak, jak to navrhují F.Gianviti, A.O.Krueger, J.Pisani-Ferry, A.Sapir a J. von Hagen. Hovoří nejen o nutnosti společné fiskální politiky, ale také podotýkají, že již existující opatření, jako Maastrichtská smlouva, Pakt stability a růstu a pravidla EU pro řízení rozpočtových deficitů se ukázala jako málo účinná a nedostatečná. Připomínají také, že nově přijatá

opatření, jako vznik stabilizačního fondu ESFS mají přes částečné úspěchy pouze dočasný charakter a bude nutné přijmout nějaké nové řešení trvalého charakteru. Navrhují proto vznik takzvaného Evropského mechanismu pro řešení krizí (European Crisis Resolution Mechanism - ECRM) postaveného na dvou pilířích.

Prvním z nich je procedura zahájení a vedení rozhovorů mezi dlužníkem s neudržitelným zadlužením a věřiteli, které by vedly k dohodě na způsobu, jakým snížit zadlužení tak, aby byla opět obnovena udržitelnost dluhu a systému veřejných financí. K tomu bude nutná existence nějakého soudního dvora, který by tato vyjednávání řídil. Tuto roli by mohl zaujmout Soudní dvůr Evropské unie (The Court of Justice of the European Union).

Druhým pilířem je zavedení pevných pravidel poskytování finanční pomoci mezi zeměmi eurozóny. V případě, že se nějaký stát ocitne v insolvenční, měla by na dohodu mezi dlužníkem a věřitelem plynule navázat finanční pomoc ostatních států eurozóny tak, aby byla co nejdříve obnovena solventnost dlužníka. Této roli by se mohl ujmout stabilizační fond ESFS, který by se měl stát trvalou institucí EU. Úkolem mechanismu ECRM má být sladit zájmy dlužníka a věřitelů tak, aby bylo minimalizováno riziko morálního hazardu, měl by také pomoci dostat do povědomí veřejnosti fakt, že státní bankrot státu eurozóny z důvodu předlužení je reálnou hrozbou. To by mělo, společně se změnami ve finanční regulaci a dohledem, přinutit věřitele rozlišovat mezi jednotlivými dlužníky v eurozóně, posílit tržní disciplínu a pomoci zabránit z vzniku případných dalších dluhových krizí. ECRM by také měl pomoci dlužníkům a věřitelům včas rozeznat, kdy se dluh stává neudržitelným. Nakonec vyvstává otázka, zda by měl ESFS vydávat společné evropské dluhopisy, které mají sloužit tomu, aby vlády, jejichž veřejné finance jsou neudržitelné, získaly opět přístup na dluhopisové trhy. Držitel těchto dluhopisů by obdržel záruky ve výši jejich hodnoty pro případ, že by dlužník opět upadl do platební neschopnosti. To přináší nebezpečí spekulací věřitelů během oddlužovacích vyjednávání, s cílem získat zpět co nejvíce peněz, bez ohledu na to, jestli se podaří obnovit stabilitu veřejných financí dlužníka. Z toho vyplývá, že správně fungující mechanismus na řešení dluhových problémů nepotřebuje existenci takových dluhopisů.

7 Seznam použitých zdrojů

Literatura:

BERVIDOVÁ, L., VANČUROVÁ, P. *Ekonomika veřejného sektoru*. Praha: Česká zemědělská univerzita, Provozně ekonomická fakulta, 2008. ISBN 9788021318168

BOECKH, J. *Velké oživení*. Praha: Grada publishing a.s., 2012. ISBN 9788024741703

BUCHANAN, J. *The public finances*. 3. vydání. Illinois: R.D.Irwin, 1970.

DVOŘÁK, P. *Vybrané problémy fiskální politiky*. Praha: Vysoká škola Ekonomická, 1997. ISBN 9788070796207

DVOŘÁK, P. *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2008. ISBN 9788074000751

GIANVITI, Francois, et al. *A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal*. Brussels: Bruegel, 2010. ISBN 9789078910183

JUREČKA, V. *Makroekonomie*. Praha: Grada publishing a.s., 2010. ISBN 9788024732589

OCHRANA, F.; PAVEL, J.; VÍTEK, L. a kol. *Veřejný sektor a veřejné finance*. Praha: Grada publishing a.s., 2010. ISBN 9788024732282

Články:

CLINE, William R. *Debt restructuring and economic Prospects in Greece*. Peterson Institute Policy Brief, 2013, 13-3.

