

ŠKODA AUTO VYSOKÁ ŠKOLA o.p.s.

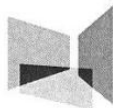
Studijní program: N6208 Ekonomika a management

Studijní obor/specializace: Specializace Mezinárodní podnikání a právo

Možnosti průběhů státních bankrotů Diplomová práce

Bc. Libor Pavlas

Vedoucí práce: prof. Ing. Stanislav Šaroch, Ph.D.



ŠKODA AUTO Vysoká škola

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Zpracovatel: **Bc. Libor Pavlas**

Studijní program: **Ekonomika a management**

Název tématu: **Možnosti průběhu státních bankrotů**

Cíl: Na základě taxonomické literatury ke státním bankrotům vyhodnotit a porovnat teoretické návrhy na zavedení mezinárodních pravidel pro restrukturalizaci veřejných dluhů.

Rámcový obsah:

1. Definice a typologie veřejného zadlužení. Domácí a zahraniční veřejný dluh. Veřejný dluh denominovaný v domácí a v zahraniční měně. Solventnost a likvidita. Dluhová pravidla.
2. Historie restrukturalizací státních dluhů. Přehled nejlepších praxí.
3. Teoretické návrhy pravidel restrukturalizace státních dluhů.
4. Existuje optimální řešení pro země EU?

Rozsah práce: 55 – 65 stran

Seznam odborné literatury:

1. REINHART, C M. *This Time is Different*. Princeton: Princeton University Press, 2011. ISBN 978-0-691-15264-6.
2. DVOŘÁK, P. *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2008. ISBN 978-80-7400-075-1.

Datum zadání diplomové práce: květen 2020

Termín odevzdání diplomové práce: leden 2021

L. S.



prof. Ing. Stanislav Šaroch, Ph.D.
Vedoucí práce



Mgr. Petr Šulc
Prorektor ŠAVŠ



prof. Ing. Stanislav Šaroch, Ph.D.
Garant studijní specializace



Bc. Libor Pavlas
Autor práce

Prohlašuji, že jsem závěrečnou práci vypracoval samostatně a použité zdroje uvádím v seznamu literatury. Prohlašuji, že jsem se při vypracování řídil vnitřním předpisem ŠKODA AUTO VYSOKÉ ŠKOLY o.p.s. (dále jen ŠAVŠ) směrnicí OS.17.10 Vypracování závěrečné práce.

Jsem si vědom, že se na tuto závěrečnou práci vztahuje zákon č. 121/2000 Sb., autorský zákon, že se jedná ve smyslu § 60 o školní dílo a že podle § 35 odst. 3 je ŠAVŠ oprávněna mou práci využít k výuce nebo k vlastní vnitřní potřebě. Souhlasím, aby moje práce byla zveřejněna podle § 47b zákona č. 111/1998 Sb., o vysokých školách.

Beru na vědomí, že ŠAVŠ má právo na uzavření licenční smlouvy k této práci za obvyklých podmínek. Užiji-li tuto práci, nebo poskytnu-li licenci k jejímu využití, mám povinnost o této skutečnosti informovat ŠAVŠ. V takovém případě má ŠAVŠ právo ode mne požadovat příspěvek na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložila, a to až do jejich skutečné výše.

V Mladé Boleslavi dne

Vlastnoruční podpis

Děkuji prof. Ing. Stanislavu Šárochovi, Ph.D. za odborné vedení závěrečné práce, poskytování rad a informačních podkladů.

Obsah

Úvod.....	8
1 Veřejný sektor a veřejný dluh.....	11
1.1 Výdaje a příjmy veřejného sektoru	12
1.2 Definice veřejného dluhu.....	13
1.3 Vznik veřejného dluhu	14
1.3.1 Příčiny vzniku aktivního dluhu.....	14
1.3.2 Příčiny vzniku pasivního dluhu.....	15
1.4 Veřejný dluh v EU a ČR	15
1.5 Dělení veřejného dluhu: domácí a zahraniční veřejný dluh	18
1.6 Solventnost a likvidita.....	23
2 Historie státních defaultů	24
2.1 Vypořádání defaultu v případech zahraničního dluhu	25
2.2 Vypořádání defaultu v případech domácího dluhu	32
2.3 Náklady defaultu.....	34
2.4 Proces restrukturalizace dluhu	35
2.4.1 Dlužník.....	37
2.4.2 Věřitel	38
2.4.3 Délka restrukturalizace dluhu.....	40
2.4.4 Restrukturalizace před defaultem vs. po defaultu	41
2.5 Argentina.....	42
2.6 Charakteristika veřejného dluhu eurozóny	44
2.6.1 Vývoj veřejného dluhu eurozóny.....	46
2.7 Řecko	47
2.7.1 Chybné kroky restrukturalizace řeckého dluhu	52
2.7.2 Podobnosti a rozdíly Řecké a Argentinské dluhové krize	53
3 Příklady restrukturalizace dluhu z historie.....	56
3.1 Pravidla při emisi dluhopisů.....	57
3.1.1 Collective Action Clause	57
3.1.2 Value recovery instruments	58
3.2 Obecně daná mezinárodní pravidla.....	59
3.2.1 Bradyho plán.....	59
3.2.2 Pařížský a Londýnský klub	61

4	Návrhy na proces restrukturalizace dluhu	63
4.1	Návrhy pravidel při vydávání dluhu	63
4.1.1	Collective Action Clause	63
4.1.2	Komise zástupců věřitelů	64
4.1.3	Podmíněné konvertibilní dluhopisy	64
4.1.4	Euro pojistné dluhopisy.....	66
4.1.5	Shrnutí	67
4.2	Návrhy rámců mezinárodních pravidel	68
4.2.1	Sovereign debt restructuring mechanism (SDRM).....	69
4.2.2	PADRE Plán	70
4.2.3	Arbitrážní řízení	71
4.2.4	Seniorita věřitelů	72
4.2.5	Shrnutí	74
4.3	Omezení věřitelů vymáhat svou pohledávku	74
4.3.1	Nelegitimní dluh.....	75
4.3.2	Legislativa na omezení supích fondů.....	75
4.3.3	Shrnutí	77
	Závěr	78
	Seznam literatury	81
	Seznam obrázků a tabulek.....	89

Seznam použitých zkratk a symbolů

ADR	Alternative Dispute Resolution
DSC	Debt Sustainability Framework
ECB	European Central Bank
ESA	European System of Integrated Economic Accounts
ESM	European Stability Mechanism
FTAP	Fair and Transparent Arbitration Processes
HIPC	The Heavily Indebted Poor Countries
IMF	International Monetary Fund
LIC	Low income countries
PADRE	Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone
PSI	Private Sector Involvement
MDRI	Multilateral Debt Relief Initiative
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
VRI	Value recovery instruments

Úvod

„Restrukturalizace veřejného dluhu je bolestivý proces, vždy tomu tak bylo, bolestivý pro zemi, pro vládu, pro obyvatele, pro věřitele a někdy také pro oficiální sponzory. Ale špatně zvládnutý proces restrukturalizace je mnohonásobně bolestivější“ (International Monetary Fund, 2018). Takto popisuje restrukturalizaci veřejného dluhu ekonom Lee C. Buchheit, který se několik let zabývá problémy restrukturalizace veřejného dluhu a státními bankroty, které jsou v posledních dekádách často zmiňovaným problémem především rozvíjejících se států, ale v ojedinělých případech, jak bylo možno sledovat na případech Argentiny a Řecka, i států rozvinutých. Defaulty států a restrukturalizace jejich dluhů se totiž zásadně liší oproti bankrotům korporací a bankrotům fyzických osob.

Pokud nastane situace, že se určitá firma dostane do problému se schopností splácet své závazky, na základě čehož je následně vyhlášen bankrot, mají dlužník i věřitel oporu v právním systému, díky kterému je věřitel schopen ve většině případů domoci se splacení dluhu, ať už v podobě finančních splátek, v podobě převzetí aktiv dlužníka, nebo věřitel může uplatnit zadržovací pravomoc na budoucí příjmy. Na druhou stranu, pokud není dlužník schopen splácet své závazky, stanovuje bankrotové právo podmínky oddlužení, které jdou na vrub věřitele. Podobný proces je uzákoněn i u osobních bankrotů, kdy je ve většině vyspělých států dán právní proces, jak má soukromá osoba postupovat vůči svým věřitelům. Díky těmto pevně daným právním pravidlům, kterými se řídí obě strany, dlužník i věřitel, se v poměrně krátkém časovém rámci docílí hlavního smyslu defaultu, tedy provedení restrukturalizace dluhu tak, aby dlužník mohl začít s „čistým štítem“, kdy náklady na umoření dluhu nesou obvykle v nějakém poměru obě strany. Restrukturalizace dluhu je pojem charakterizující směnu dluhopisů nebo půjček, které stát není schopen splatit, za nové dluhové instrumenty, které mají většinou delší dobu splatnosti, nižší úrokovou míru, nebo nižší nominální hodnotu.

Důležité je také na začátek rozlišit pojem default a bankrot. Default je situace, kdy subjekt, v tomto případě stát, propásne řádný termín jedné nebo několika splátek, kdežto bankrot je právně stanovený proces, který je využit pro oddlužení pomocí restrukturalizace dluhu, případně pomocí odpisu dluhu.

U defaultů suverénních států, i přes velice bohatou historii s mnoha případy, kdy se státy dostaly do situace, kdy již nebyly schopny dostat svým závazkům, však žádný mezinárodně akceptovaný mechanismus, jak postupovat, aby se docílilo shody mezi dlužníkem a věřiteli, není. Proces defaultu a následné restrukturalizace tak v mnoha případech je založen na improvizaci a ad hoc řešeních jak ze strany defaultujícího státu, tak i případně ze strany věřitelů. I přes absenci právního rámce, který by určoval kroky při restrukturalizaci, jsou však věřitelé schopni se dohodnout s dlužníkem a získat tak na zpět alespoň nějakou část z dlužné částky a málo kdy se stává, že by věřitel ztratil celou investovanou částku. Tyto dohody jsou však v mnoha případech zdlouhavé a státům trvá i několik let, než se dohodnou se svými věřiteli, což je nákladné pro všechny zainteresované strany.

Cílem této diplomové práce je zmapovat návrhy možných obecných postupů a pravidel při řešení restrukturalizací státních dluhů jak vyspělých, tak i rozvíjejících se ekonomik a na základě tohoto formulovat doporučení pro nastavení obecných pravidel pro proces restrukturalizace dluhu. Tato doporučení jsou v práci navržena nejen na základě studia návrhů, které navrhnou přední ekonomové a politici, ale i na základě analýzy historie státních defaultů a restrukturalizací státního dluhu. Dílčím cílem je analýza veřejného dluhu Řecka a dosavadního způsobu, jakým byl dluh u tohoto státu restrukturalizován. Na dílčí cíl navazuje i návrh postupů, jak by se mohlo postupovat v rámci restrukturalizace, pokud se jedná o stát v monetární unii.

První část diplomové práce popisuje základní makroekonomické definice a souvislosti spojené s fungováním veřejných financí, je charakterizován veřejný dluh a jeho členění. Převážně se jedná o rozlišení domácího veřejného dluhu a zahraničního veřejného dluhu. Charakterizován je také rozdíl mezi likviditou a solventností. V první kapitole jsou také popsány příčiny vzniku veřejného dluhu a jeho následky.

Druhá část práce se zabývá historií státních defaultů. Tato část ukazuje, že v dlouhodobém pohledu defaulty nejsou nic neobvyklého a opakují se v pravidelných cyklech. Přehled historie defaultů potvrdí, že jak dlužníci, tak věřitelé se trvale nepoučují z historie, spíše naopak. Následně jsou v této kapitole popsány různé typy restrukturalizace státních dluhů. Tím, že historie je bohatá na

státní defaulty, je mnoho případů a způsobů, jak se jednotlivé země vypořádávaly s neschopností splácet svůj dluh. Detailněji je v této souvislosti jako příklad tohoto druhu popsána dluhová krize v Argentině na přelomu tisíciletí. V této části je také popsáno, jak funguje veřejný dluh v rámci monetární unie, konkrétně eurozóně, a jaké možnosti mají členské státy pro stabilizaci veřejného dluhu. Na tuto část následně navazuje rozbor dluhové krize řeckého státu.

U mnoha případů restrukturalizace dluhů země pouze improvizovaly, což mělo za následek prohloubení a prodloužení krize. V jiných případech oproti tomu vlády problém s vysokým veřejným zadlužením vyřešily efektivně a jsou nyní prezentovány jako příklad pro ostatní země, které se dostanou do podobných problémů.

Třetí kapitola popisuje některé z těchto mechanismů a smluvních řešení, jež jsou považovány za úspěšné.

V poslední části jsou, na základě poznatků z předchozích dvou částí, navržena možná řešení designu státních bankrotů a hlavně souvisejících restrukturalizací dluhů. Jedná se o obecné poznatky, které by mohly zefektivnit proces státního defaultu a proces restrukturalizace. Tyto návrhy jsou rozděleny do tří subkapitol, kdy první se zabývá návrhem na uplatnění dohody postupu při případném bankrotu rovnou během vydávání dluhů. Druhá subkapitola mapuje možné obecné mezinárodní dohody a poslední subkapitola se zabývá případnou možností zavedení určitých mechanismů, které by za jistých okolností omezovaly věřitele ve vymáhání jejich pohledávek.

1 Veřejný sektor a veřejný dluh

Veřejný sektor státu se skládá z **vládního sektoru**, **finančního sektoru**, který reprezentuje centrální banka státu, a ze **sektoru neziskových organizací** (International Monetary Fund, 2009). „*Veřejným sektorem tedy rozumíme tu sféru společnosti, která se nachází ve veřejném vlastnictví, rozhoduje se v ní veřejnou volbou a probíhá v ní veřejná kontrola, přičemž účelem fungování veřejného sektoru je naplňování veřejného zájmu a správa věcí veřejných*“ (Hamerníková, 2010, str. 23). Veřejný sektor lze také definovat jako: „*část vládní hospodářské politiky, která nachází svou podstatu v rozpočtových (výdajových a příjmových) opatřeních*“ (Musgrave, Musgrave, 1989, str. 14).

Veřejný sektor hodnotí své příjmy a výdaje většinou ve vztahu k HDP. Relativní velikost výdajů veřejného sektoru se určuje pomocí **výdajové kvóty**, což je ukazatel výdajů v poměru k HDP. Ve vyspělých státech se výše výdajové kvóty pohybuje okolo 40 – 50 %. Průměrná výše výdajové kvóty ve státech EU v roce 2019 byla 46,6 % a v ČR to bylo 41,3 % (Eurostat, 2021a).

Podobným způsobem se určují i příjmy veřejného sektoru. Pro tuto potřebu se užívá **daňová kvóta**, jež zobrazuje poměr daňových příjmů vůči HDP. Pro příjmy se používá především daňová kvóta, protože daně tvoří zdroj většiny veřejných příjmů. Daňová kvóta udává buď jako jednoduchá daňová kvóta, která poměřuje vůči HDP pouze daně, anebo složená daňová kvóta, která bere v potaz i povinné platby jako jsou platby na sociální pojištění, zdravotní pojištění a cla. V roce 2019 tvořila složená daňová kvóta 41,1 % HDP členských států EU. V ČR to bylo 36,1 % (Peková, 2011, Eurostat, 2021b).

Dvořák (1992a) popisuje tři hlavní funkce veřejného sektoru jako funkce alokační, stabilizační a redistribuční. Cílem **alokační funkce** je efektivně produkovat a alokovat tržní a veřejné statky. Bez této funkce by mohlo docházet ke vzniku nedokonalé konkurence, nebo k nedostatku určitého statku na daném trhu.

Funkce stabilizační zajišťuje stabilní zaměstnanost, stabilní cenovou hladinu, nebo stabilní ekonomický růst prostřednictvím veřejných financí a snižuje tak dopady ekonomických cyklů a výkyvů.

Poslední **redistribuční funkce** přerozděluje příjmy a statky za účelem zmírnění nerovnoměrnosti ve společnosti a zajištění stavu, který bude společnost považovat za spravedlivý.

Tyto tři funkce dohromady plní hlavní cíl veřejného sektoru a to zabraňování tržnímu selhání, což je situace, kdy trh nedosahuje své efektivnosti. Bez zásahu státu prostřednictvím výše charakterizovaných funkcí by mohl trh v extrémním případě zaniknout (Dvořák, 1992a).

1.1 Výdaje a příjmy veřejného sektoru

Hamerníková (2007) definuje veřejné výdaje jako finanční toky, které jsou použity na realizaci fiskální funkce státu, což také znamená, že finanční prostředky jsou spotřebovány na principu nenávratnosti. Aby byl stát schopen realizovat své fiskální funkce, musí generovat veřejné příjmy na pokrytí veřejných výdajů. Pokud jsou veřejné výdaje vyšší než veřejné příjmy, vzniká **deficit (schodek)** veřejných rozpočtů, často také označováno jako schodek veřejného rozpočtu. Naopak, pokud je veřejný sektor schopen mít vyšší veřejné příjmy, než jsou jeho výdaje, vzniká **přebytek** veřejných rozpočtů.

Výdaje se člení do tří kategorií, kterými jsou: mandatorní, quasi-mandatorní a nepovinné výdaje státu. Mandatorní výdaje, jež jsou pro stát povinné ze zákona, patří k výdajům, které tvoří největší část veřejných výdajů, zhruba okolo 50 % všech výdajů. Do mandatorní kategorie spadají například nemocenské pojištění, podpory v nezaměstnanosti, sociální dávky, penze atd...). Mezi quasi-mandatorní výdaje, které nejsou právně povinné, ale jsou považovány za potřebné, jsou výdaje na obranu či platby státní zaměstnancům. Poslední složku tvoří nepovinné výdaje, kde spadají výdaje na infrastrukturu, rozvoj školství, kultury apod.

Aby stát mohl krýt své výdaje, potřebuje mít zdroj příjmů. Musgrave a Musgrave (1989) člení tyto příjmy na příjmy daňové, příjmy v podobě poplatků a příjmy v podobě půjček. Daňové příjmy jsou pak děleny do dvou základních skupin, jež jsou daňové příjmy a nedaňové příjmy.

Do kategorie daňových příjmů spadají platby, které je poplatník ze zákona povinen odvést státu. Mezi tyto platby patří daně jak přímé, tak i daně nepřímé, a zároveň také cla. Do skupiny nedaňových příjmů spadají převážně příjmy ze státního

podnikání, převážně od veřejných nefinančních institucí, dále také příjmy z pronájmu nebo prodeje vládního majetku anebo také poplatky a dávky, což jsou platby státním orgánům za provedené úkony a služby. Přispět k příjmům veřejného rozpočtu mohou ještě dotace, dary či granty vládních či soukromých institucí.

1.2 Definice veřejného dluhu

Veřejný sektor je složen ze soustav tří rozpočtů. Prvním je **rozpočet centrální vlády** (central government), také uváděn jako státní rozpočet, ze kterého se vypočítává státní rozpočet za daný fiskální rok. Evropský systém národních a regionálních účtů (ESA 2010) charakterizuje soustavu centrální vlády jako účet, který se skládá ze všech vládních jednotek kromě fondů sociálního zabezpečení. Tato správa má působnost na celém území země (Eurostat, 2016a).

Druhým typem rozpočtů jsou **rozpočty státních a místních vlád** (state and local government). ESA 2010 definuje tyto dva typy rozpočtů samostatně, pro účel této práce se však udávají dohromady. Místní vláda spravuje veřejnou správu, která má kompetenci pouze na určitém území, jako jsou obce, kraje, či regiony. Státní rozpočet se týká pouze pěti evropských zemí (Belgie, Německo, Rakousko, Švýcarsko a Španělsko) a jeho kompetence jsou mezi úrovní centrální vlády a místní vlády (Eurostat, 2020a; Eurostat, 2016b).

Poslední část veřejného sektoru tvoří **rozpočet fondů sociálního zabezpečení** (social security fund), který spravuje rozpočty zdravotních pojišťoven a ostatních vládních institucí podobného typu.

Z tohoto členění vyplývá, že veřejný dluh je tvořen kumulací dluhů těchto tří rozpočtů. Veřejný dluh je tedy větší než dluh státní a není správné tvrdit, že veřejný dluh se rovná deficitům státních rozpočtů. Je to dáno tím, že do veřejného dluhu spadají další faktory, které zvyšují zadluženost státu. Stejně tak ale v ojedinělých případech může být veřejný dluh nižší než kumulace rozpočtových deficitů v daném kalendářním roce a to za předpokladu, že rozpočtový deficit je splacen výnosy z prodejů státních podniků soukromým ekonomickým subjektům.

1.3 Vznik veřejného dluhu

Příčin, které mají vliv na vznik rozpočtového deficitu, je hned několik. Rozpočtový deficit může vzniknout v důsledku aktivity vlády, což je tzv. **aktivní deficit** anebo naopak v důsledku exogenních vlivů, a zde hovoříme o tzv. **pasivním deficitu** (Dvořák, 2008).

1.3.1 Příčiny vzniku aktivního dluhu

K aktivnímu vzniku deficitu dochází tehdy, když se vláda rozhodne aktivně snížit rozpočtové příjmy nebo naopak zvýšit rozpočtové výdaje pomocí nástrojů fiskální politiky. Tomu tak může být z ekonomických důvodů jako je snaha státu reagovat na výdajové šoky a zmírnit jejich důsledky tím, že je rozloží do delšího časového období, což by jinak mělo za následek prudké zvýšení daní. Vlády se také často rozhodují rozkládat daňovou zátěž v případech, kdy se buduje finančně náročnější veřejný projekt, většinou v podobě budování infrastruktury. Tento pojem se označuje jako tzv. „tax smoothing“, kdy vláda rozprostře daňovou zátěž na více let. Třetím důvodem může být expanzivní fiskální politika, kdy vlády snižují daně s cílem zvýšit veřejné výdaje (Dvořák, 2008; Alesina, Perotti, 1994).

Vznik aktivního deficitu však zapříčiňuje ještě jeden faktor a to tzv. vládní populismus, který se děje v předvolebním období, kdy se vlády snaží získat přízeň voličů, aby byly zvoleny do dalšího období. Imbeau (2002) však také zmiňuje, že vlády, které nebudou zvoleny do dalšího období, mohou zvýšit rozpočtový deficit pouze proto, aby ovlivnily program budoucí vlády, které bude muset upustit od svých plánů a zaměřit se na snížení rozpočtového deficitu (Dvořák, 2008). K podobnému závěru došel i Hodler (2011), kdy političtí členové cíleně a strategicky navyšují, či naopak snižují rozpočtový deficit, aby ovlivnily budoucí výsledek voleb. Politická nejednotnost a nekompetentní vedení státu často zapříčiní finanční krize a státní defaulty.

Dvořák (2008) jako některé další příčiny uvádí vznik dluhů z důvodu, že vláda převezme finanční závazky jiných ekonomických subjektů, jako tomu bylo například během celosvětové finanční krize z roku 2008, kdy Irská vláda převzala dluhy komerčních bank, aby finančně pomohla bankovnímu sektoru.

Zároveň je potřeba odlišovat zda se jedná o deficit strukturální, nebo o deficit cyklický. Strukturální deficit udává výši schodku rozpočtu za předpokladu plné

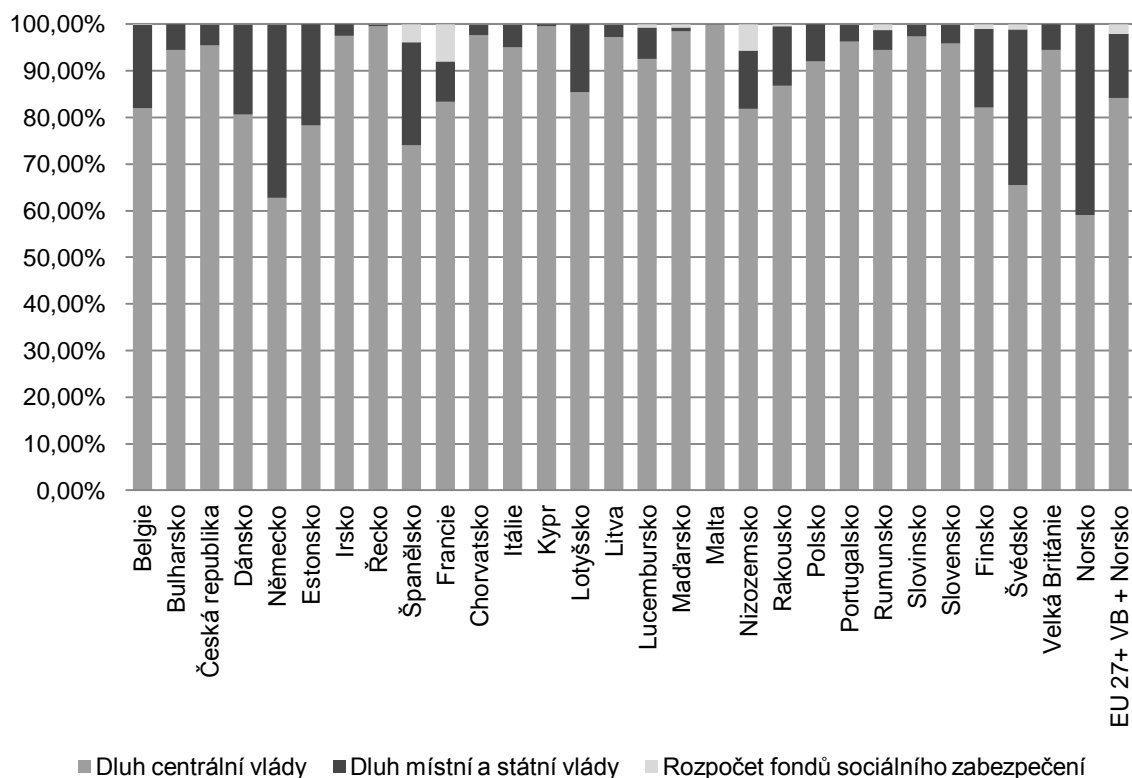
zaměstnanosti, tedy v situaci, kdy ekonomika pracuje na svém potenciaálním produktu. Pokud je strukturální saldo deficitní, tak to znamená, že se vláda v tomto období rozhodla hospodařit s deficitem. Cyklické saldo oproti tomu vyjadřuje vliv cyklického kolísání ekonomiky společně s působením vestavěných ekonomických stabilizátorů a pokud je ekonomika pod svým potenciaálním produktem, tak vzniká cyklický deficit.

1.3.2 Příčiny vzniku pasivního dluhu

Rozpočtový deficit může být zapříčiněn i důvody, které jsou pro vládu exogenními faktory. To znamená, že tyto faktory vláda může ovlivnit pouze do určitého bodu, nebo v častých případech na ně nemá žádný vliv. Těmito faktory mohou být nákladové a výdajové šoky, pokles HDP a nárůst úroků z veřejného dluhu. Poté se však ještě v ojedinělých případech objevují další faktory, které zapříčiňují vznik pasivního deficitu, a vláda nemá na tyto faktory žádný vliv. Jedná se o recese, ať už o ty ekonomické, jako tomu bylo v roce 2008, nebo o krize zapříčiněné jinými faktory, např. vypuknutí pandemie, kterou nyní zažíváme. Další příčinou dluhu bývají poklesy komodit, na jejichž prodeji je daný stát závislý. Takovým příkladem může být Venezuela, která se právě kvůli poklesu cen ropy na světových trzích dostala do dluhové krize. U rozvíjejících se ekonomik, je jedním z častých příčin zadlužení válečný konflikt nebo politický převrat. Příkladem opět může být Venezuela.

1.4 Veřejný dluh v EU a ČR

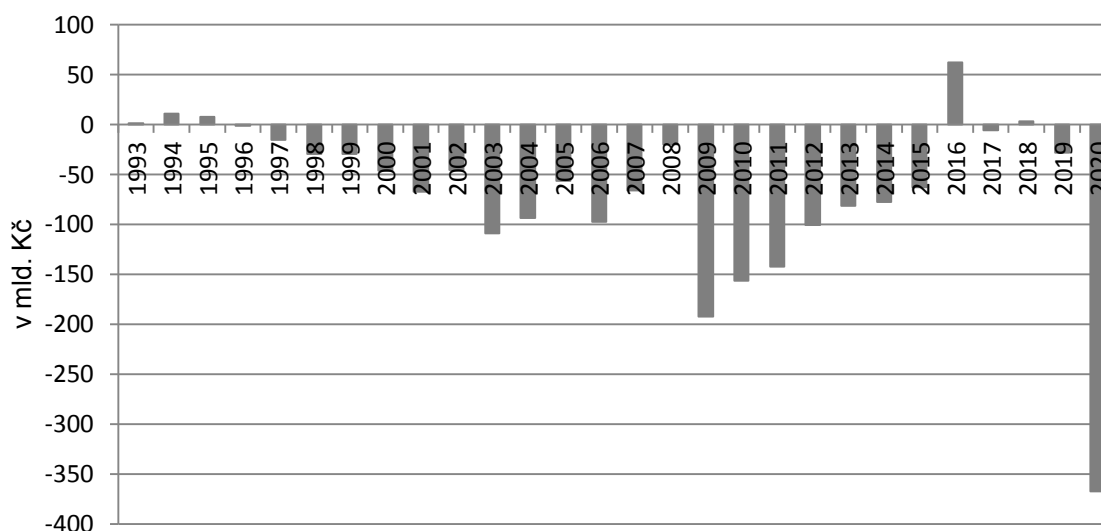
Při analýze veřejného dluhu je důležité znát jeho složení. Tato subkapitola mapuje zadlužení jednotlivých států EU s detailnějším zaměřením na Českou republiku. Obrázek číslo 1 zobrazuje podíl jednotlivých entit na celkovém veřejném dluhu v zemích Evropské unie za rok 2019. Z grafu vyplývá, že dluh centrální vlády tvoří většinový podíl na veřejném dluhu. Pouze v případě Norska tvoří dluh centrální vlády méně než 60 % celkového veřejného dluhu. Pro státy EU společně s Velkou Británií a Norskem tvoří dluh centrální vlády 84,15 %, dluh regionálních a místních vlád tvoří 13,82 % a zbylých 2,04 % je zastoupen dluhem fondů sociálního zabezpečení.



Zdroj: (Vlastní zpracování dat z Eurostat, 2021c; Eurostat, 2021d; Eurostat,2021e; Eurostat, 2021f)

Obr. 1 Struktura veřejného dluhu v zemích EU (%) za rok 2019

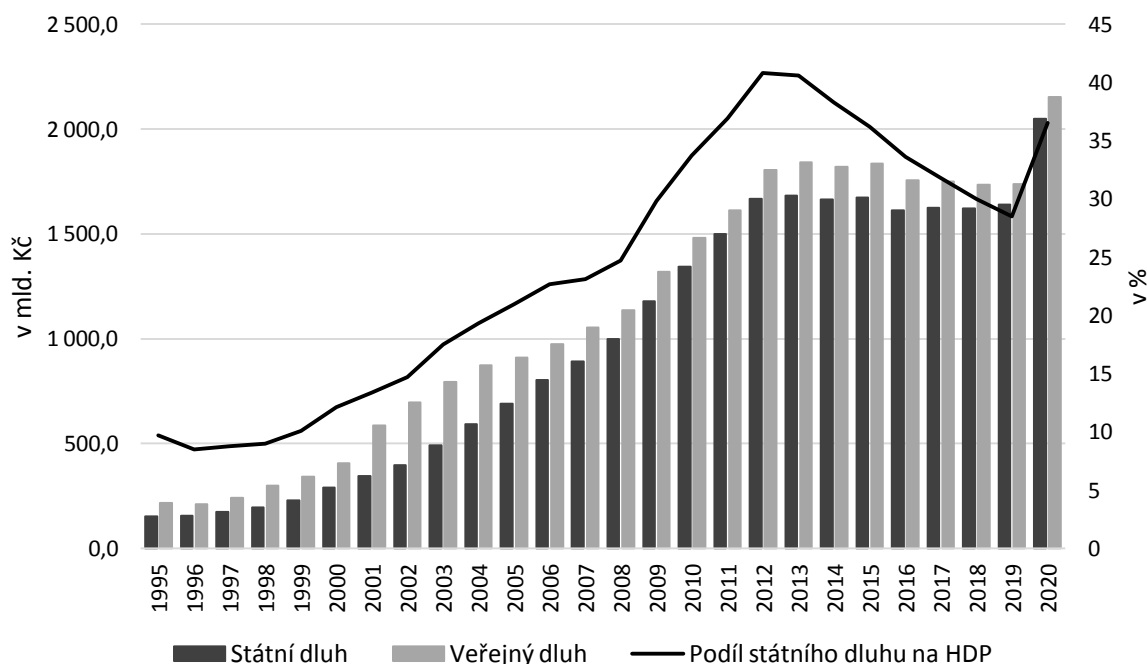
Vzhledem k tomu, že dluh centrální vlády tvoří většinou část veřejného dluhu ve vyspělých ekonomikách, v České republice to je více než 90 %, budeme se dále zabývat právě státním dluhem. Výsledkem rozdílu mezi veřejnými příjmy a veřejnými výdaji za daný fiskální rok je saldo státního rozpočtu. Jak již bylo zmíněno výše, pokud jsou veřejné výdaje vyšší než veřejné příjmy, tak vzniká rozpočtový deficit, také označován jako schodek státního rozpočtu. Pokud naopak jsou příjmy vyšší než výdaje, tak nastává rozpočtový přebytek. Obrázek číslo 2 zachycuje vývoj státního rozpočtu za jednotlivé fiskální roky od vzniku samostatné České republiky. Česká republika byla od svého vzniku pouze pět krát v přebytku státního rozpočtu a to v letech 1993, 1994, 1995, 2016 a 2018. V ostatních letech česká vláda hospodařila s deficitem, který dosáhl svého maxima v roce 2020, tedy v období, kdy vláda realizovala výdaje související s pandemií Covid-19.



Zdroj: (Vlastní zpracování dat z Ministerstvo financí ČR, 2021; ÚNRR, 2021)

Obr. 2 Schodek/přebytek státního rozpočtu v ČR v letech 1993 - 2020

Ze salda státního rozpočtu se poté odvíjí to, zda se stát dostává do dluhu, či naopak. Je to dáno tím, že veřejný dluh se kumuluje z rozpočtových deficitů a naopak, pokud stát za daný rok hospodaří s přebytkem, ten může být použit na snížení dluhu. Pokud tedy Česká republika hospodařila v minulých letech především s rozpočtovým deficitem, zvyšoval se jak její státní dluh, tak i její veřejný dluh, jak zachycuje obrázek číslo 3. Rozpočtový deficit je tedy jeden z hlavních důvodů, proč se státům zvyšuje veřejný dluh (Dvořák, 2008; Pavelka, 2007). V minulosti se používal na posouzení ekonomického vývoje státní dluh v absolutních hodnotách, až na přelomu tisíciletí však ekonomové začali posuzovat státní zadlužení na základě podílu vůči HDP, které dává dokonalejší přehled pozice státu a jeho dluhu (Dvořák, 1992b).



Zdroj: (Vlastní zpracování dat z Ministerstvo financí ČR, 2021; Ministerstvo financí ČR, 2014; databáze ČNB, 2021a)

Obr. 3 Vývoj veřejného a státního dluhu v ČR v letech 1995 - 2020

Jak státní, tak i veřejný dluh České republiky v poměru k HDP, zachyceno na levé ose obrázku číslo 3, se od roku 2012 do roku 2019 stabilně držel na hranici okolo 1 600 mld. Kč státního dluhu a 1 800 mld. Kč veřejného dluhu. Díky tomu se poměrově státní dluh vůči HDP, zobrazeno na pravé ose, snižoval a v roce 2019 klesl pod hranici 30 %. S rokem 2020 však musela česká vláda razantně navýšit své výdaje a zároveň se snížily příjmy státu z daní a pojistného, kdy česká vláda prominula či odložila platbu daní, aby podpořila pandemií Covid-19 zasaženou ekonomiku, což vedlo k nárůstu státního dluhu na necelé 2 050 mld. Kč. Poměr státního dluhu vůči HDP za rok 2020 tak byl 36,5 %. I tento nárůst dluhu za rok 2020 řadil Českou republiku mezi jedny z nejméně zadlužených zemí nejen Evropy, ale i skupiny zemí OECD.

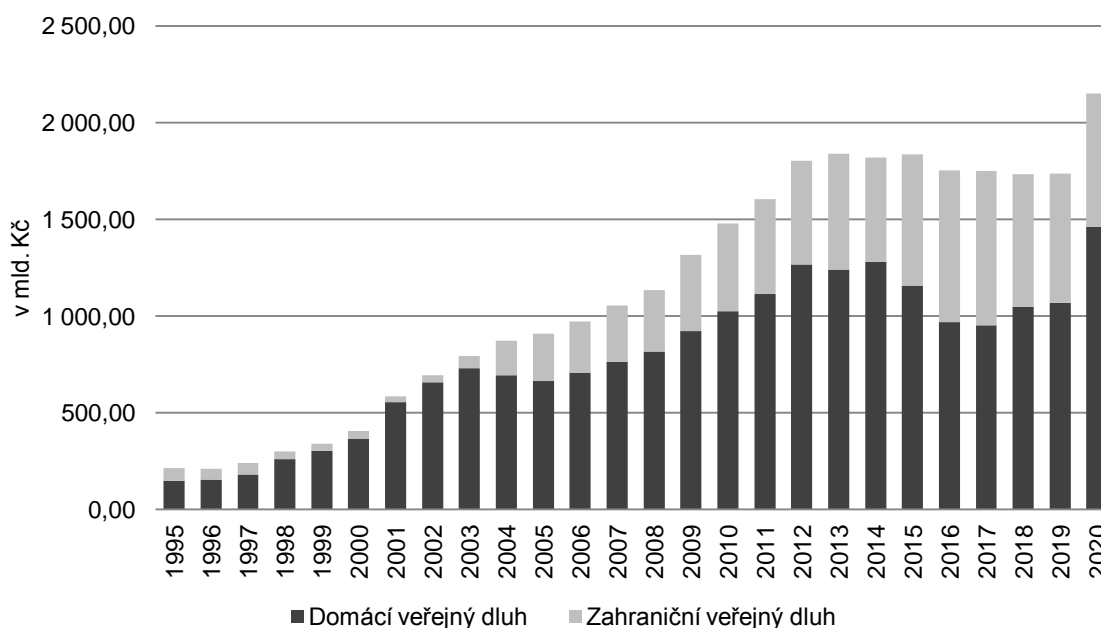
1.5 Dělení veřejného dluhu: domácí a zahraniční veřejný dluh

Jedno ze základních a nejdůležitějších dělení dluhů je podle toho, zda má vláda svůj veřejný dluh vůči domácím subjektům nebo vůči zahraničním subjektům. Toto má za následek, že dluh se dělí na dluh domácí veřejný dluh a zahraniční veřejný dluh.

Zda se jedná o veřejný dluh domácí, či zahraniční, se může určit dvěma způsoby. Tím prvním, a v České republice podle Ministerstva financí zákonným, je podle **držitele dluhu**. Státní cenné papíry mohou být zakoupeny jak domácími soukromými osobami, firmami a komerčními bankami, tak i těmi zahraničními. V případě, kdy si cenné papíry zakoupí rezidenti daného státu, vzniká domácí veřejný dluh. Veřejný dluh v držení nerezidentů daného státu poté představuje zahraniční dluh.

Domácí veřejný dluh je tvořen převážně státními pokladničními poukázkami, střednědobými a dlouhodobými státními dluhopisy vydanými na domácím trhu. V ojedinělých případech může být domácí veřejný dluh tvořen i dalšími domácími instrumenty, jako jsou například přijaté krátkodobé zápůjčky a úvěry, nebo směnkami, které vydal stát (Ministerstvo financí ČR, 2016).

Z dat České národní banky, na obrázku číslo 4, je patrné, že v ČR převládá domácí veřejný dluh nad veřejným dluhem zahraničním. Bylo tomu tak i nedlouho po rozdělení Československa, kdy v roce 1995 domácí dluh tvořil 69 % veřejného dluhu. Podíl mezi domácím a zahraničním dluhem se však navyšoval ve prospěch toho domácího postupem času a na přelomu tisíciletí zahraniční dluh tvořil pouze 5 % celkového dluhu. Od té doby se zahraniční veřejný dluh navyšoval, přesto však domácí veřejný dluh stále tvoří větší část celkového veřejného dluhu. Je to dáno tím, že je v české ekonomice dostatek volných soukromých úspor. Z pohledu dlouhodobé udržitelnosti veřejného dluhu je důležité znát tuto strukturu držby dluhu, protože s narůstajícím rizikem na finančních trzích, zahraniční subjekty jsou méně ochotny držet české dluhopisy a budou se jich chtít zbavovat.

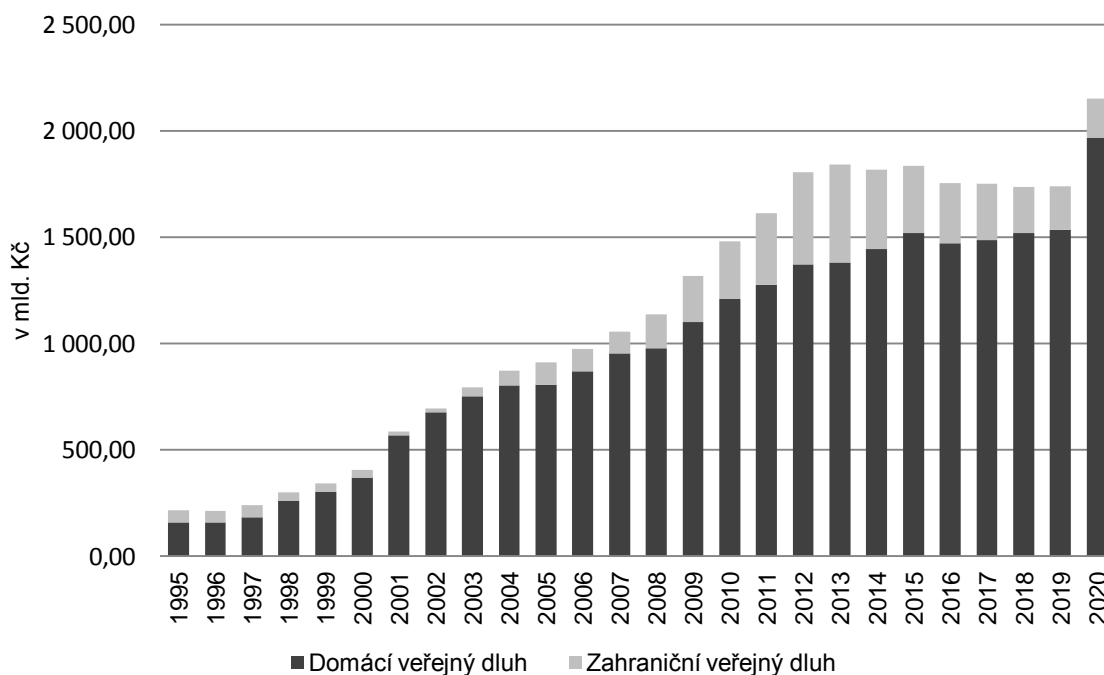


Zdroj: (Vlastní zpracování dat z databáze ČNB, 2021b)

Obr. 4 Domácí a zahraniční veřejný dluh ČR - dle držitelů dluhu v letech 1995 - 2020

Druhým způsobem, jak dělit veřejný dluh na domácí a zahraniční, je měna, ve které je dluh emitován. Toto dělení spočívá v tom, že dluh emitovaný v domácí měně se považuje za domácí a dluh emitovaný v zahraniční měně je považován za zahraniční. Tento způsob dělení veřejného dluhu se využívá spíše pouze v teoretickém prostředí, i přesto je však pro stát důležité vědět, v jaké měně je veřejný dluh emitován, protože to, v jaké měně, ve které je veřejný dluh vydán, má dopad na jeho stabilitu.

Tomz a Wright (2013) uvádějí, že většina zahraničních dluhů je klasifikována právě na základě tohoto pohledu, protože tento způsob je mnohem přesnější při analyzování, než přesné určení držitele dluhopisu. Stejně jako u subjektu, který drží veřejný dluh, tak i v případě denominace zahraničního dluhu převládá situace, kdy rozvojové země drží většinu svého veřejného dluhu v zahraniční měně a naopak, vyspělé ekonomiky drží dluh převážně ve své domácí měně. V roce 2019, pouze 7 zemí Evropské unie vykazovalo více než 10 % svého veřejného dluhu v zahraniční měně. Jednou z těchto zemí byla i Česká republika, která měla podíl veřejného dluhu v zahraniční měně těsně nad 10 %, jak je možno vidět na obrázku č. 5 (Eurostat, 2020b).



Zdroj: (Vlastní zpracování dat z databáze ČNB, 2021c)

Obr. 5 Domácí a zahraniční veřejný dluh ČR – dle druhu měny v letech 1995 - 2020

To, že rozvíjející se země emitují své dluhopisy v cizí měně, je i jeden z hlavních faktorů, který zapříčiňuje častější problémy s následným splacením dluhu. Neočekávaná depreciace měny, která není neobvyklá v rozvíjejících se ekonomikách, má za následek to, že se zvyšuje reálná hodnota zahraničního veřejného dluhu měřená v domácí měně a splatná z příjmů domácího rozpočtu. Příkladem země, která se kvůli depreciaci své měny dostala do vysokého dluhu, je Mexiko, které na začátku roku 1994 mělo podíl zahraničního dluhu 6 %, na konci tohoto roku to již bylo 66 %. V těchto situacích se vláda musí stále více zadlužovat, protože svým závazkům není schopen dostat ani soukromý sektor (Dvořák, 2008). Podrobněji mapuje historii jak domácích, tak i zahraničních dluhů a jejich restrukturalizace, kapitola číslo 2.

Při emitování státních cenných papírů je potřeba, aby si vlády byly vědomy i potencionálních negativ spojených s růstem domácího zadlužení. Jedním z rizik je takzvaný vytěsňovací efekt, kdy se snižují investice soukromých domácích subjektů, protože své úspory přesouvají do investic státních. Dále je nutné zvážit výši úrokové míry, se kterou bude stát cenné papíry emitovat, protože úrok přispívá k navyšování samotného dluhu a v situaci, pokud by úvěrový trh zamrzl,

stát by měl problémy s likviditou. V neposlední řadě emise cenných papírů může vést ke zvýšení míry inflace (Střecha, 2016).

Domácí veřejný dluh může mít i pozitivní efekt na ekonomiku státu. Cenné papíry mohou být státem využity jako jeden z nástrojů monetární politiky pro zajištění likvidity a stability bankovního a finančního sektoru. Od úrokové míry cenných papírů se také odvíjí úroková míra soukromých úvěrů (Střecha, 2016).

Jedním ze způsobů, jak stát může snížit domácí veřejný dluh je inflace. Inflace může dostat stát z dluhových problémů, ale růst inflace se negativně projeví na úsporách obyvatelstva státu, kdy se jim sníží reálná hodnota úspor. Vymanění se z domácího dluhu pomocí inflace se však často používá v zemích, kde převažuje autoritativní režim. Dalšími způsoby jsou zvýšení daní anebo úprava legislativy dané země.

Státy také prodávají cenné papíry zahraničním subjektům a to v případě, že je omezený zdroj domácích úspor omezen a státu domácí úspory nestačí na pokrytí veřejných výdajů. U zahraničních subjektů si častěji půjčují rozvíjející se ekonomiky, protože jejich domácí finanční trh není rozvinut do té míry, aby si vláda mohla půjčit od domácích subjektů, což má za následek to, že rozvíjející se státy mají vyšší podíl zahraničního veřejného dluhu vůči tomu domácímu (Dvořák, 1992b). Zahraniční financování státního dluhu může zamezit v dané ekonomice vytěšňovacímu efektu a také snížení vlivu dluhu na domácí úrokové míry, na druhou stranu, rozvíjející se ekonomiky mají posléze problémy splácet úroky z tohoto dluhu. Je to dáno především tím, že úroky jsou placeny v cizí měně, pro což je potřeba, aby stát měl pozitivní obchodní bilanci, kterou jsou rozvíjející se ekonomiky většinou schopny dosáhnout pouze za cenu snížení importu. Jako konsekvence snížení importu často bývá snížení ekonomického růstu (Dvořák, 2008).

I když bylo zmíněno, že zahraniční veřejný dluh držený nerezidenty převažuje u rozvíjejících se ekonomik, jsou i případy, kdy vyspělé státy mají většinový podíl svého dluhu v držení zahraničních subjektů. Takovými příklady jsou například Finsko nebo Rakousko, kdy veřejný dluh těchto států je z více než 60 % držen nerezidenty daného státu (Eurostat, 2020c).

V odborné literatuře je možno se ještě setkat s třetím pohledem na dělení veřejného dluhu, kterým je hledisko jurisdikce, pod kterou je dluh emitován. Pokud je dluh emitován pod jurisdikcí daného státu, jedná se o dluh domácí. Pokud je dluhu naopak vydán pod jurisdikcí zahraničních soudů, jedná se o dluh zahraniční. Z tohoto hlediska jsou zahraniční dluhy nejčastěji vydávány pod New Yorkskou a Anglickou jurisdikcí.

1.6 Solventnost a likvidita

Nakonec teoretické části je potřeba rozlišit dva pojmy, které jsou důležité při posuzování a analýzy dluhové situace dané země. Těmito pojmy jsou likvidita a solventnost. Likvidita je schopnost státu, nebo jakéhokoliv jiného subjektu, dostát svým závazkům z krátkodobého hlediska. Naopak, solventnost je neschopnost dlužníka splatit své dlouhodobé závazky.

Rozlišení, zda má daný stát problémy s likviditou nebo se solventností, je jeden ze stěžejních faktorů při následné restrukturalizaci dluhu. Pokud má země problém s krátkodobým placením svých závazků, může ji třetí strana, ve většině případů je to Mezinárodní měnový fond, poskytnout bez většího rizika překlenovací půjčku s nízkou úrokovou mírou. Tato překlenovací půjčka zabrání tomu, aby stát vyhlásil default, který v těchto případech není dlouhodobě nutný, protože stát nemá dostatek zdrojů, aby byl v budoucnosti schopen dluh splácet. U států s dlouhodobým problémem splácet své dluhy nebude mít překlenovací půjčka žádný dopad na vyřešení dané situace, spíše naopak a bankrot je tak jedinou možností, jak se dostat z dluhové krize.

2 Historie státních defaultů

Státní default je situace, kdy stát není schopen dostát svým závazkům, nejčastěji v podobě nesplacení jistiny či úroku, ve smluvené době. Defaulty mohou být úplné, anebo částečné, kdy stát vyhlásí default pouze na část svých závazků. Za částečný default může být považována například situace, kdy stát pokračuje ve splacení nabíhajících úroků, ale není schopen pokrýt nominální hodnotu dluhu (Trebesch, Papaioannou, Das 2012).

Podle Sturzeneggera a Zettelmeyera (2006) se první default v případě domácího dluhu udál již ve 4. století př. n. l., kdy některé řecké obce nebyly schopné dostát svým závazkům vůči věřiteli, chrámu Delos. Ekonomové Reinhart a Rogoff naopak ve své knize „This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly“ uvádějí, že první státní default v případě zahraničního dluhu proběhl v Anglii během 14. století za vlády krále Edwarda III, který nedokázal splatit půjčky od florentských bankéřů. Během minulých staletí, převážně v 16. až 18. století, se státních defaultů dopouštěly převážně evropské velmoci jako Španělsko a Francie (Reinhart, Rogoff, 2009).

Ne vždy stát vyhlásil default, protože nebyl schopen splatit své závazky, ale v některých případech, hlavním důvodem byla spíše neochota dluh splatit. Vzhledem k tomu, že jak Španělsko, tak i Francie velely vyspělým a silným armádám, nebylo pravděpodobné, že by se věřitelé pokusili získat své finanční prostředky nazpět prostřednictvím válečného konfliktu. V situacích, kdy tomu bylo naopak, tedy kdy světová velmoc byla v pozici věřitele a defaultující stát nebyl ochoten či schopen dlužnou částku splatit, nebývalo neobvyklé, když věřitel provedl vojenskou intervenci a tímto způsobem si vynucoval splacení dluhu. Příkladem je Velká Británie, která v roce 1882 vojensky okupovala Egypt a domáhala se splacení dluhu (Sturzenegger, Zettelmeyer, 2006; Reinhart, Rogoff, 2009).

V dnešní době již není příliš obvyklým způsobem, jak získat od dlužnického státu nazpět dlužnou částku, vojenská invaze. Co ale přetrvalo, tak je v některých případech neochota splatit své závazky, spíše než neschopnost jejich splacení. I přesto, že není dán mezinárodní právní rámec, jak postupovat a jaké páky použít při vymáhání dluhu, je zde pár možností, které věřitelé mohou použít. Jedním

z možných způsobů je zhoršení mezinárodního ratingu státu, což má za následek to, že dlužnický stát může přijít o přístup na kapitálový trh. Eaton a Gersovitz (1981) přišli s myšlenkou, že jeden z hlavních důvodů, proč by dlužnický státy měly být ochotny splatit dlužnou částku, je zachování pozitivní pověsti. Toto tvrzení souvisí s jednoduchou myšlenkou, že státy splácejí své dluhy hlavně z toho důvodu, aby jim věřitelé půjčili finanční prostředky i v budoucnu. Budoucím půjčkám by právě špatná pověst mohla zabránit. Věřitelé mají ještě další možnosti, které mohou uplatnit v případech, že jim stát hrozí nesplacením závazku, a ty budou popsány v další části této kapitoly. Nejdříve je však záhodno představit případy státních defaultů, protože stát v platební neschopnosti není, z historického pohledu, nic neobvyklého a ani přesto se prozatím nepodařilo přijmout jednotná mezinárodní pravidla, která by definovala, jak se má postupovat při této situaci.

2.1 Vypořádání defaultu v případech zahraničního dluhu

Postupy pro restrukturalizaci veřejného dluhu záleží na tom, o jaký default se jedná, zda o default v případě domácího dluhu, nebo dluhu zahraničního. Vzhledem k tomu, že defaulty v případě zahraničních dluhů jsou mnohem častější než v případě domácích dluhů, je i jejich historie mnohem bohatší jak následně v této části zachycuje soubor dat, který utřídila americká ekonomka Carmen M. Reinhart. Z jejího pramene dat je patrné, že se v podstatě všechny státy dostaly do defaultu na zahraniční dluh minimálně jednou během své historie. Některé státy default vyhlásily hned několikrát. Soubor dat spadá až do 13. století, tedy do doby, kdy již dnes ekonomicky vyspělé státy, byly ve stadiu rozvíjejících se ekonomik. Lze tedy vidět, že defaulty, které probíhají u, v dnešní době, rozvíjejících se trhů, nejsou nic neojedinělého, spíše naopak (Reinhart, Rogoff, 2009).

Tabulka číslo 1 zachycuje defaulty na zahraniční dluh šesti Evropských zemích v období 1300 až do roku 1799.

Tab. 1 Defaulty na zahraniční dluh: Evropa, 1300-1799

Země	Roky defaultu	Počet defaultů
Rakousko	1796	1
Anglie	1340, 1472, 1594*	2*
Francie	1558, 1624, 1648, 1661, 1701, 1715, 1770, 1788	8
Německo (Prusko)	1683	1
Portugalsko	1560	1
Španělsko	1557, 1575, 1596, 1607, 1627, 1647	6

*nejistota, zda se v tomto roce jedná o default v případě zahraničního, nebo domácího dluh.

Zdroj: (Reinhart, Rogoff, 2009, str. 87)

Nejvíce, co se defaultů týče, vyčnívá Francie, která v tomto období vyhlásila default hned osmkrát. Francouzský ministr financí, Joseph Marie Terray, který vedl úřad od roku 1768 do 1774, zastával názor, že pro obnovení ekonomické rovnováhy by státy měly vyhlášovat default alespoň dvakrát za sto let. Je až překvapivé, že od roku 1788 Francie již nezrušila žádný ze svých dluhů a nepropásla splátku a to i navzdory 19. a 20. století, kdy tuto zemi sužovala Francouzská revoluce, Napoleonské války a obě Světové války. Dalo by se tedy říci, že Francie je jednou z mála zemí, která se dokázala vymanit ze série defaultů a vyhnout se dalším budoucím situacím, kdy by nebyla schopná dostát svým závazkům (Reinhart, Rogoff, 2009).