DREGER, J. *Why is Sovereign Debt Restructuring a Challenge? The Case of Greece*. Bruges European Economic Policy Briefings: Department of European Economic Studies, 2012.

FEATHERSTONE, K. *The JCMS Annual Lecture: The Greek Sovereign Debt Crisis and EMU: A Failing State in a Skewed Regime*. JCMS: Journal of Common Market Studies, 2011, 49.2: 193-217.

KOURETAS, Georgios P.; VLAMIS, P. *The Greek Crisis: Causes and Implications*. Panoeconomicus, 2010, 57.4.

NELSON, Rebecca M.; BELKIN, P.; MIX, Derek E. *Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses and Implications*. Current Politics & Economics of Europe, 2011, 22.4.

PAPADIMITRIOU, D. *Debt Crisis in Greece*. Kodaň: Copenhagen Business School, 2011.

ZETTELMAYER, J.; TREBESCH, CH.; GULATI, M. *The Greek debt restructuring: an autopsy*. *Economic Policy*, 2013, 28.75: 513-563.

Ostatní zdroje:

ARMITSTEAD, L. *Greece approves second part of controversial austerity bill*.

The Telegraph, 2011. Dostupné z WWW:

<http://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/8609534/Greece-approves-second-part-of-controversial-austerity-bill.html>

EHL, M. *Loukas Tsoukalis: Řekové musejí cítit, že trpí všichni*. *Hospodářské noviny*, 2010. Dostupné z WWW: <http://hn.ihned.cz/c1-41334310-rekove-museji-citit-ze-trpi-vsichni>

EL.STAT *Řecký statistický úřad*. Statistické databáze. Dostupné z WWW:

www.statistics.gr

EUROPEAN COMMISSION *Council Decision: Giving notice to Greece to take measures for the deficit reduction judged necessary in order to remedy the situation of excessive deficit*. Brusel: 3.2.2010. Dostupné z WWW:

http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/30_edps/104-09_commission/2010-02-03_el_126-9_commission_en.pdf

EUROSTAT *National Accounts Database*. Statistické databáze. Dostupné z WWW:

http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/national_accounts/data/database

FITCH *Sovereign ratings history*. Fitch, 2012. Dostupné z WWW:

http://www.fitchratings.com/web_content/ratings/sovereign_ratings_history.xls.

GREEK MINISTRY OF FINANCE *Hellenic Republic Ministry of Finance*.

Statistické databáze. Dostupné z WWW: <http://www.minfin.gr>

INMAN, P. *Greek debt crisis: timeline*. The Guardian, 2012. Dostupné z WWW:

<http://www.theguardian.com/business/2012/mar/09/greek-debt-crisis-timeline>

OECD ECONOMIC OUTLOOK *Statistiky, databáze a předpovědi*. Dostupné

z WWW: <http://www.oecd-ilibrary.org/statistics;jsessionid=1cq212hc23bor.x-oecd-live-02>

PAPAKONSTANTINOOU, J. *Projev ministra financí k řeckému parlamentu 6.května 2010*. Greek ministry of finance. Dostupné z WWW:

<http://www.minfin.gr/portal/en/resource/contentObject/id/4e92985a-41df-40bc-857e-5393907b3466>

PUBLIC DEBT MANAGEMENT AGENCY *Agentura pro řízení veřejného dluhu*.
Statistické databáze. Dostupné z WWW: <http://www.pdma.gr>

SMLOUVA O EVROPSKÉ UNII *Maastrichtská smlouva*. Maastricht, 1992.
Dostupné z WWW: http://www.euroskop.cz/gallery/2/758-smlouva_o_eu_puvodni_verze.pdf

TRANSPARENCY INTERNATIONAL *Corruption Perceptions Index*. Dostupné
z WWW: http://www.transparency.cz/doc/CPI_2012/2012-12-05_CPI2012_mapa_a_vysledky.pdf

WILLIS, A. *Van Rompuy: Eurozone will bail out Greece if needed*. EUobserver,
2010. Dostupné z WWW: <http://euobserver.com/economic/29457>