Podobný vývoj vůči vyhlášení defaultu, jako tomu bylo u Francie, se však nedá říci o Španělsku. Španělská vláda v období 1300 až 1799 vyhlásila default v šesti případech, což je zanedbatelné v porovnání s 19. stoletím, ve kterém tato země vyhlásila platební neschopnost v sedmi případech. V 19. století však nemuselo několikrát vyhlásit default pouze Španělsko, ale i další země jako Portugalsko (6 defaultů) a Rakousko-Uhersko (5 defaultů), což je zobrazeno v tabulce číslo 2.

Pokud se posuneme v období po roce 1800, tak se vznikem nových států a také s rozvojem finančního trhu, dochází k více defaultům. Tabulka číslo 2 uvádí rok defaultů v afrických, asijských, evropských a latinskoamerických zemích. Pokud se podíváme na roky defaultů, často se stává, že země daného kontinentu vyhlásily bankrot ve stejném období. Mnoho států Latinské Ameriky, stejně tak jako Španělsko, defaultovalo na začátku 19. století, kdy se vedly války o nezávislost. Hlavními věřiteli těchto států byli londýnští bankéři, kteří byli hlavním zdrojem finančních zdrojů latinskoamerických vůdců, kteří tyto finance používali na

budování nových států. Londýnská finanční centra poskytla latinskoamerickým státům v letech 1822 až 1825 obligace v hodnotě přes 20 529 300 liber. Jak se však ukázalo, většina těchto vůdců nebyla schopná tyto půjčky později splatit (Reinhart, Rogoff, 2009).

Naopak, regionální shlukování defaultů je možno shledat na konci 20. století v afrických zemích, stejně tak jako v těch asijských, které byly způsobeny asijskou krizí na konci tisíciletí. To, že státy mají tendenci defaultovat ve shlucích je patrné také z let 1925 až 1949, tedy období Velké hospodářské krize, která započala roku 1929. Řada evropských a latinskoamerických států v tomto období vyhlásila default stejně jako v 80. a 90. letech během dluhové krize (Reinhart, Rogoff, 2009).

Tab. 2 Roky defaultu a restrukturalizace 1800 - 2008

Země, datum nezávislosti	Roky defaultu a restrukturalizace							
	1800-1824	1825-1849	1850-1874	1875-1899	1900-1924	1925-1949	1950-1974	1975-2008
Afrika								
Alžírsko, 1962								1991
Angola, 1975								1985
Egypt, 1831				1876				1984
Jihoafrická republika, 1910								1985, 1989, 1993
Keňa, 1963								1994, 2000
Maroko, 1956								1983, 1986
Nigérie, 1960								1982, 1986, 1992, 2001, 2004
Pobřeží slonoviny, 1960								1983, 2000
Středoafriická republika, 1960								1981, 1983
Tunisko			1867					
Zambie, 1964								1983
Zimbabwe, 1965							1965	2000
Asie								
Čína					1921	1939		
Filipíny, 1947								1983
Indie, 1947							1958, 1969, 1972	
Indonésie, 1948							1966	1998, 2000, 2002
Japonsko						1942		
Myanmar (Barma), 1948								2002
Srí Lanka, 1948								1980, 1982
Evropa								
Francie	1812							

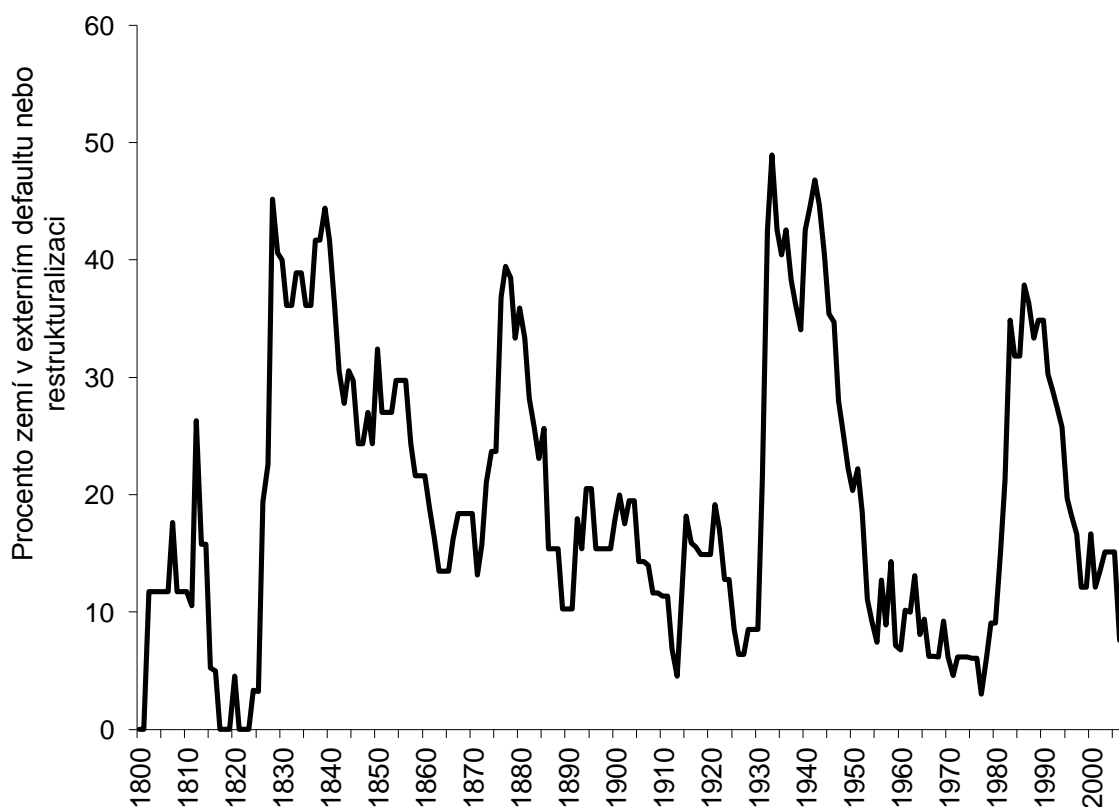
Maďarsko, 1918						1932, 1941	
Německo						1932, 1939	
- Hesensko	1814						
- Prusko	1807, 1813						
- Šlesvicko-Holštýnsko			1850				
- Vestfálsko	1812						
Nizozemsko	1814						
Polsko, 1918						1936, 1940	1981
Portugalsko		1828, 1837, 1841, 1845	1852	1890			
Rakousko-Uhersko	1802, 1805, 1811, 1816		1868				
Rakousko						1938, 1940	
Rumunsko						1933	1981, 1986
Rusko		1839		1885	1918		1991, 1998
Řecko, 1829		1826, 1843	1860	1893		1932	
Španělsko	1809, 1820	1831, 1834	1851, 1867, 1872	1882			
Švédsko	1812						
Turecko				1876	1915	1931, 1940	1978, 1982
Latinská Amerika							
Argentina, 1816		1827		1890		1951, 1956	1982, 1989, 2001
Bolívie, 1825				1875		1931	1980, 1986, 1989
Brazílie, 1822				1898	1902, 1914	1931, 1937	1961, 1964, 1983
Dominikánská republika, 1845			1872	1892, 1897, 1899		1931	1982, 2005
Ekvádor, 1830		1826	1868	1894	1906, 1909, 1914	1929	1982, 1999, 2008
Guatemala, 1821		1828		1876, 1894, 1899		1933	1986, 1989
Honduras, 1821		1828	1873				1981
Chile, 1818		1826		1880		1931	1961, 1963, 1966, 1972, 1974, 1983
Kolumbie, 1819		1826	1850, 1873	1880	1900	1932, 1935	
Kostarika, 1821		1828	1874	1895	1901	1932	1962, 1981, 1983, 1984
Mexiko, 1821		1827, 1833, 1844	1866	1898	1914	1928	1982
Nikaragua, 1821		1828		1894	1911, 1915	1932	1979
Panama, 1903						1932	1983, 1987
Paraguay, 1811			1874	1892	1920	1932	1986, 2003
Peru, 1821		1826		1876		1931	1969, 1976, 1978, 1980, 1984
Salvador, 1821		1828		1898	1921	1932	
Uruguay, 1811				1876, 1891	1915	1933	1983, 1987, 1990, 2003
Venezuela, 1830		1826, 1848	1860, 1865	1892, 1898			1983, 1990, 1995, 2004

Zdroj: (Reinhart, Rogoff, 2009, str. 91-96)

Z dat uvedených v tabulce číslo 2 je patrné, že defaulty probíhají ve vlnách a mohou ovlivnit ekonomiky napříč kontinenty.

Na obrázku číslo 6 je možno vidět pět hlavních vln defaultů v případě zahraničního dluhu. Pět vrcholů státních defaultů proběhlo v těchto obdobích:

- období Napoleonských válek (1803 – 1815)
- období latinskoamerických válek o nezávislost v letech 1820 – 1840
- období let 1870 – 1890
- období Velké hospodářské krize (30. léta – 50. léta 20. století)
- období dluhových krizí (80. a 90. léta 20. století)

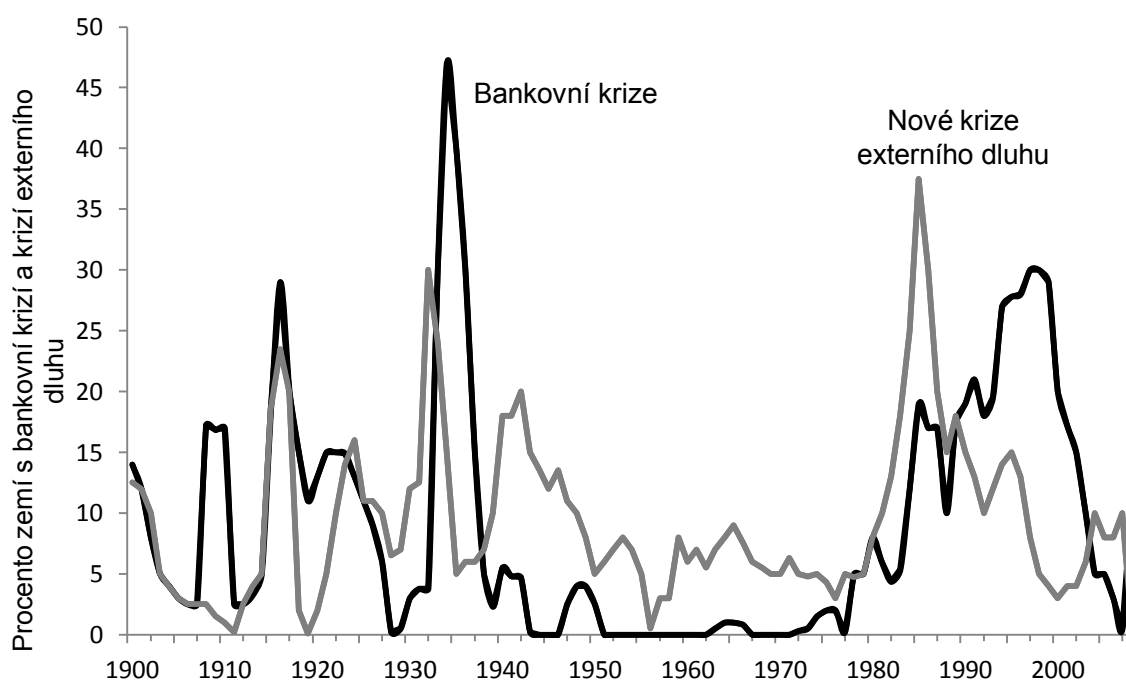


Zdroj: (Reinhart, Rogoff, 2009, str. 72)

Obr. 6 Země v externím defaultu nebo restrukturalizaci

Státní defaulty na zahraniční dluh jsou často doprovázeny dalšími typy krizí. Podle De Paoli a kol. (2009) je většina dluhových krizí doprovázená s krizemi, jako jsou krize bankovní či krize měnové. S tímto typem krizí je dluhová krize doprovázena více než v polovině případů. Státy tak často procházejí třemi krizemi zároveň.

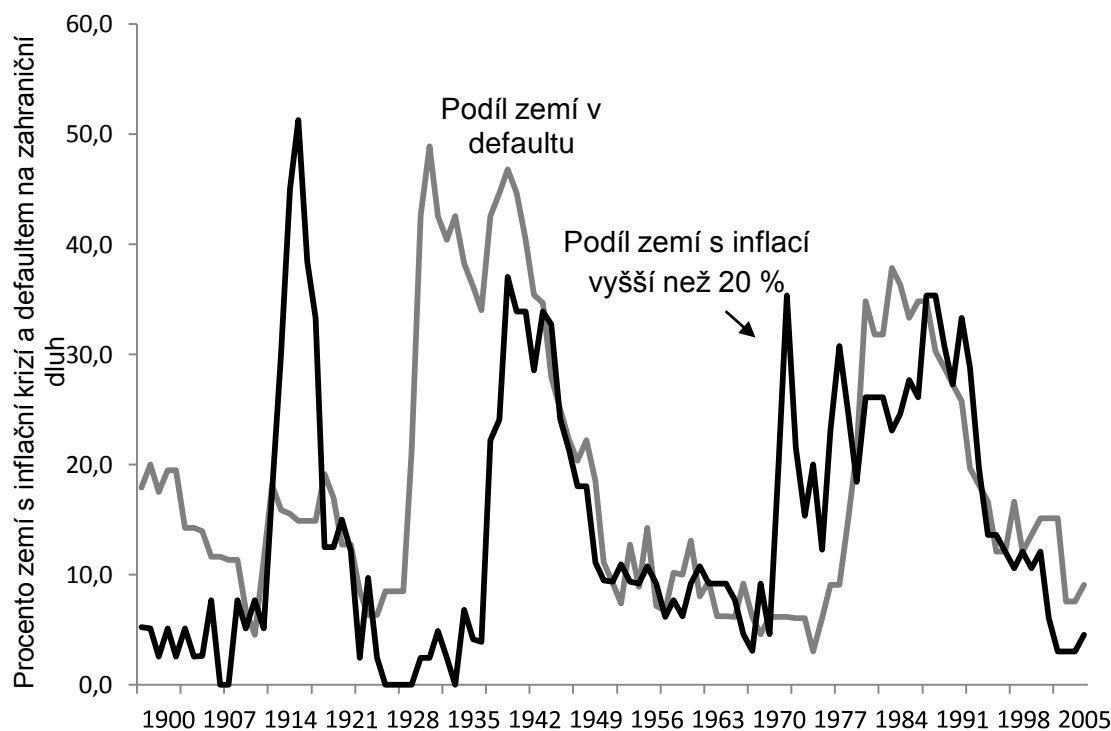
První krizí, která doprovází státní default bývá bankovní krize. Obrázek číslo 7 zobrazuje podíl zemí (vážené HDP), ve kterých probíhala bankovní krize, v porovnání se zeměmi, ve kterých probíhal default státního dluhu, nebo jeho restrukturalizace. Počet státních defaultů, stejně jako počet bankovních krizí, začal růst ve 20. století. Důvodů pro souvislost těchto dvou krizí je hned několik. Pokud probíhá bankovní krize v některé z rozvinutých ekonomik, má to za následek pokles světového ekonomického růstu. Ten se projevuje poklesem exportu, poklesem cen základních komodit a utlumením kapitálových toků mezi zeměmi. Bankovní krize v jedné zemi může také zapříčinit default sousední země, protože se u investorů projeví obavy o rizikovost investic v celé oblasti, nikoliv pouze v zemi s bankovní krizí (Reinhart, Rogoff, 2009). S velkou mírou korelace mezi veřejným dluhem a bankovní krizí souhlasí i De Paoli a kol. (2009), který na základě studie veřejných dluhů, dospěl k závěru, že ve 2/3 případů je dluhová krize doprovázená krizí bankovní, ať už ve stejném roce, nebo s ročním zpožděním.



Zdroj: (Reinhart, Rogoff, 2009, str. 74)

Obr. 7 Procento zemí s bankovní krizí a nově vzniklou krizí na externí dluh

Světový nárůst bankovních krizí má dopad nejen na defaulty na zahraniční dluh, ale také na vývoj míry inflace. Korelaci mezi defaultem na zahraniční dluh a mezi vývojem inflace, v období od roku 1900 do roku 2007, zachycuje obrázek číslo 8. Tento společný vývoj mezi defaultem a inflací není příliš překvapivý, protože pokud stát zvýší inflaci, činí tak ve většině případů kvůli neschopnosti splácet státní závazky. Inflace je totiž jeden z nejčastěji používaných způsobů, jak se dostat ze státního defaultu. Častěji se inflace používá v situacích, kdy stát není schopen splácet závazky u domácího dluhu, ojediněle však také u dluhu zahraničního. Pevný vztah mezi inflací a defaultem na zahraniční dluh se začal projevovat až po roce 1900, kdy v první polovině 20. století byl korelační koeficient 0,39, kdyžto v druhé polovině již byl 0,75 (Reinhart, Rogoff, 2009). De Paoli a kol. (2009) dospěl ke korelaci 0,77. Tento nárůst korelace způsobily především rozvíjející se trhy, u kterých je vztah mezi inflací a dluhem mnohem větší, než u států rozvinutých (Reinhart, Rogoff, 2010).



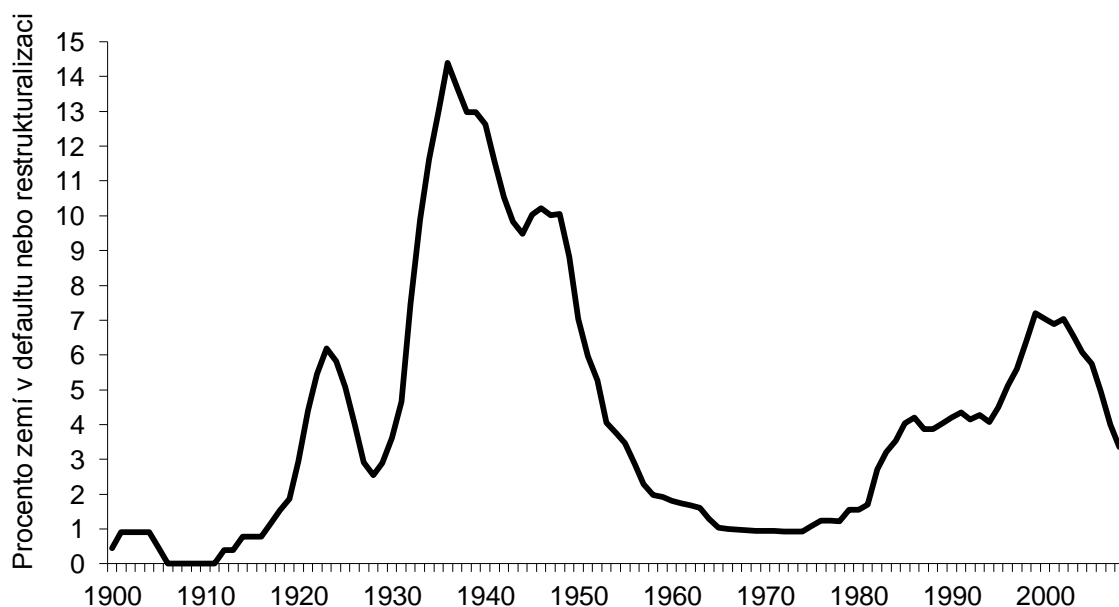
Zdroj: (Reinhart, Rogoff, 2009, str. 76)

Obr. 8 Externí default a inflační krize

Poslední faktor, který silně souvisí a ovlivňuje zahraniční dluh, převážně v rozvíjejících se ekonomikách, je měnový kurz a měna, ve které jsou dluhopisy emitovány. Rozvíjející se ekonomiky mají většinu svého zahraničního dluhu emitovanou v cizí měně, převážně ve stabilních měnách jako je americký dolar či euro, což při oslabení kurzu zahraniční měny vůči měně domácí, má za následek to, že daná země často není posléze schopná zajistit takové množství zahraniční měny, které pokryje výši dluhu. Státy vybírají daně v domácích měnách, takže v případě, že je domácí měna oslabena, může tato situace dovést stát k likviditě, případně i do insolvence, kdy dluh je již neudržitelný.

2.2 Vypořádání defaultu v případech domácího dluhu

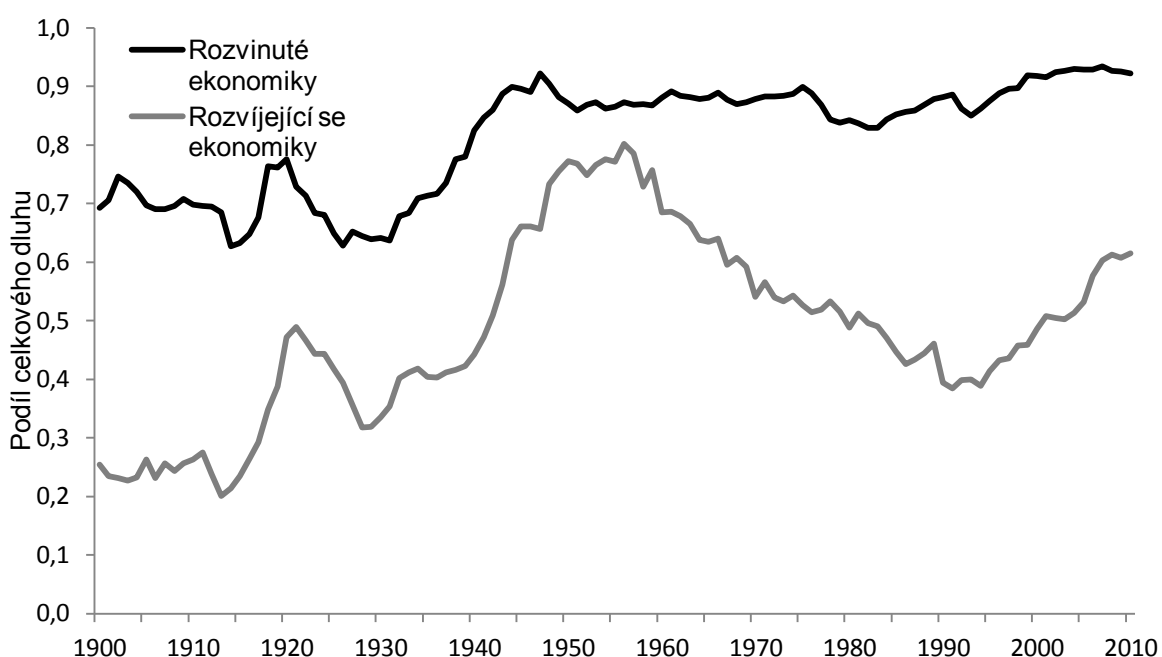
Domácímu dluhu nebyla v minulém tisíciletí přiřazovaná taková pozornost jako dluhu externímu. I domácí dluh však není z historického hlediska nic neobvyklého, a jak zachycuje obrázek číslo 9, v některých letech bylo v defaultu nebo restrukturalizaci dluhu skoro 15 % zemí. První větší vlna defaultů v případě domácího dluhu proběhla v období velké hospodářské krize. Druhá vlna defaultů domácího dluhu probíhala koncem 20. století, kdy byla dluhovou krizí postihnuta většina zemí Latinské Ameriky.



Zdroj: (Reinhart, Rogoff., 2011, str. 346)

Obr. 9 Procento zemí v defaultu nebo restrukturalizaci na domácí dluh

Na obrázku číslo 10 je možno vidět porovnání podílu domácího dluhu na celkovém dluhu mezi rozvinutými ekonomikami a těmi rozvíjejícími se. Jak je možno vidět, celkový dluh rozvinutých ekonomik je tvořen z převážné většiny dluhem domácím. Je to dáno tím, že tyto země emitují své dluhopisy převážně v domácích měnách a také tím, že v domácí ekonomice je dostatečně rozvinut finanční a bankovní sektor, takže financování státu proudí od jeho rezidentů. Naopak, v rozvíjejících se státech není dostatek prostředků pro financování státních projektů a proto u těchto států je podíl domácího dluhu na dluhu celkovém okolo 50 % za rok 2010.



Zdroj: (Reinhart, Rogoff., 2011, str. 322)

Obr. 10 Podíl domácího dluhu na celkovém dluhu

Defaults domácího dluhu nejsou tak časté jako defaults dluh zahraničního. To je dáno především tím, že stát je schopen snížit či plně zredukovat svůj domácí dluh pomocí inflace. Ne vždy je však pro stát výhodnější snížit dluh skrz inflaci, protože zvýšení inflace má negativní dopady finanční a bankovní systém, ale především také na úspory domácností, které se vzrůstající inflací ztrácejí kupní sílu, což má za následek pokles životní úrovně obyvatelstva. Příkladem země, která vyhlásila default v případě svého domácího dluhu, může být Argentina. Ta defaultovala mezi lety 1980 a 2001 hned třikrát (Reinhart, Rogoff, 2011). Od té doby byl vyhlášen default ještě dvakrát. Jednou v roce 2014 a poslední default proběhl

v roce 2020. Během 20. století byly pouze dvě vlny defaultů domácího dluhu. První proběhla v období velké deprese a ta druhá v 80. letech, kdy Latinskou Ameriku postihla finanční krize.

2.3 Náklady defaultu

Jak již bylo zmíněno v úvodu této práce, věřitelé nemají žádné právní možnosti, jako tomu je u bankrotů korporací či soukromých osob, jak získat své investované peníze nazpět. Proto by se mohlo zdát, že si tedy vlády mohou půjčovat od investorů bez zájmu následného splacení svých závazků a jedinou škodou by bylo poškození reputace dané vlády. Pokud by tomu tak ve skutečnosti bylo a věřitelé by neměli žádné „páky“, jak dlužnickou vládu donutit ke splacení, tak by nebyl žádný trh s veřejným dluhem (Sturzenegger, Zettelmeyer, 2006).

S dluhovou krizí jak tou domácí, tak i zahraniční, a následnou restrukturalizací jsou však spojeny náklady, kvůli kterým se nakonec vlády snaží svůj dluh alespoň z určité části splatit. Na základě nákladů spojených s defaultem, jako jsou sankce a další kroky věřitelů s účelem dlužníka poškodit, se obecně státní HDP sníží o 2 až 5 %. Pokles HDP může být i větší, záleží na délce krize a na tom, zda je dluhová krize ještě doprovázená krizí bankovní či krizí finanční.

Častým jevem, který doprovází stát ve fázi jeho defaultu, je zamezení vstupu na kapitálový trh, což danému státu znemožní emisi dluhopisů a přístup k zahraničnímu kapitálu. Před rokem 1980 měl v průměru defaultující stát zákaz vstupu na mezinárodní kapitálový trh na čtyři roky, po roce 1980 to již bylo v průměru pouze na méně než dva roky. Státy, které měly zamezený vstup na mezinárodní kapitálový trh, však byly touto absencí poznamenány pouze minimálně, protože dopad na čisté transakce byl v rozmezí 0,1 a 1,0 procentního bodu HDP. Panizza a kol. (2009) také udávají, že státy, které si již v minulosti prošly defaultem, získají přístup na kapitálový trh mnohem rychleji než státy, které prochází defaultem poprvé. Je to dáno především tím, že stát s dluhovou historií, je pro věřitele jednodušší předpovědět, jaké procesy budou použity při restrukturalizaci dluhu.

Se zákazem vstupu na mezinárodní kapitálový trh souvisí i poškození reputace státu a riziko, že pro stát bude těžší získat finanční prostředky od zahraničních subjektů v budoucnosti. Zhoršený rating má za následek také to, že věřitelé budou

dané vládě ochotni poskytnout své finance pouze s vyšším úrokem. Bulow a Rogoff (1989) však tvrdí, že reputace není jediným důvodem, proč dlužníci platí své dluhy, ale roli hrají i přímé sankce.

Panizza a kol. (2009) rozlišují tři druhy sankcí. Prvním druhem je politický, nebo v některých případech až vojenský, nátlak na defaultující stát. Tento způsob byl často využíván v obdobích před první světovou válkou. Věřitelská země provedla vojenský nátlak na dlužníka za účelem převzetí jeho příjmu z daní a dalších aktiv. Těmito příklady jsou Tunisko 1870, Egypt 1882, Turecko 1882, nebo Maroko 1905. V případech Tuniska, Egypta a Maroka vyústila tato politická a vojenská intervence ve ztrátu politické samostatnosti země.

Dalším druhem sankce, kterou zmiňuje Panizza a kol. (2009) je pokles zahraničního obchodu státu, který klesá přibližně o 8 % ročně a ovlivňuje mezinárodní obchod daného státu až na 15 let. Nejvíce zasaženými odvětvími jsou ty, které převážně exportují své statky a služby z daného státu. Poslední možností, v dnešní době ojedinělou, je legální sankce z pohledu privátního věřitele.

Obecně však důsledky defaultu mohou být mnohem výraznější. Roli hraje to, zda je dluhová krize doprovázená i krizí bankovní, či například krizí inflační. Ty pak mají dopad mimo jiné i na nezaměstnanost v daném státě. Je proto v zájmu daného státu, aby se s věřiteli dohodl na podmínkách restrukturalizace dluhu.

2.4 Proces restrukturalizace dluhu

„Ačkoli neexistuje všeobecně přijímaná definice, restrukturalizace státního dluhu může být definována jako směna nesplacených státních dluhových nástrojů, jako jsou půjčky nebo dluhopisy, pro nové dluhové nástroje nebo hotovost, prostřednictvím právního procesu“ (Trebesch, Papaioannou, Das, 2012, str. 7). Hlavním účelem dluhové restrukturalizace je, aby se defaultující stát dohodl se svými věřiteli na podmínkách směny dluhu, případně jeho odpuštění, což tak pomůže státu dostat se z nouzové situace. Tyto jednání jsou často velice složitá a zdoluhavá a pouze v ojedinělých případech se stává, že by věřitel získal nazpět celou svou investovanou částku.

Při restrukturalizaci dluhu jsou v současnosti podle Buchheita (2019a) užívány nejčastěji tyto metody. První metodou je prodloužení doby splatnosti dluhu anebo

úroku z dluhu. Tento způsob, anglicky označován jako „**debt rescheduling**“, je v podstatě sestavení nového splátkového kalendáře. Prodloužení či nastavení nového splátkového kalendáře je nejčastější způsob, který je využíván při vyjednávání mezi dlužníkem a věřitelem.

Druhým způsobem je snížení úrokové míry dluhu. V případě dluhopisů je to snížení kupónu, anglicky označováno jako „**coupon adjustment**“.

Snížení nominální hodnoty dluhu, což je označováno jako debt reduction nebo také často užívaným pojmem „**haircut**“. Tento případ není příliš častý a od roku 1950 tento způsob byl použit pouze v 57 případech (Trebesch, Papaioannou, Das, 2012).

Čtvrtým, také často používaným způsobem, který Buchheit přímo nezmiňuje ve své práci „*How to Restructure Sovereign Debt*“, ale v ostatních literaturách bývá zmiňován, je **finanční represe**. Finanční represe je nástroj, kdy vláda snižuje reálné úrokové sazby na takovou hladinu, aby byla nižší než míra inflace, díky čemuž se dluh reálně snižuje.

Není neobvyklé, pokud se během restrukturalizace užívají tyto metody dohromady. Historie však ukázala, že především privátní věřitelé často odmítají snížení nominální hodnoty dluhu. I přesto však některé země zkoušejí využít tuto metodu k docílení dohody. Takovým příkladem může být Argentina (2001), která nabídla svým věřitelům haircut ve výši 75 %, ti však na tuto dohodu nepřistoupili. Naopak, Řecko (2012) se úspěšně dohodlo se svými věřiteli na snížení nominální hodnoty dluhopisů, jak je detailněji popsáno v kapitole číslo 4.

Nejčastěji se používá prodloužení splátkového kalendáře s úpravou výše úroků, kdy věřitelé obdrží splátku později, ale díky tomu se jim zvýší přijatá jistina dluhopisu. Od roku 2003 se začaly využívat případy, kdy země prodlouží splátku svého dluhu bez úpravy výše úroku. Takovým příkladem může být Uruguay, která v roce 2003 prodloužila datum splatnosti svých dluhopisů o pět let, aniž by upravila výši úroků (Buchheit a kol., 2019a).

Proces restrukturalizace dluhu se za poslední roky výrazně změnil, převážně také kvůli změně struktury věřitelů. Mezi lety 1970 a 1980 byly ve většině případů hlavními věřiteli bankovní instituce, což znamená, že vyjednávací proces byl veden komisí BAC (Bank Advisory Committee), a každá defaultující země

vyjednávala s BAC, která zastupovala většinu věřitelských bank. Od 90 let se však situace začala měnit, kdy stále více věřitelů bylo v podobě penzijních fondů, nebo soukromých osob, které držely dluhopisy daného státu. V tomto případě neexistuje žádný jednotný proces či organizace, která by organizovala a koordinovala proces vyjednávání (Panizza, a kol., 2009).

Právě struktura, a v mnoha případech rozdrobenost, věřitelů je hlavním důvodem, proč se proces restrukturalizace může vyjednávat i několik let. Jako příklad lze uvést restrukturalizaci dluhu Argentiny z roku 2005, kdy je odhadováno, že argentinské dluhopisy mělo v držení zhruba 600 000 privátních věřitelů (Trebesh, Papaioannou, Das, 2012).

Dále je potřeba rozlišit, zda se jedná o restrukturalizaci domácího dluhu, nebo dluhu zahraničního. Jak již bylo zmíněno v kapitole číslo 1, mezi domácím veřejným dluhem a zahraničním veřejným dluhem je několik rozdílů. Stejně tomu je i v případě restrukturalizace těchto dluhů. Prvním rozdílem je to, že domácí dluh spadá pod jurisdikci domácí země, a proto případná žaloba ze strany věřitele by probíhala u domácího soudu. Domácí dluh je také držený rezidenty daného státu což znamená, že restrukturalizace domácího dluhu může přímo ovlivnit finanční stabilitu státu. Posledním bodem, na základě kterého se liší restrukturalizace těchto dvou dluhů, je to, že externí dluh je mnohem více náchylný na depreciaci a měnovou krizi, než dluh domácí. Je to tím, že domácí dluh často bývá emitován v domácí měně. Především tyto tři odlišnosti následně zapříčiňují to, že restrukturalizace externího dluhu je obecně delší než restrukturalizace dluhu domácího (Trebesh, Papaioannou, Das, 2012).

2.4.1 Dlužník

Dlužnické státy jsou, v porovnání s korporátními či fyzickými věřiteli, v takové situaci, kdy neexistuje žádný soud či právně zmocněný institut, který by provedl restrukturalizaci dluhu pod svým legálně závazným dohledem, což má za následek to, že vládní default může vyhlásit pouze daná vláda. Absence soudu, který by určil způsob restrukturalizace tak znamená, že provedení dluhové restrukturalizace může dojít pouze za souhlasu defaultujícího státu.

Dalším specifickým mezi státním dlužníkem a ostatními dlužníky je to, že v rámci insolvenčního rámce u korporátních a fyzických případů je možnost uplatnit

vnitrostátní soud, díky kterému mohou věřitelé žalovat své dlužníky a v rámci exekučního zákona tak získat od dlužníka majetek. Exekuce majetku v případě, kdy je dlužníkem stát, je nemožná, protože stát je chráněn svou suverenitou, která zabraňuje věřitelům exekučně zabavit majetek. Věřitelé tak mohou spoléhat pouze na to, že pomocí limitovaných nástrojů a sankcí přinutí dlužníka ke splacení daného závazku.

2.4.2 Věřitel

Buchheit a kol. (2019a) člení věřitele do tří základních skupin. První skupinou jsou **multilaterální oficiální věřitelé**. Hlavními multilaterálními věřiteli jsou IMF, Světová banka, Evropská Centrální Banka a další rozvojové banky. Tyto organizace se zaměřují na poskytování finančních prostředků především nejchudším zemím prostřednictvím iniciativ jakou je například **MDRI** (Multilateral Debt Relief Initiative). I přes absenci pravidel se došlo k vzájemné shodě, že prioritní postavení ve splácení dluhu v procesu restrukturalizace mají multilaterální věřitelé, především IMF, na které se díky jejich postavení nahlíží jako na věřitele poslední instance.

Restrukturalizace bilaterálního dluhu je situace, kdy mezi sebou jednájí suverénní státy. V pozici **bilaterálních oficiálních věřitelů** tak jsou samostatné státy. Při těchto jednáních je hlavním iniciátorem určitých pravidel **Pařížský klub**, což je organizace 22 největších ekonomik světa, které se snaží najít řešení při státních defaultech především v případě rozvíjejících se ekonomik, u kterých jsou v mnoha případech věřiteli.

Poslední skupinou jsou **soukromí věřitelé** v podobě soukromých bank, privátních společností a v podobě soukromých osob. Pro situace, kdy dlužnický stát musí jednat se soukromými věřiteli v podobě zahraničních bank, byl založen **Londýnský klub**. Jak Pařížský, tak i Londýnský klub jsou popsány podrobněji v kapitole číslo 3.

Do skupiny soukromých věřitelů nepatří pouze soukromé subjekty, které investovaly do země prostřednictvím bankovních úvěrů a dalších finančních nástrojů, ale i například dodavatelé, kteří poskytli vládě zboží či služby, a ta za ně nyní není schopná zaplatit. Stejně tak jsou zde zahrnuté takzvané supí fondy,

kteří skupují pohledávky od ostatních věřitelů s cílem získání plné výše pohledávky pomocí právních kroků.

I přes založení těchto klubů je stále jedním z největších problémů odmítnutí věřitelů podílet se na restrukturalizaci dluhu a vyjednávat s bankrotujícím státem, což je označováno jako **holdout problém**. Holdout je častější u dluhů, které jsou emitovány v cenných papírech než u půjček, což je dáno tím, že se s dluhopisy často obchoduje na sekundárním trhu a je proto mnohem složitější držitele dohledat. V těchto případech defaultující státy často používají různé instrumenty, aby docílily toho, že se vyjednávání budou účastnit i věřitelé, kteří by jinak požadovali splacení celé dlužné částky, většinou skrz soudy v Londýně nebo New Yorku. Těmito instrumenty jsou **sweeteners** (často užíván pojem **carrots**) nebo **sticks**, které mohou být v různých podobách. Nejčastější podobou sweeteners jsou vyšší úroky na nově vydaném dluhopisu, vyplacení peněžní částky za to, že se věřitel bude účastnit vyjednávání nebo další podoby záruk a benefitů pro věřitele. Největší sticks je pohrození věřiteli ze strany dlužníka, že pokud se nebude účastnit vyjednávání, tak nedostane žádnou finanční náhradu. Tento postup například uplatnila v roce 2005 Argentina.

Nevýhodou sweeteners však je to, že v určitých situacích mohou být v rozporu s tzv. **pari passu** klauzulí, která zaručuje rovnocenné jednání se všemi věřiteli, což pokud defaultující stát nabídne benefity holdoutujícím věřitelům, tak tím vytváří nerovné podmínky a věřitelé, kteří již přistoupili na prvotní dohodu, mohou požadovat stejné benefity.

Pari passu klauzule je využívána především v případech privátních dluhů a do dluhů vlád se dostala až později. Tato klauzule poprvé vzešla v širší známost v rámci veřejného dluhu a jeho restrukturalizace ve dvou případech, a to v případě Elliott Associates LP vs. Peru z roku 2000 a následně v případě NML Ltd. vs. Argentina z roku 2005. Od té doby se pari passu klauzule stala terčem častých diskuzí, protože stále není příliš jasné, jak se má tato klauzule vykládat v souvislosti s veřejným dluhem a jeho restrukturalizací. Pokud se bude čistě vycházet pouze podle terminologie, že „se všemi věřiteli se musí zacházet stejně“, tak to znamená, že defaultující stát musí odškodnit i věřitele, kteří se neúčastnili procesu vyjednávání, což snižuje šanci na stabilizaci veřejného dluhu

defaultujícího státu, jako tomu bylo právě v případě NML Ltd. vs. Argentina z roku 2005 (Olivares-Caminal, 2009).

Proto se mnoho odborníků shoduje, že význam rovnocenného přístupu se vztahuje pouze na právní postavení, ale nikoliv rovnost co se platby ze strany defaultujícího státu týče. Shodné interpretace však ještě nebylo docíleno, proto se očekává, že se v některých případech mezi dlužníkem a věřiteli objeví spory, jak se tato doložka má přesně vykládat.

2.4.3 Délka restrukturalizace dluhu

Vzhledem k tomu, že každé vyjednávání a proces restrukturalizace dluhu mezi defaultujícím státem a jeho věřiteli je velice individuální, bývá i délka tohoto procesu odlišná případ od případu. Trebesch a kol. (2012) rozdělil tento proces do tří fází, kdy první počáteční fáze začíná v době, kdy stát, který se dostane do dluhové situace, informuje své věřitele o možném nesplacení dlužné částky. Druhá fáze, fáze vyjednávací, začíná v situaci, kdy se začínají vést oficiální jednání o způsobu restrukturalizace až do doby, kdy je dohodnut způsob a podmínky, podle kterých se restrukturalizace dluhu provede. Poslední fází je implementace a uzavření dohody. Na základě vzorku dat od Trebsche, průměrná délka tohoto procesu je 28 až 32 měsíců. Jsou však případy, kdy restrukturalizace může proběhnout během pár měsíců, ale naopak i několik let. Případy jedněch z nejkratších dluhových restrukturalizací proběhly v Jamajce (2010), Uruguay (2003), Pákistánu (1999), Chile (1990), nebo Rumunsku (1986), kdy tyto země byly schopny dohodnout se se svými věřiteli během 4 měsíců. Naopak, Peru se dohodlo se svými věřiteli až po 14 letech vyjednávání.

Z historického hlediska se restrukturalizace dluhu daří řešit rychlejším způsobem. Průměrná délka restrukturalizace v letech 1970 až 1990 byla osm let, kdyžto od roku 1991 to je zhruba čtyři roky a od roku 1998 to jsou roky dva. Pouze Argentina byla výjimkou, kdy proces vyjednávání o dluhu trval déle než dva roky (Panizza, a kol., 2009). Z toho vyplývá, že i přes komplikovanější a rozsáhlejší strukturu věřitelů při dluzích v podobě dluhopisů, byly tyto restrukturalizace v průměru kratší, než restrukturalizace bankovního dluhu. Na základě tohoto došel Trebesch a kol. (2012) k závěru, že struktura a počet věřitelů nehraje rozhodující roli při

prodlevách v procesu restrukturalizace. Mnohem důležitější je postoj dlužníka a věřitele k docílení dohody.

2.4.4 Restrukturalizace před defaultem vs. po defaultu

Pokud stát začne vyjednávat restrukturalizaci svého dluhu až poté, co nedostal svým závazkům, jedná se o proces restrukturalizace po defaultu. Tento průběh je je častější, kdy Asonuma a Trebesch (2016) uvádějí, že ze zkoumaného vzorku 179 defaultů, vůči privátním zahraničním věřitelům, mezi lety 1978 až 2010, bylo 62 % v situaci po defaultu. Příkladem, kdy stát začal vyjednávat o restrukturalizaci, může být Argentinská dluhová krize (2001 – 2005). Naopak, 38 % těchto defaultů probíhalo v podobě restrukturalizace před defaultem, tedy že stát začal se svými dlužníky vyjednávat o dluhové restrukturalizace ještě před tím, než nedostal termínu splátky. Z porovnání těchto dvou situací vyplývá, že v průměru je pro dlužníka, a také pro věřitele, výhodnější, pokud se proces započne v době, kdy stát ještě neprodlel se splátkou. Asonuma a Trebesch (2016) uvádějí tento závěr na základě analýzy základních ukazatelů, které zachycují průběh a výsledek vyjednávání.

Doba restrukturalizace před defaultem je v porovnání s restrukturalizací po defaultu v průměru o 4 roky kratší, kdy ze 179 případů vyplývá, že pokud se stát rozhodne začít vyjednávat předčasně, tak za rok může dosáhnout dohody se svými věřiteli, oproti 5 letům při vyjednávání po defaultu. Rozdíl je markantní i v případě maximální délky restrukturalizace, kdy v případě restrukturalizace před defaultem se jedná o 2,5 roku a v případě restrukturalizace po defaultu to je i více než 20 let. S kratší dobou procesu restrukturalizace je spojen i dřívější zpřístupnění kapitálového trhu defaultujícímu státu. Pro stát je přístup na kapitálový trh zásadní pro to, aby mohl opětovně získat kapitál od věřitelů a stabilizovat svou ekonomickou situaci. Díky rychlé dohodě s věřiteli a rychlejšímu přístupu na kapitálový trh se defaultujícími zemím nepropadá HDP v takové výši, jako v případě několikaletých restrukturalizací (Asonuma, Trebesch, 2016).

Dluhová restrukturalizace před defaultem však není výhodná pouze pro dlužníka, ale také pro věřitele, který má možnost vyjednat si nižší haircut. Důvodem je to, že věřitel má stále možnost nabídku odmítnout a čekat na vývoj situace a zda stát opravdu bude defaultovat. Může se totiž stát, že defaultující stát bude nakonec

schopen svou dlužnou částku splatit v plné výši. Naopak, pokud se proces restrukturalizace započne až poté, co stát nesplatil svůj závazek, věřitelé nemají jinou možnost, pokud nechtějí zastávat postoj holdoutu, než haircut přijmout. V této fázi dlužník nabízí větší haircut, než v počáteční fázi. Asonuma a Trebesch (2016) na základě vzorku dat vyzozorovali, že průměrný haircut v období před defaultem je 18 %, kdyžto v období po defaultu je více než dvojnásobný a pohybuje se okolo 48 %.

2.5 Argentina

Argentina a její krize veřejného dluhu patří mezi jedny z největších a nejvíce publikovaných případů týkající se neschopnosti státu dostát svým závazkům a vyhlášení následného defaultu. Za posledních 40 let, především kvůli tomuto latinskoamerickému státu, se projevilo, jak aktuální může být téma státních defaultů a zároveň se také prokázalo, jaké následky může mít, když nejsou dány žádná jednotná pravidla nebo postupy při vyjednávání restrukturalizace dluhu. Na argentinských případech defaultů je možno vidět oba spektra problému, tedy prvně pokud je pro stát velice jednoduché nedostát svým závazkům a bez jakýchkoli konsekvencí dluh nesplátit, ale také na druhou stranu, jaký má dopad situace, kdy jsou pravidla příliš přísná (Wolf, 2014).

První default Argentiny se udál v roce 1827, 11 let po vyhlášení samostatnosti nad Španělskem. Hlavním věřitelem byla národní banka Anglie, jež financovala založení a v prvních letech rozkvět nově vyhlášeného státu. Argentina však začala mít problémy se splacením svých závazků po růstu úroků dluhopisů v roce 1925. Po vyhlášení defaultu trvalo více než 30 let, než byla latinskoamerická země opět schopná splácet tento dluh. Druhý vyhlášený default přišel v roce 1890, kdy se propadly ceny komodit a vzhledem k tomu, že Argentina byla v té době výrazně zadlužená kvůli výstavbě železniční sítě napříč zemí, tak se stát dostal do insolvence. Až po 4 letech se díky půjčkám od věřitelů z Velké Británie podařilo Argentině obnovit splacení svého dluhu vůči věřitelům. Následné defaulty v letech 1951 a 1956 byly zapříčiněny několika faktory, od následků Velké deprese, Světových válek a nestále politické situace v zemi. Default z roku 1956 zároveň vedl k založení Pařížského klubu (Bartenstein, Maki, Gertz, 2020).

Další dva defaulty přišly v 90. letech minulého století, kdy celou Latinskou Ameriku zasáhla dluhová krize a Argentina, spolu s dalšími 16 státy tohoto kontinentu, musela restrukturalizovat svůj dluh. Události jako vojenské povstání, pád cen komodit, růst úroků půjček od hlavního věřitele, správy federálních rezerv v USA, vedly k hyperinflaci, která dosáhla výše až 3 000 %, což zapříčinilo, že koncem tohoto desetiletí měla Argentina zahraniční dluh více než 100 mld. USD (Bartenstein, Maki, Gertz, 2020).

V prosinci 2001, vyhlásila Argentina default rekordní dluh ve výši 66 mld. USD, který o pár měsíců později dosáhl výše 100 mld. USD, a argentinské dluhopisy tvořily čtvrtinu obchodovatelného dluhu ze všech rozvíjejících se zemí. Argentinská vláda však podala první návrh na restrukturalizaci dluhu až v roce 2003. Tento případ byl také komplikovaný kvůli velké komplexnosti dluhu, který byl emitován v celkem 152 sériích dluhopisů. Na základě Bradyho dohody, komerční banky vyměnily své půjčky za dluhopisy, které následně mohly být obchodovány na sekundárním trhu. To mělo za následek roztříštěnost věřitelů. Dluhopisy začaly být v držení zahraničními hedgovými fondy, penzijními fondy, bankami, vládami, ale také soukromými investory. Dluhopisy byly zároveň vydány pod 8 různými jurisdikcemi, denominovány v 6 různých měnách a byly vlastněny více než tisícem různých věřitelů, což zapříčinilo, že věřitelé ztratili v průměru 71 – 75 % čisté hodnoty dluhopisu (Cassou, a kol., 2008; Roos, 2019).

Důvody dluhové krize lze zpozorovat již v krocích, které byly učiněny na začátku roku 1990. Argentinská vláda již několik let bojovala s vysokou inflací, v některých obdobích i s hyperinflací, na základě čehož reformovala svou ekonomiku a nastavila paritu své měny, pessa, v poměru 1 ku 1 vůči americkému dolaru. Argentíně se podařilo zastavit růst inflace, ale s počátkem krizí v Asii, Rusku a Brazílii se argentinská ekonomika začala dostávat opět do problému. Nezaměstnanost vzrostla na 23,6 % v roce 2002 a HDP se propadlo mezi lety 1998 a 2002 o 28 % (Saxton, 2003).

Výše nesplaceného dluhu nebo pokles HDP nejsou jedinými faktory, které zapříčinily, že argentinský default z roku 2001 je jedním z nejvíce zmiňovaných v odborné literatuře. Specifický byl i průběh restrukturalizace, který trval 15 let. Argentina totiž musela vyjednávat na třech frontách, s IMF, s bilaterálními věřiteli a také se soukromými věřiteli. Právě soukromí věřitelé v podobě supích a

hedgových fondů byli důvodem, proč se spor vedl skoro 15 let. Argentina neměla v doložkách u vydaných dluhopisů CAC klauzuli, a proto se stalo, že i přes přijetí návrhu na změnu podmínek ze strany víc než 90 % soukromých věřitelů, zbylí holdout věřitelé protáhli celý spor o několik let. Supí a hedgové fondy se u dluhopisů vydanými pod New Yorkskou jurisdikcí úspěšně domáhaly splacení dluhu v plné výši na základě pari passu klauzule, kdy v případě většiny kreditorů byl dluh splněn v plné výši (Guzman, 2016).

Tento příklad je výsledkem toho, jak může dopadnout situace, kdy nejsou daná pravidla pro takto komplexní proces. Není proto divu, že kvůli tomu a kvůli dalším faktorům čelí Argentina dalšímu defaultu, kdy argentinská vláda nesplatila v roce 2020 503 mil. USD za úroky u dluhopisů vydaných pod New Yorkským právem v daném určeném časovém rámci a bude tedy opět vyjednávat se svými věřiteli o restrukturalizaci dluhu (Economist, 2020).

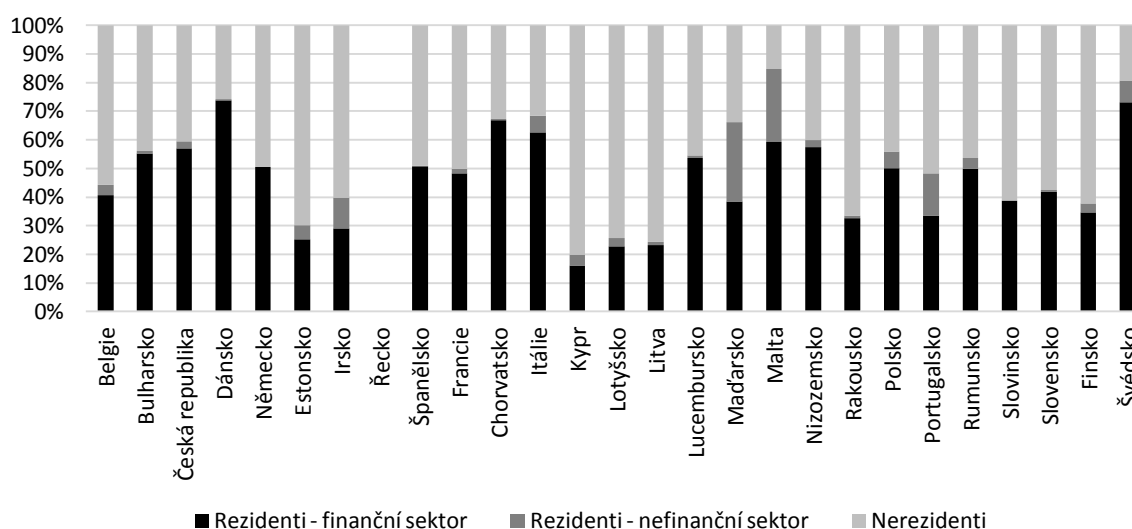
2.6 Charakteristika veřejného dluhu eurozóny

To, že státní default a jeho následná restrukturalizace není případ pouze zemí s nízkými příjmy a rozvojových zemí, se ukázalo v období během a po světové krize, kdy se do dluhových problémů dostaly členské země eurozóny, tím nejznámějším případem je Řecko. Právě toto období prokázalo, že dluhovou udržitelnost a případnou restrukturalizaci dluhu je nutné řešit i u zemí, u kterých se předpokládalo, že nikdy nemohou defaultovat. V roce 2010 pronesl bývalý místopředseda Evropské komise názor, který vystihoval postoj mnoha vysoce postavených ekonomů a politiků, kdy prohlásil: „*Ne, Řecko nevyhlásí default. Prosím, v eurozóně default neexistuje*“ (Whelan, 2013, str. 1). O pár měsíců později se Řecko dohodlo s Evropskou centrální bankou na způsobu defaultu, který byl v roce 2012 implementován. Byl to tak první státní default vyspělého státu od konce 2. světové války a zároveň to byla událost, které přiměla evropské orgány zaměřit se na otázku dluhové udržitelnosti států eurozóny, protože jak se na příkladu Řecka ukázalo, i státy eurozóny defaultují (Whelan, 2013).

Eurozóna se díky svému uskupení vyznačuje určitými charakteristikami, které výrazně ovlivňují monetární politiku členských zemí. To má následně dopad i na veřejný dluh a následné řešení případného bankrotu. Jak bylo zmíněno v kapitole číslo 1, veřejný dluh je možno dělit na dluh domácí a dluh zahraniční, podle toho,

kdo je jeho držitelem či v jaké měně je dluh vydán. Na základě toho, o jaký dluh se jedná, zda o domácí, nebo zahraniční, může stát následně použít monetární a fiskální nástroje ke snížení dluhu. V případě domácího dluhu je možno prostřednictvím centrální banky dluh snížit pomocí inflace, finanční represe nebo zvýšením peněz v oběhu. Ani jeden z těchto prostředků však členské státy eurozóny nemohou využít, protože monetární politiku eura zastává Evropská centrální banka. Monetární unie je tak velice podobná zlatému standardu, kdy státy také nemohly bezmyšlenkovitě tisknout peníze. To je jeden z důvodů, proč během období zlatého standardu nebylo nic neobvyklého, pokud se i vyspělé státy dostaly do defaultu.

Pokud se na dělení dluhu podíváme z teoretického hlediska, tedy z pohledu měny, ve které je dluh emitován, tak členské státy emitují zahraniční dluh, který je mnohem obtížnější restrukturalizovat. Je tak proto, že státy eurozóny nemají kontrolu nad eurem. V tomto případě se rozchází ekonomický pohled s pohledem právním, kdy princip eura stojí na tom, že euro je měna všech členských států, a z pohledu práva je tak euro bráno jako domácí měnou (Gros, 2013). Proto se v tomto případě, více než na měnu, ve které je dluh emitován, hledí na držitele dluhu. Hledisko držitelů dluhu je, stejně jako u českého právního rámce, hlavním faktorem, na základě kterého se člení dluh domácí a dluh zahraniční. Jak je možno vidět na obrázku 11, ve státech EU je velice individuální, jaký je podíl držitelů dluhů. V případě Řecka nejsou data ohledně držitelů dluhu dostupná.



Zdroj: (Vlastní zpracování dat z Eurostat, 2021g)

Obr. 11 Držitelé veřejného dluhu v rámci EU27 za rok 2019

Další charakteristikou států monetární unie je to, že se tyto státy potýkají s větší korelací výše veřejného dluhu s vývojem úrokové míry, než tomu je u rozvinutých států mimo měnovou unii. Z tohoto pohledu mají státy eurozóny elasticitu mezi úroky a dluhovým poměrem spíše jako rozvíjející se státy (Dell'Erba, Hausmann, Panizza, 2013). To způsobuje podle Dell'Erba a kol. (2013) finanční fragilitu v porovnání s rozvinutými zeměmi mimo monetární unii. Státy eurozóny se také vyznačují tím, že nejsou tak často postiženy nízkou likviditou, protože v případě, že státu schází krátkodobé finanční prostředky, Evropská centrální banka mu je ve většině případů poskytne (Gros, 2013).

2.6.1 Vývoj veřejného dluhu eurozóny

I přesto, že dluhová krize překvapila mnoho ekonomů a politiků, měnové krize v Evropě nebyly nic neobvyklého a jak je zmíněno v kapitole číslo 2, dluhové krize jsou často doprovázeny s krizemi měnovými. Tyto podobné krize byly v poválečné Evropě časté, protože evropské státy měly problém se zajištěním stabilního směnného kurzu, bez kterého se nemohl provádět mezinárodní obchod, který byl pro poválečnou Evropu zásadní při ekonomickém a hospodářském obnovení. Tato potřeba vyřešení směnných kurzů vedla k založení dnešní Evropské měnové unie.

Ta byla založena podpisem Maastrichtské smlouvy v roce 1992. Evropské měnové unii předcházely systémy, které již měly za cíl stabilizovat a regulovat mezinárodní směnné kurzy, a konkrétně jimi byly Brettonwoodský měnový systém a následně Evropský měnový systém.

Hned po podpisu Maastrichtské smlouvy se však odehrála, v té době doposud největší krize, kdy po makroekonomických opatřeních v Německu, které byly reakcí sjednocením země, a po spekulativních útocích na směnný kurz, se rozhodla Velká Británie odstoupit od mechanismu pevně směnného kurzu. To následně vedlo k devalvaci měn dalších členských států vůči německé marce a ukázalo tak křehkost Evropské měnové unie (Whelan, 2013).

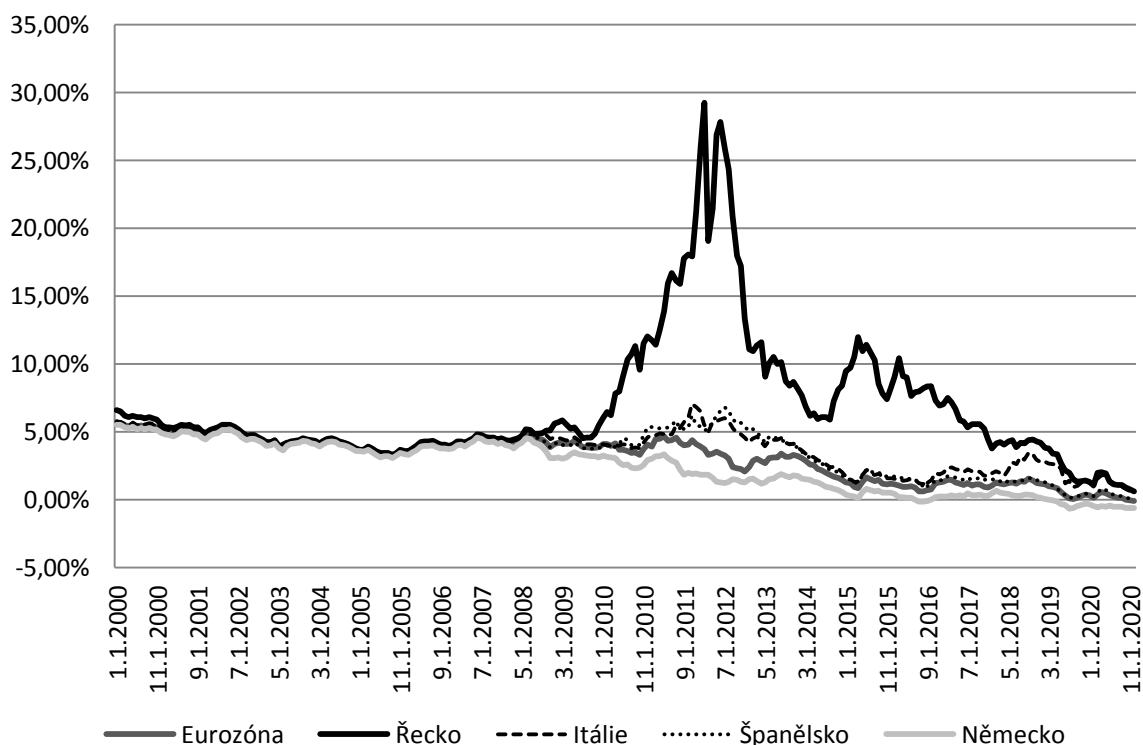
Maastrichtská smlouva také obsahuje tzv. „**no bailout**“ **klauzuli**, která zabraňovala finančně vypomáhat členským zemím v dluhové tísní jak ze strany ostatních členských států, tak i ze strany ECB. Tato „no bailout“ politika v podstatě informovala členské státy, že pokud se některý z členských států dostane do dluhových problémů, jediným řešením bude muset být vyhlášení bankrotu. To,

společně s fiskálními a monetárními podmínkami pro vstup a udržení si členství v Evropské měnové unii, znamenalo předpoklad, že země budou dodržovat tyto pravidla „**Paktu stability a růstu**“ (Stability and Growth Pact), při kterých se do defaultu nikdy nedostanou. Jak se však v následujících letech ukázalo, ne všechny země tato pravidla dodržovaly.

2.7 Řecko

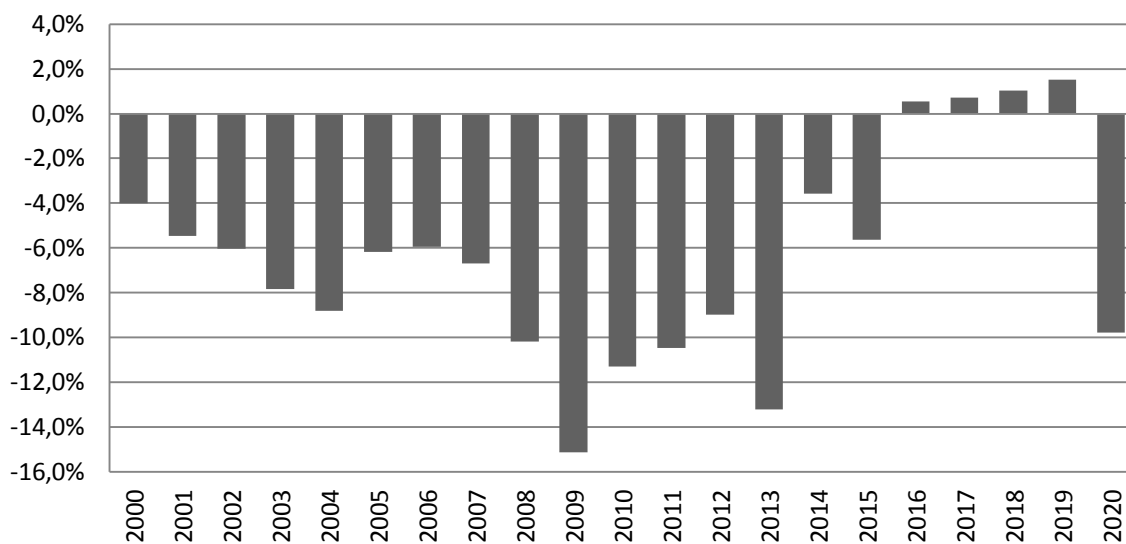
Dluhová krize Řecka změnila pohled na fungování Evropské unie a celkově i politický postoj v Evropě a ukázala, jaké ekonomické, politické a socio-ekonomické následky může mít default státu eurozóny a také to, že i v Evropské unii je potřebná architektura, jak postupovat v případě dluhové krize. Tato krize také odhalila jedno z největších dilemat, které se při restrukturalizaci dluhů řeší, a to, jak skloubit restrukturalizaci dluhu, která nebude až příliš tvrdá pro defaultující stát, a naopak, aby se stát z restrukturalizace nedostal příliš jednoduše, což ve většině případu vede k dalšímu defaultu o pár let později.

Společně se vstupem do eurozóny v roce 2001 se pro Řecko stal závazným „Pakt stability a růstu“, který byl v EU navržen a schválen pro to, aby zajistil fiskální stabilitu a zodpovědnost při nakládání s veřejným dluhem. Řecká vláda však ve skutečnosti pokračovala ve státních deficitech a nadměrném zadlužování. Jedním z důvodů, proč si řecká vláda nahromadila spoustu dluhu, bylo to, že od vstupu do eurozóny se úročení jí vydávaného dluhu, pohybovala pod 5 %, viz obrázek 12, u dlouhodobých dluhopisů i přesto, že Řecko pravidelně vykazovalo státní deficit, jak je možno vidět na obrázku 13. Ještě na konci roku 2007 však byly řecké dluhopisy z pohledu úrokové sazby stejně rizikové, jako ty německé. Úroková sazba Řecka začala růst až v roce 2008 po kolapsu americké banky Lehman Brothers (Muellbauer, 2013). Podle Kose (2021) byla právě nízká úroková míra u dluhopisů států s nestabilní dluhovou politikou jedním z důvodů počátku dluhové krize.



Zdroj: (Vlastní zpracování dat z Fred Economic Data, 2020)

Obr. 12 Vývoj úrokové míry u dlouhodobých dluhopisů



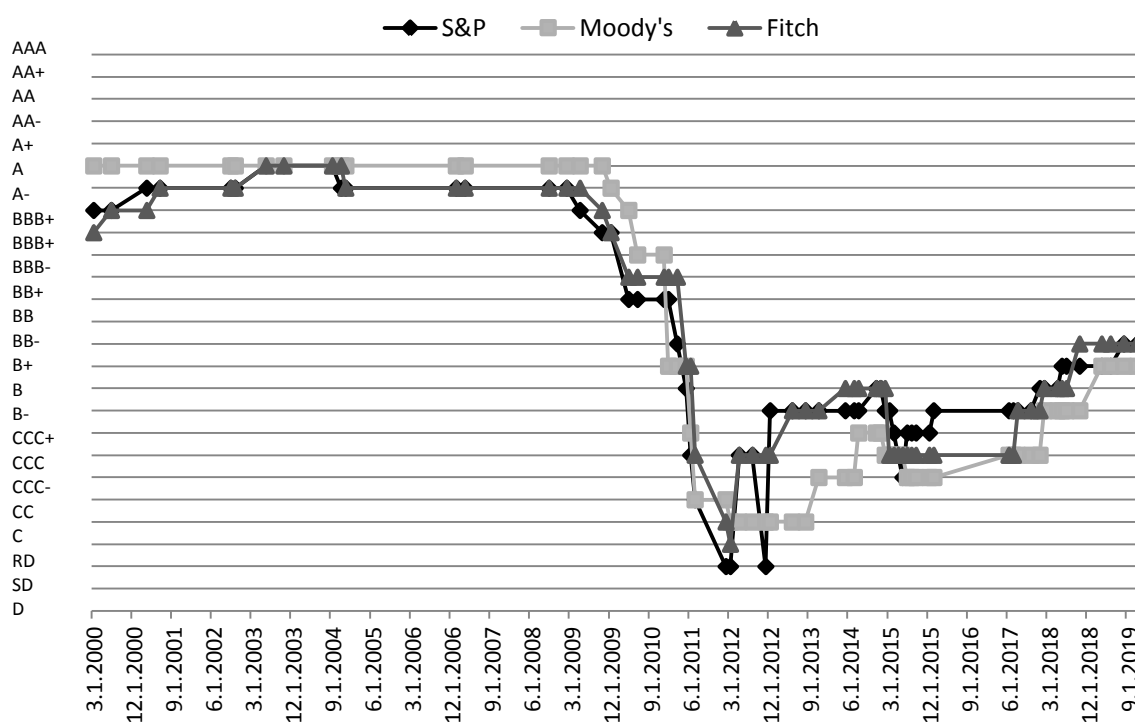
Zdroj: (European Central Bank, 2021)

Obr. 13 Řecký vládní deficit a schodek v poměru k HDP (%) v letech 2000 - 2020

Řecko mělo dlouhodobě jeden z nejvyšších vládních deficitů v rámci členských států eurozóny a společně s neregulovanou nízkou úrokovou sazbou se v roce

2009 začaly projevovat známky toho, že Řecko může být ve velkých dluhových problémech. V tomto roce nově zvolená vláda vydala prohlášení, že předchozí vlády podhodnocovaly zadlužení země. V tomtéž roce stát dosáhl státního deficitu 15,6 % HDP, což bylo o více než dvojnásobek více, než bylo prvotně predikováno (Zettelmeyer, Trebesch, Gulati, 2013). V květnu 2010 byl přijat EU a Řeckem program na stabilizaci fiskální politiky státu, který však nezabránil tomu, že v roce 2011 poměr dluhu vůči HDP dosáhl již více než 170 %, což je vysoký poměr i pro rozvinutou ekonomiku.

V této situaci se již začal snižovat řecký rating kredibility u všech největších investičních agentur jako Moody's, S&P a Fitch, které hodnotí finanční situaci země. Obrázek číslo 14 zachycuje vývoj ratingu, kde je možno vidět, že rating země se výrazně začal propadat v druhé polovině roku 2009. Na pokles investiční kredibility reagoval i vývoj úrokových sazeb dluhopisů, které začaly strmě růst, jak je možno vidět na předešlém obrázku číslo 12, což mělo za následek to, že Řecko byl odebrán vstup na finanční trh. Bylo tak již jisté, že řecká vláda bude potřebovat záchranný balíček, aby odvrátila default.



Zdroj: (Vlastní zpracování, World Government Bond, 2021)

Obr. 14 Vývoj řeckého indexu kredibility (2000 - 2019)

Největší zájem o to, aby se Řecko nedostalo do defaultu měly tři subjekty, IMF, Evropská komise a ECB, které tvořily skupinu, které se začalo přezdívat „Troika“. Tyto tři organizace potřebovaly zachránit Řecko před úplným bankrotem z několika důvodů. Prvním byl ten, že držiteli většiny řeckých dluhopisů byly jedny z největších evropských bank a pojišťovacích institucí, především těch francouzských a německých. Pokud by Řecko odepsalo svůj dluh a nemohlo tak splatit své závazky těmto věřitelům, mohlo by to významně oslabit finanční a bankovní sektor EU, který byl již tak zasažen světovou finanční krizí a další ztráta financí by byla velice obtížně zvládnutelná (Peterson Institute for International Economics, © 2020). S tím také souvisely obavy představitelů EU o ztrátu penzijních úspor převážně francouzských, německých a řeckých občanů, jejichž úspory byly použity na investice do řeckých dluhopisů.

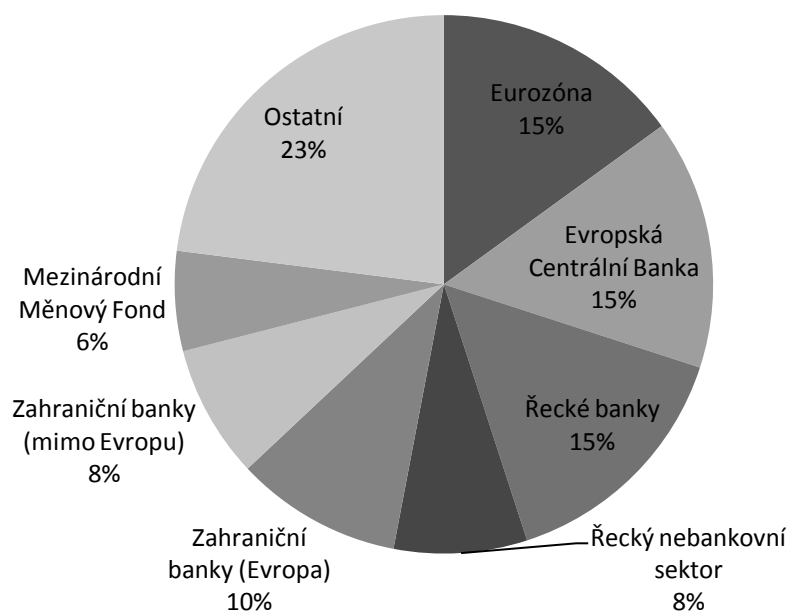
Posledním důvodem, kvůli kterému převážně ECB a EU poskytovaly Řecku finanční incentivy, bylo to, že nechtěly, aby se Řecko dostalo do hluboké ekonomické recese, na základě které by se mohlo stát, že Řecko vystoupí z EU. Obavy o výstupu Řecka z EU byly v té době velice silné, a hlavně nespokojenost mladého řeckého obyvatelstva, u kterého rychlým tempem rostla nezaměstnanost, byla důvodem toho, že se EU snažila Řecku pomoci. To vše mělo za následek, že ECB a EU opustily od „no bailout“ politiky.

IMF, ECB a EU tak poskytly řecké vládě finanční záchranné balíčky ve výši 110 mld. € již začátkem roku 2010. Tento krok, kdy subjekty třetí strany finančně pomohou defaultujícímu subjektu, se nazývá **bail-out**. Tento krok měl zajistit řecký ekonomický růst. I přes mírné ekonomické oživení však bylo zřetelné, že se Řecko nevyhne restrukturalizaci svého dluhu (Zettelmeyer, Trebesch, Gulati, 2013).

Řecká restrukturalizace veřejného dluhu probíhala převážně s multilaterálními věřiteli v podobě IMF a ECB, ale také se soukromými věřiteli v podobě zahraničních bank a penzijních institucí. Strukturu držitelů řeckého dluhu ve výši 355 mld. € zobrazuje obrázek číslo 15. Řecko restrukturalizovalo jak svůj domácí dluh, tak i ten zahraniční. Aby mohl tento stát začít s restrukturalizací, bylo potřeba, aby se do procesu zapojil i soukromý sektor, který držel výraznou část dluhu, což se označuje pod zkratkou PSI (Private Sector Involvement). Z tohoto důvodu se v červnu 2011 sešli vedoucí představitelé členských států a poprvé se začalo hovořit o možném odpuštění určité výše dluhu, (označovaném jako **bail-**

in). Bail-in, který byl poprvé využit v roce 2013 během kyperské bankovní krize, je právně zakotvený proces, kdy se při restrukturalizaci banky použijí zdroje jejích věřitelů a akcionářů, a až následně se v případě nutnosti použijí finanční výpomoci v podobě bail-outu, tedy odpis dluhů prostřednictvím využití prostředků z veřejných zdrojů.

Hlavními držiteli řeckého dluhu vyjma řeckých bank byly francouzské BNP Paribas Axa, německá Commerzbank, nebo italská Generali. Kreditóři v podobě privátních bank utvořili komisi 12 bank, podobné uskupení jako je Londýnský klub, a ta zastupovala největší věřitele. Tito privátní věřitelé drželi dohromady okolo 30 – 40 % dluhu (Zettelmeyer, Trebesch, Gulati, 2013).



Zdroj: (World Economic Forum, 2015)

Obr. 15 Struktura držitelů řeckého dluhu v roce 2011 (v %)

Zhruba 86 % dluhopisů v hodnotě 177,3 mld. € bylo vydaných pod řeckou jurisdikcí a zbylých 14 % pod jurisdikcí anglickou. Dluhopisy vydané pod anglickou jurisdikcí již v sobě obsahovaly CAC doložku, takže k přijetí podmínek restrukturalizace stačil souhlas 75 % věřitelů. U dluhopisů spadajících pod řecké právo mělo Řecko možnost upravit svou legislativu, změnit například dobu splatnosti dluhopisů, změnit výši úroků nebo dokonce celé jistiny, a nedat tak věřitelům mnoho prostoru na vyjednávání. Řecko se však rozhodlo pro

dodatečnou implementaci CAC doložky, což dalo držitelům dluhopisů výhodnější postavení. Nakonec se ukázalo, že implementace CAC se vyplatila, protože 82,5 % investorů přijalo nové dluhopisy s prodlouženou dobou splatnosti a sníženou nominální hodnotou, která byla v průměru mezi 59 % - 65 % haircutu (Zettelmeyer, Trebesch, Gulati, 2013). Tyto nové dluhopisy byly již vydány nikoli pod řeckým právním řádem, ale pod právním řádem anglickým, což je pro věřitele přijatelnější, protože mají jistotu, že řecká vláda v budoucnu nebude moci změnit pravidla.

Řecka insolvence tak proběhla během krátkého období, od února 2012 do května 2012, a z dluhu o výši 319 mld. €, kdy zhruba 294 mld. € bylo v podobě dluhopisů, se vláda dohodla s většinou svých věřitelů (97 %) na podmínkách restrukturalizace a vydání nových státních dluhopisů (Gulati, Buchheit, 2010). Tyto nové dluhopisy byly vydány na období s dobou splatnosti od 10 do 30 let s počátečním úrokem začínajícím na 2 %.

Multilaterálních věřitelů (IMF, ECB a centrálních bank členských států eurozóny) se výměna dluhopisu netýkala. I přesto však ECB a IMF utrpěly finanční ztrátu, když podpořily řeckou ekonomiku druhým „bail-outem“, kdy poskytly Řecku druhý záchranný balík ve výši 170 mld. €.

I přes tuto restrukturalizaci, která je prozatím největším případem, co se do snížení dluhu týče, se musí použít rčení „příliš pozdě a příliš málo“. Záchranné balíčky ve výši skoro 300 mld. € ze strany IMF a ECB a průměrný haircut 59 % - 65 % nezajistily dluhovou udržitelnost, kdy Řecko požádalo Troiku o finanční pomoc opět v roce 2015, kdy se razantně zvýšila úroková míra u 10letých dluhopisů, jak zobrazuje obrázek číslo 12. V současnosti patří řecký dluh v poměru k HDP stále mezi nejvyšší v eurozóně a pomalu atakuje hranici 200 %.

2.7.1 Chybné kroky restrukturalizace řeckého dluhu

Na začátek je nutno zmínit, že restrukturalizace řeckého dluhu je do jisté míry ojedinělý případ a to hned z několika důvodů. Tím prvním je fakt, že Řecko jako člen monetární unie nemohlo použít monetární nástroje ke snížení svého dluhu. Druhým ojedinělým případem bylo to, že dnes není příliš časté, pokud má stát problémy s dluhem, který je vydán pod jeho vlastním právním rámcem. Takovým případem byla např. dluhová restrukturalizace Jamajky v roce 2013, která měla dluh v cizí měně, ale pod vlastní jurisdikcí. Tyto případy jsou však velice

sporadické a ve většině případů se státy dostanou do dluhové tísně v případě, že jejich dluh je emitován pod zahraničním právním rámcem (Xafa, 2014). I přesto, že tato situace, kdy se vyspělý stát dostane do těchto dluhových podmínek za daných okolností, byla ojedinělá, mohla restrukturalizace proběhnout mnohem efektivnějším způsobem.

Jedním z hlavních opomenutí se udává, že řecká vláda mohla začít s vyjednáváním ohledně úpravy splatnosti, výše jistiny, či výše nominální hodnoty, se svými věřiteli již koncem roku 2010. Ukázalo se tak, že rychlost reakce na dluhovou situaci opět hrála významnou roli a měla dopad na konečný výsledek procesu restrukturalizace a také na to, zda se země dostane do dluhové udržitelnosti, což se v případě Řecka nestalo. Balkánský stát se dohodl s EU na programu, který měl za cíl zlepšit ekonomickou situaci, což se však během roku 2011 nepodařilo a vyjednávání o restrukturalizaci dluhu začaly až v únoru 2012, tedy dva roky poté, co bylo zřejmé, že Řecko je ve velkých dluhových problémech.

Hlavním důvodem opožděnějšího procesu pro úpravu podmínek byla prvotní neochota ze strany hlavních privátních věřitelů, především v podání velkých evropských bank, k jakékoli diskuzi o odpisu či úpravě výše dluhu. Na druhou stranu, řecká vláda nechtěla z politických důvodů hned v roce 2010 připustit, že se dluh dostal mimo kontrolu.

Je velice složité určit, zda by byly ztráty jak pro řecký stát, tak i pro věřitele, mnohem nižší, pokud by začalo vyjednávání o úpravě podmínek dluhu již v roce 2010, kdy byl Řecku odepřen vstup na kapitálový trh. Podle mého názoru, dluhová restrukturalizace přišla zbytečně se zpožděním. V roce 2010 bylo Řecko v takové ekonomické kondici, že finanční podpora ze strany ECB a IMF byla nevyhnutelná, stejně tak jako restrukturalizace dluhu.

2.7.2 Podobnosti a rozdíly Řecké a Argentinské dluhové krize

Řecká (2012) a Argentinská (2002) dluhové krize jsou považovány za největší defaulty států ve 21. století. Do roku 2012, kdy defaultovalo Řecko s dluhem přes 465 mld. USD, držela prvenství Argentina, která defaultovala s dluhem 81 mld. USD. Obě krize mají mnoho společného, ale také jsou charakteristické odlišnostmi.

Prvním společným rysem bylo to, že obě země se dostaly do dluhových problémů kvůli fixnímu kurzu vůči zahraniční měně. V Argentině tímto způsobem byl zafixován měnový kurz pessa vůči americkému dolaru. V případě Řecka to bylo při vstupu do monetární unie a přijetí eura. Druhým faktorem byl externí vliv, kdy jako jednou z příčin argentinského defaultu byl default Ruska, který vedl k odlivu kapitálu z rozvíjejících se zemí. V případě Řecka to byl kolaps amerického trhu s nemovitostmi, což vedlo k odlivu kapitálu z Evropy. Posledním velkým rysem bylo to, že obě země dostaly v té době rekordní finanční výpomoci od multilaterálních věřitelů. U Argentiny to byl IMF a u Řecka především ECB (Zettelmeyer, 2018). Obě země také měly většinu dluhu emitovanou v dluhopisech.

Rozdílné faktory a postupy se však našly jak na počátku krize, během jejího průběhu, tak i na konci. Prvním rozdílem bylo to, že latinskoamerický stát se dostal do dluhové krize především kvůli problémům s likviditou, kdyžto Řecko mělo problémy se solventností. Argentinský poměr dluhu vůči HDP byl rok před krizí 45 %, v případě Řecka to bylo přes 170 %. Zároveň měla argentinská vláda možnost požádat centrální banku o zvýšení likvidity prostřednictvím zvýšením tisku peněz, kdyžto řecká vláda, a vláda kteréhokoli státu v monetární unii, nemá možnost snížit riziko defaultu prostřednictvím tisku peněz a takto učinit může pouze centrální banka monetární unie, v případě eurozóny ECB.

Rozdíl mezi Řeckem a Argentinou také spočíval v tom, že argentinské dluhopisy byly mnohem více roztrženy mezi malé privátní věřitele, kdyžto řecké dluhopisy byly v držení převážně větších bankovních a penzijních institucí, což znamenalo, že řecká vláda měla mnohem jednodušší pozici při koordinaci věřitelů. To mělo za následek to, že Řecko bylo schopno vyjednat podmínky restrukturalizace během pár měsíců, kdyžto Argentině to zabralo roky.

Jak již bylo zmíněno výše, řecké dluhové restrukturalizace se účastnila většina věřitelů a vláda se tak nemuselo potýkat s holdout věřiteli. Proti holdoutu státy většinou používají tři techniky, kterými mohou holdoutu zabránit. Prvním je striktní postoj a prohlášení, že pokud se kreditor nebude účastnit procesu, nedostane žádnou částku. Tuto výhrůžku uplatnila právě Argentina vůči některým svým věřitelům. Druhou technikou je uplatnění CAC dodatků, které právě použilo Řecko u jak dluhopisů vydanými pod anglickým právem, tak i pod tím řeckým. Řecko se

dohodlo s 97% svých věřitelů, což je velice vysoké číslo, vzhledem k tomu, že průměrný haircut byl mezi 59 % a 65 %. Hlavním důvodem, proč na výměnu dluhopisů přistoupilo tak velké množství privátních věřitelů, především v podobě evropských bankovních a penzijních institucí, bylo to, že na ně byl vytvořen politický nátlak, protože představitelé předních evropských ekonomik nechtěli, aby se Řecko dostalo ještě do hlubší ekonomické recese. Vůči menším soukromým věřitelům byly použity pobídky, což je třetí nástroj pro dosažení dohody, v případě Řecka to byly sweeteners v podobě peněžních prostředků, které mu poskytla ECB (Zettelmeyer, Trebesch, Gulati, 2013).

Tyto dluhové krize měly rozdílný výsledek, kdy Argentina opustila fixní měnový kurz vůči americkému dolaru, což vedlo ještě k většímu prohloubení měnové krize. O pár měsíců však došlo v Argentině k oživení a ekonomika v roce 2003 začala pomalu růst. Řecko naopak setrvalo s eurem jako se svou měnou. Důvodů, proč Řecko setrvalo v eurozóně, bylo několik. První byl ten, že i přes tuto krizi, je tato monetární unie stále odolnou a stabilnějším měnovým režimem, než tomu bylo v případě fixace pesa vůči USD. Významnou roli hraje fakt, že Argentina byla ohrožena úbytkem rezerv, kdyžto řecká národní banka tento problém řešit nemusela, protože s likviditou ji podporovala ECB. To však neznamená, že nikdy nemůže nastat situace, že stát opustí eurozónu, spíše ale to bude výstup dobrovolný, nežli vynucený (Zettelmeyer, 2018).

Dobrovolný výstup by ale měl velice negativní následky a vedl by ke stagnaci, jako tomu bylo v případě Argentiny s tím rozdílem, že by se nedostavil ekonomický růst. Krok opuštění eura by byl velice nákladný z pohledu ekonomického, tak i politického a to jako pro Řecko, tak i celou EU a podle mého názoru bylo správné, že řecká vláda setrvala v eurozóně.

3 Příklady restrukturalizace dluhu z historie

Restrukturalizace dluhu je situace, kdy se dlužník dohodne se svými věřiteli na úpravě a prodloužení podmínek pro splacení svého dluhu. Vyhlášení defaultu a následná restrukturalizace veřejného dluhu je v mnoha případech situace, která negativně ovlivní některou z účastněných stran, ať už věřitele, dlužníka, rezidenty daného státu, nebo v mnoha případech i sousední státy. Tento proces je již sám o sobě provázán s negativními dopady na ekonomiku a v situaci, kdy je proces restrukturalizace dluhu řízen nekompetentními kroky a mismanagementem vlády a dalších zainteresovaných subjektů, může prodloužit krizi, jak bylo zmíněno v kapitole číslo 2, o roky, i o desetiletí. Během těchto let je defaultující země v situaci, kdy nemá přístup na kapitálový trh, má tak omezené prostředky na hrazení svých výdajů, snižuje se ekonomický růst a finanční sektor se stává nestabilním. Ke složitosti restrukturalizace dluhu se ještě přidává fakt, že jak bylo zmíněno v předchozí kapitole, státní default je často doprovázen dalšími typy krizí jako je bankovní krize, krize inflační, politická, nebo socio-ekonomická. Není proto pochyb, že proces restrukturalizace dluhu může selhat na základě mnoha událostí. Dvěma základními způsoby, na základě kterých může restrukturalizace selhat, je příliš dlouhá doba vyjednávání a provedení celé restrukturalizace a druhým je nedostačující odpuštění dluhu, které zapříčiní, že defaultující stát se do dluhové neschopnosti dostane opět za pár let.

Pro důvody zdlouhavého procesu vedoucímu k nedohodě ohledně podmínek restrukturalizace Buchheit a kol. (2019a) uvádějí tři základní faktory. Prvním je neochota ze strany dlužníka nebo věřitele k rychlé dohodě. Druhým faktorem je asymetrie informací na obou stranách a posledním je střet zájmu mezi dlužníkem a věřitelem anebo mezi věřiteli. Tento problém většinou bývá zapříčiněn neschopností zkoordinovat věřitele a také holdout problémem. Pitchford a Wright (2013) ještě dodávají, že častým faktorem je neschopnost jedné, nebo obou stran, zahájit jednání a zavázat se k plnění dohodnutých postupů.

I když se bankrot států liší od bankrotu firem nebo soukromých osob, jedno mají společné a to, že je výhodnější začít řešit dluhovou tíseň dříve, nežli později. Vyhlášení defaultu, nebo dluhové restrukturalizace, však není pro vládu příliš pozitivní krok, což znamená, že dlužnické vlády se snaží dluhový problém

ignorovat až do doby, kdy stát nesplatí první splátku. V důsledku toho však vláda ztratí čas a vyjednávací pozici vůči svým věřitelům.

Pokud by se měly představit úspěšné mechanismy a dohody, měly by řešit všechny nebo alespoň většinu z výše zmíněných hlavních důvodů neefektivního procesu restrukturalizace dluhu. Následné subkapitoly mapují příklady mechanismů, které byly v historii použity na restrukturalizaci veřejného dluhu a považují se za úspěšné příklady toho, jak by stát měl společně s věřitelem postupovat v případě, že nastane situace defaultu. Subkapitoly jsou rozděleny na dvě části. První část se zabývá ex ante způsoby, tedy situacemi, kdy se dlužník společně s věřitelem dohodne na pravidlech přímo při emisi dluhopisů, aby bylo předem jasné, jak se bude postupovat v případě, že se stát dostane do bankrotu.

Druhá část mapuje úspěšnou implementaci mezinárodních, případně národních, mechanismů a právně závazných kroků, které zajistily stabilnější a rychlejší průběh restrukturalizace dluhu.

3.1 Pravidla při emisi dluhopisů

I přes to, že neexistuje mezinárodní rámec s pravidly pro restrukturalizaci dluhu, mohou si státy společně s věřiteli dojednat svá pravidla již při emisi dluhopisů, díky kterým budou mít obě strany stanovené kroky, jak situaci řešit, pokud se stát dostane do bankrotu. Jako jedny z úspěšných historických příkladů aplikace těchto doložek jsou doložky o kolektivní akci (Collective Action Clause - CAC) a nástroje pro navrácení hodnoty (value recovery instruments - VRI).

3.1.1 Collective Action Clause

Doložka o kolektivní akci je jeden z nejúčinnějších nástrojů zabraňující zdržení dohody kvůli věřitelům, kteří se rozhodnou pro holdout. CAC doložky se začaly objevovat u dluhopisů vydaných pod New Yorkským zákonem od roku 2003. Díky CAC doložkám se restrukturalizace veřejného dluhu přiblížila podobě restrukturalizace korporátního dluhu, kde platí, že rozhodnutí většiny přijme způsob úpravy podmínek dluhu. Většinou se v tomto případě myslí minimálně souhlas 75 % věřitelů. Tato klauzule zajišťuje snížení náchylnosti na holdout situace, protože zbylých 25 % věřitelů, i když se neúčastnili vyjednávání, musejí přijmout dohodu.

Jednou z prvních zemí, která implementovala CAC doložky do emitovaných dluhopisů, bylo Mexiko. Postupem času se CAC doložky začaly používat u stále více emitovaných dluhopisů a s jejich rozšířením se také začaly objevovat nedostatky CAC doložek. První podoba CAC položek, kterou využilo Mexiko (2003), udávala potřebnou většinu (75 %) přijetí dohody ze strany věřitele pouze u dané jedné série vydaných dluhopisů, kterých je ale hned několik, takže důsledkem bylo to, že věřitelé držící dluhopisy vydané pod jinou sérií stále mohli zdržet vyjednávání.

Ještě toho roku vydala dluhopisy i Uruguay, která však oproti Mexiku aplikovala doložky kolektivní akce na všechny série vydaných dluhopisů a zároveň ještě snížila minimální hranici pro kolektivní přijetí dohody na $66 \frac{2}{3}$ % místo obvyklých 75 %. Tato úspěšná aplikace těchto doložek znamenala to, že o 10 let později, v roce 2013, se stala CAC položka povinnou pro členské státy eurozóny (Buchheit a kol. 2019a).

3.1.2 Value recovery instruments

Value recovery instruments (VRI) jsou nástroje, které byly již v minulosti uplatněny u zemí, jejichž ekonomika je tvořena převážně jednou určitou komoditou a pokud se cena této komodity propadne na světových trzích, má to za následek neschopnost státu splácet své závazky. VRI tedy fungují jako určitá pojistka proti exogenním vlivům, které mohou mít vliv na ekonomickou situaci státu. Příkladem států, které využily a využívají tyto pojišťovací instrumenty, jsou Venezuela, Mexiko nebo také Nigérie, tedy země, které jsou hlavními producenty ropy a při situacích, kdy se země dostaly do dluhové krize, začaly vydávat tyto instrumenty v podobě ropných garancí. Princip VRI spočívá v tom, že se státy se svými věřiteli při vzniku smlouvy dohodnou na tom, že pokud klesne cena dané komodity, v tomto případě ropy, pod určitou hranici, stát sníží či přeruší své splátky. V okamžiku, kdy se ceny komodit opět zvednou, začne stát splácet plnou výši svého dluhu (Buchheit, a kol., 2019b).

Tyto instrumenty se nemusejí vázat pouze na ceny komodit, ale mohou být také spjaty s poměrem dluhu k HDP nebo k vývoji HDP. Miller a Thomas (2013) vidí jako jeden ze způsobů, jak docílit dluhové udržitelnosti dané vlády právě navázání dluhopisů na HDP země. Příkladem zemí, které využily tohoto nástroje, jsou

Kostarika (1989), Bulharsko (1994) nebo Bosna a Hercegovina (1997). V roce 2015 využila dodatečně tohoto nástroje i Ukrajina, díky čemuž docílila rychlé dohody s věřiteli (Buchheit, a kol., 2019b). Pravděpodobně nejznámějším příkladem využití této možnosti bylo Řecko v roce 2012, kdy v nově vydaných dluhopisech byla klauzule, která určuje, že výnosnost dluhopisu je vázaná na výši HDP země.

Uplatnění těchto instrumentů je velice široké, což dokládají příklady dluhové restrukturalizace států Granady (2015) a Barbadosu (2018), které umožnily zahrnout do nově vydaných dluhopisů doložky o přírodních katastrofách. Pokud je některý z těchto států postižen přírodní katastrofou jako je např. hurikán, tak se státu umožní prodloužení doby splatnosti dluhu a snížení či plné pozastavení naběhlých úroků (International Monetary Fund, 2020).

3.2 Obecně daná mezinárodní pravidla

V mnoha případech hlavním přístupem, který byl, a stále je, tak je mechanismus na bázi tzv. „**market-based approach**“, kdy se daný stát snaží docílit s věřiteli dohody bez předem dohodnutých pravidel, postupů a bez mezinárodní instituce, která by na vyjednávání dohlížela. Tento market-based approach znamená, že stát společně s věřitelem improvizují a hledají ad hoc řešení, která následně prodlužují dobu celého vyjednávání a restrukturalizace je kvůli tomu velice nákladnou situací.

V minulosti však byly vytvořeny obecné mechanismy, které by pomáhaly koordinovat celý proces a které určovaly, jaké kroky mají následovat v situaci, kdy stát vyhlásí bankrot. Těmito příklady, které se mohou považovat jako úspěšné, jsou následující dohody a mechanismy.

3.2.1 Bradyho plán

Jedním z mechanismů, který byl úspěšně implementován z pohledu mezinárodního rámce, je Bradyho plán. Tento plán byl vytvořen americkým ekonomem Nicholasem F. Bradym v druhé polovině 80 let 20. století, jako reakce na dluhovou krizi většiny latinskoamerických států, která probíhala mezi lety 1980 a 1990. V roce 1980 se začaly projevovat dluhové problémy států jako Mexiko, Brazílie, Argentina a dalších států, které přestávaly být schopné splácet své dluhy

v podobě bankovních půjček, často s vysokými úroky, obdržené od komerčních bank, na jejichž finančních prostředcích byly tyto státy závislé. Během prvních let, kdy dlužnické státy vyjednávaly společně s komerčními bankami, se však začalo projevovat, že tato dluhová krize není problémem pouze likvidity, ale také solventnosti a je potřeba najít způsob, jakým by se docílilo dohody o oddlužení, díky kterému by latinskoamerické státy opět získaly přístup na mezinárodní kapitálový trh.

Na základě těchto důvodů byl představen Bradyho plán, který byl postaven na principu, kdy se dluh v podobě nesplacených půjček převede na formu dluhopisu. Ručitelem těchto brady dluhopisů byla americká vláda.

Prvním státem, který Bradyho dluhopisy využil, bylo Mexiko, kdy se mexická vláda dohodla se zástupci více než 500 bank, na třech možných scénářích, jak docílit dohody a restrukturalizace dluhu. Prvním byl „discount bonds“, kdy banky měly možnost dluh směnit za dluhopisy s dobou splatnosti 30 let při snížení nominální hodnoty o 35 %. Dále banky měly na výběr „par bonds“, tedy 30 leté dluhopisy bez snížení nominální hodnoty dluhu, ale s nižší úrokovou sazbou o 6,25 % oproti tržním úrokovým sazbám. Poslední možností pro banky bylo vydat nové půjčky na dobu 4 let ale pod podmínkou toho, že objem těchto půjček neřesáhne 25 % objemu půjček vydaných do roku 1989 (Vásquez, 1996).

Výsledek byl takový, že necelá polovina bank přistoupila na první možnost, tedy přijetí „discount bonds“. Scénář v podobě snížení úrokové sazby přijalo 41 % věřitelů a zbylá, minoritní část, vydala nové půjčky. Toto odpuštění mexického dluhu bylo vyměněno za nové dluhopisy, které byly kryty americkými státními dluhopisy, jež byly finančně zajistěny ze strany IMF a Světovou bankou. Implementace Bradyho plánu znamenala pro Mexiko odpis více než poloviny dluhu, což mělo pozitivní dopad na mexickou ekonomiku a na ostatní země jihoamerického kontinentu, které následovaly Mexiko a využily Bradyho plánu (Vásquez, 1996).

Obecně je Bradyho plán považován za velice úspěšný nástroj, díky kterému se latinskoamerické státy dostaly z hluboké dluhové krize. Tento plán zajistil to, že se rozvíjejícím státům výrazně snížila dlužná částka a zároveň se diverzifikovalo portfolio investic na straně komerčních bank do dluhopisů. Také je potřeba zmínit,

že na základě Bradyho plánu mnoho států přijalo ekonomické a hospodářské reformy, které stabilizovaly veřejný dluh těchto rozvíjejících států.

3.2.2 Pařížský a Londýnský klub

Pařížský klub je organizace založená v roce 1956, kdy Argentina požádala o projednání svého dluhu s hlavními věřiteli na půdě v Paříži. Od té doby Pařížský klub dosáhl více než 400 společných dohod mezi dlužníky a věřiteli a je jednou z hlavních organizací, která řeší vyjednávání restrukturalizace dluhu mezi bilaterálními věřiteli. Toho dosahuje i přes to, že Pařížský klub nemá žádné statutární pravomoce a je založen pouze na smluvených pravidlech při vyjednávání o restrukturalizaci dluhu, které zřizuje 22 členských států¹. Jednání se však často účastní i další státy, pokud jsou nějakým způsobem zainteresovány do projednavšího případu (Trebesh, Papaioannou, Das, 2012).

Proces restrukturalizace pod dohledem Pařížského klubu je přímočarý. Stát, který je v dluhové neschopnosti, musí požádat sekretariát Pařížského klubu o projednání svého případu a zároveň stát musí doložit finanční dokumenty o finanční neschopnosti. Po splnění požadovaných kritérií se dlužnická země sejde se svými hlavními věřiteli v Paříži a projednává způsob restrukturalizace svého dluhu. Během jednání jsou zajištěny minimální podmínky k oddlužení, které musejí splnit obě strany (Trebesh, Papaioannou, Das, 2012). Pokud se dlužník se svými věřiteli dohodne, je vystaven protokol (meeting minutes), ve kterém je deklarováno, jak bude dluh restrukturalizován, nebo případně v jaké výši bude dluh odpuštěn.

Cílem Pařížského klubu není jen dosažení dohody mezi dlužníkem a věřiteli, ale je to také to, aby dohoda byla taková, že dlužnická země bude v budoucnu schopný dostat se na dluhovou udržitelnost, což se ne vždy daří u rozvíjejících se zemí.

Druhou, velice podobnou organizací, je Londýnský klub, což je neformální klub tvořen zástupci největších věřitelských bank, většinou z vyspělých ekonomik, které zastupují desítky, v některých případech i stovky dalších bank, které jsou věřiteli krachujícího státu, což znamená, že stát nemusí koordinovat jednání se všemi věřitelskými bankami, ale pouze s jejich zástupci v podobě velkých bank. Na

¹ V roce 2021 členskými státy jsou: Austrálie, Rakousko, Belgie, Brazílie, Kanada, Dánsko, Finsko, Francie, Německo, Irsko, Izrael, Itálie, Japonsko, Korea, Holandsko, Rusko, Španělsko, Švédsko, Švýcarsko, USA, Velká Británie

jednáních mezi dlužníkem a zástupci největších bank se dohodnou podmínky, za jakých bude dlužníkovi poskytnuta pomoc. Pomoc může být v podobě poskytnutí krátkodobé půjčky, pokud se jedná o problém s likviditou, nebo v případě solventnosti se snižuje nominální hodnota dluhu nebo se prodlouží datum splatnosti dluhu.

Toto sdružení vzniklo v Londýně v roce 1976 při projednávání platební neschopnosti Demokratické republiky Kongo. Hlavním důvodem pro vznik Londýnského klubu bylo to, že se začalo rozšiřovat obchodování s dluhopisy na sekundárním trhu a země, které dluhopisy emitovaly, postupně ztrácely přehled o konkrétních věřitelích. Proto vzniklo seskupení, kdy největší věřitelé v podobě bankovních institucí reprezentují zbylé banky.

Oba tyto kluby lze považovat za úspěšné mechanismy pro zajištění koordinace věřitelů při řešení potíží se splacením veřejného dluhu. Bez koordinace jednání a nastavování pravidel by mnoho restrukturalizací probíhalo mnohonásobně déle, především v případě privátního dluhu, kde věřitelé mají tendence proces zdržovat.

4 Návrhy na proces restrukturalizace dluhu

Poslední kapitola popisuje návrhy na řešení restrukturalizací dluhů a způsobů, jak zajistit efektivní průběh tohoto komplexního a komplikovaného procesu. Tato kapitola je členěna na tři subkapitoly, kdy první subkapitola navrhuje, jaké podmínky by měly být smlouveny v situaci, kdy se emitují dluhopisy nebo kdy se vydávají půjčky tak, aby v případě bankrotu státu bylo srozumitelné, co se s dluhem stane a jaké jsou pravidla. Druhá subkapitola se zaměřuje na návrh mechanismu a určitý rámec pravidel, podle kterých by se bankrotující stát a jeho věřitelé řídili v případě, kdy se nedohodnou na pravidlech při vydávání dluhu. Třetí subkapitola navrhuje, jaké další obecná pravidla a mechanismy by případně mohly být vytvořeny, aby se státním bankrotům předcházelo.

4.1 Návrhy pravidel při vydávání dluhu

Na základě poznatků z předchozích kapitol bych pro zajištění efektivního postupu v případě bankrotu státu doporučil, aby obě strany při vydávání dluhu měly ve smlouvě zahrnutou některou z níže popsáných doložek, které předem určí, jak se bude postupovat, pokud stát nebude schopen svůj dluh splatit.

4.1.1 Collective Action Clause

Jako jednou ze základních doložek při emisi dluhopisů jsou doložky kolektivní akce, které zabraňují jednomu z nejčastějších problémů při restrukturalizaci dluhu, což je holdout věřitelů, protože předem určují, jaká většina věřitelů je potřebná pro to, aby byla dohoda úpravy dluhu přijata všemi věřiteli. Podle mého názoru by měla být CAC doložka využita u všech emisí. To se začíná pomalu dít, kdy v roce 2019 zhruba 91 % nově vydaných dluhopisů již obsahovalo určitou podobu doložky kolektivní akce (International Monetary Fund, 2020).

CAC doložky bych doporučil především u dluhopisů, které jsou emitovány privátním věřitelům a bilaterálním věřitelům, kteří nejsou členy Pařížského klubu. Důvod je takový, že koordinace věřitelů je nejsložitější u privátních subjektů, kteří často s dluhopisy obchodují na sekundárním trhu, a je proto obtížné dohledat současného držitele. Bilaterální věřitelé mimo Pařížský klub také mohou prodloužit dobu vyjednávání, pokud není uplatněna CAC doložka, protože tyto země se neřídí principy Pařížského klubu a stát tak musí s těmito bilaterálními věřiteli

vyjednávat samostatně. Naopak, u bilaterálních věřitelů, kteří jsou členy Pařížského klubu, jsou CAC doložky spíše doporučením, nežli nutností, protože právě Pařížský klub zastává funkci doložek kolektivní akce, kdy koordinuje vyjednávání věřitelských států.

4.1.2 Komise zástupců věřitelů

V případě, že se vládě emitující dluhopis nepodaří začlenit do dluhopisu CAC doložku z důvodu, že věřitelé nejsou ochotni za těchto podmínek dluh odkoupit, existuje druhý způsob, který by v případě bankrotu státu zajistil koordinaci věřitelů. Podobným nástrojem jako je CAC doložka, který se v posledních letech začal užívat, je vytvoření tzv. **komise zástupců věřitelů** (trustee committee), která snižuje počet pověřených vyjednávačů a zjednodušuje tak koordinaci při vyjednáváních. V situaci, kdy probíhá default a jeho restrukturalizace, vyjednávání probíhají mezi zvolenými zástupci a defaultujícím státem. Zvolení zástupci vyjednávají podmínky restrukturalizace jménem individuálních držitelů dluhopisů. Pokud země implementují tuto techniku do svých smluv, pod kterými vydávají své dluhopisy, může se předejít situacím, jako byl případ Argentiny (2002), kdy jednotliví držitelé dluhopisu vyjednávali a vedli soudní spor samostatně s cílem domoci se dlužné částky v plné výši. Tento proces však často působí kontraproduktivně, protože pokud jednotliví držitelé dluhopisů vyjednávají jednotlivě, prodlužuje se celý proces restrukturalizace a je velice složité domoci se splacení dluhu v požadované výši (Buchheit, a kol., 2019b). V případě zastupitelské struktury, vyjednaná částka zvoleným zastupitelstvem je rozdělena mezi věřitele rovným poměrem.

Stejně jako u CAC doložky si myslím, že zvolení komise zástupců je potřebné především v případě emisí dluhopisů privátním věřitelům a státům mimo Pařížský klub.

4.1.3 Podmíněné konvertibilní dluhopisy

Posléze, když je vyřešena otázka koordinace věřitelů v případě bankrotu, je výhodné, pokud stát zahrne při emisi dluhu podmínky, za kterých se začne restrukturalizace dluhu řešit. Předešlo by se tak po neschopnosti koordinace věřitelů dalšímu zásadnímu problému, a to odkládání začátku vyjednávání o

restrukturalizaci. Proto by státy měly využívat VRI instrumenty, které byly popsány ve 3 kapitole, nebo VRI instrumentům podobné podmíněné konvertibilní dluhopisy.

Podmíněné konvertibilní dluhopisy (Contingent convertible bonds) jsou jedním z návrhů na zefektivnění dluhového rámce, který navrhl Ashoka Mody (2013). Tyto dluhopisy jsou často uváděny zkratkou **cocos** dluhopisy. Myšlenkou tohoto návrhu je to, že se dluhopisy vážou na poměr dluhu k HDP dané země. Při emitování dluhopisů je s věřiteli dohodnuta hranice poměru dluhu k HDP a v případě, že je tato hranice překročena, tak se pozastaví plnění závazků, anebo se rovnou prodlouží splatnost dluhu. Vzhledem k tomu, že poměr dluhu k HDP není vždy jednoznačný ukazatel dluhové situace státu, je možno dluhopisy navázat i na ekonomický a finanční vývoj dané ekonomiky (Mody, 2013).

Výhodou těchto cocos dluhopisů je to, že v případě, kdy se stát dostane do dluhové nestability, není potřeba žádat o vysokou finanční podporu mezinárodní organizace jako je IMF, nebo v případě eurozóny ECB, protože se automaticky státu pozastaví či prodlouží doba splacení úroků. Díky tomu je také mnohem jednodušší stabilizovat dluh na udržitelné hranici v situaci, kdy se země dostane do dluhových problémů příčinou externího šoku. Zároveň by byly rovnou určeny hranice, kdy se začne dluh restrukturalizovat, takže by nedocházelo k jednomu z nejvíce nákladným situacím při dluhové krizi, což je opožděné jednání a opožděné zavedení restrukturalizace, čímž by se snížilo riziko dlouhodobé finanční nestability (Mody, 2013).

S návrhem na zavedení dluhopisů s podobným principem přišel i Brooke a kol. (2013), Ten rozdělil dluhopisy na dva separátní způsoby, které by se však mohly kombinovat. Prvním by byly cocos dluhopisy, u kterých by se automaticky prodloužila doba splatnosti v případě, kdy dlužnický stát požádá a obdrží finanční balíček pro stabilizaci likvidity. Důležité je, že tento postup by byl uveden ve smlouvě mezi věřitelem a dlužníkem hned na začátku, takže by věřitel nemohl prodloužení doby splatnosti odmítnout.

Tento smluvní návrh v podobě cocos dluhopisů by podle Brookse a Lombardiho (2015) přispěl k tomu, že by ubylo situací, kdy věřitel není hned na začátku vydání dluhopisů srozuměn s tím, že úplné splacení dluhu není možné v případě, že se dlužník dostane do neschopnosti splácet svůj dluh. To by mělo za následek to, že

věřitelé mnohem více zvažovali rizika spojená s vydáváním půjček jednotlivým vládám. Brookse a Lombardi také tvrdí, že: „*aktivace suverénních cocos dluhopisů by významně změnila sdílení zátěže mezi soukromými věřiteli a oficiálním sektorem / daňovými poplatníky, čímž by se snížila požadovaná velikost nouzových půjček oficiálního sektoru*“ (Brooks, Lombardi, 2015, str 21).

Druhým způsobem jsou **dluhopisy vázané na HDP**. V případě těchto dluhopisů by se automaticky snížil nabíhající kupón za situace, že se nominální HDP dostane pod předem určenou hranici. Snížením kupónu se zajistí to, že nabíhající úrok zůstane ve stejném fixním poměru vůči HDP. Díky tomu se vláda nedostane do dluhové krize, protože se snížilo HDP dané země, což má za následek i nárůst důvěry věřitelů ve stabilitu tohoto dluhu (Brooke a kol., 2013).

Cocos dluhopisy tedy zajišťují stabilitu v případě likvidity, protože se státu pozastaví nutnost splácet nabíhající úrok, ale zároveň ve spojení s dluhopisy navázanými na HDP, také zajišťují stabilizaci solventnosti země, protože jsou navázány přímo na HDP, což zaručuje stabilnější poměr veřejného dluhu vůči HDP. Je proto doporučeno, aby se tyto dva instrumenty využívaly souběžně.

Cocos instrumenty a podobné dluhopisy, které se váží na určitý ekonomický ukazatel, bych doporučil implementovat u všech emisí dluhopisů, nejen v případě rozvojových zemí, které jsou často závislé na cenách jedné komodity, anebo jsou také často poznamenány určitou přírodní katastrofou, která výrazným způsobem ovlivní ekonomickou situaci země a tím pádem schopnost splacení dluhu, ale i u těch rozvinutých, jako například členských zemí eurozóny. U rozvinutých zemí by se dluhopis vázal především na výši HDP, ale také se nevylučuje možnost vazby například na výši exportu.

4.1.4 Euro pojistné dluhopisy

U členských států eurozóny existuje ještě jeden z doporučených nástrojů, což jsou **euro pojistné dluhopisy** (euro-insurance bonds). Myšlenkou těchto dluhopisů je to, že by byly vydávány evropským orgánem pro management dluhu za stejnou cenu všech členských států. Doba splatnosti dluhopisu by byla určena evropským orgánem, který by ji stanovil společně s investory na základě situace na trhu. To znamená, že jednotlivé členské státy by neměly kontrolu nad délkou splatnosti těchto dluhopisů. Zároveň by státy s vyšším rizikem dluhové krize platily vyšší

úroky evropskému orgánu pro správu dluhu za tyto euro dluhopisy, na základě čehož by se vytvářel společný fond pro případné budoucí dluhové krize (Muellbauer, 2013).

Pokud by v budoucnu nastala situace, kdy se členský stát dostane do dluhové tísně, byly by použity platby z tohoto fondu na finanční výpomoc tomuto státu. Tímto by se tak předešlo německým obavám z toho, že fiskální nezodpovědnost některých členských států budou finančně podporovat silné evropské ekonomiky jako Německo a Francie.

Podle Muellbauera (2013) mají euro pojistné dluhopisy hned několik výhod, které zajistí stabilnější monetární unii. Jednou z výhod je fiskální decentralizace, která by odstranila demokratický deficit, který je častým problémem v monetární unii. Díky fiskální decentralizaci si budou moci jednotlivé vlády samostatněji řídit fiskální politiku. Další výhodou je větší transparentnost mezi členskými státy a věřiteli. Jako poslední výhoda se může uvést snížení nákladu na správu eurozóny z dlouhodobého hlediska.

4.1.5 Shrnutí

Tab. 3 Návrhy pravidel při vydávání dluhu

Návrh	Princip / Proces	Skupiny věřitelů
Doložka kolektivní akce (CAC)	CAC doložky zabraňující holdout problémům. Díky CAC doložce je dohoda přijata, pokud je restrukturalizace akceptována 75 % věřiteli.	Doporučení využití především u privátních věřitelů a u bilaterálních věřitelů, kteří nejsou členy Pařížského klubu.
Komise zástupců věřitelů	Umožňují jednodušší koordinaci věřitelů prostřednictvím zvolených zástupců věřitelů.	Doporučení využití především u privátních věřitelů a u bilaterálních věřitelů, kteří nejsou členy Pařížského klubu.

Contingent convertible bonds	Pozastavení či automatické splacení dluhu v případě, že se sníží předem smluvený ukazatel pod určitou hranici. Zabraňují opožděnému jednání a opožděnému zavedení restrukturalizace.	Implementace tohoto typu dluhopisy je doporučena u všech případů vydání dluhu.
Euro pojistné dluhopisy	Vydání centralních dluhopisů evropským orgánem pro management dluhu.	Aplikace v případě dluhopisů vydaných soukromým a bilaterálním věřitelům.

Zdroj: (vlastní zpracování, 2021)

4.2 Návrhy rámců mezinárodních pravidel

Již bylo zmíněno několikrát, v případě restrukturalizace veřejného dluhu neexistuje právní rámec, který by bankrotujícímu státu a jeho věřitelům určoval, jaké kroky mají podstoupit, aby obě strany dospěly k dohodě. I přes snahu mnoha ekonomů přijít s mezinárodním mechanismem, stále převládá market-based approach, který nechává čistě na bankrotujícím státu, aby se domluvil s věřiteli, což vede k ad-hoc řešením a zdlouhavým restrukturalizacím.

Na základě poznatků z předchozích kapitol jsou situace, kdy market-based approach může vést k efektivnímu vyřešení bankrotu. Toto jsou však většinou situace, kdy je stát schopen domluvit se se svými věřiteli, ať už z důvodů, že struktura věřitelů není roztržštěná a je proto snadné je zkoordinovat, nebo věřitele přistoupí na prvotní dohodu a nemají zájem o snahu zisku celé dlužné částky prostřednictvím soudní cesty.

V ostatních případech si však myslím, že když už se stát dostane do defaultu, tak by měly být určeny pravidla a mechanismy, které jsou mezinárodně dohodnuté. S tím také souvisí návrh na vytvoření dozorčího orgánu, který na dodržování pravidel bude dohlížet a zároveň bude bankrotujícím státům sloužit jako poradní orgán. Níže jsou zmíněny návrhy na tento mezinárodní rámec společně s dozorčím orgánem.

4.2.1 Sovereign debt restructuring mechanism (SDRM)

Sovereign debt restructuring mechanism (SDRM) je návrh mechanismu na proces restrukturalizace dluhu jako reakce na růst zadlužení států a na rozsáhlejší komplexnost struktury věřitelů, která zapříčiňovala zdlouhavost vyjednávání. SDRM navrhla americká ekonomka Anne Krueger, která při návrhu tohoto mechanismu vycházela z korporátního rámce bankrotů, který funguje pod dohledem soudu. To také znamená, že proces by měl zákonný základ, na jehož dodržování by dohlížel IMF. Pro to by byla potřeba změnit články zakládající dohody IMF, ke kterým jsou vázány všechny země světa, což by poskytlo IMF právní moc k vymáhání tohoto mechanismu. Právě nutnost změny článků zakládající dohody IMF, silná pozice tohoto fondu, a snaha zachovat nestrannost rozhodovacího procesu IMF, dospěla k tomu, že ne všechny země souhlasily s touto změnou a proto SDRM nebyl doposud implementován. Myslím si však, že SDRM je jeden z mechanismů, který by mohl zjednodušit proces restrukturalizace dluhu.

Využití mechanismu by bylo iniciováno bankrotujícím státem, na základě čehož by se pod dohledem IMF sjednalo Fórum pro řešení sporů o státních dluzích (Sovereign Debt Dispute Resolution Forum), kde dlužník představí návrh plánů na restrukturalizaci svého dluhu, který vytvořil společně s IMF. Tento návrh by se následně diskutoval a případně upravil, protože je podmínkou, aby byl plán schválen majoritní většinou. SDRM funguje na podobném principu jako CAC doložka, tedy pokud dohodu přijme majoritní většina (smluvené minimum 75 %), dohodu musí akceptovat i zbylá minoritní část věřitelů. Během doby vyjednávání by IMF poskytoval defaultujícímu státu finanční podporu na základě čehož by požadoval plnění stabilizačního programu na zajištění dluhové stability (Krueger, 2002).

SDRM je mechanismus, který lze použít u široké škály restrukturalizací, ať už to jsou restrukturalizace s bilaterálními věřiteli, nebo s privátními věřiteli, slouží SDRM jako jedno z možných řešení na zajištění efektivní restrukturalizace dluhu. Existují však i situace restrukturalizace dluhu, kde není potřeba dluh restrukturalizovat podle mechanismu SDRM, a to jsou případy HIPC. Důvodem je to, že u zemí HIPC již zajišťuje IMF podobnou roli, jako by tomu bylo v případě SDRM.

4.2.2 PADRE Plán

Politicky přijatelná restrukturalizace dluhu v eurozóně, neboli plán PADRE (**Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone**), je jedním z návrhů ekonomů Pierre Pâris a Charles Wyplosz, který je postaven na jednoduché myšlence, která byla v podobném formátu uplatněna i při založení ESM, a to, že se státní dluh členských států převede na velkou agenturu, která může na finančních trzích získat finanční prostředky na pokrytí restrukturalizace státních dluhů s nízkým úrokem. To má podle autorů docílit toho, že se veřejný dluh států eurozóny dostane v budoucnu do stabilní situace bez ekonomických a hlavně politických obav. Důvodů je hned několik. PADRE plán například předchází politickým obavám méně zadlužených zemí, jako je například Německo, přesněji němečtí daňoví plátcí, že budou muset splatit veřejný dluh méně disciplinovaných členských zemí, což je samozřejmě politicky nežádoucí, ale zároveň tento přenos dluhu jednoho členského státu na ostatní může zapříčinit dluhové problémy dalších, dluhově oslabených, členských zemí, a může tedy nastat ještě větší ekonomická krize, nebo také oslabení bankovního sektoru eurozóny (Pâris, Wyplosz, 2014a).

Agenturou získávající finanční prostředky by v tomto případě byla ECB a to na základě tří důvodů. Prvním je fakt, že ECB, a jakákoli jiná centrální banka, má přístup ke kapitálu, takže může utrpět velké finanční ztráty a přesto zůstat pro věřitele důvěryhodná s čímž souvisí i druhý bod a to, že ECB si na kapitálovém trhu půjčuje s nízkými náklady. Posledním důvodem je fakt, že ECB přenáší své zisky, ale také ztráty, na členské státy. Případné zisky ECB by kompenzovaly ztráty členských států, díky čemuž by bylo zajištěno to, že dluh a náklady na jeho restrukturalizaci nedisciplinovaných zemí je nutno splatit ze strany zodpovědných členských zemí (Pâris, Wyplosz, 2014b).

PADRE plán funguje tak, že ECB, za finanční prostředky získané na finančních trzích, odkoupí od členských států podíl na veřejném dluhu za jeho nominální hodnotu a zamění je za perpetuity s nulovým úrokem. Perpetuita je cenný papír, který je vydán na nekonečně dlouhou dobu. V praxi to znamená, že veřejný dluh státu je vymazán. Perpetuity s nulovým úrokem zapříčiňují to, že se ECB dostává do ztráty, protože ta musí splácet úroky za prostředky vypůjčené na finančních trzích. Tyto ztráty by však byly převedeny na jednotlivé národní vlády a byly by

splaceny daňovými poplatníky. „To znamená, že po neomezenou budoucnost bude každá vláda „splácet“ ECB ve formě sníženého rozděleného zisku celkovou částku - ve smyslu současné hodnoty - počátečního zrušení dluhu. Restrukturalizace dluhu tedy znamená převod dluhové zátěže ze současné na budoucí generace v každé zemi, bez jakéhokoli převodu z jedné země do druhé nebo od současných držitelů dluhů“ (Pâris, Wyplosz, 2014b, str. 1). Z krátkodobého hlediska tedy bude docházet ke ztrátám na straně ECB, nicméně, je předpokládáno, že z dlouhodobého hlediska, kdy členským zemím bude růst jejich HDP, budou se na základě toho snižovat náklady. Tyto náklady by po několika letech měly být pokryty příjmy, které má ECB z rozdílu mezi náklady na tisk bankovek a jejich nominální hodnotou.

PADRE plán zprvu vypadá jako mechanismus, který je bezbolestný pro země s vysokým dluhem, a ty tak nemají důvod, proč by se po restrukturalizaci dluhu nemohly v budoucnu opět nekontrolovatelně zadlužit. Aby bylo této situaci, která se označuje jako morální hazard, zabráněno, ECB by sloužila zároveň jako dozorčí orgán a v případě, že by se veřejný dluh členského státu dostával nad povolenou hranici, jako jednou z nejvíce zmiňovaných je hranice poměru 60 % dluhu k HDP, tak by ECB transformovala dluh tohoto státu z dluhu s 0% úrokem na dluh nesoucí určitou vyšší úroku.

4.2.3 Arbitrážní řízení

Jako možná alternativa k právní struktuře je arbitrážní řízení. Arbitrážní řízení je v dnešní době referováno k Fair and Transparent Arbitration Processes (FTAP). FTAP je postavena na základním principu, kdy podobně jako v arbitráži korporací, jsou oběma stranami zvoleni nestranní rozhodci, kteří projednají a rozhodnou o způsobu dohody a o způsobu splacení dlužné částky. FTAP je založeno na principech Alternative Dispute Resolution (ADR), což je princip řešení sporů mimosoudní cestou díky čemuž se předejde takzvané litigation, což je situace, kdy věřitel podá na stát žalobu u patřičného soudu. Počet právních litigací se výrazně navýšil, kdy po roce 2005 jeden ze dvou defaultu byl doprovázen soudním sporem, kdyžto v 80. a 90. letech to bylo pouze v 10 % případů (Schumacher, Trebesch, Enderlein, 2018).

S návrhem na začlenění arbitrážního řízení v podobě FTAP v případech krize veřejného dluhu přišel v roce 1989 australský ekonom Kunibert Raffer, který vycházel z Kapitoly 9 amerického insolvenčního kodexu, který se zabývá insolvenčními municipalitami (Raffer, 2005). Hlavní výhodou arbitrážního řízení je její rychlost, což má za následek snížení nákladů vynaložených na proces na obou stranách. Tento způsob procesu dohody mohou použít všechny země, nikoli jen určitá skupina zemí, jako tomu je například u zemí spadající do skupiny HIPC. Výhodou FTAP je také to, že se jeho konstrukce může využít na jak veřejném dluhu vůči zahraničním subjektům, tak i vůči těm domácím (Kaiser, 2010).

Osobně si myslím, že vzhledem k tomu, že návrh a aplikace konkrétního právního rámce pro státní bankroty je velice složité zavést, může arbitrážní řízení sloužit jako jeden ze způsobů, který může být využit pro zabránění litigacím ze strany věřitelů.

4.2.4 Seniorita věřitelů

Jako jeden z často diskutovaných mechanismů, který by mohl být využit při bankrotech států, je nastavení seniority věřitelů. V případě osobních a korporátních bankrotů je smluvně nebo legislativně určeno v jakém pořadí budou věřitele odškodněni. Tento mechanismus v případě bankrotu veřejného dluhu chybí, což komplikuje vyjednávání a pro bankrotující vládu znamená, že si může určovat podle svého uvážení, do jaké míry bude s určitou skupinou věřitelů spolupracovat. Tato absence pravidel dostává věřitele do složité situace, kdy do doby, než se začne vyjednávat, nevědí, jaký přístup mohou od vlády očekávat. Ještě větší problém však pro věřitele spočívá v tom, že s každým dalším věřitelem, který investuje do daného státu, vzniká větší skupina věřitelů, kterou je v případě bankrotu nutno odškodnit. V případě bankrotu státu je seniorní věřitel ve stejné situaci jako ten juniorní co se výše odškodnění týče. Významný rozdílem je však to, že do doby bankrotu, získával juniorní věřitel splátky s vyšším úrokem, který kryje větší riziko menšího odškodnění v případě defaultu. To zapřičiňuje riskantní poskytování půjček ze strany věřitelů, protože za poskytnutou půjčku obdrží vysoký úrok a v případě bankrotu státu budou ve stejné pozici, co se splacení dlužné částky ze strany bankrotujícího státu týče, jako seniorní věřitelé, jejichž investice byla s daleko nižším úrokem.

Určení seniority by mělo dopad takový, že při bankrotu dlužnického státu by měl právo být finančně odškodněn věřitel, který danému státu poskytl půjčku jako první. Tento přístup by snížil počet předlužených států, protože pro nově investující věřitele by vidina toho, že v případě bankrotu budou odškodněni až jako poslední, nebyla tak lákavá a státu by neposkytli půjčku ani přes vidinu vysoké úrokové sazby.

Tuto seniorní strukturu je možno založit pomocí tří mechanismů. První možností je implementace seniorní struktury do mezinárodního právního rámce, který by byl vepsán ve člancích zakládající dohody IMF. Druhý způsob je národní jurisdikce dané vlády, která by se tímto zavázala splatit dluh věřitelům v pořadí, od seniorních až po ty juniorní. Třetí způsob, a podle mého názoru nejpřijatelnější, je mechanismus založen na smluvních dohodách mezi dlužníkem a věřitelem, kdy by v rámci emise dluhopisu byla podepsaná smlouva, že tato emise je podřízena předešlým emisím a v případě bankrotu bude věřitel odškodněn až poté, co se dlužník vypořádal se seniornějšími věřiteli. Právní vymahatelnost tohoto mechanismu by byla v pravomoci soudu země, kde byla emise dluhu provedena (Borensztein a kol., 2005).

Pro zaručení fungování seniorní struktury by bylo potřeba monitorovat zadluženost států a počet věřitelů, aby potencionální investoři věděli, za jakých podmínek poskytují dlužníkovi finanční prostředky. Tento monitoring by zároveň pomohl s větší transparentností veřejného zadlužení některých vlád.

Mechanismus by se nevztahoval na multilaterální věřitele jako je IMF, Světová banka a další rozvojové organizace. Důvodem je to, že multilaterální věřitelé, především IMF, se obecně berou jako věřitelé poslední instance a jejich závazek je splacen vždy jako první. Státy dodržují splacení závazků těmto mezinárodním institucím, i přestože seniorita těchto multilaterálních institucí není nikde zákonně ustanovena.

4.2.5 Shrnutí

Tab. 4 Návrhy rámců mezinárodních pravidel

Návrh	Princip / Proces	Skupiny věřitelů
SDRM	Právně závazný mechanismus implementovaný do článků zakládajících dohod IMF.	Privátní a bilaterální věřitelé, mimo země HIPC.
PADRE Plán	Zaměna veřejného dluhu členských států za perpetuitu s nulovým úrokem.	Privátní a bilaterální věřitelé.
Arbitrážní řízení	Předem zvolení nestranní rozhodci zastupující bankrotující stát a jeho věřitelé.	Privátní a bilaterální věřitelé, kteří nejsou členy Pařížského klubu.
Seniorita věřitelů	Právně vymahatelný mechanismus, který určuje senioritu věřitelů a na základě ní vyplácí odškodnění.	Privátní a bilaterální věřitelé. Není potřeba aplikovat na multilaterální věřitele, u kterých funguje postavení věřitele poslední instance.

Zdroj: (vlastní zpracování, 2021)

4.3 Omezení věřitelů vymáhat svou pohledávku

Na závěr je důležité zmínit, že při státních dluhových problémech je nutno podívat se i na druhou stranu a to na stranu věřitele, zda i na jeho straně neleží určitá výše zodpovědnosti za dluhovou krizi. Jako příklad je možno zmínit řeckou dluhovou krizi, kde byli věřiteli velké evropské banky a penzijní fondy, kteří až naivně investovali finance střadatelů do řeckých dluhopisů. Před dluhovou krizí Řecka se mylně předpokládalo, že dluhopisy členského státu eurozóny jsou bezrizikové. V souvislosti také s nízkými úrokovými sazbami, které ECB poskytovala ostatním bankám, se pro zahraniční banky stalo lukrativní, pokud tyto finance vloží do dluhopisů evropských států, jejichž úroková sazba z držení dluhopisů je nejrizikovější, ale za to nejvyšší. V případě Řecka se navíc bankovní instituce

domnívaly, že řecká vláda má dostatek kapitálu na pokrytí splátek, což se ukázalo jako mylný předpoklad.

Podobných případů, kdy především soukromí věřitelé často investují své finanční prostředky do vysoce rizikových dluhopisů, je mnoho a často tomu tak je, že věřitelé v případě bankrotu spoléhají na získání částky v soudním sporu, což ale prodlužuje dobu restrukturalizace a náklady s ní spojené. V některých případech mají věřitelé právo se soudní cestou domáhat splacení pohledávky, ale jsou i situace, kdy by měl mít věřitel právně omezenou možnost domáhat se splacení dluhu.

4.3.1 Nelegitimní dluh

Některé rozvíjející země se potýkají s neschopností splatit dluhy, které byly zapříčiněny předchozí vládou, často autoritativním režimem, které byly vytvořeny bez souhlasu obyvatelstva a především, tyto dluhy nebyly využity ve prospěch obyvatelstva dané země. Dluh, který se vyznačuje těmito dvěma charakteristikami, se označuje jako dluh nelegitimní (**odious debt**). V několika posledních letech se však ozývají názory, že v případě, kdy se prokáže, že se jedná o nelegitimní dluh, nová vláda by nebyla povinná splatit tyto závazky vytvořené předchozí vládou.

Prozatím však neexistuje žádná mezinárodní a ani národní smlouva, která by tento zákon obsahovala ve svém právním rámci. Podle mého názoru by však mělo být v multilaterálních dohodách schváleno, že nová vláda bankrotujícího státu, který se dostal do dluhové neschopnosti právě kvůli nelegitimnímu dluhu, nemá povinnost tento dluh splatit. Tato dohoda by umožnila obnovit stagnující ekonomiku defaultujícího státu a zároveň by omezila příliv financí do zemí, kde panuje autoritativní režim, protože by tato smlouva znamenala pro věřitele větší riziko ztráty investic v případě bankrotu. Jako orgán, který by posuzoval legitimitu dluhu a vykonával by tuto legislativu, by byl IMF společně se Světovou bankou.

4.3.2 Legislativa na omezení supích fondů

Aby se předešlo prodlevám během restrukturalizace dluhu, je potřeba vytvořit mechanismus, který by omezil hlavní aktéry holdoutu, kterými jsou především supí fondy. Tzv. legislativa na omezení supích fondů (**anti-vulture fund legislation**) je statutárním mechanismem, který zabrání supím fondům vymáhat soudní cestou

dlužnou částku, která je mnohonásobně vyšší, než kterou supí fond zaplatil na sekundárním trhu za pohledávku vůči defaultujícímu státu. Tento zákon jako první přijala Belgie v roce 2015.

Belgický zákon je založen na ustanovení, které zakazuje věřiteli vymáhat u belgického soudu po dlužníkovi nepřiměřenou částku v poměru k částce, za kterou odkoupil dluh na sekundárním trhu. Implementace této legislativy by zároveň měla podobný dopad jako CAC klauzule, kdy supí fondy jsou často hlavními věřiteli, kteří zapříčiňují holdout problém. Supí fondy skupují na sekundárním trhu dluhopisy zemí, které mají finanční problémy splácet svůj dluh, za často daleko nižší částku, než je nominální hodnota dluhopisu, a následně se odmítají podílet na restrukturalizaci dluhu a místo toho soudní cestou požadují splacení celé dlužné částky. Zároveň stojí supí fondy i za holdoutem dalších privátních věřitelů, kteří předpokládají, že supí fondy se budou snažit soudní cestou získat plnou dlužnou částku, což zapříčiní, že neochotu docílit dohody budou projevovat i ostatní privátní věřitelé (Brutti, 2020).

I přes pochybnosti některých ekonomů na dopad této legislativy na stabilitu sekundárního trhu si myslím, že aplikace legislativy na omezení supích fondů v rámci jurisdikce ostatních států, je způsob, jak zkrátit proces restrukturalizace dluhu, protože by se předešlo dlouhým soudním sporům zapříčiněnými především těmito fondy.

4.3.3 Shrnutí

Tab. 5 Omezení věřitelů vymáhat svou pohledávku

Návrh	Princip / Proces	Skupiny věřitelů
Nelegitimní dluh	Odepsání dluhu pokud se prokáže jeho nelegitimita. Nová vláda by tak nebyla povinná dluh splacet.	Bilaterální a privátní věřitelé.
Legislativa na omezení supích fondů	Zákon zakazující vymáhání pohledávky soudní cestou v případě, že za pohledávku bylo zapláceno mnohonásobně méně, než jaká je nominální hodnota dluhu.	Privátní věřitelé, především v podobě supích fondů.

Zdroj: (vlastní zpracování, 2021)

Závěr

Cílem této diplomové práce bylo zmapovat návrhy možných obecných postupů a pravidel při řešení restrukturalizací státních dluhů a tím částečně i jejich prevence jak u vyspělých, tak i rozvíjejících se ekonomik a na základě tohoto formulovat doporučení pro nastavení obecných pravidel pro proces restrukturalizace dluhu. Defaults států a jejich následná restrukturalizace patří k častým jevům v dnešní době převážně u nízkopříjmových zemí a u rozvíjejících se ekonomik, ale neobvyklé nejsou ani u států rozvinutých. I přes dlouhou historii a více než 400 zaznamenaných případů státních defaultů a jejich restrukturalizace se nepodařilo aplikovat jednotný mezinárodní rámec, na základě kterého by stát společně se svými věřiteli postupoval, aby došel k rychlé, ale zároveň i k účelné dohodě. Mezinárodní měnový fond společně se Světovou bankou a dalšími odborníky již řadu let pracuje na několika návrzích, které by měly tuto problematiku vyřešit. Žádný z návrhů však nebyl doposud obecně aplikován a přijat, což také vznáší otázku, zda je vůbec možno nastavit jednotný mezinárodní právní rámec pro insolventci států.

Tato diplomová práce je řazena do dvou částí. První část se skládá ze dvou kapitol, které vysvětlují strukturu a fungování veřejného dluhu a následně mapují historii státních defaultů. Detailněji je popsána historie státních defaultů Argentiny. Druhá kapitola se také zabývá charakteristikou veřejného dluhu v rámci členských států eurozóny, které mají omezené možnosti na stabilizaci dluhu, kdy nemohou využít monetární nástroje. Na konec je analyzována řecká dluhová krize (2012) a je porovnaná s dluhovou krizí Argentiny (2002).

Ve třetí kapitole jsou popsány úspěšně implementované dohody a mechanismy, které se během dlouhé historie státních defaultů uplatnily. Konkrétně se jedná o dohody sjednané při emisi dluhopisu, či o implementaci doložek jako jsou doložky kolektivní akce (CAC) a nástroje pro navrácení hodnoty (VRI). Tyto doložky jsou považovány za úspěšné, protože řeší hlavní problémy restrukturalizace dluhu, kterými jsou holdout problém a opožděný začátek vyjednávání o změně podmínek dluhu. Jako příklady úspěšných multilaterálních mechanismů jsou popsány Bradyho plán společně s Pařížským a Londýnským klubem. Bradyho plán byl mechanismus, který je považován za mechanismus, díky kterému se

latinskoamerické státy dostaly z hluboké dluhové krize z konce 20. století. Za úspěšné mechanismy jsou považovány i dva kluby, jejichž hlavní benefit spočívá ve schopnosti rychlé koordinace věřitelů a schopnosti zajistit na vyjednáváních rychlé dohody.

Poslední čtvrtá kapitola završuje diplomovou práci tím, že na základě poznatků zmapovaných v předchozích kapitolách sumarizuje a klasifikuje možné mechanismy pro restrukturalizaci dluhu (i prevenci její nutnosti) se zvláštním zaměřením na to, zda je možno aplikovat určitý mechanismus i na eurozónu. Návrhy jsou rozděleny do tří subkapitol, kdy první se zabývá dohodou o postupu během případného bankrotu již během vydání dluhu, druhá subkapitola představuje návrhy mezinárodních rámců, které by byly uplatněny, pokud mezi dlužitelem a jeho věřiteli neexistuje žádná dohoda o postupu v případě defaultu, a poslední subkapitola popisuje omezení pravomocí věřitelů při snaze získat svou pohledávku.

Pro zajištění efektivní a rychlé dohody je doporučeno státům a věřitelům využití určitých doložek při emisi dluhu. Konkrétně se jedná o doložku kolektivní akce zabraňující holdout problémům. Díky CAC doložce je dohoda přijata, pokud je restrukturalizace akceptována ze strany 75 % věřitelů, což zamezí holdout problémům. Jako ekvivalent CAC doložek může být smluvna komise zástupců věřitelů, díky které se také sníží komplikovanost koordinace při vyjednáváních. Otázku začátku restrukturalizace řeší podmíněné konvertibilní dluhopisy, díky kterým se zajistí pozastavení nabíhajících úroků z dluhů, nebo jejich snížení v případě, kdy se sníží předem smluvený ukazatel pod určitou hranici. Díky dluhopisům vázaným na HDP, export či na cenu určité komodity, se zabrání opožděnému zavedení restrukturalizace. Pro členské státy eurozóny je také zpamován návrh v podobě euro pojistných dluhopisů, který díky centrálnímu řízení dluhopisů má potenciál zajistit větší stabilitu dluhu v eurozóně.

V případě návrhů mezinárodních pravidel jsou doporučeny čtyři rámce, které by nastavily obecně platná pravidla, jak postupovat v případě bankrotů. Prvním je SDRM, kdy by IMF v kooperaci s defaultujícím státem připravily návrh na restrukturalizaci, který by následně musel být schválen majoritní většinou věřitelů. Postup by byl právně závazný díky jeho začlenění do článků zakládajících dohod IMF. Pro nastavení rámce pravidel postupu v rámci eurozóny je doporučen plán

PADRE, který navrhuje odkup veřejného dluhu členských států za perpetuity s nulovým úrokem, což by mělo negativní dopad na ECB, která by dluh odkoupila, z krátkodobého hlediska, ale díky růstu HDP členských zemí by tento postup měl efektivní dopad na stabilizaci dluhu. Jako možná alternativa k právní struktuře je arbitrážní řízení, kdy si obě strany zvolí nestranné rozhodce, kteří projednají a rozhodnou o způsobu dohody a o způsobu splacení dlužné částky. Jako poslední je představen návrh na vytvoření struktury seniority věřitelů, který by zajistil postup při odškodňování věřitelů a předešel by tak holdout situacím.

Ná závěr čtvrté kapitoly jsou ještě zmíněny dva návrhy na omezení práv věřitelů vymáhat dlužnou částku. Důvodem těchto návrhů je fakt, že za default daného státu mohou v některých případech i sami věřitelé, kteří naivně a nezodpovědně poskytují vládám své finanční prostředky. V práci zmíněného právní rámce by bylo zamezeno šíření nelegitimních dluhů a zabraňováno supím fondům v určitých situacích domáhat se zisku pohledávky.

Téma možných průběhů státních bankrotů je v současné době velice aktuálním tématem, kdy dlouhodobě roste světový veřejný dluh jako celek. Nárůst akceleroval v posledním roce, kdy byly světové ekonomiky zasaženy epidemickou pandemií Covid-19 a podobný vývoj čeká světovou ekonomiku zřejmě i v roce 2021. Právě se jeví potřeba efektivních pravidel pro restrukturalizaci státního dluhu naléhavá více než kdy předtím. Jsem si však vědom, že kvůli komplexnosti tohoto tématu je reálná aplikace doporučených návrhů, a dalších postupů, které by mohly zefektivnit procesy restrukturalizace dluhu a nejsou v této práci zmíněny, velice složitou záležitostí.

Seznam literatury

ALESINA, Alberto a Roberto PEROTTI. (1994). The Political Economy of Budget Deficits. NBER Working Paper, č. 4637.

ASONUMA, Tamon a Christoph, TREBESCH. (2016). Sovereign Debt Restructurings: Preemptive or Post-Default. *Journal of the European Economic Association*. 14(1), stránky 175–214. Dostupné z: <https://doi.org/10.1111/jeea.12156>. ISSN 2364-1428.

BARTENSTEIN, Ben, Sydney, MAKI, a Marisa, GERTZ. (2020). One Country, Nine Defaults: Argentina Is Caught in a Vicious Cycle. *bloomberg.com*. [Online] 24. květen 2020. [Citace: 1. leden 2021.] <https://www.bloomberg.com/news/photo-essays/2019-09-11/one-country-eight-defaults-the-argentine-debacles>.

BORENSZTEIN, Eduardo a kol. (2005). Sovereign Debt Structure for Crisis Prevention, USA: INTERNATIONAL MONETARY FUND. ISBN: 9781589063778, Dostupné z: IMF eLibrary<<https://doi.org/10.5089/9781589063778.084>>

BROOKE, Martin a kol. (2013). Sovereign Default and State-Contingent Debt. Discussion Papers 13-3. Bank of Canada joint study with the Bank of England. ISSN 1914-0568. dostupné z: <https://ideas.repec.org/p/bca/bocadp/13-3.html>

BROOKS, Skylar a Domenico LOMBARDI. (2015). Sovereign Debt Restructuring: Issues Paper. CIGI Paper č. 64. dostupné z: <https://www.cigionline.org/publications/sovereign-debt-restructuring-issues-paper>

BRUTTI, Daniel J. (2020), Sovereign Debt Crises and Vulture Hedge Funds: Issues and Policy Solutions, *Boston College Law Review*, 61(5), dostupné z: <https://lawdigitalcommons.bc.edu/bclr/vol61/iss5/5/>

BULOW, Jeremy a Kenneth S. ROGOFF. (1989). A constant recontracting model of sovereign debt. *Journal of Political Economy* 97(1): stránky 155-178. Dostupné z: <https://dash.harvard.edu/handle/1/12491028>

BUCHHEIT, Lee a kol. (2019a). How to Restructure Sovereign Debt: Lessons from Four Decades. *The Peterson Institute for International Economics*. 19(8). Dostupné z: <https://www.piie.com/publications/working-papers/how-restructure-sovereign-debt-lessons-four-decades>

BUCHHEIT, Lee, a kol. (2019b). Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners. *imf.org*. [Online] 4. září 2019. [Citace: 31. leden 2021.] Session 8: The Restructuring Process. <https://www.imf.org/en/News/Seminars/Conferences/2018/05/24/sovereign-debt-a-guide-for-economists-and-practitioners>.

CASSOU, Javier Díaz, Aitor, ERCE-DOMÍNGUEZ, a Juan J., VÁZQUEZ-ZAMORA. (2008). Recent Episodes of Sovereign Debt Restructurings: A Case-

Study Approach. Madrid : SSRN Electronic Journal, Dostupné z: https://www.researchgate.net/publication/4984450_Recent_Episodes_of_Sovereign_Debt_Restructurings_A_Case-Study_Approach. ISSN: 1696-2230.

ČNB. (2021a). Vládní dluh a jeho struktura. cnb.cz. [Online] 2021. [Citace: 28. duben 2021.]
https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=12&p_sort=2&p_des=50&p_sestuid=57025&p_uka=1&p_strid=ABE&p_od=199512&p_do=202012&p_lang=CS&p_format=0&p_decsep=%2C.

ČNB. (2021b). Vládní dluh a jeho struktura. cnb.cz. [Online] 2021. [Citace: 28. duben 2021.]
https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=12&p_sort=2&p_des=50&p_sestuid=57025&p_uka=7%2C12&p_strid=ABE&p_od=199512&p_do=202012&p_lang=CS&p_format=0&p_decsep=%2C.

ČNB. (2021c). Vládní dluh a jeho struktura. cnb.cz. [Online] 2021. [Citace: 28. duben 2021.]
https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=12&p_sort=2&p_des=50&p_sestuid=57025&p_uka=15%2C16%2C17&p_strid=ABE&p_od=199512&p_do=202012&p_lang=CS&p_format=0&p_decsep=%2C

DE PAOLI, Bianca, Glenn, HOGGARTH, a Victoria, SAPORTA. (2009). Output Costs of Sovereign Crises: Some Empirical Estimates. Bank of England. 362, Dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=1344294>

DELL'ERBA Salvatore, Ricardo, HAUSMANN, a Ugo, PANIZZA. (2013). Debt Levels, Debt Composition, and Sovereign Spreads in Emerging and Advanced Economies, CID Working Papers 263, Center for International Development at Harvard University. Dostupné z: https://www.hks.harvard.edu/sites/default/files/centers/cid/files/publications/faculty-working-papers/263_Hausmann_Debt.pdf

DVOŘÁK, Pavel. (1992a). Soubor textů ke kursu Veřejné finance. Praha : Vysoká škola ekonomická, ISBN: 80-7079-446-1 .

DVOŘÁK, Pavel. (1992b). Exogenní vlivy, rozpočtový deficit a veřejný dluh. Finance a úvěr., 42(12), stránky 578-591.

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

EATON, Jonathan a Mark, GERSOVITZ. (1981)., Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis. Oxford University Press. The Review of Economic Studies, 48(2). stránky 289-309. Dostupné z: <https://doi.org/10.2307/2296886>

Economist. (2020). Argentina defaults yet again, but hopes to get off lightly. economist.com. [Online] Economist, 23. květen 2020. [Citace: 9. únor 2021.]

<https://www.economist.com/the-americas/2020/05/23/argentina-defaults-yet-again-but-hopes-to-get-off-lightly>.

European Central Bank. (2021). Government deficit(-) or surplus(+) (as % of GDP). sdw.ecb.europa.eu. [Online] 2021. [Citace: 3. květen 2021.]
https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do;jsessionid=0F50199C602ABB805A035A0E0D1E1D8B?SERIES_KEY=325.GFS.A.N.GR.W0.S13.S1._Z.B.B9._Z._Z._Z.XD_C_R_B1GQ._Z.S.V.N._T.

Eurostat. (2021a). General government expenditure by function (COFOG). ec.europa.eu. [Online] 23. března 2021. [Citace: 2 duben 2021.]
https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/gov_10a_exp/default/table?lang=en.

Eurostat. (2021b). Main national accounts tax aggregates. ec.europa.eu. [Online] 8 únor 2021. [Citace: 2 duben 2021.]
https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/gov_10a_taxag/default/table?lang=en.

Eurostat. (2021c). Central government debt. ec.europa.eu. [Online] 6. duben 2021. [Citace: 3. květen 2021.]
https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/gov_10dd_cgd/default/table?lang=en.

Eurostat. (2021d). Local government debt. ec.europa.eu. [Online] 6. duben 2021. [Citace: 3. květen 2021.]
https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/gov_10dd_logd/default/table?lang=en.

Eurostat. (2021e). Social security funds debt. ec.europa.eu. [Online] 6. duben 2021. [Citace: 3. květen 2021.]
https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/gov_10dd_ssfed/default/table?lang=en.

Eurostat. (2021f). State government debt. ec.europa.eu. [Online] 6. duben 2021. [Citace: 3. květen 2021.]
https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/gov_10dd_slgd/default/table?lang=en.

Eurostat. (2021g). General government debt. ec.europa.eu. [Online] 6. duben 2021. [Citace: 3. květen 2021.]
https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/GOV_10DD_GGD__custom_903215/default/table?lang=en

Eurostat. (2020a). Structure of government debt. ec.europa.eu. [Online] 29. říjen 2020. [Citace: 23. prosinec 2020.] https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Structure_of_government_debt&oldid=188458#Breakdown_by_subsector_of_general_government. ISSN: 2443-8219.

Eurostat. (2020b). Central government gross debt by currency of issuance, % of total, 2019. ec.europa.eu. [Online] 22. červen 2020. [Citace: 23. prosinec 2020.] https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:Central_government_gross_debt_by_currency_of_issuance,_%25_of_total,_2019.png. ISSN: 2443-8219.

Eurostat. (2020c). General government gross debt by sector of debt holder, 2019. ec.europa.eu. [Online] 22. červen 2020. [Citace: 23. prosinec 2020.] https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:General_government_gross_debt_by_sector_of_debt_holder,_2019.png. ISSN: 2443-8219.

Eurostat. (2016a). Glossary: Central government. ec.europa.eu. [Online] 20. Zář 2016. [Citace: 23. Prosinec 2020.] https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:Central_government. ISSN 2443-8219.

Eurostat. (2016b). Glossary: State government. ec.europa.eu. [Online] 7. Ř 2016. [Citace: 23. Prosinec 2020.] https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:State_government. ISSN 2443-8219.

Fred Economic Data. (2020). Long-Term Government Bond Yields: 10-year: Main (Including Benchmark). fred.stlouisfed.org. [Online] 2020. [Citace: 28. prosinec 2020.] <https://fred.stlouisfed.org/series/IRLTLT01GRM156N#0>.

GROS, Daniel. (2013). Foreign debt versus domestic debt in the euro area. Oxford Review of Economic Policy, 29(3), stránky 502-517. Dostupné z: <http://www.jstor.org/stable/23607156>

GULATI, Mitu a Lee C., BUCHHEIT. (2010), How to Restructure Greek Debt. Duke Law School Working papers. Dostupné z: https://scholarship.law.duke.edu/faculty_scholarship/2336

GUZMAN, Martin. (2016). An Analysis of Argentina's 2001 Default Resolution. CGI Papers. číslo 110, Dostupné z: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2861166>

HAMERNÍKOVÁ, Bojka a kol. (2010). Veřejné finance. 2. vydání. Praha : Wolters Kluwer Česká republika, 2010. str. 23. ISBN: 978-80-7357-497-0.

HAMERNÍKOVÁ, Bojka a kol. (2007). Veřejné finance. 1. vydání. Praha: ASPI. ISBN: 978-80-7357-301-0.

HODLER, Roland. (2011). Elections and the strategic use of budget deficits. Springer. Public Choice, 148(1/2), stránky: 149-161
Dostupné z: <https://www.jstor.org/stable/41483686?seq=1>

IMBEAU, Louis M. (2002). The Political Economy of Public Deficits: A Review Essay. researchgate.net. [Online] leden 2002. [Citace: 23. prosinec 2020.] .
Dostupné z: https://www.researchgate.net/publication/247947028_The_Political_Economy_of_Public_Deficits_A_Review_Essay.

International Monetary Fund. ©. (2009). System of National Accounts (2008). [Online] 30. září 2009. [Citace: 23. prosinec 2020.] <https://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/docs/SNA2008.pdf>. ISBN: 978-92-1-161522-7.

International Monetary Fund. ©. (2018). Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners Session 8: The Restructuring Process. imf.org. [Online] © International Monetary Fund, 14. září 2018. [Citace: 10. leden 2021.] <https://www.imf.org/external/mmedia/view.aspx?vid=5838324340001>.

International Monetary Fund. ©. (2020). The International Architecture for Resolving Sovereign Debt Involving Private-Sector Creditors - Recent Developments, Challenges, And Reform Options. imf.org. [Online] © International Monetary Fund, 1. srpen 2020. [Citace: 17. duben 2021.] <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2020/09/30/The-International-Architecture-for-Resolving-Sovereign-Debt-Involving-Private-Sector-49796>

KAISER, Jürgen. (2010). Resolving Sovereign Debt Crises: Towards a Fair and Transparent International Insolvency Framework. Berlin : Friedrich-Ebert-Stiftung, Department for Global Policy and Development, ISBN: 978-3-86872-477-6. Dostupné z: <https://library.fes.de/pdf-files/iez/07497.pdf>

KOSE, M. Ayhan, Peter, NAGLE, Franziska, OHNSORGE a Naotaka, SUGAWARA. (2021). Global Waves of Debt : Causes and Consequences. Washington, DC: World Bank. © World Bank. ISBN: 978-1-4648-1545-4 Dostupné z: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/32809>

KRUEGER, Anne O. (2002). Sovereign Debt Restructuring Mechanism -- One Year Later, Address by Anne O. Krueger, First Deputy Managing Director, IMF. imf.org. [Online] prosinec 10, 2002. [Cited: duben 19, 2021.] <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp121002>.

MILLER, Marcus a Dania THOMAS. (2013). Eurozone sovereign debt restructuring: keeping the vultures at bay. Oxford Review of Economic Policy, 29(4), WINTER 2013, stránky 745–763, Dostupné z: <https://doi.org/10.1093/oxrep/grt039>

Ministerstvo financí ČR. (2021). Státní rozpočet 2021 v kostce kapesní příručka Ministerstva financí ČR. mfcz.cz. [Online] 29. březen 2021. [Citace: 3. květen 2021.] www.mfcz.cz/rozpocet-v-kostce. ISBN 978-80-7586-046-0.

Ministerstvo financí ČR. (2016). Definice a měření státního dluhu. mfcz.cz. [Online] 14. říjen 2016. [Citace: 23. prosinec 2020.] <https://www.mfcz.cz/cs/verejny-sektor/rizeni-statniho-dluhu/zakladni-informace/definice-a-mereni>.

Ministerstvo financí ČR. (2014). Státní rozpočet 2014 v kostce. mfcz.cz. [Online] 28. března 2014. [Citace: 3. květen 2021.] www.mfcz.cz/rozpocet-v-kostce. ISBN 978-80-85045-60-4

MODY, Ashoka. (2013). Sovereign debt and its restructuring framework in the Euro area. Bruegel Working Paper č. 05. Dostupné z: <https://www.bruegel.org/2013/08/sovereign-debt-and-its-restructuring-framework-in-the-euro-area/>

MUELLBAUER, John. (2013). Conditional eurobonds and the eurozone sovereign debt crisis. *Oxford Review of Economic Policy*, 29(3), stránky 610-645. dostupné z: <http://www.jstor.org/stable/23607160>

MUSGRAVE, Richard A. a Peggy B., MUSGRAVE. (1989). *Public Finance In Theory and Practice*, McGraw Hill Higher Education, Singapore. edice č. 5, ISBN 0-07-1-00227-8

OLIVARES-CAMINAL, Rodrigo. (2009). Understanding the Pari Passu Clause in Sovereign Debt Instruments: A Complex Quest, *The International Lawyer*, 43(3), str. 1217-1236, dostupné z: <https://scholar.smu.edu/til/vol43/iss3/3/>

PÂRIS, Pierre a Charles, WYPLOSZ. (2014a). The PADRE plan: Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone. *voxeu.org*. [Online] 28 ledna 2014. [Cited: 4 dubna 2021.] <https://voxeu.org/article/padre-plan-politically-acceptable-debt-restructuring-eurozone>.

PÂRIS, Pierre a Charles, WYPLOSZ. (2014b). PADRE: Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone. Geneva: International Center for Monetary and Banking Studies. Dostupné z: <https://voxeu.org/content/padre-politically-acceptable-debt-restructuring-eurozone>

PANIZZA, Ugo, Federico, STURZENEGGER, a Jeromin, ZETTELMEYER. (2009). The economics and law of sovereign debt and default. *Journal of Economic Literature*. 47(3), stránky 651-698. Dostupné z: <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jel.47.3.651>

PAVELKA, Tomáš. (2007). *Makroekonomie: Základní kurz*. Praha : Melandrium, 2007. ISBN: 978-80-86175-52-2..

PEKOVÁ, Jitka. (2011). *Veřejné finance teorie a praxe v ČR*. Praha : Wolters Kluwer Česká republika, 2011. ISBN 978-80-7357-698-1.

Peterson Institute for International Economics. © (2020). The Greek Debt Crisis No easy way out. *piie.com*. [Online] © 2020. [Citace: 20. února 2021.] <https://www.piie.com/microsites/greek-debt-crisis-no-easy-way-out>.

PITCHFORD, Rohan a Mark L. J., WRIGHT. (2013) On the contribution of game theory to the study of sovereign debt and default, *Oxford Review of Economic Policy*, 29(4), WINTER 2013, stránky 649–667, dostupné z: <https://doi.org/10.1093/oxrep/grt023>

RAFFER, Kunibert. (2005) Internationalizing US Municipal Insolvency: A Fair, Equitable, and Efficient Way to Overcome a Debt Overhang, *Chicago Journal of International Law*. 6(1), článek 21. Dostupné z: <https://chicagounbound.uchicago.edu/cjil/vol6/iss1/21>

REINHART, Carmen M. a Kenneth S., ROGOFF. (2010). Growth in a Time of Debt. *American Economic Review*, 100(2), stránky 573-578. Dostupné z: <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.100.2.573>

REINHART, Carmen M. a Kenneth S., ROGOFF. (2011). The Forgotten History of Domestic Debt. *The Economic Journal*, Sv. 121(552), stránky 319-350. Dostupné z: https://www.researchgate.net/publication/5188928_The_Forgotten_History_of_Domestic_Debt

REINHART, Carmen M. a Kenneth S., ROGOFF. (2009). *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. New Jersey : Princeton University Press, 2009. ISBN: 978-0-691-14216-6.

ROOS, Jerome E. (2019). *Why Not Default? The Political Economy of Sovereign Debt*. Princeton : Princeton University Press, 2019. ISBN: 9780691180106.

SAXTON, Jim. (2003). *Argentina's Economic Crisis: Causes and Cures*. jec.senate.gov. [Citace: 3. leden 2021.] Dostupné z: https://www.jec.senate.gov/public/_cache/files/5fbf2f91-6cdf-4e70-8ff2-620ba901fc4c/argentina-s-economic-crisis---06-13-03.pdf

SCHUMACHER, Julian, Christoph, TREBESCH, a Henrik, ENDERLEIN. (2018) "Sovereign Defaults in Court", Working Paper Series 2135, European Central Bank. Dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=2189997>

STŘECHA, Michal. (2016). *Vývoj zahraniční zadluženosti veřejného sektoru zemí EU a jeho udržitelnost*. Praha. Vysoká škola ekonomická v Praze. Doktorská dizertační práce

STURZENEGGER, Federico a Jeromin, ZETTELMEYER. (2006). *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*. Massachusetts : The MIT Press, 2006. ISBN-13: 978-0-262-19553-9

TREBESCH, Christoph, Michael G., PAPAIOANNOU a Udaibir S., DAS. (2012). *Sovereign Debt Restructurings 1950-2010 : Literature Survey, Data, and Stylized Facts*. International Monetary Fund, 2012. ISBN: 9781475505535.

TOMZ, Michael a Mark L. J., WRIGHT. (2013). Empirical Research on Sovereign Debt and Default., *Annual Review of Economics*, 5(1). stránky 247-272. Dostupné z: <http://www.nber.org/papers/w18855.pdf>

ZETTELMEYER, Jeromin, Christoph, TREBESCH a Mitu, GULATI. (2013), The Greek debt restructuring: an autopsy, *Economic Policy*, 28(75). stránky: 513–563, dostupné z: <https://doi.org/10.1111/1468-0327.12014>

ZETTELMEYER, Jeromin. (2018), Lessons from the 2000–2002 Crisis in Argentina for the Sustainability of the Euro, © ifo Institute, Mnichov, publikováno: ifo DICE Report 3/2018 (Podzim): Euro Sustainability. Dostupné z: <https://www.piie.com/commentary/speeches-papers/lessons-2000-2002-crisis-argentina-sustainability-euro>

ÚNRR. (2021). Rozpočty pod drobnohledem. unrr.cz. [Online] 2021. [Citace: 20. leden 2021.] <https://unrr.cz/rozpocety-pod-drobnohledem/>.

VÁSQUEZ, Ian. (1996). The Brady Plan and market-based solutions to debt crisis, *The Cato Journal*. Washington: The Sheridan Press, 1996, 16(2). stránky: 233–243. Dostupné z: <https://ideas.repec.org/a/cto/journal/v16y1996i12p233-243.html>

WHELAN, Karl. (2013). Sovereign default and the euro, Working Paper Series, WP13/09, University College Dublin, UCD Centre for Economic Research, Dublin. Dostupné z: <https://www.econstor.eu/handle/10419/96272>

WOLF, Martin. (2014). Defend Argentina from the vultures. ft.com. [Online] *Financial Times*, 24. červen 2014. [Citace: 9. únor 2021.] <https://www.ft.com/content/2bfc9a52-f8a3-11e3-befc-00144feabdc0>.

World Economic Forum. (2015). How Greece's debt has shifted since the last bailout. weforum.org. [Online] 30. červen 2015. [Citace: 13. listopad 2020.] <https://www.weforum.org/agenda/2015/06/how-greeces-debt-has-shifted-since-the-last-bailout/>.

World Government Bond. (2021). Greece Credit Rating. worldgovernmentbonds.com. [Online] 2021. [Citace: 30. leden 2021.] <http://www.worldgovernmentbonds.com/credit-rating/greece/>.

XAFA, Miranda. (2014). Sovereign Debt Crisis Management: Lessons from the 2012 Greek Debt Restructuring, publikováno: CIGI Papers č. 33, dostupné z: <https://www.cigionline.org/publications/sovereign-debt-crisis-management-lessons-2012-greek-debt-restructuring>

Seznam obrázků a tabulek

Seznam obrázků

Obr. 1 Struktura veřejného dluhu v zemích EU (%) za rok 2019.....	16
Obr. 2 Schodek/přebytek státního rozpočtu v ČR v letech 1993 – 2020.....	17
Obr. 3 Vývoj veřejného a státního dluhu v ČR v letech 1995 – 2020.....	18
Obr. 4 Domácí a zahraniční veřejný dluh ČR - dle držitelů dluhu v letech 1995 – 2020.....	20
Obr. 5 Domácí a zahraniční veřejný dluh ČR – dle druhu měny v letech 1995 - 2020.....	21
Obr. 6 Země v externím defaultu nebo restrukturalizaci.....	29
Obr. 7 Procento zemí s bankovní krizí a nově vzniklou krizí na externí dluh.....	30
Obr. 8 Externí default a inflační krize.....	31
Obr. 9 Procento zemí v defaultu nebo restrukturalizaci na domácí dluh.....	32
Obr. 10 Podíl domácího dluhu na celkovém dluhu.....	33
Obr. 11 Držitelé veřejného dluhu v rámci EU27 za rok 2019.....	45
Obr. 12 Vývoj úrokové míry u dlouhodobých dluhopisů.....	48
Obr. 13 Řecký vládní deficit a schodek v poměru k HDP (%) v letech 2000 - 2020.....	48
Obr. 14 Vývoj řeckého indexu kredibility (2000 - 2019).....	49
Obr. 15 Struktura držitelů řeckého dluhu v roce 2011 (v %).....	51

Seznam tabulek

Tab. 1 Defaulty na zahraniční dluh: Evropa, 1300-1799.....	26
Tab. 2 Roky defaultu a restrukturalizace 1800 - 2008.....	27
Tab. 3 Návrhy pravidel při vydávání dluhu.....	67
Tab. 4 Návrhy rámců mezinárodních pravidel.....	74
Tab. 5 Omezení věřitelů vymáhat svou pohledávku.....	77

ANOTAČNÍ ZÁZNAM

AUTOR	Bc. Libor Pavlas		
STUDIJNÍ PROGRAM/OBOR/SPECIALIZACE	Specializace Mezinárodní podnikání a právo		
NÁZEV PRÁCE	Možnosti průběhů státních bankrotů		
VEDOUČÍ PRÁCE	prof. Ing. Stanislav Šaroch, Ph.D.		
KATEDRA	KEP - Katedra ekonomie a práva	ROK ODEVZDÁNÍ	2021
POČET STRAN	91		
POČET OBRÁZKŮ	15		
POČET TABULEK	5		
POČET PŘÍLOH	0		
STRUČNÝ POPIS	<p>Cílem této diplomové práce bylo analyzovat proces restrukturalizace státních dluhů a na základě poznatků z mnohaleté historie a příkladů přijít s návrhem nejlepšího možného postupu při restrukturalizaci veřejného dluhu. Defaulty států a jejich následná restrukturalizace patří k častým jevům v dnešní době převážně u nízko příjmových zemí a rozvíjejících se ekonomik, ale neobvyklé nejsou ani u států rozvinutých. I přes dlouhou historii a více než 400 zaznamenaných případů státních defaultů a jejich restrukturalizace se nepodařilo aplikovat jednotný rámec, na základě kterého by stát společně se svými věřiteli postupovali, aby došli k rychlé, ale zároveň k účelné dohodě. Mezinárodní měnový fond společně se Světovou bankou a dalšími odborníky již řadu let pracují na několika návrzích, které by měly tuto problematiku vyřešit. Žádný z návrhů však nebyl doposud obecně aplikován a přijat, což také vznáší otázku, zda je vůbec možno nastavit jednotný právní rámec pro insolvenční státu. Dílčím cílem je analýza a možná aplikace obecných řešení státních defaultů v zemích eurozóny.</p>		
KLÍČOVÁ SLOVA	Státní default, státní bankrot, veřejný dluh, restrukturalizace dluhu, collective action clause, státní insolvence, domácí veřejný dluh, zahraniční veřejný dluh		

ANNOTATION

AUTHOR	Bc. Libor Pavlas		
FIELD	Specialization International Business and Law		
THESIS TITLE	Possibilities of state defaults process		
SUPERVISOR	prof. Ing. Stanislav Šároch, Ph.D.		
DEPARTMENT	KEP - Department of Law and Economics	YEAR	2021
NUMBER OF PAGES	91		
NUMBER OF PICTURES	15		
NUMBER OF TABLES	5		
NUMBER OF APPENDICES	0		
SUMMARY	<p>The aim of this thesis was to analyze the process of restructuring government debt and come up with a proposal for the best possible approach to restructuring public debt which is based on data from history and based on many examples when the state did not fulfill its financial commitments. State defaults and their subsequent restructuring are among the most common phenomena today, mainly in low-income countries and emerging economies, but they are not uncommon in developed countries either. Despite a long history and more than 400 recorded cases of state defaults and their restructuring, it has not been possible to apply a unified framework on the basis of which the state, together with its creditors, would proceed to reach a rapid but effective agreement. The International Monetary Fund, together with the World Bank and other experts, has been working for several years on several proposals that should address this issue. However, none of the proposals has so far been generally applied and accepted, which also raises the question of whether it is at all possible to set a uniform legal framework for state insolvency. A partial goal is an analysis and possible application of general solutions of state defaults in euro area countries.</p>		
KEY WORDS	<p>Sovereign default, state bankruptcy, public debt, debt restructuring, collective action clause, state insolvency, domestic public debt, external public debt</p>		